



Katja Rosa

Prospektpflichten und Prospekthaftung für geschlossene Fonds

Eine Untersuchung im Lichte des
neuen Verkaufsprospektgesetzes



PETER LANG

Erstes Kapitel Einführung

I. Einleitung

1. Problemdarstellung

Aufgrund der zunehmenden Bedeutung der nationalen und internationalen Kapitalmärkte als Kapitalsammelstellen hat sich der Gesetzgeber in den letzten Jahren des Themas Transparenz und Integrität der Märkte verstärkt angenommen. Vorgelebt durch die USA¹ hat sich im europäischen und deutschen Kapitalmarktrecht² die Erkenntnis breit gemacht, dass Kapitalmarktinformation eine zentrale Bedingung für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ist.³ Dahinter verbirgt sich die Erfahrung, dass bei einer spürbaren Erschütterung des Marktvertrauens die Gefahr besteht, dass sich enttäuschte Anleger von den betroffenen Märkten abkehren und diesen hierdurch die für ihre Funktionsfähigkeit erwünschte Liquidität entziehen.⁴ Für dieses notwendige Vertrauen der Anleger sind Integrität und Fairness für die Kapitalmärkte unverzichtbar.

Deutschland hat vor diesem Hintergrund einen regelrechten „Reformmarathon“ durchlaufen, wobei der Umbau der rechtlichen Rahmenbedingungen des Finanzplatzes Deutschland hauptsächlich aufgrund europarechtlicher Vorgaben und als Teil einer weltweiten Liberalisierungsbewegung erfolgte. Die dramatischen Kurseinbrüche an den Wertpapierbörsen in den letzten Jahren sowie erhebliche Anlegerverluste auf dem grauen Kapitalmarkt, die zunehmend in den Fokus der Öffentlichkeit gerieten, veranlassten den Gesetzgeber verstärkt zu vertrauensbildenden Maßnahmen in Gestalt von Informationspflichten, um das notwendige Anlegervertrauen wieder zurückzugewinnen. Die Bundesregierung hatte bereits im August 2002 ein „10-Punkte-Programm für Unternehmensintegrität und Anlegerschutz“ vorgestellt,⁵ das im Februar 2003 durch einen Maßnahmenkatalog konkretisiert wurde⁶ und den Ausbau der Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen vorsieht. Dieses Projekt ist Teil des vom Bundesmi-

1 In den dreißiger Jahren wurde die Emittentenpublizität mit Einführung des Securities Act und des Securities Exchange Act zum Grundbaustein der US-amerikanischen Kapitalmarktrechtsordnung gemacht, *Hopt*, ZHR 140 (1976), S. 204 f.; *Assmann*, Prospekthftung, 1985, S. 98 ff.; *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 114 ff.; *Zimmer*, Internationales Gesellschaftsrecht, S. 36 und 75 ff.

2 Ausführlich zur Rolle der Emittentenpublizität im System des europäischen Kapitalmarktrechts *Brellochs*, Publizität und Haftung, 2005.

3 *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 114 ff.; *Brellochs*, Publizität und Haftung, 2005, S. 1.

4 *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2004, Rn. 8.390.

5 Pressemitteilung des *BMJ* Nr. 48/2002 v. 28.8.2002.

6 Pressemitteilung des *BMJ* Nr. 10/03 v. 25.2.2003.

nisterium der Finanzen im März 2003 vorgestellten „Finanzmarktförderungsplanes 2006“,⁷ der durch zahlreiche gesetzgeberische Einzelmaßnahmen anstelle eines weiteren Finanzmarktförderungsgesetzes den Finanzmarkt reformieren soll.⁸

Eine dieser Einzelmaßnahmen ist das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG)⁹. Das AnSVG besteht aus zwei grundsätzlichen Themenkomplexen: Art. 1 stellt die Umsetzung der EU-Marktmisbrauchsrichtlinie¹⁰ dar; das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) wurde dabei an vielen Stellen formal und inhaltlich geändert, insbesondere in den Bereichen Insiderrecht, Ad-hoc-Publizität, Directors’ Dealings oder Wertpapieranalyse. Art. 2 verwirklicht auf rein nationaler Ebene Bestandteile des 10-Punkte-Programms und des Finanzmarktförderungsplans 2006 und ist in dieser Untersuchung von besonderem Interesse. Während in der Vergangenheit Prospektierungspflichten auf Wertpapiere, Investmentanteilsscheine oder Immobilien-Investmentfonds begrenzt waren, wurden wie folgt durch Art. 2 AnSVG bzw. die aus ihm resultierenden Änderungen des Verkaufsprospektgesetzes (VerkProspG)¹¹, die am 1. Juli 2005 in Kraft getreten sind, Prospektierungspflichten nun nahezu allumfassend für Produkte des Kapitalmarkts i.w.S. eingeführt.¹² So besteht neuerdings auch für geschlossene Fonds, die bisher den Hauptbestandteil der Vermögensanlagen am sog. grauen Kapitalmarkt bildeten, die gesetzliche Verpflichtung zur Veröffentlichung von Prospekten im Kapitalmarkt. Eine weitere erwähnenswerte Änderung in diesem Zusammenhang ist, dass die Umsetzung der EU-Prospektrichtlinie¹³ daneben zum Wertpapierprospektgesetz (WpPG)¹⁴ geführt hat, welches die bisherigen Bestimmungen für Wertpapierprospekte und Zulassungsdokumentationen zum amtlichen und geregelten Markt gemäß Börsengesetz (BörsG) und VerkProspG nebst Verordnungen zusammengeführt und vereinheitlicht hat und detailliert regelt. Mit der EU-Prospektverordnung liegt nun ein einheitlicher inhaltlicher Standard für Wertpa-

7 Pressemitteilung des BMF Nr. 35/2003 v. 6.3.2003.

8 Diese Entwicklungen werden zusammengefasst bei *Brellocks*, Publizität und Haftung, 2005, S. 1 ff. m.w.N.

9 BGBl. I 2004, S. 2630.

10 Richtlinie 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation v. 28.1.2003.

11 BGBl. I 1998, S. 2701, geändert durch Art. 2 Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz v. 22.6.2005, BGBl. I 2005, S. 1698, zuletzt geändert durch Art. 7 des Gesetzes v. 19.8.2005, BGBl. I 2005, S. 2437.

12 Es gibt allerdings weiterhin Finanzprodukte, die nicht gesetzlich reguliert sind, wie zum Beispiel Direktanlagen in Immobilien.

13 Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 3.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist (Prospekt-Richtlinie), ABl. EG Nr. L 345 v. 31.12.2003, S. 64 ff.

14 BGBl. I 2005, S. 1689.

pierprospekte vor. Das WpPG und die EU-Verordnung sind ebenfalls seit dem 1. Juli 2005 in Kraft.

Diese Untersuchung soll sich ausschließlich den neuen verkaufsprospektgesetzlichen Regelungen für geschlossene Fonds widmen, die ihren Ursprung nicht unmittelbar in europarechtlichen Vorgaben finden, sondern aus einer Eigeninitiative des deutschen Gesetzgebers entstanden sind. Trotzdem handelt es sich bei dieser Gesetzesinitiative nicht um eine vollständige Emanzipation, denn im Ergebnis wird auch diese Reform der Vereinheitlichung der europäischen Kapitalmarktrechtssysteme dienen, da die bisherige deutsche Marktstruktur im Sinne einer Zweiteilung in einen organisierten Markt für Wertpapieranlagen und einen nicht organisierten Kapitalmarkt für nicht wertpapiermäßig verbriefte Vermögensanlagen international „höchst ungewöhnlich“ ist.¹⁵ Dadurch, dass es sich der deutsche Gesetzgeber zur Aufgabe gemacht hat, den grauen Kapitalmarkt einer stärkeren Rechtskontrolle zu unterwerfen, wird diese Zweiteilung ein Stück weit aufgehoben. Die Vereinheitlichung wird neben den noch im Detail zu untersuchenden Effekten so auch der Stärkung des Vertrauens ausländischer Investoren dienen, die sich am deutschen Kapitalmarkt heimisch fühlen und deshalb den nationalen bekannten Standards vergleichbare Marktstrukturen vorfinden sollen.¹⁶

Mit der Einführung von Prospektierungspflichten für die maßgeblichen Produkte des grauen Kapitalmarktes bestätigt der deutsche Gesetzgeber die bedeutsame Rolle dieses Marktsektors. Geschlossene Fonds gelten mittlerweile als ein wesentlicher Zweig der Finanzwirtschaft, der einen vom Investitionsvolumen durchaus erheblichen Sektor darstellt und auch für die deutsche Wirtschaft als Finanzierungsform von Unternehmen und Unternehmungen eine wichtige Rolle spielt.¹⁷ Die Vermögensanlagen erfreuen sich aus diversen Gründen wachsender Beliebtheit: Sie sind in der Regel wie Investmentfonds durch einen einfachen Zeichnungsschein zu erwerben, meist serviceorientiert gemanagt, so dass sich der Anleger mit der Verwaltung der Vermögensanlage wenig befassen muss, und sie bieten Zugang zu Investitionen, an die ein Privatanleger selbst mit einem fünf- bis sechststelligen Betrag sonst nicht kommt; in der Vergangenheit waren vor allem die steuerlichen Vorteile für Anleger interessant. Zudem sind die wirtschaftlichen Verhältnisse des Fonds wegen der direkten Mitunternehmereigenschaft und einer in der Regel überschaubaren Gesellschafterzahl besser erkennbar als bei einer Unternehmensbeteiligung über den Aktienmarkt.¹⁸ Die verlustreichen Erfahrungen, die viele Investoren mit einem Aktienengagement speziell

15 *Fleischer*, BKR 2004, S. 339.

16 Vgl. *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2004, Rn. 8.418.

17 In der Diskussion steht u.a. sogar, ob geschlossene Immobilienfonds geeignete Partner einer sog. Öffentlich privaten Partnerschaft sein können; kritisch *Wagner*, BKR 2006, S. 271 ff.

18 *Pelikan*, Beteiligungskompass 2004, S. 11.

am neuen Markt gemacht haben, die Anlockung mit hohen Renditen und die vorhandene Unsicherheit um die Stabilität des Euro motivieren Kleinanleger bei ihrer Investitionsentscheidung.¹⁹ Außerdem empfinden Kleinanleger zunehmend die Notwendigkeit der privaten Eigenvorsorge in Form von privater Altersvorsorge und Vermögensbildung.²⁰

Lange Zeit wurde die Schutzwürdigkeit der Anleger in diesem Marktsektor in Frage gestellt, weil hier angebotene Vermögensanlagen als äußerst risikoreich gelten, und es bestand die Auffassung, dass den Anlegern die Gefahren der oftmals spekulativen Kapitalanlagen bekannt seien müssten.²¹ In der Vergangenheit zählten darüber hinaus vor allem Freiberufler wie Zahnärzte, Rechtsanwälte und Apotheker zu den Investoren, und diese Anlegergruppe wurde teilweise aufgrund ihrer in der Regel solventen Ausgangssituation als nicht schutzwürdig empfunden. Mittlerweile hat sich dieses Erscheinungsbild allerdings grundlegend verändert. Investoren stammen aus nahezu allen Bevölkerungsschichten, zunehmend rekrutieren sich diese auch aus Personengruppen mit eher durchschnittlichem Einkommen.²² Angestellte und Selbständige bildeten 2005 die größten Zeichnergruppen.²³ Eine Erklärung für den immer größer werdenden Anteil der Angestellten ist im Engagement der Initiatoren zu suchen, mit geringeren Zeichnungssummen breitere beziehungsweise neue Zielgruppen anzusprechen. Ein Problemkreis dieser Entwicklung ist die vielfach auftretende wirtschaftliche Unerfahrenheit der Kleinanleger, die sich unseriöse Anlageinitiatoren und Vermittler zu Nutze machen. Mittels aggressiver Werbe- und Verkaufsmethoden werden private Anleger in ihrer Investitionsentscheidung beeinflusst. So werden sie beispielsweise mit aufwendig gestalteten Hochglanzprospekten gelockt, Vermittler bestechen durch ein vermeintlich seriöses Auftreten, und es werden hohe Renditen in Aussicht gestellt.

Wendet man sich vor diesem Hintergrund wieder dem Thema Anlegerschutz zu, dann stellt sich die Frage, ob das Vermögen derjenigen Anleger schützenswert ist, die sich auf riskante Anlageformen einlassen und sich eine höhere Rendite als Gegenstück zum höheren Risiko erhoffen.²⁴ Sollen diese Anleger aus jeder Eigenverantwortung zugunsten eines allumfassenden Anlegerschutzes entlassen werden? Zunächst kann dem entgegengehalten werden, dass Regulierung

19 Vgl. ausführlich zur Motivationslage der Investoren *Hagemann*, Grauer Kapitalmarkt, 2005, S. 188 f.

20 *Hagemann*, Grauer Kapitalmarkt, 2005, S. 192; *Zimmer*, DB 1998, S. 969.

21 Vgl. ausführlich zur Schutzwürdigkeit der Anleger am grauen Kapitalmarkt *Hagemann*, Grauer Kapitalmarkt, 2005, S. 183 ff.

22 *Hagemann*, Grauer Kapitalmarkt, 2005, S. 41.

23 Zusammen stellten sie über 50 Prozent der Anleger dar. Freiberufler wie Ärzte und Apotheker, Rentner, Beamte und sonstige Berufsgruppen bilden zu etwa gleichen Anteilen die verbleibenden 50 Prozent der Fondszeichner, vgl. *Scope*-Jahresstudie 2005/2006, in: *Schoeller/Witt*, Jahrbuch Geschlossene Fonds 2005/2006, S. 36.

24 Vgl. hierzu die Ausführungen von *Brellochs*, Publizität und Haftung, 2005, S. 16 ff.

nicht zugleich bedeuten muss, den Anleger aus jeder Verantwortung zu nehmen. Hinzu tritt die bereits angesprochene Erkenntnis, dass die Rechtsordnung im Bereich des Kapitalmarktrechts neben dem Vermögensschutz des einzelnen Anlegers auch den Funktionsschutz der Kapitalmärkte gewährleisten muss, der sich unter anderem an der allokativen Effizienz der Märkte bemisst.²⁵ Aus volkswirtschaftlicher Sicht dient der Kapitalmarkt schließlich insbesondere dazu, die Ersparnisse der privaten Haushalte und das anlagesuchende Geldvermögen der Wirtschaftsunternehmen in das Kapital umzuwandeln, das die Emittenten für ihre Investitionen benötigen.²⁶ Gerade wenn aber bei der Vermittlung dubioser Vermögensanlagen erfolgreich „gelogen“ oder mit unrichtigen Prospektangaben geworben wird, ist neben Vermögensschäden einzelner Anleger eine Fehlallokation von Kapital die grundsätzliche Folge; „Kapital, das in nicht fertig gestellte Hotelruinen, in Schiffe, die keiner benötigt oder in Sportwagen von Vermittlern und Initiatoren geflossen ist, hat den Ort seiner effizientesten Verwendung nicht erreicht.“²⁷

Die Rating-Agentur *Scope* ermittelte in diesem Zusammenhang, dass auf dem Markt der geschlossenen Fonds im Jahre 2005 ca. 10,52 Mrd. Euro Eigenkapital akquiriert wurde;²⁸ der Branchenspezialist *Loipfinger* kam sogar auf einen Betrag von 12,3 Mrd. Euro.²⁹ Allein in den letzten zehn Jahren haben rund 200 Initiatoren mehr als 100 Mrd. Euro Eigenkapital für Fondsemissionen eingesammelt, und Statistiken zufolge haben fast eine halbe Million Anleger in eine oder mehrere Beteiligungen investiert.³⁰ Im Ergebnis fließt damit ein ganz bedeutender Teil des anlagesuchenden Geldes in diesen bis vor kurzem noch nicht reglementierten Bereich des deutschen Kapitalmarktes. Von diesen Beträgen gingen in den vergangenen Jahren jedoch allein durch unseriöse Machenschaften rund 20 bis 30 Mrd. Euro jährlich verloren.³¹ Die Reglementierung des Marktsektors wurde deshalb von vielen Branchenspezialisten begrüßt.

Die Änderungen des VerkProspG und der Erlass der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung (VermVerkProspV) bedeuten für die Branche der geschlossenen Fonds erhebliche Neuerungen. Eine den Anleger schützende Prospektpflicht existierte bisher für Anlageprodukte des grauen Kapitalmarkts nicht. In der Vergangenheit wurden Beteiligungen an Publikumsgesellschaften

25 Die allokativen Funktion des Kapitalmarkts dient dazu, dass die knappen Ressourcen der anlagesuchenden Gelder weitest möglich dorthin fließen, wo der jeweils dringendste Bedarf an Investitionsmitteln die höchste Rendite bei ausreichender Sicherheit der Anlage verspricht, *Kümpel*, Kapitalmarktrecht, 2004, Rn. 30 ff.

26 *Kümpel*, Kapitalmarktrecht, 2004, Rn. 30 ff.

27 *Zimmer*, DB 1998, S. 969, 970.

28 Vgl. *Schoeller*, in: *Schoeller/Witt*, Jahrbuch Geschlossene Fonds 2005/2006, S. 106.

29 Vgl. *Loipfinger*, Marktanalyse der Beteiligungsmodelle 2006, S. 1 ff.

30 *Schoeller*, in: *Schoeller/Witt*, Jahrbuch Geschlossene Fonds 2005/2006, S. 106.

31 *Verbraucher-Zentrale*, Rechtsfragen des Grauen Kapitalmarkts, 2003, S. 11; *Zimmer*, DB 1998, S. 969.

lediglich über eine richterrechtlich fortentwickelte allgemein zivilrechtliche Prospekthaftung geschützt, die die Rechtsprechung auf das Rechtsinstitut des Verschuldens bei Vertragsverhandlungen, angereichert mit Vertrauenselementen stützte, und die in den 70er Jahren als Kompensation zur gesetzgeberischen Untätigkeit entstand.³² Unzufriedenheit herrschte in der Literatur jedoch bereits darüber, dass der *BGH* hierfür eine anerkannte dogmatische Grundlage vermissen ließ.³³ Darüber hinaus wurde die mangelnde Stringenz bei der Fortentwicklung des Rechtsinstituts kritisiert, und die von der Rechtsprechung entwickelten Fallgruppen ließen eine dahinter stehende Systematik oftmals nicht erkennen. Infolgedessen litt die von der Rechtsprechung entwickelte Problemlösung in der Regel an der notwendigen Vorhersehbarkeit der Verantwortlichkeit der Haftung.³⁴ Mangels Spezialvorschriften waren der Rechtsprechung bei der Anwendung der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung Grenzen gesetzt und das allgemeine Schadensersatzrecht konnte nicht hinreichend einen befriedigenden Interessenausgleich der Marktgegensenden schaffen. Auf Ebene der Schadensabwicklung tauchte zu Lasten der Anleger immer wieder das Problem auf, dass die rechtlichen Mechanismen der Schadensersatzhaftung zu spät griffen, weil Initiatoren und Vermittler von geschlossenen Fonds bei einem Zusammenbruch der Fondsgesellschaft entweder nicht mehr zu fassen oder bei ihnen andernfalls oftmals nicht mehr genügend Mittel vorhanden waren, um die gesamten Anlegerschäden zu begleichen.³⁵

Aus dieser Erkenntnis heraus ist der Gesetzgeber aktiv geworden und hat Prospektpflichten zur besseren Information der Anleger im Vorfeld ihrer Anlageentscheidung und eine nachträgliche Prospekthaftung für geschlossene Fonds in das System der spezialgesetzlichen Prospektregelungen integriert. Seit dem 1. Juli 2005 besteht für im Inland öffentlich angebotene, nicht in Wertpapieren verbriefte Anlageformen damit erstmals eine Prospektierungspflicht für Anbieter (§ 8f Abs. 1 VerkProspG). Der Vertrieb geschlossener Fonds ist zukünftig nur nach Veröffentlichung eines Prospekts und nach zuvor erteilter Gestattung desselben durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (*BaFin*) erlaubt (§§ 8i ff. VerkProspG). Diese Prozedur hat neben den bereits genannten Vorteilen den positiven Nebeneffekt, dass sich durch die Einreichungspflicht von Prospekten vor einem öffentlichen Angebot der Vermögensanlage nun relativ genau feststellen lässt, wie viele Anbieter geschlossener Fonds auf dem Kapitalmarkt existieren. Bislang war es erforderlich, für die Gesamtzahl der Initia-

32 Assmann, in: Assmann/Schütze, 1997, § 7 Rn. 20 ff.

33 Die Lösung der Rechtsprechung, eine Haftung generell durch eine „Weiterführung des Grundgedankens einer Vertrauenshaftung“ zu begründen, konnte den Anforderungen an eine tragfähige dogmatische Grundlage nicht genügen, vgl. Ochs, Prospekthaftungstheorie, 2005, S. 2.

34 Ochs, Prospekthaftungstheorie, 2005, S. 2.

35 Zimmer, DB 1998, S. 969, 970.

toren eine Dunkelziffer anzunehmen. So enthielt die Marktanalyse von *Loipfinger* für das Jahr 2004 noch insgesamt 362 Initiatoren, die in den vergangenen zehn Jahren immer oder zumindest vereinzelt aktiv waren; Umsätze in 2004 verbuchten von ihnen nur 175 Anbieter. In der aktuellen Marktanalyse *Loipfingers* stieg die Zahl der Initiatoren plötzlich um gut 50 Prozent auf 548. Die aktiven Gesellschaften verdoppelten sich annähernd auf 344. Diese Zahlen setzen sich zusammen aus 96 neuen Initiatoren, erfasst wurden aber auch 73 Initiatoren, die in den vergangenen Jahren unbemerkt geblieben sind und erst seit der Pflicht zur *BaFin*-Gestattung sichtbar wurden.³⁶ Der Markt ist demzufolge bereits transparenter geworden.

An die Prospektpflicht anschließend wurde von dem bisher bestehenden zweigleisigen Prospekthaftungssystem ein Stück weit abgerückt, indem für geschlossene Fonds auch eine spezialgesetzliche Prospekthaftung normiert wurde, die sich an den Voraussetzungen der börsenrechtlichen Prospekthaftung orientiert. Darüber hinaus hat der Gesetzgeber eine Haftung nicht nur bei fehlerhaftem, sondern auch bei fehlendem Verkaufsprospekt eingeführt (§ 13a VerkProspG).

2. Ziel und Gang der Untersuchung

Diese Untersuchung setzt sich mit den neu eingeführten Publizitätspflichten für geschlossene Fonds und der daran anschließenden Prospekthaftung nach den Regeln des VerkProspG in seiner neuen Fassung auseinander. Der Schwerpunkt liegt auf einem Vergleich der alten (vor dem 1. Juli 2005) mit der neuen Rechtslage (ab dem 1. Juli 2005) unter dem Aspekt des Anlegerschutzes, denn im Ergebnis soll durch die Einbeziehung geschlossener Fonds in die Regelungen des VerkProspG der Anlegerschutz gestärkt werden; diese gesetzgeberische Bestrebung wird im Folgenden mit zu untersuchen sein. Teil dessen ist auch, das zugrunde liegende Verständnis des Gesetzgebers vom Anlegerschutz im Detail auszuleuchten.

Der Gang der Arbeit stellt sich wie folgt dar: Im ersten einleitenden Teil erfolgt ein Überblick über das Wesen von geschlossenen Fonds samt gesellschaftsrechtlicher Grundlagen; diese werden vor allem innerhalb der Untersuchung der Prospekthaftung aufgrund einer möglichen Kollision mit gesellschaftsrechtlichen Grundsätzen relevant. Außerdem wird die grundsätzliche Rolle von Prospektpublizität und Prospekthaftung als Teil kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzes betrachtet. Die zentrale Untersuchung beginnt dann mit der Darstellung der Rechtslage vor dem 1. Juli 2005. Prospektpflicht und Prospekthaftung waren bis dato für geschlossene Fonds nicht spezialgesetzlich geregelt, so dass zunächst eine Auseinandersetzung mit der Frage nach Prospektierungs-

36 *Loipfinger*, Marktanalyse der Beteiligungsmodelle 2006, S. 1 ff.

pflichten und danach eine ausführliche Darstellung der richterrechtlich fortentwickelten bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung erfolgt. Die gesonderte Darstellung der alten Rechtslage dient der besseren Übersicht, wobei im Fokus der gesamten Untersuchung der Vergleich mit der neuen Rechtslage steht; dementsprechend werden auch innerhalb dieses ersten Hauptteils die Schwerpunkte gesetzt. Auf eine Darstellung der „alten“ Rechtslage kann bzw. soll aber schon deshalb nicht verzichtet werden, weil ungeklärt ist und somit im Laufe der Untersuchung nur vermutet werden kann, ob bzw. inwieweit die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung neben der spezialgesetzlichen noch Bestand haben wird, und weil das Haftungsinstitut für Altfälle nach wie vor relevant ist. Darüber hinaus ergeben sich nach neuer Rechtslage zwar zwangsläufig Änderungen gegenüber der bisherigen bürgerlich-rechtlichen Haftung, in zahlreichen Einzelfragen wird man allerdings die einschlägige Spruchpraxis des *BGH* unverändert heranziehen können.

Im Anschluss werden die aktuelle Rechtslage und damit die neuen Regelungen des VerkProspG bzw. ergänzend die VermVerkProspV vorgestellt. Eine Prospektpflicht (geregelt in Abschnitt IIIa des VerkProspG) ist im Bereich der geschlossenen Fonds in dieser Form neu, so dass die gesetzlichen Regelungen unter der zuvor genannten Zielsetzung genau beleuchtet werden, ein Vergleich mit der alten Rechtslage jedoch nur beschränkt stattfinden kann. Die eingeführte spezialgesetzliche Prospekthaftung wird darüber hinaus im Lichte der bürgerlich-rechtlichen Haftung im engeren Sinne dargestellt, Unterschiede und Gemeinsamkeiten werden herausgearbeitet und beurteilt. Die Untersuchung beginnt mit der Haftung für fehlerhafte Prospekte gemäß § 13 VerkProspG. Diskussionsgrundlage bilden hier insbesondere die Definition des Prospektbegriffs, der Haftungsadressatenkreis, die haftungsausfüllende Kausalität, der Haftungsinhalt und die weitere Anwendbarkeit der bürgerlich-rechtlichen Haftung neben den neuen spezialgesetzlichen Regelungen. Eine genauer zu beleuchtende Besonderheit stellt darüber hinaus der neu eingeführte § 13a VerkProspG dar, der die Haftung für fehlende Prospekte normiert. Während die Voraussetzungen denen des § 13 VerkProspG nachgebildet sind, ist hier die Frage relevant, wie sich eine zivilrechtliche Haftung der Prospektverantwortlichen überhaupt rechtfertigen lässt. An dieser Stelle wird die Diskussion um die Bedeutung von Informationspflichten und die Entwicklung des Anlegerschutzgedankens wieder aufgenommen. Daneben gilt den Merkmalen des Verschuldens und der Kausalität besonderes Augenmerk. Auf der Basis der gewonnenen Teilergebnisse erfolgt schließlich eine Gesamtbewertung der gesetzlichen Regelungen.

II. Überblick über geschlossene Fonds

Es soll mit einigen für diese Untersuchung wesentlichen Grundlagen begonnen werden. Dazu gehören zunächst die Betrachtung der dieser Untersuchung zugrunde liegenden Vermögensanlage und eine Einführung in die gesellschaftsrechtlichen Grundlagen eines geschlossenen Fonds. Dieser Abschnitt gibt aufgrund der vielfältigen Ausgestaltungen und Erscheinungsformen der Vermögensanlage allerdings nur die wesentlichen Grundstrukturen und Informationen wieder, um eine generelle Einordnung vornehmen zu können.³⁷

1. Geschlossene Fonds

Geschlossene Fonds werden zur Finanzierung von definierten, in der Regel größeren Investitionsprojekten (beispielsweise eine oder mehrere Immobilien) aufgelegt. Es kann in der Regel nur während eines bestimmten Zeitraums (Platzierungs- beziehungsweise Emissionszeitraum) investiert werden, und sobald das benötigte Kapital durch Gesellschaftsbeitritte zur Verfügung steht, wird der Fonds geschlossen, so dass keine zukünftigen Zeichnungen mehr stattfinden können.³⁸ Der Fonds wird dann zu einem zu Beginn festgelegten Zeitpunkt wieder aufgelöst, und die Anteile werden an die Inhaber ausgezahlt. Ein geschlossener Fonds ist in der Regel ein Beteiligungsgeschäft, das heißt der Käufer wird Anteilseigner und Miteigentümer einer Gesellschaft. Dies kann erhebliche steuerliche Auswirkungen haben und birgt die entsprechenden Vorteile aber auch Risiken einer echten Beteiligung in sich. Für die Beteiligung an geschlossenen Fonds sind in der Regel Mindestzeichnungssummen erforderlich. Die Mindestinvestitionssummen (Bareinlagen) reichen regelmäßig von 5.000 Euro bis 100.000 Euro, können aber auch deutlich höher liegen (zum Beispiel im Falle von sog. Private Placements³⁹).⁴⁰ In der letzten Zeit ist teilweise der Trend erkennbar, Mindestzeichnungssummen deutlich herabzusetzen, um die Produkte für breitere bzw. neue Zielgruppen attraktiver zu machen.

Geschlossene Fonds eignen sich grundsätzlich nur zur Langfristanlage; in der Regel beträgt ihre Laufzeit 10 bis 25 Jahre. Typisches Wesensmerkmal ist die mangelnde Fungibilität der Anteile; eine jederzeitige Veräußerbarkeit von An-

37 Ausgiebig auf rechtliche, steuerliche und wirtschaftliche Fragen bei geschlossenen Fonds einzugehen, würde den Rahmen dieser Arbeit sprengen.

38 *Barth/Barth*, Steueroptimierungsstrategien, 2005, S. 161.

39 Es wird unterschieden zwischen öffentlichen und privaten Platzierungen (Private Placements). Der Begriff des Private Placement bezieht sich auf den Primärmarkt. Die Unterscheidung zwischen öffentlicher und privater Platzierung ist vor allem für die Prospektpflichtigkeit und die daran anknüpfende Prospekthaftung von Belang, vgl. dazu ausführlich den Dritten Teil.

40 *Barth/Barth*, Steueroptimierungsstrategien, 2005, S. 162.

teilen an geschlossenen Fonds ist im Unterschied zu offenen Fonds nicht gewährleistet.⁴¹ Durch die Verschiedenartigkeit der Produkte sowie gesellschaftsrechtlichen Restriktionen bei der Handelbarkeit ist die Übertragung von Fondsanteilen zu zeitaufwändig und ineffizient. Regelmäßig ist laut Gesellschaftsvertrag ein Verkauf der Anteile nur nach Zustimmung der Geschäftsführung des Fonds möglich, und für die Fondsgesellschaft besteht keine Verpflichtung, ausgegebene Anteile wieder zurückzunehmen.⁴² Dementsprechend ist nach wie vor ein Verkauf von Anteilen vor der Auflösung des Fonds häufig nur realisierbar, wenn man selbst einen Käufer findet. Der Preis orientiert sich an Angebot und Nachfrage.

Mittlerweile sind aber auch Wiederverkaufsforen im Internet⁴³ oder direkt über manche Fonds-Anbieter zu finden. Bislang wurden dort allerdings überwiegend wirtschaftlich nicht tragfähige Anteile angeboten. Mit der Geschlossene Fonds Exchange (Gefox) in Düsseldorf und vor allem mit der Deutschen Fondsbörse Hamburg haben sich mittlerweile erste neutrale, überwachte und frei zugängliche Marktplätze für den Handel mit Anteilen an geschlossenen Fonds gebildet. Ihr Ziel ist es, ein kontrolliertes Sekundärmarktsystem mit Transparenz und fairer Preisgestaltung auch für den Handel mit Beteiligungen an Publikums-gesellschaften zu etablieren.⁴⁴

Im Ergebnis ist die Etablierung eines Zweitmarkthandels jedoch ein äußerst schwieriges Unternehmen, denn ausreichende Transparenz und Qualität der sekundärmarktlichen Preisbildung sind in diesem Marktsektor kaum zu erreichen. Geschlossene Fonds sind zwar während der Emission in hohem Maße transpa-

41 *Barth/Barth*, Steueroptimierungsstrategien, 2005, S. 161.

42 Vgl. *Heisterhagen*, DStR 2004, S. 507, 509.

43 Z.B. www.zweitmarkt.de und www.privattrade24.de.

44 Voraussetzung für das Listing an der Gefox ist eine Analyse des Fonds durch die Rating-agentur Scope, die vierteljährlich aktualisiert wird. Außerdem müssen die Fondsanteile jederzeit ohne Zustimmung Dritter übertragbar sein - ein Kriterium, das insbesondere viele Altfonds nicht erfüllen. Das Gefox-Modell steht stark in der Kritik, weil schon das Listing erhebliche Kosten für den Initiator bedeutet, dazu kommen noch die Kosten für die vierteljährliche Aktualisierung der Fondsanalyse durch Scope. Bei der Fondsbörse Hamburg nimmt die Maklergesellschaft Deutsche Fondsbörse Hamburg Beteiligungsmakler AG die Verkaufsaufträge der Anleger entgegen und sucht nach passenden Käufern oder umgekehrt. Das Listing eines Verkaufsangebots ist – im Gegensatz zum Gefox-Modell – zunächst kostenlos. Erst nach erfolgreichem Abschluss des Fondsverkaufs zahlen Käufer und Verkäufer je 2,5 Prozent des Handelspreises an Maklercourtage, mindestens jedoch 250 Euro pro Partei. Die Preisfindung erfolgt transparent über Angebot und Nachfrage. Der Verkäufer kann jedoch im Maklervertrag einen Mindestpreis festlegen, den der Verkauf seines Anteils erzielen soll. Es wird auch hier nicht jeder geschlossene Fonds zum Handel zugelassen. Zuvor müssen Initiatoren, Fonds- oder Maklergesellschaften Anträge auf Fondsnotierung stellen, die von einem unabhängigen Beirat geprüft werden. Damit sollen unseriöse Angebote ausgeschlossen werden, vgl. www.boersenag.de/index.php?id=pm25#top.

rent. Der hohe Transparenzgrad reicht aber schließlich nur bis zur Platzierung, danach reduziert sich der Informationsfluss auf ein Minimum.⁴⁵ Darüber hinaus ist der Markt der geschlossenen Fonds ein vielfältiger. Auf Grund der niedrigen Einstiegshürden und der andersartigen Struktur hat die Anlageform die Möglichkeit, in besonders innovative, aber auch illiquide Märkte zu investieren, z.B. Schiffe, Container, regenerative Energien, gebrauchte Lebensversicherungen etc. Auf der einen Seite erschließen sich dadurch für den Anleger Märkte, die herkömmliche Wertpapierfonds kaum bedienen können.⁴⁶ Auf der anderen Seite trägt gerade diese Zersplitterung aber dazu bei, dass eine Vergleichbarkeit der Produkte wie bei Wertpapieren kaum möglich ist. Trotzdem ist der Zweitmarkt, vor allem an den eingerichteten neutralen Börsenmarktplätzen, als Ausstiegsmöglichkeit nicht mehr wegzudenken und seine Nutzung ist dementsprechend ein anerkanntes Anlegerinteresse geworden.⁴⁷ Dies nicht zuletzt deshalb, weil seit dem jüngst erfolgten Wegfall der wesentlichen Steuervorteile eine hohe Rendite im Vordergrund des Anlegerinteresses steht.

Allen geschlossenen Fonds eigen ist ihre grundsätzliche steuerliche Transparenz, die das Produkt für Anleger attraktiv macht. Bei entsprechender Konzeption werden die steuerlichen Gewinne und Verluste der Gesellschaft den einzelnen Gesellschaftern direkt zugerechnet.⁴⁸ Dadurch unterscheiden sich geschlossene Fonds von spezialisiert investierenden Kapitalgesellschaften wie Immobilien-AGs oder Leasing-AGs.⁴⁹ Vielfach werden geschlossene Fonds über Kredite finanziert. Mögliche steuerliche Vorteile werden so gegebenenfalls noch vergrößert. Die Struktur geschlossener Fonds basierte bislang ganz überwiegend auf dem Steuervorteil des Anlegers. Der Gesetzgeber hat allerdings in den letzten Jahren eine Flut neuer Gesetze, Erlasse und Verordnungen auf den Weg gebracht,⁵⁰ um Investitionen in Fondsprodukte, bei denen das Motiv des Steuersparens im Vordergrund steht, zu verhindern. Statistiken zufolge haben, wie gezeigt, allein in den letzten 10 Jahren fast eine halbe Million Anleger in eine oder mehrere Beteiligungen investiert; der Bundesrepublik Deutschland entgingen dadurch in diesem Zeitraum mehr als 40 Mrd. Euro Steuereinnahmen.⁵¹ Aus diesem Grund ist der deutsche Gesetzgeber zu Lasten der reinen Steuersparmodelle aktiv geworden.⁵² So wurden zunächst Sonderbestimmungen für so genannte Verlustzuweisungsgesellschaften (§ 2b EStG) und eine Mindestbesteuerung (§ 2

45 Vgl. *Schoeller*, in: *Schoeller/Witt*, Jahrbuch Geschlossene Fonds 2005/2006, S. 107.

46 *Schoeller*, in: *Schoeller/Witt*, Jahrbuch Geschlossene Fonds 2005/2006, S. 107.

47 *Elberskirch*, in: *Schoeller/Witt*, Jahrbuch Geschlossene Fonds 2005/2006, S. 136.

48 *Barth/Barth*, Steueroptimierungsstrategien, 2005, S. 162.

49 *Lüdicke/Arndt/Götz*, 2005, S. 1.

50 Sog. Steuerentlastungsgesetz 1999/2000/2002 v. 24.3.1999, abgedruckt in BGBl. 1999 I S. 402 ff.

51 *Schoeller*, in: *Schoeller/Witt*, Jahrbuch Geschlossene Fonds 2005/2006, S. 106.

52 Stand steuerlicher Gesetzgebung: Juli 2006.

Abs. 3 EStG) eingeführt.⁵³ Durch die Verschlechterung der steuerlichen Rahmenbedingungen vollziehen geschlossene Fonds bereits seit diesen Änderungen einen Wandel vom Steuersparmodell zur renditeorientierten Geldanlage.⁵⁴ Nach der neuesten Modifizierung des § 15b EStG werden jedoch im Grunde genommen sogar ausschließlich renditeorientierte Fondsmodelle als Anlageform bestehen können.⁵⁵ Die geschlossenen Fonds neuen Typs sprechen wiederum Anlegergruppen an, die gewohnt sind, ihr Investment jederzeit verkaufen zu können. Deshalb gewinnt der Zweitmarkthandel auch in diesem Marktsektor immer mehr an Bedeutung, so dass die Deutsche Fondsbörse Hamburg vor diesem Hintergrund im letzten Jahr schon ein erhebliches Umsatzplus erreicht hat.⁵⁶

Viele geschlossene Fonds haben eine Nachschusspflicht. Das heißt, der Anleger muss, wenn bereits klar ist, dass der Fonds wirtschaftlich nicht tragfähig ist, niemals Gewinne erwirtschaften wird, und der Anleger seine Steuervorteile nachträglich verliert, zusätzliches Geld investieren. Je nach Art der Fondsgesellschaft, also abhängig vom Haftungsumfang des Anlegers (Kommanditist, Gesellschafter einer GbR etc.) kann dies für den Anleger eine unerwartete finanzielle Belastung darstellen.

Gängige Investitionsgüter für geschlossene Fonds sind neben Immobilien⁵⁷ beispielsweise Schiffe (Containerschiffe, Tanker und andere)⁵⁸, Anlagen zur

53 Ausführlich zu den steuerrechtlichen Rahmenbedingungen *Lüdicke/Arndt/Götz*, 2005, S. 65 ff.

54 *Barth/Barth*, Steueroptimierungsstrategien, 2005, S. 163.

55 Nach § 15b EStG dürfen Anleger von Fonds und modellhaften Konstruktionen bei Zeichnungen ab dem 11.11.2005 steuerliche Anfangsverluste nun nur noch innerhalb der Einkunftsquelle vortragen. Ein Ausgleich mit anderen Einkunftsarten ist nur noch dann möglich, wenn die Verlustzuweisung bei maximal 10 Prozent liegt, vgl. *Beck*, FAZ v. 9.11.2005. Allerdings gibt es derzeit noch eine Gesetzeslücke, so dass nicht alle Steuerstundungsmodelle verhindert wurden. Diese Lücke wird auch noch von diversen Initiatoren genutzt. Aus Darlehenszinsen und Damnum entstehen bei den Fonds über 250 % Verlustzuweisung. Möglich ist dies, weil die §§ 15a und 15b EStG nur ausnahmsweise bei Einkünften aus Kapitalvermögen greifen. Für die bei diesen Fonds entstehenden Einkünfte nach § 20 Abs. 1 Nr. 7 EStG ist das aber nicht der Fall. Allerdings ist davon auszugehen, dass der Gesetzgeber innerhalb des Jahres 2006 die Lücke noch schließen wird. Geplant ist eine Ergänzung des § 20 Abs. 1 Nr. 7 EStG um den Satz, dass § 15b EStG sinngemäß anzuwenden ist, vgl. Entwurf eines Jahressteuergesetzes 2007 unter www.bundesfinanzministerium.de.

56 Die Fondsbörse Deutschland verzeichnete 2005 ein Umsatzplus von 80 Prozent auf rund 42,4 Millionen Euro für gehandelte Beteiligungen aus zweiter Hand, vgl. *Zweitmarkt Aktuell* v. 3.2.2006, Ausgabe 1, S. 3, einsehbar unter www.zweitmarkt.de.

57 Geschlossene Immobilienfonds sind Personengesellschaften, deren Geschäftszweck auf den Erwerb von Grundstücken, deren Bebauung und anschließende Vermietung ausgerichtet ist. Der Anleger erwirbt keinen Anteil an einer Immobilie direkt, sondern einen Gesellschaftsanteil, über den er am wirtschaftlichen Ergebnis der Immobilieninvestition beteiligt ist.

Produktion regenerativer Energien (z.B. Windkraft) und Filme (Medienfonds)⁵⁹. Windkraft- und Biogasfonds werden wegen Ihrer Anlagenschwerpunkte auch alternative Anlagen genannt.⁶⁰ Weiterhin haben sich in den letzten Jahren auch so genannte Lebensversicherungs-Zweitmarktfonds⁶¹, Leasing-Fonds⁶², Private-Equity-⁶³ und Venture-Capital-Fonds⁶⁴ auf dem Markt etabliert. Wie aufgezeigt, sind allerdings reine Steuersparmodelle, wie insbesondere Medienfonds zur Finanzierung von Filmen, aber auch Windkraftfonds von den Veränderungen der steuerlichen Rahmenbedingungen, vor allem der Einführung des § 15b EStG besonders betroffen, so dass Initiatoren dieser Fondsmodelle ihr Konzept tiefgreifend überdenken müssen, damit die Fondskonstruktionen zukünftig weiter auf dem Markt bestehen können. Schiffsfonds hingegen behalten durch die so genannte Tonnagesteuer ihre steuerlichen Vorteile, und Auslandsimmobilienfonds profitieren nach wie vor von Doppelbesteuerungsabkommen.⁶⁵

58 Der Anleger beteiligt sich an einer Fondsgesellschaft, die ein neues oder gebrauchtes Schiff erwirbt und es über eine Reederei verchartern lässt.

59 Über Film- oder Medienfonds können sich Privatanleger an der Investition in Film- und Fernsehproduktionen beteiligen.

60 Näher zu den einzelnen Fondsmodellen vgl. *Lüdicke/Arndt/Götz*, 2005, S. 123 ff.

61 Sekundärmarkt-Lebensversicherungen sind Policen über Risikolebensversicherungen und Kapitallebensversicherungen, die von den Versicherten aus unterschiedlichen Gründen nicht bis zum Ende durchgehalten und deshalb verkauft werden. Die Fondsgesellschaft (nach dt. Recht meist eine Publikums-KG) erwirbt diese „gebrauchten“ Lebensversicherungen und hält sie bis zur Fälligkeit mit der Folge, dass dem Fonds als Policeninhaber die entsprechenden Erträge aus den Versicherungen zufließen. Umfassend zu dem Anlageobjekt „Zweitmarkt-Lebensversicherungen“ vgl. *Heisterhagen*, DStR 2004, S. 507, 507 f.

62 Der Grundgedanke des Leasing-Fonds besteht darin, dass an die Stelle einer institutionellen Leasinggesellschaft als Leasinggeber ein Leasing-Fonds gesetzt wird, um statt einer Kreditfinanzierung des Leasingguts eine Finanzierung über den freien Markt vorzunehmen, *Koch*, Die Haftung des Anlagevermittlers, 2003, S. 39.

63 Auf Private-Equity haben sich außerbörsliche Finanzunternehmen spezialisiert, die mit Hilfe privater Investoren ganze Unternehmen oder Beteiligungen an ihnen kaufen, um sie zu restrukturieren und mittelfristig mit möglichst hohem Gewinn weiter zu verkaufen.

64 Venture Capital ist Teil des Private-Equity-Bereichs und heißt Risiko- oder Wagniskapital. Es wird entweder in Form von vollhaftendem Eigenkapital oder eigenkapitalähnlichen Finanzierungsinstrumenten ins Unternehmen eingebracht. Investiert wird hauptsächlich in nicht börsennotierte, neu gegründete technologieorientierte Unternehmen. Der Fonds als Kapitalanleger von Risikokapital investiert direkt in das Eigenkapital des Unternehmens. In der Regel bleibt bei den Venture-Capital-Modellen der Kapitalanleger aber Minderheitsgesellschafter. Venture-Capital ist meist zinslos überlassenes Geld, der Gewinn des Kapitalgebers entsteht durch Partizipation am gegebenenfalls gestiegenen Unternehmenswert. Nach zwei bis fünf Jahren wird Exit angestrebt, d.h. der Kapitalgeber, in diesem Fall die Fondsgesellschaft zieht sich aus der Firma zurück, vgl. grundsätzlichen Definitionsansatz unter <http://de.wikipedia.org/wiki/Venture-Capital>.

65 Vgl. *Beck*, FAZ v. 9.11.2005.

2. Gesellschaftsrechtliche Grundlagen

Im Bereich der Publikumsfonds dient die Fondsgesellschaft der Bündelung der Investoren, ihres Kapitals und ihrer Interessen.⁶⁶ Einerseits besteht neben Rendite und etwaigen steuerlichen Vorteilen ein Interesse der Investoren darin, hinsichtlich der mit dem Investitionsprojekt verbundenen Haftungsrisiken größtmöglich abgeschirmt zu werden.⁶⁷ Andererseits liegt es im Interesse der Fondsinitiatoren, alleine das Management der Fondsgesellschaft zu bilden und dementsprechend Mitbestimmungsrechte der Anleger weitestgehend zu reduzieren.⁶⁸

Um sowohl die Wünsche der Anleger als auch die der Initiatoren zu wahren, hat sich im Markt der geschlossenen Fonds die Publikumpersonengesellschaft etabliert.⁶⁹ Als Rechtsform für einen geschlossenen Fonds kommen so insbesondere die Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR), die Kommanditgesellschaft (KG), die GmbH & Co. KG und die stille Publikumpersonengesellschaft in Betracht.

a) *GmbH & Co. KG und Publikums-KG*

Die Publikumpersonengesellschaft tritt hauptsächlich als GmbH & Co. KG in Erscheinung, weil sich in dieser Gesellschaftsform die Interessen von Investoren und Initiatoren sinnvoll vereinbaren lassen.⁷⁰ Es handelt sich bei der Anleger-

66 Lüdicke/Arndt/Götz, 2005, S. 5.

67 In den 1970er Jahren haben sich die Publikumpersonengesellschaften als sog. Abschreibungsgesellschaften am Kapitalmarkt etabliert, durch die Verschärfung des Steuerrechts sind steuerliche Beitrittsgründe mittlerweile allerdings sekundär geworden, vgl. ausführlich zu den steuerlichen Rahmenbedingungen Lüdicke/Arndt/Götz, 2005, S. 65 ff.

68 Zu den Entwicklungen am freien Kapitalmarkt im einzelnen Assmann, in: Assmann/Schütze, Ergänzungsband 2001, § 22 Rn. 1 ff.

69 Weitere Publikumsunternehmen, die allerdings im Markt der geschlossenen Fonds keine Rolle spielen, sind die Publikums-AG, die Publikums-KGaa (deren Angebot sich auf den organisierten Kapitalmarkt richtet) und die selten auftretende Publikums-GmbH. Die Publikums-AG ist eine Aktiengesellschaft, an der viele Aktionäre, meist Kleinaktionäre, beteiligt sind. Die Publikums-KGaa verbindet die Vorteile einer AG teilweise mit den Vorteilen einer Kommanditgesellschaft. Sie ist eine juristische Person, bei der mindestens ein Gesellschafter persönlich haftet und die übrigen an dem in Aktien zerlegten Grundkapital ohne persönliche Haftung beteiligt sind. Die Publikums-AG und die Publikums-KGaa sind die klassischen Rechtsformen für eine Gesellschaft mit breitem Anlegerkreis. Die Publikums-GmbH ist demgegenüber selten anzutreffen, weil sie steuerlich im Wesentlichen gleich wie die AG behandelt wird, und demgegenüber die Veräußerung einer Aktie problemlos verläuft, während die Abtretung eines GmbH-Anteils der notariellen Beurkundung bedarf (§ 15 Abs. 3 GmbHG), vgl. Schiefer, DStR 1997, S. 119.

70 Diese sog. Anleger-GmbH & Co. KG hat sich durch Erweiterung der Möglichkeit der Nutzung der Personenhandelsengesellschaft auch im Bereich der reinen Vermögensverwaltung (§ 105 Abs. 2 HGB) durch das Handelsrechtreformgesetz (vom 23.06.1998, BGBl.

GmbH & Co. KG in der Regel um körperschaftlich organisierte, im Anlegerkreis offene Kommanditgesellschaften,⁷¹ die auf den Beitritt zahlreicher Kapitalanleger angelegt sind.⁷² Die rechtliche Zulässigkeit der Publikums-KG ist gelegentlich in Frage gestellt worden, weil die Gesellschaft sich vom Leitbild der gesetzestypischen KG weit entfernt hat. Sie gleicht in ihrer Organisation häufig einer Publikums-AG. In diesem Bewusstsein hat die Rechtsprechung ein „Sonderrecht für Publikums-KGen“ entwickelt, die Rechtsform aber schon wegen der allgemeinen Zulässigkeit atypischer Gestaltungen im Gesellschaftsrecht vollständig anerkannt.

Bei der Grundform einer GmbH & Co. KG beteiligt sich der Anleger unmittelbar als Kommanditist, während der persönlich haftende Gesellschafter grundsätzlich eine GmbH ist (sog. Komplementär-GmbH). An dieser Komplementär-GmbH sind ausschließlich die Initiatoren und oftmals auch das Management der Gesellschaft beteiligt. Aus haftungsrechtlichen Gründen (Anwendbarkeit von §§ 30 ff. GmbHG auf die typische GmbH & Co. KG) und aus steuerlichen Motiven (vgl. § 15 Abs. 3 Nr. 2 EStG⁷³) wird gelegentlich zusätzlich eine natürliche Person als Komplementär aufgenommen.⁷⁴

Die Rechte der Anleger können von diesen aus Gründen der organisatorischen Vereinfachung häufig nicht selbst, sondern nur über einen Kommanditistenausschuss oder einen „Treuhand“ (unechte Treuhand) wahrgenommen werden.⁷⁵ Typische, aber nicht konstitutive Merkmale einer GmbH & Co. KG sind insbesondere die Unterscheidung zwischen Gründungsgesellschaftern einerseits und nachträglich eingeworbenen Anlegern andererseits, die damit verbundene Nicht-Beteiligung der später eingeworbenen Anleger an der Gestaltung des Gesellschaftsvertrages und der Vorgang der öffentlichen Einwerbung der Anleger. Im Vordergrund steht das Element des Kapitals. Das personale Element hingegen wird infolge der Ermächtigung bzw. Bevollmächtigung eines

1998 I S. 1474) als Investitionsform noch weiter durchgesetzt, vgl. *Lüdicke/Arndt/Götz*, 2005, S. 6.

71 *Blaurock*, Handbuch der Stillen Gesellschaft, 2003, § 19.4; *Schiefer*, DStR 1997, S. 119.

72 vgl. hierzu *Gummert*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 2, 2004, § 61 Rn. 9.

73 Wenn ausschließlich eine oder mehrere Kapitalgesellschaften als Komplementäre eingesetzt sind und nur diese oder Personen, die nicht Gesellschafter sind, zur Geschäftsführung befugt sind, handelt es sich gemäß § 15 Abs. 3 Nr. 2 EStG um eine gewerblich geprägte Personengesellschaft, die unabhängig von ihrer Tätigkeit stets Einkünfte aus Gewerbebetrieb erzielt. Diese gewerbliche Prägung ist in vielen Fällen unerwünscht und sofern sie umgangen werden soll, muss entweder neben der GmbH eine natürliche Person die Komplementärstellung einnehmen oder ein Kommanditist als Geschäftsführer eingesetzt werden, vgl. *Barth/Barth*, Steueroptimierungsstrategien, 2005, S. 167.

74 *Gummert*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 2, 2004, § 61 Rn. 12.

75 Vgl. z.B. *BGHZ* 104, S. 50; *BGH NJW* 1987, S. 2677; *Gummert*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 2, 2004, § 61 Rn. 12.

Gründungsgesellschafters zur Durchführung einer Kapitalerhöhung durch Aufnahme weiterer Gesellschafter bis zu einem definierten oder durch einen bestimmten Umstand ermittelbaren Betrag vernachlässigt.⁷⁶

Die GmbH & Co. KG eignet sich als Grundlage für die Konzeption von steuersparenden Vermögensanlagen, weil der Investor nicht nur am Geschäftserfolg, sondern schuldrechtlich am Anlagevermögen beteiligt wird.⁷⁷ Voraussetzung für eine steuerliche Anerkennung der Verlustzuweisung ist, dass der Anleger als Mitunternehmer bzw. als Vermieter angesehen wird. Gilt ein Gesellschafter nicht als Mitunternehmer/Vermieter, werden die ihm zufließenden Einkünfte in Einkünfte aus Kapitalvermögen umqualifiziert.⁷⁸ Mitunternehmer ist, wer Gesellschafter einer Personengesellschaft ist und sowohl Mitunternehmerinitiative⁷⁹ entfalten kann, als auch Mitunternehmerisiko⁸⁰ trägt. Voraussetzung dafür, dass die steuerlichen Verluste, welche die Fondsgesellschaft in den Anfangsjahren erzielt, bei den Gesellschaftern mit anderen Einkünften verrechnet werden dürfen, ist die voraussichtliche Erzielung eines steuerlichen Totalgewinns.⁸¹ Hierbei besteht das Risiko für den Anleger, dass im Falle einer Veräußerung der Beteiligung vor Erzielung eines steuerlichen Totalüberschusses die Finanzverwaltung dem Anleger unterstellt, dass er zum Zeitpunkt der Beteiligung keine auf Dauer angelegte Investition anstrebte und dass lediglich die Reduzierung der Steuerbelastung im Vordergrund stand. Kann der Anleger diese Behauptung nicht widerlegen, werden ihm steuerliche Verlustzuweisungen rückwirkend aberkannt.⁸² Ein Kommanditist kann steuerliche Verluste aus der Gesellschaft seit der Einführung des § 15a EStG nur in Höhe seiner Haftungssumme direkt mit anderen positiven Einkünften verrechnen.⁸³ Zudem gilt seit dem Jahr 2004 eine Beschränkung des Verlustabzugs nach § 10d EStG.

76 Lüdike/Arndt/Götz, 2005, S. 14.

77 Vgl. ausgiebig zu steuerbegünstigten Kapitalanlagen: Koch, Die Haftung des Anlagevermittlers, 2003, S. 33 ff.

78 Barth/Barth, Steueroptimierungsstrategien, 2005, S. 167.

79 Mitunternehmerinitiative bedeutet vor allem Teilhabe an unternehmerischen Entscheidungen. Ausreichend ist diesbezüglich schon die Möglichkeit zur Ausübung von Gesellschafterrechten, die wenigstens den Stimm-, Kontroll- und Widerspruchsrechten angenähert sind, die einem Kommanditisten nach dem HGB zustehen oder die – für eine GbR – den gesellschaftsrechtlichen Kontrollrechten nach § 716 Abs. 1 BGB entsprechen, Barth/Barth, Steueroptimierungsstrategien, 2005, S. 168.

80 Mitunternehmerisiko trägt im Regelfall, wer am Gewinn und Verlust des Unternehmens und an den stillen Reserven einschließlich eines etwaigen Geschäftswertes beteiligt ist; eine beschränkte persönliche Haftung der Gesellschafter ist dabei ohne Relevanz, Barth/Barth, Steueroptimierungsstrategien, 2005, S. 168.

81 Vgl. hierzu ausführlich Barth/Barth, Steueroptimierungsstrategien, 2005, S. 168 ff.

82 Barth/Barth, Steueroptimierungsstrategien, 2005, S. 169.

83 Denn gemäß § 15a EStG ist der dem Kommanditisten zuzurechnende Anteil am Verlust der Fondsgesellschaft nur so lange direkt ausgleichsfähig, wie bei ihm kein negatives Kapitalkonto entsteht. Das Kapitalkonto des Kommanditisten entspricht zu Beginn der

Im Ergebnis kann die GmbH & Co. KG die Interessen der Anleger und der Initiatoren gut miteinander verbinden: Zum einen die steuer- und haftungsrechtlichen Vorzüge der Personengesellschaft auf Seiten der Anleger, dann die organisatorischen und haftungsrechtlichen Vorzüge der Kapitalgesellschaft auf Seiten des Managements und schließlich die Publizitätsvorzüge der Handelsgesellschaft im Gegensatz zur Gesellschaft bürgerlichen Rechts. OHG und GbR sind als Publikumspersonengesellschaften insofern weniger geeignet, weil die Anleger in der Regel nicht bereit sein werden, sich über ihre Einlage hinaus an der Gesellschaft zu engagieren und eine persönliche Haftung zu übernehmen.⁸⁴ Beachtlich ist jedoch, dass auch die gesellschaftsvertragliche Ausgestaltung der KG sehr unterschiedlich sein kann. Da auch den Initiatoren nicht viel an einem erhöhten Engagement der Investoren liegt, kann sich die KG ungünstig auf die Kontrollmöglichkeiten des Anlegers auswirken.

Die so genannte Publikums-KG unterliegt im Grundsatz den gleichen Regeln wie die Anleger-GmbH & Co. KG, so dass eine gesonderte Darstellung vorliegend unterbleibt. Die GmbH & Co. KG wird nur deshalb häufiger als Gesellschaftsform für geschlossene Fonds gewählt, weil bei der GmbH & Co. KG die Möglichkeit besteht, auch die Haftung des Komplementärs mittelbar einzuschränken. Lediglich in der steuerlichen Behandlung ergibt sich eine Abweichung zur GmbH & Co. KG, weil § 15 Abs. 3 Nr. 2 EStG bei der KG nicht greift.

b) Stille Publikumspersonengesellschaft

Neben der GmbH & Co. KG und der Publikums-KG eignet sich auch die stille Gesellschaft zur Kapitalaufnahme in Form von geschlossenen Fonds.⁸⁵ Anleger können ihr Vermögen hier in stillen Beteiligungen an Gesellschaften anlegen, die ihrerseits als Kapitalsammelstellen für Investitionen im Immobilienbereich oder in gewerblichen Unternehmen tätig werden.⁸⁶

Eine stille Gesellschaft ist eine Innengesellschaft, bei der grundsätzlich ein Gesellschafter am Unternehmen eines anderen mit einer Einlage beteiligt ist und eine Gewinnbeteiligung erhält.⁸⁷ Der gesetzlichen Konzeption nach ist die stille Publikumsgesellschaft eine zweigliedrige (Innen-)Gesellschaft bestehend aus dem stillen Teilhaber und – bei geschlossenen Fonds – der Fondsgesellschaft.⁸⁸ Zweigliedrigkeit bedeutet, dass die Fondsgesellschaft und (für gewöhnlich) eine

von ihm geleisteten eigen- oder fremdfinanzierten Einlage, *Barth/Barth*, Steueroptimierungsstrategien, 2005, S. 171.

84 *Blaurock*, Handbuch der Stillen Gesellschaft, 2003, § 19.7.

85 *Blaurock*, Handbuch der Stillen Gesellschaft, 2003, § 19.7.

86 *Blaurock*, Handbuch der Stillen Gesellschaft, 2003, § 19.5.

87 *Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 2002, § 62 II 1, S. 1840.

88 *Lüdicke/Arndt/Götz*, 2005, S. 25.

GbR⁸⁹ (zwischen dem stillen Gesellschafter und der Fondsgesellschaft) nebeneinander stehen. Es muss ein Gesellschaftsverhältnis zwischen stillem Gesellschafter und Unternehmensträger vorhanden sein (schuldrechtlicher Vertrag), denn nur dann kommt eine so genannte stille Gesellschaft zustande. Dem stillen Gesellschafter kommt es dabei primär auf eine Beteiligung am Unternehmensergebnis an.⁹⁰

Die Grundlage für die Konzeption einer stillen Publikumsgesellschaft wird dadurch gebildet, dass nach allgemeiner Ansicht die Vertragsfreiheit auch dahingehend besteht, mehrere stille Beteiligungen an ein und demselben Unternehmen miteinander zu verknüpfen.⁹¹ Die Vertragsfreiheit hat dabei auch im Bereich der stillen Publikumsgesellschaften eine reichhaltige Gestaltungsvielfalt zur Folge, so dass hier nur die wesentlichen Gestaltungen aufgezeigt werden können.⁹²

Vielfach ist die stille Publikumpersonengesellschaft als atypische Gesellschaft ausgestaltet, wobei die stillen Gesellschafter das Anlagekapital aufbringen und der Geschäftsinhaber weder am Gewinn noch am Verlust nennenswert beteiligt ist. Der Geschäftsinhaber erhält dagegen eine Vergütung und Aufwendungsersatz. Die Kontrollrechte des § 233 HGB werden regelmäßig durch weitergehende Einsichts- und Auskunftsrechte erweitert.⁹³ Im Regelfall der zweigliedrigen Gesellschaft liegt eine Bündelung vieler gleich gestalteter stiller Gesellschaften vor.⁹⁴ Hierbei ist es möglich, dass gewisse Rechte der stillen Gesellschafter (z. B. Kontrollrechte) auf einen gemeinsamen Treuhänder übertragen werden, der diese Rechte dann für die stillen Gesellschafter wahrnimmt.⁹⁵ Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, dass sich die stillen Gesellschafter wiederum zu einer Innen-GbR zusammenschließen, um ihre Rechte gebündelt besser wahrnehmen zu können.⁹⁶ Bei einer ebenfalls denkbaren mehrgliedrigen Ausgestaltung ist der Wille der Beteiligten darauf gerichtet, nur eine stille Gesellschaft mit einer Mehrheit von Teilhabern zu errichten.⁹⁷ Eine mehrgliedrige Gesellschaftsausrichtung ist im Falle der stillen Publikumpersonengesellschaften

89 Die Fonds-KG und der/die stille/n Gesellschafter haben sich vertraglich zur Förderung des gemeinsamen Zwecks zusammengeschlossen, aus dem auf gemeinschaftliche Rechnung betriebenen Unternehmen des Geschäftsinhabers Gewinn zu erzielen, vgl. *Albracht*, Die stille Gesellschaft im Recht der Publikumpersonengesellschaften, 1990, S. 10.

90 *Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 2002, § 62 I 1 e), S. 1838.

91 *Polzer*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 2, 2004, § 74 Rn. 4.

92 Näher zu der stillen Publikumsgesellschaft, insbesondere deren Ausgestaltung vgl. *Blaurock*, Handbuch der Stillen Gesellschaft, 2003, § 19; zum Sonderrecht der stillen Publikumsgesellschaften § 19.20.

93 *Blaurock*, Handbuch der Stillen Gesellschaft, 2003, § 19.5.

94 *Schiefer*, DStR 1997, S. 119, 120.

95 *Polzer*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, 2004, Band 2, § 74 Rn. 5.

96 BGHZ 125, S. 74, 77; BGH NJW 1995, S. 1353, 1355.

97 *Blaurock*, Handbuch der Stillen Gesellschaft, 2003, § 19.7.

zweckmäßiger, weil dann eine einheitliche stille Gesellschaft vorliegt. Dies kommt der Strukturierung der Publikumpersonengesellschaft als kapitalistische Personengesellschaft insgesamt besser entgegen. Vorstellbar ist in diesem Kontext aber zum Beispiel auch, dass ein Treuhänder alleiniger stiller Gesellschafter wird und er den stillen Gesellschaftsanteil für einen anderen oder mehrere andere treuhänderisch hält.⁹⁸ Zulässig ist darüber hinaus eine gleichzeitige Beteiligung als Gesellschafter der stillen Gesellschaft und der Fondsgesellschaft.⁹⁹ Bei den Publikumpersonengesellschaften hat man sich diese Technik sogar in Form der „gesplitteten Einlage“ zunutze gemacht: Der Anleger übernimmt eine Kommanditisteneinlage und in Verbindung damit eine stille Einlage.¹⁰⁰ Hier werden Kommanditistenbeteiligung und stille Beteiligung, obwohl als Rechtsform voneinander getrennt, zu einer Funktionseinheit verbunden. Es wird zu Gunsten der Anleger ein gesellschaftliches Band um die Kommanditisten und stillen Gesellschafter geschlungen.¹⁰¹

Die Haftungssituation der Anleger ist bei der stillen Publikums-Gesellschaft noch günstiger als bei der zuvor beschriebenen Publikums-KG bzw. GmbH & Co. KG. Beispielsweise wird die Haftung schon von Beginn der Beteiligung an auf die Einlage des Gesellschafters begrenzt, während bei der KG die Haftung des Kommanditisten erst ab Eintragung ins Handelsregister auf die Einlage beschränkt ist (vgl. § 176 Abs. 2 HGB). Weiterhin kann der stille Gesellschafter nicht direkt von den Gesellschaftsgläubigern in Anspruch genommen werden. Zudem lassen Rückzahlungen auf die stille Einlage die Haftung nicht wieder aufleben.¹⁰²

c) *Gesellschaft bürgerlichen Rechts*

Die GbR (§§ 705 ff. BGB) ist bei geschlossenen Immobilienfonds nach wie vor häufiger anzutreffen. Sie eignet sich grundsätzlich dann, wenn sich eine begrenzte Anzahl von Anlegern zu einem Fonds zusammenschließt. Die GbR ist einfach zu gründen und es bedarf hierfür keines Eintrags ins Handelsregister. Die Geschäftsführung und Vertretung der Gesellschaft obliegt allen Gesellschaf-

98 *Blaurock*, Handbuch der Stillen Gesellschaft, 2003, § 19.7; *Schiefer*, DStR 1997, S. 119, 120.

99 *Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 2002, § 62 II 1., S. 1841.

100 Z.B. *BGHZ* 69, S. 160; *Polzer*, in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, 2004, Band 2, § 74 Rn. 2.

101 *Schmidt*, Gesellschaftsrecht, 2002, § 62 II 1., S. 1841.

102 Anders bei der KG, § 172 Abs. 4 HGB; die Haftung des Kommanditisten ist, von der Beschränkung und von der Sondervorschrift für die Gesellschaftsinsolvenz abgesehen (§ 171 Abs. 2 HGB), keine andere als die der Gesellschafter der OHG und des persönlich haftenden Gesellschafters, vgl. §§ 128, 129 HGB. Wie deren Haftung dauert sie grundsätzlich über die Auflösung der Gesellschaft und Ausscheiden des Gesellschafters fort, *Baumbach/Hopt*, § 171 Rn. 2.

tern gemeinschaftlich, kann jedoch auf einen Mitgesellschafter übertragen werden. Alle Gesellschafter haften grundsätzlich unbeschränkt mit ihrem Privatvermögen und gesamtschuldnerisch für die Gesellschaftsverbindlichkeiten. Diese uneingeschränkte Haftung ermöglicht im Gegensatz zur Publikums-KG und der Anleger-GmbH & Co. KG eine ebenso uneingeschränkte Zuweisung der steuerlichen Verluste, die in der Gesellschaft anfallen, und kann somit zu Steuerersparnissen führen.¹⁰³ Ansonsten gelten die oben schon angesprochenen steuerrechtlichen Besonderheiten weitestgehend auch für die GbR.

Aufgrund der uneingeschränkten persönlichen Haftung der einzelnen Gesellschafter wird die GbR als Publikumpersonengesellschaft allerdings grundsätzlich weder den Anlegerinteressen noch den Interessen des Unternehmensträgers hinreichend gerecht. Es ist nach höchstrichterlicher Rechtsprechung gerade nicht möglich, die Haftung durch einen Namenszusatz oder einen anderen den Willen, nur beschränkt für diese Verpflichtungen einzustehen, verdeutlichenden Hinweis zu beschränken.¹⁰⁴ Dadurch soll eine Umgehung des GmbH-Gesetzes verhindert werden, dessen Regelungen gerade dazu dienen, die Haftung zu begrenzen, allerdings um den Preis des Mindestkapitals und der Registerpublizität. Eine Haftungsbegrenzung der Gesellschafter soll nur dann möglich sein, wenn sie mit dem Gesellschaftsgläubiger individualvertraglich vereinbart wird.¹⁰⁵ Diese Ausnahme von dem Erfordernis individualvertraglicher Haftungsbegrenzung gilt nach dem *BGH* für geschlossene Immobilienfonds, die schon vor der *BGH*-Rechtsprechung zur GbR mit beschränkter Haftung existiert haben. Aus Gründen des Vertrauensschutzes dürfen sich diese Anlagegesellschafter auch nach der durch die Entscheidungen des *BGH* vom 27.9.1999¹⁰⁶ und 29.1.2001¹⁰⁷ eingetretenen Änderung der höchstrichterlichen Rechtsprechung für die davor abgeschlossenen Verträge weiterhin auf eine im Gesellschaftsvertrag vorgesehene Haftungsbeschränkung unter der nach der früheren Rechtsprechung maßgebenden Voraussetzung berufen, dass die Haftungsbeschränkung dem Vertragspartner mindestens erkennbar war.¹⁰⁸

103 *Barth/Barth*, Steueroptimierungsstrategien, 2005, S. 165.

104 *BGHZ* 142, S. 315; *BGHZ* 146, S. 341.

105 *BGHZ* 142, S. 315. Allerdings soll es möglich sein, die persönliche Haftung der Anlagegesellschafter für rechtsgeschäftliche Verbindlichkeiten des Immobilienfonds durch wirksam in den Vertrag einbezogene, formularmäßige Vereinbarungen einzuschränken oder gar auszuschließen. Hierin liegt grundsätzlich keine unangemessene Benachteiligung des Vertragspartners im Sinne des § 307 BGB, vgl. *Lüdicke/Arndt/Götz*, 2005, S. 9.

106 *BGHZ* 142, S. 315.

107 *BGHZ* 146, S. 341.

108 *BGH* NJW 2002, S. 1642.

III. Prospektpublizität und Prospekthaftung als Teile kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzes

Ziel der Neuregelung des VerkProspG ist die Verbesserung des Anlegerschutzes für die wesentlichen Produkte des grauen Kapitalmarkts. Diese Zielvorgabe folgt zum einen schon aus dem Titel des Artikelgesetzes („Anlegerschutzverbesserungsgesetz“), welches in Art. 2 die Änderungen des VerkProspG vorgab, und zum anderen heißt es in der Regierungsbegründung zum AnSVG, dass mit der Erweiterung der für Wertpapiere bereits bestehenden Prospektpflicht auf nicht in Wertpapieren verbriefte Anlageformen, flankiert durch entsprechende Haftungsansprüche, der Anlegerschutz durch größere Produkttransparenz und Stärkung der Haftungsansprüche der Anleger verbessert werde.¹⁰⁹

Diese gesetzgeberische Bestrebung verdeutlicht, dass kontrollierte Kapitalmarktinformation und diese ergänzende Haftungssysteme als Instrumente zum Schutze der Anleger auf dem Kapitalmarkt eingesetzt werden. Daran soll in diesem Abschnitt angeknüpft werden. Prospektpublizität und Prospekthaftung werden in einen kapitalmarktrechtlichen Gesamtzusammenhang eingeordnet. Dafür bedarf es eines Blickes auf die kapitalmarktrechtlichen Zielsetzungen, wobei dem Begriff des Anlegerschutzes besondere Aufmerksamkeit zuteil wird. Zuletzt wird die grundlegende Bedeutung der Prospektpublizität und -haftung als Teil kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzes herausgearbeitet. Grundstein des gesamten Themenkomplexes bildet der rechtliche Rahmen, also das Kapitalmarktrecht, welches es zunächst abzugrenzen gilt.

1. Kapitalmarktrecht

Das Kapitalmarktrecht ist insgesamt ein sehr junges Rechtsgebiet, das insbesondere mit dem Bank-, aber auch mit dem Gesellschaftsrecht eng verflochten ist. Die Verflechtungen haben indes nicht verhindert, dass sich das Kapitalmarktrecht seit den siebziger Jahren als Begriff, Kategorie und Rechtsgebiet eigenständig fortentwickelt hat.¹¹⁰ Eine abschließende, allseits anerkannte Definition fehlt jedoch noch immer sowohl aus juristischer als auch aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht. Es existieren diverse Definitionsansätze, die sich in ihren Ansatzpunkten geringfügig unterscheiden, vor allem aber auch von der Zeit abhängen, in welcher sie entstanden sind; schließlich unterliegt das Kapitalmarktrecht einer ständigen Entwicklung, die in den letzten Jahren besonders ausgeprägt war. Während das Kapitalmarktrecht früher an den Institutionen der Banken und Börsen ausgerichtet und deshalb im Aktien-, Börsen- und Bankrecht angesiedelt war, hat sich die Regelungsperspektive unterdessen gewandelt. Mittlerweile ist

¹⁰⁹ *BegrRegE*, BT-Drs. 15/3174.

¹¹⁰ *Kohl/Walz*, AG 1977, S. 29.

die Gesetzgebung mit eindeutigem Vorrang auf die Etablierung und den Schutz funktionsfähiger Kapitalmärkte gerichtet.¹¹¹ Es bietet sich aufgrund der ständigen Fortentwicklung ein abstrakter Definitionsansatz an. *Hopt* führt in frühen Arbeiten aus, das Kapitalmarktrecht sei die Verfassung des Kapitalmarktes ebenso wie die Vorschriften für die Transaktion auf dem Primärmarkt¹¹² (zwischen Emittent und Anleger) und dem Sekundärmarkt (zwischen verschiedenen Anlegern) unter der Vermittlung von Finanzintermediären.¹¹³ Aktueller umschreibt *Kümpel* das Kapitalmarktrecht als

„die Gesamtheit der Normen, Geschäftsbedingungen und anerkannten Standards, mit denen die Organisation der Kapitalmärkte und die auf sie bezogenen Tätigkeiten sowie das marktbezogene Verhalten der Marktteilnehmer geregelt werden“.¹¹⁴

Im Ergebnis handelt es sich beim Kapitalmarktrecht folglich nicht um eine eigenständige und einheitliche Kodifikation, sondern um eine Bezeichnung für den gesamten mit dem Kapitalmarkt befassten Rechtsbestand.¹¹⁵ Vorrangiges Regelungsziel ist folgedessen der Kapitalmarkt selbst, dessen begriffliche Umschreibung noch größere Schwierigkeiten bereitet. Nach allgemeiner Meinung gehört der Begriff Kapitalmarkt zu den unpräzisesten und erklärungsbedürftigen Begriffen der Fach- und Alltagssprache.¹¹⁶ Ziel dieses Abschnitts kann es nicht sein, eine präzise Definition herauszuarbeiten, dennoch ist für ein gemeinsames Verständnis zumindest eine Eingrenzung der Begrifflichkeit notwendig.

Die Kapitalmärkte sind neben den Geld-, Devisen- und Derivatemarkten Teil der Finanzmärkte.¹¹⁷ Sie sind im Gegensatz zum Geldmarkt Märkte für mittel- und langfristige Kredite und für die Beteiligung an Gesellschaften, während der Geldmarkt als Markt für kurzfristige Kredite verstanden wird.¹¹⁸ Die Kapitalmärkte umfassen zum einen den Wertpapiermarkt (Kapitalmarkt im engeren

111 *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2004, Rn. 8.33.

112 Der Kapitalmarkt selbst wird klassischerweise untergliedert in den Primär- und Sekundärmarkt. Als Primärmarkt wird dabei der Markt für die erstmalige Platzierung bezeichnet, während der Sekundärmarkt als sog. „Zirkulationsmarkt“ den Handel mit i.d.R. Wertpapieren nach ihrer Platzierung erfasst. Für geschlossene Fonds existieren bislang kaum ausgebildete Sekundärmärkte, vgl. Erster Teil II. 1. Die Unterscheidung in Primär- und Sekundärmarkt kann dann von großem Interesse sein, wenn auf das Informations- und Schutzbedürfnis der Anleger abgestellt wird, vgl. *Vogel*, Anlegerschutz, 2005, S. 20.

113 *Hopt*, ZHR 140 (1976), S. 201 ff.; ZHR 141 (1977), S. 389 ff., 411 ff.

114 *Kümpel*, in: *Kümpel/Hammen/Ekkenga*, Kapitalmarktrecht, Band 1, Loseblatt, Stand 5/04, Kapitel 050 Rn. 14.

115 *Brandt*, Prospekthaftung, 2005, S. 27.

116 Vgl. *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2004, Rn. 8.124.

117 Unter Finanzmärkten werden in Abgrenzung zu den Gütermärkten alle Märkte verstanden, an denen sich Angebot und Nachfrage nach Geld und geldwerten Titeln treffen, vgl. *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, 2002, Rn. 1.5.

118 *Merkel/Rosbach*, JuS 2003, S. 217, 218.

Sinne) und zum anderen den grauen Kapitalmarkt (Kapitalmarkt im weiteren Sinne), die sich in ihrer Struktur und Regelungsdichte stark unterscheiden. Anlagetitel des Kapitalmarkts im engeren Sinne sind Aktien, Schuldverschreibungen (§§ 793 ff. BGB) und Wertrechte (§ 2 Abs. 1 WpHG – WpHG) sowie Aktienzertifikate, Genussscheine, Optionsscheine (§ 2 Abs. 1 Nr. 1 WpHG) und andere Wertpapiere, die mit Aktien und Schuldverschreibungen vergleichbar sind (§ 2 Abs. 1 Nr. 2 WpHG), sowie Anteilsscheine, die von einer Kapitalanlagegesellschaft oder einer ausländischen Investmentgesellschaft ausgegeben werden.¹¹⁹ Die Kapitalmärkte unterscheiden sich in ihrem Organisationsgrad und der damit unweigerlich einhergehenden Steigerung ihrer Regelungsdichte. Kapitalmärkte mit dem höchsten Organisationsgrad sind die Wertpapierbörsen, weniger hoch organisiert sind die außerbörslichen Märkte, und den geringsten Organisationsgrad weist schließlich der graue Kapitalmarkt auf.¹²⁰

Zum grauen Kapitalmarkt gehörten bislang insbesondere die den Gegenstand dieser Untersuchung bildenden Anteile an Publikumspersonengesellschaften, aber auch Bauherrenmodelle, ausländische Warentermingeschäfte und unzählige „Fantasieprodukte“.¹²¹ Der graue Kapitalmarkt lässt sich indessen nicht randscharf definieren.¹²² In der öffentlichen Diskussion und in den Medien wird er häufig mit dubiosen oder unseriösen Anlageofferten gleichgesetzt. Diese Definition ist jedoch ungenau. Sie ist einerseits zu eng, da nicht alle Angebote außerhalb der organisierten Kapitalmärkte unseriös sind, andererseits aber auch zu

119 *Merkt/Roszbach*, JuS 2003, S. 217, 218.

120 Eingehend zum Kapitalmarkt *Brandt*, Prospekthaftung, 2005, S. 19 ff.

121 Wie zum Beispiel Bankgarantien und Depositendarlehen. Bei dem so genannten Handel mit Bankgarantien werden die Anleger zu Geldzahlungen mit der Zusage veranlasst, dass durch das Zusammenfassen vieler kleinerer Beträge eine Teilnahme an einem Handel in Bankgarantien möglich sei. Zu diesem Handel hätten aufgrund der Stückelungen von mehreren Millionen Beträgen sonst nur institutionelle Investoren Zugang. Dabei würden über dem Marktzins liegende Renditen erzielt. Tatsächlich findet ein derartiger Handel gar nicht statt. Depositendarlehen (zins- und tilgungsfreie Kredite) stellen ebenfalls reine Fantasieprodukte dar. Die Anleger werden hierbei aufgefordert, zunächst einen bestimmten Prozentsatz der gewünschten Kreditsumme als Eigenkapital (Deposit) an den Anbieter zu zahlen. Dieses Geld soll angeblich dazu dienen, durch ertragreiche Investitionen Zins und Tilgung des zu einem späteren Zeitpunkt an den Anleger auszahlenden Darlehens zu erwirtschaften. Am Ende erhält der Anleger weder einen Kredit noch sein bereits eingezahltes Geld zurück, vgl. Bericht der *Bundesregierung* zum „Grauen Kapitalmarkt“, BT-Drs. 14/1633, S. 3; *Zimmer*, DB 1998, S. 969.

122 Von verschiedenen Ansatzpunkten ausgehend werden in der Literatur neben dem Begriff des „grauen“ Kapitalmarktes weitgehend synonym die Bezeichnungen „ungeregelter“ Kapitalmarkt, „alternativer“ Markt, „kleiner“, „freier“ Kapitalmarkt und „Neben-Kapitalmarkt“ verwendet. Ansatzpunkte sind zum Beispiel die mangelnde Reglementierung des Marktsegments, die Intransparenz der angebotenen Produkte oder die Beteiligungen zwischen Nicht-Banken, vgl. *Koch*, Die Haftung des Anlagevermittlers, 2003, S. 22; *Fleischer*, BKR 2004, S. 339.

weit, da in den beaufsichtigten, also organisierten Märkten ebenfalls Betrugsfälle auftreten.¹²³ Überwiegend wird deshalb unter dem „grauen“ Kapitalmarkt der nicht-organisierte im Gegensatz zum organisierten Kapitalmarkt verstanden.¹²⁴ Letzterer ist gekennzeichnet durch die staatliche Zulassung von Produkt und Händler, gesetzlich, satzungs- oder gewohnheitsrechtlich determinierten Handelsbräuchen sowie durch die Abwicklung über Banken und Börsen.¹²⁵ Demgegenüber lässt sich der graue Kapitalmarkt nach dem dieser Untersuchung zugrunde liegendem Verständnis zusammengefasst umschreiben als

„Markt für nicht wertpapiermäßig verbriefte Risikokapitalanlagen, der durch großen Formenreichtum, geringen Organisationsgrad und kaum ausgebildete Sekundärmärkte gekennzeichnet ist“.¹²⁶

Seit Inkrafttreten des durch Art. 2 AnSVG geänderten VerkProspG am 1. Juli 2005 werden Beteiligungen an Publikumsgesellschaften und Anteile an Treuhandvermögen von kapitalmarktrechtlicher Gesetzgebung erfasst. Sie unterstehen dadurch der Aufsicht der BaFin und es wurde eine Prospektpflicht für ihren Vertrieb eingeführt. Der graue Kapitalmarkt erfasst damit genau genommen neuerdings nur noch wenige Anlageprodukte und ist so nur noch von geringer Relevanz.¹²⁷

Das Börsen- und Depotgesetz sowie das WpHG¹²⁸ bilden die Kernstücke des deutschen Kapitalmarktrechts. Darüber hinaus werden diesem Rechtsbereich das Investmentgesetz sowie Teile des Aktienrechts¹²⁹, das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz¹³⁰, das VerkProspG und das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften sowie neuerdings das WpPG zugeordnet.¹³¹ In Anbetracht der Auswahl der gesetzlichen Regelungen wird deutlich, dass die Rechtsquellen mit Blick auf ihre Bedeutung für den Kapitalmarkt vor allem für die Investoren als Kapitalgeber und für die kapitalsuchenden Unternehmen betrachtet werden.¹³² Im Einzelnen kommt es zu Überschneidungen insbesondere mit dem Gesellschaftsrecht; eine Abgrenzung stellt sich oftmals als äußerst schwierig dar.¹³³

123 Bericht der *Bundesregierung* zum „Grauen Kapitalmarkt“, BT-Drs. 14/1633, S. 2.

124 *Zimmer*, DB 1998, S. 969.

125 *Hösch*, GewArch 1999, S. 135 f.

126 *Fleischer*, BKR 2004, S. 339.

127 Allerdings werden auch nach Reglementierung geschlossener Fonds diese nach wie vor zu den Produkten des grauen Kapitalmarkts gezählt.

128 Vgl. *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2004, Rn. 8.32.

129 Beispielsweise § 3 AktG.

130 Vgl. hierzu *Berding*, WM 2002, S. 1149 f.

131 Vgl. eingehend *Steuer*, in: FS-Kümpel, 2003, S. 519, 520.

132 *Schneider*, AG 2001, S. 269, 271.

133 Vgl. zu dieser Thematik beispielsweise *Merk*, AG 2003, S. 126 ff.; *Schneider*, AG 2001, S. 269, 270 f. und den Drittes Kapitel II. 2. a) aa) dieser Untersuchung, bei dem insbe-

Das Kapitalmarktrecht hat zwei Hauptregelungsziele, die allgemein, auch international anerkannt sind. So soll auf der einen Seite der Funktionsschutz der Kapitalmärkte und auf der anderen Seite ausreichender Anlegerschutz gewährleistet werden.¹³⁴ Der Gesetzgeber unterliegt dementsprechend einem ständigen Zielkonflikt: Er muss in der Ausgestaltung des Anlegerschutzes vermeiden, dass seine Vorgaben etwa zur Verlagerung der Informationsverantwortlichkeit den Zugang der Unternehmen zum Kapitalmarkt unangemessen behindern und so kontraproduktiv wirken. Einen solchen Ausgleich schafft z.B. die Einrichtungen von Marktsegmenten mit abgestuften Anforderungen bzw. innerhalb dessen die Regelung von Ausnahmetatbeständen und Haftungsbegrenzungen.¹³⁵

2. Regelungsziele des Kapitalmarktrechts

Funktions- und Anlegerschutz sind die beiden Grundprinzipien des europäischen Kapitalmarktrechts und aller anderen entwickelten Kapitalmarktrechtsordnungen.¹³⁶ Im Blickpunkt dieser Untersuchung steht vorrangig der Anlegerschutz, der in den letzten Jahren national und international an Bedeutung erheblich dazu gewonnen hat und derzeit im Fokus der kapitalmarktrechtlichen Gesetzgebung steht. Diese Entwicklung wird im deutschen Kapitalmarktrecht teilweise als Wandel in der Zielsetzung begriffen,¹³⁷ denn hier dominierte lange Zeit der hauptsächliche Zweck, den Funktionsschutz der Kapitalmärkte sicherzustellen.¹³⁸ Bei genauer Betrachtung ist aber augenscheinlich, dass der Anlegerschutz

sondere die Kollision der unterschiedlichen Regelungsziele des Kapitalmarktrechts auf der einen Seite und des Gesellschaftsrechts auf der anderen verdeutlicht wird.

134 Zimmer, Internationales Gesellschaftsrecht, S. 40 ff.; Hopt, ZHR 141 (1977), S. 389, 429 ff.; auch die ehemalige Bundesregierung selbst führte in ihrer Begründung zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz aus, dass sie mit den neuen Regelungen die Stärkung des Anlegerschutzes, die Verbesserung der Handlungsmöglichkeiten der am Kapitalmarkt Beteiligten und die Fortentwicklung der Funktion des Kapitalmarkts als Wachstumsmotor anstrebe, vgl. BT-Drs. 14/8017 S. 93.

135 Brandt, Prospekthaftung, 2005, S. 30.

136 Merkt, Unternehmenspublizität, 2001, S. 296 ff.; Brellocks, Publizität und Haftung, 2005, S. 14.

137 So z.B. Steuer, in: FS-Kümpel, 2003, S. 519 ff.

138 Bei der Schaffung des WpHG hat der Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts ganz im Vordergrund gestanden. Die Zielvorgabe des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes von Mitte 2002 war zwar noch die Sicherung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, es wurden aber auch Schadensersatzansprüche der Anleger gegen die Emittenten bei falschen bzw. fehlenden Ad-hoc-Mitteilungen eingeräumt (§§ 37b, 37c WpHG). Ein vom ehem. Bundesfinanzminister Eichel verfasster Artikel in der Börsen-Zeitung vom 2.8.2002 trug dann den Titel „Anlegerschutz hat Priorität im Finanzmarktkonzept“, und Ende 2002 wurde von der damaligen Bundesregierung ein konkretisierter Maßnahmenkatalog zur Stärkung des Anlegerschutzes und des Vertrauens in die Aktienmärkte („10-Punkte-Programm“) vorgestellt, der tief in das Wirtschaftsprüfer-, Bilanzierungs- und

zwar auf der einen Seite Zielvorgabe, auf der anderen Seite aber auch Mittel zum Zweck sein kann. Der Schutz des Vertrauens der Anleger in die Funktionsfähigkeit des Marktes und seine Integrität ist im Ergebnis zur Erhaltung und Steigerung der anlagensuchenden Gelder erforderlich, die die Volkswirtschaft für Investitionen benötigt.¹³⁹ Je nach Verständnis ist es deshalb möglich, dass sich trotz vermehrt auftretender Gesetzesinitiativen zur Stärkung des Anlegerschutzes die kapitalmarktrechtliche Zielsetzung nicht in dem Sinne gewandelt hat, sondern auch diese Initiativen hauptsächlich dem Weg zu funktionsfähigeren Kapitalmärkten dienen sollen. Das diesen beiden Begrifflichkeiten zugrunde liegende Verständnis des Gesetzgebers ist für die Auslegung kapitalmarkrechtlicher Vorschriften also von entscheidender Bedeutung. Deshalb ist auf die Begriffe im Folgenden näher einzugehen.

a) *Funktionsschutz des Kapitalmarkts*

Unter dem Stichwort „Funktionsschutz der Kapitalmärkte“ versteht man die Gewährleistung von gut funktionierenden und international wettbewerbsfähigen Kapitalmärkten. Die Funktionsfähigkeit ist ein schutzwürdiges Rechtsgut, das vorrangig dem staatlichen (öffentlichen) Interesse an effizienten Märkten dient, denn die nationale Volkswirtschaft ist in hohem Maße auf die Leistungsfähigkeit der Kapitalmärkte angewiesen.¹⁴⁰ Es sollen optimale Bedingungen für den marktmäßigen Ausgleich zwischen der Kapitalnachfrage der Unternehmen einerseits und der Anlagebereitschaft der individuellen wie der institutionellen Anleger andererseits geschaffen werden.¹⁴¹ Dabei lassen sich drei eng miteinander verknüpfte Teilaspekte des Schutzes der Funktionsfähigkeit unterscheiden: die institutionelle, die operationelle und die alloкатive Funktionsfähigkeit. Unter der institutionellen Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes sind vor allem die Grundvoraussetzungen eines effizienten Mechanismus der Marktsegmente zu verstehen, wozu es eines möglichst ungehinderten Zugangs des Emittenten sowie der Nachfrage und des Angebots der Anleger bedarf. Die operationelle Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts hängt vor allem von den Kosten ab, die den Emittenten bei der Platzierung entstehen; Berücksichtigung finden allerdings auch die Kosten des Investors, weil sich diese ebenfalls negativ auf seine

Haftungsrecht von AG-Vorständen eingreifen sollte. Dieser Maßnahmenkatalog ist Teil des vom Bundesfinanzministerium der Finanzen im März 2003 vorgestellten „Finanzmarktförderungsplan 2006“, der u.a. das *AnSVG* hervorbrachte, wie auch das *Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz* (KapMuG), das die kollektive Durchsetzung von Ansprüchen geschädigter Anleger erleichtern soll. Darüber hinaus umfasst das Konzept das derzeit auf Eis gelegte *Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz* (KapInHaG).

139 Kumpel, in: Kumpel/Hammen/Ekkenga, Bd. 1 (Loseblatt), Stand 5/04, Kennzahl 050 Rn. 32.

140 Kumpel, Kapitalmarktrecht, 2004, Rn. 18.

141 Merkt, Unternehmenspublizität, 2001, S. 300.

Anlageentscheidung auswirken können. Ziel ist es, diese Kosten insgesamt möglichst gering zu halten. Schließlich dient die alloкатive Funktion des Kapitalmarkts dazu, dass die knappen Ressourcen der anlagesuchenden Gelder möglichst dorthin fließen, wo der jeweils dringendste Bedarf an Investitionsmitteln die höchste Rendite bei ausreichender Sicherheit der Anlage verspricht. Aus volkswirtschaftlicher Sicht dient der Kapitalmarkt schließlich insbesondere dazu, die Ersparnisse der privaten Haushalte und das anlagesuchende Geldvermögen der Wirtschaftsunternehmen in das Kapital umzuwandeln, das die Emittenten für ihre Investitionen benötigen.¹⁴²

b) Anlegerschutz

Der kapitalmarktrechtliche Begriff des Anlegerschutzes hat ganz unterschiedliche Facetten, die sich über den Grund des Schutzes hin zu den Konsequenzen für seine sachliche und persönliche Reichweite erstrecken.¹⁴³ Das liegt zunächst schon an der inhomogenen Gruppe von Personen, die Anleger sein können. Anleger können Anbieter oder Nachfrager von Kapitalanlagen, Groß- oder Kleinanleger, private oder institutionelle Anleger, professionelle oder unerfahrene Einmalanleger, Daueranleger oder Spekulanten sein. Auch können Anleger natürliche oder juristische Personen sein; sie sind aus juristischer Sicht Gläubiger, Miteigentümer, Käufer wie auch Verkäufer und aus ökonomischer Perspektive Eigen- und Fremdkapitalgeber. Darüber hinaus umfasst der kapitalmarktrechtliche Anlegerbegriff nicht nur den aktuellen, sondern auch den potentiellen Anleger.¹⁴⁴ Daneben sind Anleger ganz unterschiedlichen Risiken ausgesetzt: Es besteht beispielsweise das Risiko, dass Anleger ein nicht verständliches oder für ihre Belange ungeeignetes Finanzprodukt erwerben. Außerdem besteht das Risiko eines Substanzverlustes durch Unternehmenszusammenbruch. Darüber hinaus will der Anleger Kapitalgewinne erzielen, so dass er sich hierbei wie beim Substanzerhaltungsrisiko mit dem Risiko effizienter und interessengerechter Verwaltung der Kapitalanlage konfrontiert sieht. Es bestehen Interessen an sachgerechter Interessenvertretung, ferner ist der Anleger auf ständige Liquidität bedacht. Schließlich besteht noch die Gefahr, Opfer eines Betruges oder einer Irreführung zu werden. Im Interesse funktionsfähiger Kapitalmärkte ist es nicht möglich, die Anleger vor sämtlichen Risiken zu schützen, denn das hätte unweigerlich zur Folge, dass besonders riskante Investitionen zum Schaden der Volkswirtschaft unterblieben. Um dem Zieldualismus des Kapitalmarktrechts gerecht zu werden, darf es deshalb nicht Anspruch des Anlegerschutzes sein,

142 Vgl. ausführlich zu den Regelungszielen des Kapitalmarktrechts *Kümpel*, in: *Kümpel/Hammen/Ekkenga*, Bd. 1 (Loseblatt), Stand 5/04, Kennzahl 050 Rn. 29 ff.

143 Detailliert zu den konzeptionellen Grundlagen des Anlegerschutzes *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT, 2002, F 19 ff.

144 Vgl. *Brellocks*, Publizität und Haftung, 2005, S. 16 m.w.N.

dem Anleger eine persönliche Risikobewertung abzunehmen und ihn von wirtschaftlichen, mit den Chancen üblicherweise korrespondierenden Risiken einer Investitionsentscheidung zu entlasten. Deshalb sollte der Anlegerschutz grundsätzlich spätestens dort enden, wo das „inhärente Kapitalmarktrisiko“¹⁴⁵ beginnt.

Anlegerschutz kann ganz unterschiedliche Zwecke verfolgen.¹⁴⁶ Sozialpolitisch kann es um eine Ergänzung und Entlastung der staatlichen Sozialversicherung durch private Altersversorgung über den Kapitalmarkt gehen, sowie um die Verhinderung der Selbstschädigung geschäftlich unerfahrender Anleger. Wirtschaftspolitisch kann effektiver Anlegerschutz zu einer Verbesserung der Eigenkapitalausstattung der Unternehmen führen. Auch kann es um die Herbeiführung der Allokationseffizienz des Kapitalmarkts gehen, und wettbewerbspolitisch kann die Verbesserung der Konkurrenz um Risikokapital anlegerschützendes Motiv sein.

Anlegerschutz umfasst im Ergebnis damit sowohl individual- als auch marktfunktionsschützende Komponenten. Deshalb wird überwiegend von einem weiten Anlegerschutzbegriff ausgegangen, der einerseits den Schutz der individuellen Interessen des einzelnen Anlegers (individueller Anlegerschutz) und andererseits auch den Schutz der unbestimmten Allgemeinheit der Anleger (überindividueller Anlegerschutz) einschließt.¹⁴⁷

Überindividueller Anlegerschutz meint dabei den Schutz einer zahlenmäßig unbestimmten Personengesamtheit (Schutz des Anlegerpublikums), die das gesamte Angebots- und Nachfragepotential eines bestimmten Marktes verkörpert. Der überindividuelle Anlegerschutz dient ausschließlich dem öffentlichen Interesse an effizienten Kapitalmärkten. Denn nur wenn die Gesamtheit der Anleger Vertrauen in die Integrität und Stabilität der Märkte hat, funktionieren sie, weil so das volkswirtschaftlich benötigte Investitionskapital gesichert und gesteigert wird.¹⁴⁸ Deshalb ist der überindividuelle Anlegerschutz schon ein integraler Bestandteil des Funktionsschutzes des Marktes¹⁴⁹ und aus diesem Verständnis heraus weniger als eigenständiges Regelungsziel zu begreifen.

Der individuelle Anlegerschutz hingegen diene in der Vergangenheit hauptsächlich dem Schutz des individuellen Investors. Da anlegerschützende Maßnahmen indes Kosten verursachen, schränkt ein zu weitgehender Anlegerschutz die Funktionsfähigkeit des Marktes ein. Deshalb wurde Individualschutz lange Zeit ausschließlich mit sozialstaatlichen Gründen gerechtfertigt.¹⁵⁰ Die Rechts-

145 *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT, 2002, F 29.

146 Ausführlich *Behrens*, Risikokapitalbeschaffung, 2003, S. 3 ff.

147 *Merkt/Rossbach*, JuS 2003, S. 217, 220.

148 *Merkt/Rossbach*, JuS 2003, S. 217, 220.

149 *Caspari*, NZG 2005, S. 98.

150 Weitergehend *Benicke*, in: FS-Jayme, 2004, S. 25, der individualschützende Regelungen ausschließlich durch sozialstaatliche Gründe gerechtfertigt sieht.

ordnung will die rechtlichen Rahmenbedingungen dafür schaffen, dass der Einzelne durch Anlage seiner Ersparnisse Vorsorge für künftige Bedürfnisse, z.B. bei Krankheit und im Alter, treffen kann.¹⁵¹ Individueller Anlegerschutz wird von diesem Ansatz ausgehend auch als Verbraucherschutzrecht verstanden; Ziel ist es, den schwachen und unterlegenen Anleger zu schützen.¹⁵² Da der einzelne Anleger regelmäßig die Anlageziele der Vermögenssicherung, Vermögensmehrung und Einlagenrückgewähr verfolgt, muss das Instrumentarium des individuellen Anlegerschutzes den zeitlichen Rahmen von dem Anlageentschluss über den Anlagebestand bis zum Kapitalrückfluss umfassen.¹⁵³ Hauptinstrumente des Einzelanlegerschutzes sind Ersatzansprüche als unmittelbar reaktiver Individualschutz. Wie jüngst von *Brellocks* aufgezeigt, haben individualschützende Vorschriften indessen eine Entwicklung durchgemacht.¹⁵⁴ Bei der Einräumung von zivilrechtlichen Einzelansprüchen gilt das kapitalmarktrechtliche Interesse zunehmend dem am Anlegerpublikum ausgerichteten und damit marktfunktionsschützenden Teil. Mit Blick auf die zugrunde liegende Motivation für die Gewährung von Individualansprüchen eines Anlegers sei festzustellen, dass man sich immer weiter von der sozialstaatlich-motivierten Begründung von zivilrechtlichen Ansprüchen des Anlegers entfernt und vor allem die zivilrechtliche Haftung von Emittenten gegenüber Anlegern immer mehr mit Funktionsschutzargumenten begründe. Dies habe den Hintergrund, dass die dem Einzelanleger eingeräumte Rechtsposition keine grundsätzliche Aussage über die ihr zugrunde liegende Motivation enthalte.¹⁵⁵ Da aber Einzelansprüche auch das Vertrauen der Anlegerschaft in den Kapitalmarkt insgesamt schützen, müssen diese nicht unbedingt sozialstaatlich-fürsorglich motiviert sein, sondern können *auch* aus Funktionsschutzgründen eingeräumt werden. Dieser Gedanke ist indes nicht neu. *Hopt* gab früh zu bedenken, dass „Individualschutz und Funktionenschutz“ in der historischen Anlegerschutzgesetzgebung ineinander übergehen, was sich in geltenden Anlegerschutzbestimmungen bestätigt. Neben der Sorge um den Anlegerschutz stehe – mehr oder weniger akzentuiert – immer auch die Sorge um den Kapitalmarkt und die Wirtschaft. Anleger würden nicht nur um ihrer selbst Willen geschützt, sondern weil sie ungeschützt kein Vertrauen fassen oder

151 *Kümpel*, in: *Kümpel/Hammen/Ekkenga*, Bd. 1 (Loseblatt), Stand 5/04, Kennzahl 050 Rn. 68; *Merkel/Rosbach*, JuS 2003, S. 217, 220.

152 Vgl. ausführlich *Armbrüster*, ZIP 2006, S. 406, 410 ff.

153 *Brandt*, Prospekthaftung, 2005, S. 30.

154 Eingehend zu der Entwicklung des Anlegerschutzgedankens *Brellocks*, Publizität und Haftung, 2005, 1. Kapitel.

155 Bestes Beispiel ist die Investition in einen Geschlossenen Fonds. Geschlossene Fonds gelten nach wie vor als Risikoanlagen und wenn sich Anleger auf solch riskante Anlageformen z.B. deshalb einlassen, weil sie kapitalmarkttechnisch versiert oder vergleichsweise wohlhabend sind, und sich eine höhere Rendite als Gegenstück zum höheren Risiko erhoffen, dann ist ein sozial-fürsorgliches Schutzbedürfnis zumindest zunächst nicht erkennbar.

Vertrauen verlören, und dann die Ersparnisbildung der privaten Haushalte als Reservoir für den Kapitalmarkt zu versiegen drohe.¹⁵⁶ *Merk* führte später an, dass auch sozialpolitische Ziele, wie durch die Investition von Sparkapital Vorsorge für die Bedürfnisse (Krankheit und Alter, aber auch Konsum) der Privatanleger zu treffen, untrennbar mit gesamtwirtschaftlichen Interessen gekoppelt seien, etwa mit der Reform der Finanzierung des Gesundheitswesens, der Frage einer (Teil-)Privatisierung der Altersvorsorge oder aber der allgemeinen Konjunkturpolitik. Schon dies zeige, dass eine Rechtfertigung des Individualschutzes keineswegs ausschließlich sozialfürsorgerisch motiviert sein müsse.¹⁵⁷ So auch *Hopt*:

„Anlegerschutz ist kein Geschenk und erst recht kein Almosen an eine sozial schutzbedürftige Gruppe, sondern eine Notwendigkeit im System, das ohne die Anleger nicht auskommt.“¹⁵⁸

Sind nämlich einzelne Personen rechtlos gestellt und erkennen sie das, liegt der Versuch nahe, sich selbst durch den Rückzug vom Markt zu schützen, wodurch der Kapitalmarkt insgesamt in Funktionsprobleme geraten wird.¹⁵⁹ Nach modernem Verständnis ist Einzelanlegerschutz also nicht zwingend sozialpolitisch veranlasst oder gar geboten, sondern wird auf der Ebene der Emittenten als Element zur Verwirklichung von kapitalmarktrechtlichem Funktionsschutz wahrgenommen.¹⁶⁰ Das bedeutet im Ergebnis natürlich nicht, dass zivilrechtliche Haftungsansprüche im Verhältnis von Anleger zu Emittenten bzw. sonstigen Verantwortlichen daneben nicht auch andere Zwecke, insbesondere den Zweck der Kompensation des Anlegers für erlittene Vermögensschäden bzw. den Schutz seiner Dispositionsfreiheit verfolgt. An dieser „Gemengelage“ von Individualschutz und Funktionsschutz in den verschiedenen anlegerschützenden Gesetzen sollte man sich aber auch nicht stören, weil sich beide Schutzobjekte gegenseitig bedingen.¹⁶¹ Für die Bejahung eines Individualschutzes genügt es deshalb, wenn die Gesetzesbestimmung zugleich *auch* die Individualinteressen der Anleger schützen will.¹⁶² Die Instrumente des überindividuellen Anleger- und

156 *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, 1975, S. 336.

157 *Merk*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 299 f.

158 *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, 1975, S. 337.

159 *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, 1975, S. 51 f., 334 f.; *Schwarz*, in: FS-Stimpel, S. 1087, 1092.

160 *Brellochs*, Publizität und Haftung, 2005, S. 14 ff.

161 *Hopt*, Kapitalanlegerschutz, 1975, S. 337.

162 Dient die kapitalmarktrechtliche Bestimmung auch dem Schutz der individuellen Interessen, wird diese Norm zu einem Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB. Es muss deshalb unterschieden werden, ob der Gesetzgeber auch Individualschutz *bezweckt* hat, oder ob der Schutz der individuellen Interessen des Anlegers bloßer Rechtsreflex einer lediglich das Anlegerpublikum schützenden Norm ist, *Kümpel*, in: *Küm-*

Funktionsschutzes vermengen sich schließlich zu einer einheitlichen, gleichgerichteten Absicherung im wechselseitigen Interesse¹⁶³. Beide Regelungsziele sind untrennbar miteinander verbunden.¹⁶⁴ Gut funktionierende Kapitalmärkte wecken Vertrauen und rufen weitere Anleger, während mangelnder Anlegerschutz Vertrauen kostet und so zulasten des Kapitalmarkts geht.¹⁶⁵

Die marktbezogene gesetzgeberische Tendenz bei der Auslegung der neuen verkaufsprospektgesetzlichen Regelungen vor dem Hintergrund einer Verbesserung des Anlegerschutzes muss deshalb Berücksichtigung finden, weil es gerade bei Normen, die beidseitigen Schutz bieten, schließlich doch zu Zielkonflikten kommen kann, die der Gesetzgeber im Interesse des einen oder anderen Schutzziels lösen muss. Und wenn kapitalmarktrechtliche Individualansprüche von Anlegern gegen die Prospektverantwortlichen zunehmend als Mittel des Funktionsschutzes begriffen werden, ist bei der Diskussion um die Wahl des richtigen Sanktionsinstrumentes zur effektiven Durchsetzung von Emittentenpublizität eine funktionale Betrachtung geboten. Damit ist bei der rechtspolitischen Frage, ob und ggf. wie eine Informationspflichtverletzung durch eine Haftungsnorm zu sanktionieren ist, vorrangig darauf abzustellen, ob die Haftungsnorm im Interesse der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes erforderlich ist und wie bei der Ausgestaltung der Norm bestmöglich ein sauberes Publizitätsverhalten gefördert werden kann.¹⁶⁶

3. Prospektpublizität

Wirksames Mittel zur Verwirklichung der kapitalmarktrechtlichen Regelungsziele ist demzufolge die Gewährleistung von hinreichender Kapitalmarktinformation. Das moderne Kapitalmarktrecht beruht auf einem sog. Publizitätsprinzip.¹⁶⁷ Während es zum einen das leitende Prinzip der europäischen Richtlinien auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts darstellt und auch in Deutschland eine Entwicklung zu einer marktbezogenen Regelung mit einer Betonung der Publizitätspflichten stattgefunden hat,¹⁶⁸ entstammt die Idee ursprünglich aus dem US-amerikanischen Kapitalmarktrecht. Die sog. „*disclosure philosophy*“ wurde erstmals in den US-amerikanischen Kapitalmarktgesetzen von 1933 und 1934 normiert. Durch sie werden dem Emittenten weitgehende Publizitätspflichten aufer-

pel/Hammen/Ekkenga, Kapitalmarktrecht, Band 1, Loseblatt, Stand 5/04, Kapitel 050 Rn. 63, 66; 67.

163 Brandt, Prospekthaftung, 2005, S. 31.

164 Vgl. hierzu insbesondere Hopt, Kapitalanlegerschutz, 1975, S. 51 f., 334 f.; Merkt, Unternehmenspublizität, 2001, S. 301 ff.

165 Merkt, Unternehmenspublizität, 2001, S. 301.

166 Brellochs, Publizität und Haftung, 2005, S. 22.

167 Hopt, ZHR 140 (1976), S. 201, 203.

168 Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG-Kommentar, 2003, Einl. Rn. 1.

legt, deren Erfüllung durch Aufsichtsbehörden überwacht wird. Dabei erfolgt keine inhaltliche Überprüfung der angebotenen Anlageobjekte, denn Sinn und Zweck des Publizitätsprinzips ist nicht die Gewährleistung eines qualitativen Mindeststandards und dadurch ein Schutz des Anlegers vor gefährlichen Anlageobjekten. Es soll vielmehr sichergestellt werden, dass der Anleger über ausreichende Information verfügt, um die angebotenen Anlageobjekte zu bewerten.¹⁶⁹

Ausgangspunkt des Publizitätsprinzips ist, dass auf dem Kapitalmarkt eine Macht- und Informationsasymmetrie zuungunsten des Einzelanlegers besteht, die es gebietet, durch institutionelle Arrangements eine hinreichende Informationsversorgung des Anlegerpublikums sicherzustellen und das Wissensgefälle zwischen den Marktgegensätzen einzuebnen.¹⁷⁰ Dabei sollen die Anleger durch zutreffende und vollständige Information in die Lage versetzt werden, Risiken richtig einzuschätzen, damit sie ihre Anlageentscheidungen in voller Kenntnis der Sachlage treffen können.¹⁷¹ An dieser Stelle wird die „Gemengelage“ von Individual- und Funktionsschutz ganz deutlich. Auf der einen Seite wird durch hinreichende Information die Dispositionsfreiheit des einzelnen Anlegers gewährleistet. Denn nur eine verlässliche, dauerhafte und regelmäßige Information eröffnet dem Anleger die Möglichkeit der eigenen, gesicherten Beurteilung seines Investitionsrisikos und somit einer selbstbestimmten, eigenverantwortlichen Anlageentscheidung.¹⁷² Auf der anderen Seite werden Publizität und Information zunehmend als zentrale Bedingungen für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts verstanden.¹⁷³ Denn nur eine möglichst wahre und vollständige Informationsbasis bildet die Grundlage für eine rationale Anlageentscheidung, und der verlässliche Anleger investiert regelmäßig vornehmlich dort, wo er überhaupt eine – möglichst gesicherte – Risikoabwägung vornehmen kann.¹⁷⁴ Informationen stellen deshalb auch ein wirksames Mittel zur Stärkung des Vertrauens in Vermögensanlagen dar und tragen so zu mehr und vor allem zu sinnvolleren Investitionen bei. Dieses unverzichtbare Marktvertrauen der Anleger ist dauerhaft nur dann gewährleistet, wenn die Rechtsordnung einen wirksamen Schutz vor Marktmissbräuchen bietet.¹⁷⁵ Die kapitalmarktliche Risikoverteilung im Blick hat die Rechtsordnung die Aufgabe, solche Rahmenbedingungen zu schaf-

169 Vgl. ausführlich *Benicke*, in: FS-Jayme, 2004, S. 25, 26 f. m.w.N.

170 *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 140; *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT, 2002, F 23.

171 So ausdrücklich der 1. Erwägungsgrund der Richtlinie 89/298/EWG vom 17.4.1989, ABl EG Nr. L 124 vom 5.5.1989, S. 8.

172 *Brandt*, Prospekthaftung, 2005, S. 32.

173 *Merkt*, Unternehmenspublizität, S. 140 ff.; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2004, Rn. 8.388 ff.; *Brellocks*, Publizität und Haftung, 2005, S. 1.

174 *Brandt*, Prospekthaftung, 2005, S. 28.

175 *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT, 2002, F 26.

fen, die den Anleger vor einer „über die wirtschaftlichen Risiken einer informierten Anlageentscheidung hinausgehenden Schädigung und Übervorteilung schützen“¹⁷⁶. Publizitätsvorschriften werden so zunehmend marktbezogen konzipiert, dies auch deshalb, weil die kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten den vielfach von komplexen, teils irrationalen, teils spekulativen Erwägungen getragenen individuellen Anlageentscheidungen schwerlich Rechnung tragen können.¹⁷⁷

Das prominenteste Beispiel einer angemessenen Informationsbasis bildet die Prospektpublizität, die durch eine präventive Prospektkontrolle und eine post-ventive Prospekthaftung abgesichert wird.¹⁷⁸ Der Verkaufsprospekt stellt das zentrale Informationsmedium des Primärmarktes dar.¹⁷⁹ In ihm bündeln Anbieter von Kapitalanlagen die für den Beitrittsinteressenten wichtigen Informationen über die Kapitalanlage, so dass der Prospekt als Bindeglied zwischen Emittenten und Anlegern gilt und regelmäßig die Grundlage für die wirtschaftlich bedeutsame und mit Risiken verbundene Anlageentscheidung bildet.¹⁸⁰ Der Verkaufsprospekt dient damit der langfristigen und umfassenden Information eines Anlegers über seine Investition.¹⁸¹ Darin besteht ein wesentlicher Unterschied zu den sekundärmarktlichen Informationspflichten wie den Ad-hoc Mitteilungen, die immer nur einzelne kursrelevante Informationen beinhalten.¹⁸² Aus der Emittentenperspektive stellt der Verkaufsprospekt eine Mitteilung des kapitalwerbenden Unternehmens dar und ist so im Grundsatz immer auch ein Stück Kapitalmarktpublizität.¹⁸³

Der Anleger darf in diesem Zusammenhang ungeachtet dessen, dass er ein Risikogeschäft eingeht, erwarten, dass der Prospekt ihn über alle Umstände, die für seine Entschließung von wesentlicher Bedeutung sind oder sein können, sachlich richtig und vollständig unterrichtet, insbesondere über die Tatsachen, die den Vertragszweck vereiteln können; die der Risikoanlage zugrunde liegenden Unwägbarkeiten sollen dagegen beim Anleger verbleiben.¹⁸⁴ Die Anforderungen an einen Verkaufsprospekt lassen sich nicht abstrakt umschreiben, vielmehr zeigt sich erst für jede Art der verschiedenen Vorhaben, welcher Aufklärungs- und Informationsbedarf besteht. Diese Unterschiede bei der Markteintrittspublizität für die verschiedenen Sektoren des Kapitalmarkts tragen genauso

176 *Brandt*, Prospekthaftung, 2005, S. 31.

177 *Hopt/Voigt*, WM 2004, S. 1801, 1802.

178 *Fleischer*, Gutachten F zum 64. DJT, 2002, F 23.

179 *Baums/Fischer*, in: FS-Drukarczyk, 2003, S. 36, 40.

180 *BGH* NJW 1980, S. 1840, 1841; *Weimann*, Prospekthaftung, 1998, § 3 Rn. 2, S. 23; *Lenz/Kopp-Colomb*, Wertpapierverkaufsprospekte, 2001, S. 13.

181 *BGHZ* 123, S. 106, 109 f.

182 Vgl. *Spindler*, WM 2004, S. 2089, 2090.

183 *Ochs*, Prospekthaftungstheorie, 2005, S. 140.

184 *BGHZ* 79, S. 337, 344.

wie Haftungsbeschränkungen bzw. -freizeichnungen bei der Einräumung von zivilrechtlichen Einzelansprüchen dazu bei, den Kapitalmarkt vor einer Überregulierung zu schützen.¹⁸⁵

4. Prospekthaftung

Die Publizitätsregelungen des Primärmarktes werden durch die postventive Prospekthaftung ergänzt.¹⁸⁶ Wie bereits dargestellt, hat die für die Zulassung zuständige Stelle den Prospekt primär auf die formelle Vollständigkeit zu kontrollieren; es ist vom Gesetzgeber grundsätzlich nicht vorgesehen, dass darüber hinaus die inhaltliche Richtigkeit der Angaben überprüft wird.¹⁸⁷ Als zentralen Mechanismus zur Sicherstellung der inhaltlichen Richtigkeit der Prospektangaben bedarf es damit der Prospekthaftung.¹⁸⁸ Die Prospekthaftung für geschlossene Fonds wird im Folgenden noch detailliert zu untersuchen sein, an dieser Stelle soll dennoch vorab ein Gesamtüberblick über das Haftungsinstitut geschaffen werden.

Die Prospekthaftung ist ein gesetzlicher Schadensersatzanspruch und schafft dann einen zivilrechtlichen Einzelanspruch des Anlegers gegen die Prospektverantwortlichen, wenn eine kapitalmarktrechtliche Pflicht zur zutreffenden und vollständigen Information über eine bestimmte Kapitalanlage im Rahmen eines Prospekts gegenüber dem Anlegerpublikum verletzt wird.¹⁸⁹ Da die Prospekthaftung eng mit der Publizitätspflicht zusammenhängt, sie diese im Grunde genommen sogar erst komplettiert, ist auch sie Teil des auf umfassender und korrekter Information basierenden Anlegerschutzkonzeptes, das janusköpfig dem Individualschutz sowie dem Schutz eines funktionsfähigen Kapitalmarktes dient.¹⁹⁰

Die Prospekthaftung wird dabei zunehmend als wirtschaftliches Institut zur Sicherstellung der Marktinformation beim Vertrieb von Kapitalanlagen verstanden.¹⁹¹ Ihre Funktion erschöpft sich damit nicht mehr nur im Ausgleich des Schadens, den der einzelne Anleger erlitten hat. Die Entwicklung hin zu einer institutionsschützenden Dimension der Prospekthaftung hat seinen Niederschlag vor allem in den Bestimmungen des Prospektinhaltes und den Kriterien zur Beurteilung der Prospektichtigkeit und -vollständigkeit gefunden und wurde durch

185 *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 141; *Brandt*, Prospekthaftung, 2005, S. 31.

186 *Hopt*, ZHR 141 (1977), S. 389, 399 f.

187 Im Schrifttum ist der Prüfungsumfang der BaFin zumindest für Wertpapierprospekte allerdings umstritten, vgl. FN 553.

188 *Benicke*, in: FS-Jayme, 2004, S. 25, 32.

189 *Van Look*, in: Vortmann, Prospekthaftung und Anlageberatung, 2000, § 1 Rn. 7.

190 Vgl. Erstes Kapitel III 2. ff.

191 *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 279; *Assmann*, Prospekthaftung, 1985, S. 248 f.; *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, 2002, Rn. 8.78.

die Harmonisierung der EG im Bereich des Kapitalmarktrechts erheblich gefördert.¹⁹² *Assmann* vertritt schon seit langem einen marktfunktionsbezogenen dogmatischen Ansatz; er präsentierte bereits 1985 die Prospekthaftung nicht mehr (nur) als individual- bzw. sozialschutzbezogenes Konzept, sondern (auch) als Maßnahme zur Verhinderung strukturbedingten (Kapital-)Marktversagens aufgrund von Informationsasymmetrie.¹⁹³ Zu der Zeit galt dieser marktfunktionsbezogene Ansatz noch als radikal, was sich aus der Entwicklung der Prospekthaftung und insbesondere aus der dogmatischen Herleitung des *BGH* erklären lässt.

Die Entstehungsgeschichte der Vorschriften über die Prospekthaftung zeigt, dass sie einen effektiven Individualschutz gewährleisten sollten und zu diesem Zwecke auch eingeführt wurden.¹⁹⁴ Die Prospekthaftung wurde als Anspruch des zu schützenden Publikums zuerst in das BörsG von 1896¹⁹⁵ eingeführt. Eine spezielle Haftungsnorm wurde notwendig, weil die allgemeinen Bestimmungen des Schadensersatzrechts nicht recht auf die zu regelnden Sachverhalte passten.¹⁹⁶ Vertragliche Ansprüche schieden bereits damals in der Regel aus, weil kein direkter vertraglicher Kontakt zwischen Anbieter und Anleger zustande kommt und zumeist eine vermittelnde Person zwischengeschaltet ist. § 823 Abs. 1 BGB bietet keinen unmittelbaren Vermögensschutz, und Ansprüche aus § 823 Abs. 2 BGB in Verbindung mit einem Schutzgesetz bzw. aus § 826 BGB sind schwerlich zu verwirklichen, weil Vorsatz und Sittenwidrigkeit nachgewiesen werden müssen. So stellte bereits die erste börsenrechtliche Haftungskonzeption den Versuch dar, die Schwierigkeiten des damaligen Vertrags- und Deliktsrechts bei der Herausbildung von Haftungsregeln in Bezug auf Prospekterklärungen zu überwinden.¹⁹⁷ Die Prospekthaftung stand somit von Anfang an dogmatisch zwischen der Vertrags- und Deliktshaftung, wobei die dogmatische Aufarbeitung zunächst offenblieb. Bis in die Mitte der siebziger Jahre diente der Begriff der Prospekthaftung allein zur Bezeichnung der Verantwortlichkeit für die Unrichtigkeit von Börsenzulassungsprospekten (§§ 45, 46 BörsG a.F. = §§ 44, 45 BörsG n.F.)¹⁹⁸ bzw. so genannten Verkaufsprospekten beim Vertrieb von Anteilen an inländischen (§§ 19, 20 KAGG a.F. = § 127, 42 InvG) bzw. ausländischen (§§ 3, 12 AuslInvestmG a.F. = §§ 127, 137 InvG) Kapitalanlagegesellschaften¹⁹⁹. Mit dem Inkrafttreten des VerkProspG zum 1.1.1991 wurde

192 *Assmann*, in: Freundesgabe Kübler, 1997, S. 317, 328; *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 281.

193 *Assmann*, Prospekthaftung, 1985, S. 247 ff.

194 Ausführlich *Schwark*, Anlegerschutz, 1979, S. 204.

195 BörsG v. 22.6.1896, RGBl. S. 157.

196 *Schwark*, Anlegerschutz, 1979, S. 204.

197 *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 277.

198 Sog. börsenrechtliche oder börsengesetzlichliche Prospekthaftung.

199 Sog. investmentrechtliche Prospekthaftung.

der Begriff der Prospekthaftung dann auf Sachverhalte ausgedehnt, die ganz allgemein aus der Verantwortlichkeit für Prospekte entstanden sind, welche für ein erstmaliges öffentliches Angebot ohne Zulassung an einer inländischen Börse ausgegeben wurden (§§ 1, 13 VerkProspG).

Neben den spezialgesetzlichen Prospekthaftungstatbeständen hat sich seit den siebziger Jahren eine richterrechtlich fortentwickelte bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung herausgebildet. Grund hierfür war der in den sechziger und frühen siebziger Jahren rasch wachsende, aber auch schnell mit ersten Opfern aufwartende Markt für Beteiligungen an Abschreibungsgesellschaften in Gestalt von Kommanditeinlagen in Publikumskommanditgesellschaften.²⁰⁰ Hier konnte Anlegerschutz jedenfalls in unmittelbarer Anwendung nicht über die Vorschriften zur börsenrechtlichen Prospekthaftung vermittelt werden.²⁰¹ Nachdem die Bundesregierung einen Entwurf eines Gesetzes über den Vertrieb von Anteilen an Vermögensanlagen vom 2.1.1978 (Vermögensanlagengesetz)²⁰² parlamentarisch nicht weiterverfolgte,²⁰³ machte es sich die Rechtsprechung zur Aufgabe, einerseits in Gestalt eines Sonderrechts für Publikumskommanditgesellschaften und andererseits durch Schaffung einer bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung die Anleger in diesem trotz hoher Anlegerschäden stetig wachsenden Marktsektor zu schützen.

Auf diese Weise entwickelte sich ein zweigleisiges Prospekthaftungssystem. Dabei wurde die bürgerlich-rechtliche Haftung nicht in Analogie zu den schon vorhandenen gesetzlichen Prospekthaftungsbestimmungen herausgebildet; vielmehr begründete der II. Zivilsenat die Dogmatik der Haftungsnorm als

„eine in Weiterentwicklung der Grundgedanken einer Vertrauenshaftung statuierte Verantwortlichkeit“

in einem bestimmten, vom Gesetzgeber als regelungsbedürftig nicht vorhergesehenen, aber im Interesse des rechtlich gebotenen Anlegerschutzes ausfüllungsbedürftigen Bereich.²⁰⁴ Regelungsbedürftig sei dieser Bereich, weil im Interesse eines rechtlich gebotenen Kapitalanlegerschutzes auf eine wahrheitsgemäße und vollständige Aufklärung des Rechtsverkehrs über das Risiko mögli-

200 Assmann, in: Freundesgabe Kübler, 1997, S. 317, 321.

201 Merkt, Unternehmenspublizität, 2001, S. 278.

202 BT-Drs. 8/1405, S. 1 ff.

203 Das Gesetz scheiterte zum einen, weil weite politische und politisch einflussreiche Kreise das vorhandene rechtliche Instrumentarium für ausreichend und eine gesetzgeberische Regelung nicht für erforderlich hielten, zum anderen aber auch, weil man in Deutschland mit rechtsformübergreifenden Kapitalanlageregelungen keine Erfahrung hatte und der vom reformspezifischen Regelungsansatz nicht ganz emanzipierte Gesetzesentwurf einige dogmatische Ungereimtheiten aufwies, Assmann, in: Freundesgabe Kübler, 1997, S. 317, 322.

204 BGHZ 79, S. 337, 341; BGHZ 83, S. 222, 223.

cher Anlagen hingewirkt werden müsse. Daher müssten für unzutreffende oder irreführende Prospektangaben nicht nur die unmittelbar am Vertragsschluss Beteiligten oder diejenigen, die einen auf ihre Person bezogenen besonderen Vertrauenstatbestand geschaffen hätten, haften, sondern auch diejenigen, die zu der für die Prospektherausgabe verantwortlichen Leistungsgruppe oder sonst zu den maßgeblichen Hintermännern des Anlageunternehmens gehören.²⁰⁵ Terminologisch orientierte sich der BGH damit zumindest zu dieser Zeit noch eindeutig am *Individualschutz* des Kapitalanlegers.²⁰⁶ Die Ableitung aus den Grundsätzen der culpa in contrahendo eröffnete der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung im Übrigen einen grundsätzlich universellen, also nicht auf spezifische Anlageformen begrenzten Anwendungsbereich.²⁰⁷

Die dogmatische Ableitung der Rechtsprechung stieß in der Literatur zunehmend auf Kritik, und das Bedürfnis nach einer Angleichung der richterrechtlich fortentwickelten Prospekthaftung und der spezialgesetzlichen Haftung wuchs. Beispielhaft lassen sich verschiedene dogmatische Ansätze der Literatur anführen: *Köndgen* setzte z.B. an einem rechtsgeschäftlich orientierten Modell in Form einer „Selbstbindung ohne Vertrag“ an, bei dem ein Vertragsverhältnis in dem Sinne „fingiert“ wurde, dass die Prospektangaben ein in Selbstbindungsabsicht abgegebenes Qualitätsversprechen seien sollen.²⁰⁸ Andere begründeten die Prospekthaftung in vollständiger Überwindung rechtsgeschäftlicher Kategorien etwa in Gestalt der Anlehnung an gesetzliche Regelungen zur Prospekthaftung²⁰⁹ oder zur Maklerhaftung²¹⁰ sowie durch Anwendung wettbewerbsdelikt-srechtlicher Bestimmungen,²¹¹ sei es durch eine Mischung solcher Elemente²¹² oder durch eine allgemein-deliktische Lösung²¹³. Trotz erheblicher Unterschiede im Detail treffen sich die verschiedenen Ansätze in einer Erkenntnis: Eine Vertrauenshaftung ist grundsätzlich auf die inter-partes-Verantwortlichkeit zweier individualisierter Parteien gestützt und deshalb mit der Bewältigung des Phänomens der Haftung für unvollständige oder fehlerhafte Prospektangaben beim Massengeschäft auf anonymen Märkten überfordert.²¹⁴

Aus diesem Gedanken heraus und begünstigt durch die Harmonisierungsbestrebungen der EG auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts²¹⁵ wird die Prospekthaftung nunmehr nicht mehr nur als Instrument zur Information des einzelnen

205 BGHZ 79, S. 337, 341.

206 *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 278.

207 *Assmann*, in: *Freundesgabe Kübler*, 1997, S. 317, 322.

208 *Köndgen*, AG 1983, S. 85 ff.

209 *Coing*, WM 1980, S. 206.

210 *Lutter*, in: *FS-Bärmann*, S. 605 ff.

211 *Wiedemann/Schmitz*, ZGR 1980, S. 129, 143.

212 *Canaris*, Bankvertragsrecht, Rn. 2294.

213 *Von Bar*, ZGR 1983, S. 476; *Assmann*, Prospekthaftung, 1985, S. 273 ff.

214 Ausführlich *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 279 f.

215 Ausführlich *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, 1997, Rn. 81 ff., 103.

Anlegers begriffen, was vor allem die Anknüpfung der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung an die Grundsätze der culpa in contrahendo nahe legt, sondern als Medium zur Information des Publikums und als präventives Instrument zur Produktsicherung. Letzteres geschieht ohne Einwirkung auf das Produkt selbst, sondern vollzieht sich in Gestalt indirekter Auswirkungen der Haftungsdrohung für ein fehlerhaftes Publizitätsinstrument im Hinblick auf die Konzeption, den Vertrieb und die Durchführung eines Projekts sowie auch auf die Organisation des Emittenten selbst.²¹⁶ Auch die Rechtsprechung zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung hat vor diesem Hintergrund eine Entwicklung durchlebt. Zunächst noch beschränkt auf Anteile an Publikumsgesellschaften hat sie sich in mittlerweile längst gefestigter Rechtsprechung sowohl vom Recht der Publikumsgesellschaft als auch von der Begründung aus culpa in contrahendo gelöst.²¹⁷ Darüber hinaus wurde ansatzweise dem Bedürfnis nach Angleichung der richterrechtlich fortentwickelten Prospekthaftung und der spezialgesetzlichen Prospekthaftung entsprochen, insbesondere im Bereich des verantwortlichen Personenkreises und der Verjährungsregeln.²¹⁸

216 Assmann, in: Freundesgabe Kübler, 1997, S. 317, 328.

217 Baumbach/Hopt, 2006, Anh. § 177a Rn. 60; Merkt, Unternehmenspublizität, 2001, S. 279.

218 Merkt, Unternehmenspublizität, 2001, S. 279.