

Kapitalmarktrecht

Poelzig

3. Auflage 2023
ISBN 978-3-406-79975-4
C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei
beck-shop.de

Die Online-Fachbuchhandlung beck-shop.de steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

beck-shop.de hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird beck-shop.de für sein umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

keit eines Prospekts. Die Prospekthaftung für fehlerhafte Börsenzulassungsprospekte ist in § 9 WpPG und für fehlerhafte Wertpapierverkaufsprospekte in § 10 WpPG geregelt. Das Fehlen eines Wertpapierverkaufsprospekts unter Verstoß gegen Art. 3 Abs. 1 ProspektVO wird durch den Haftungstatbestand des § 14 WpPG erfasst. Das Fehlen eines Börsenzulassungsprospekts iSd Art. 3 Abs. 3 ProspektVO ist hingegen nicht mit einer Prospekthaftung verbunden, da in diesem Fall eine Börsenzulassung nach § 32 Abs. 3 Nr. 2 BörsG ausgeschlossen und damit auch kein haftungsbegründender Erwerb der Wertpapiere möglich ist. Für ein fehlerhaftes Wertpapier-Informationsblatt wird nach § 11 WpPG, für ein fehlendes nach § 15 WpPG gehaftet.³⁷³

a) **Rechtsnatur.** Die Rechtsnatur der spezialgesetzlichen Prospekthaftung ist umstritten.³⁷⁴ Teilweise wird sie als vertragliche Haftung qualifiziert.³⁷⁵ Andere ordnen sie dem **Sonderdeliktsrecht** zu.³⁷⁶ Die wohl **hL** und **Rspr.** definieren die Prospekthaftung hingegen wegen des besonderen Näheverhältnisses zwischen Emittent und Anleger als kraft Gesetzes eintretende **Vertrauenshaftung**.³⁷⁷ Zunächst scheidet eine vertragliche Haftung aus, da der Prospekt keine rechtsgeschäftliche Handlung darstellt und die anspruchsberechtigten Anleger die Wertpapiere nicht notwendigerweise aufgrund einer vertraglichen Vereinbarung mit dem Emittenten erwerben. Für die Annahme einer gesetzlichen Vertrauenshaftung spricht zwar, dass der Prospekt als umfassende Produktinformation dient und vom Emittenten auch als verkaufsfördernde Maßnahme zur Platzierung der Wertpapiere veröffentlicht wird, so dass jedenfalls auf dem Primärmarkt ein besonderes Näheverhältnis zwischen Emittent und Anleger entsteht. Gegen eine gesetzliche Vertrauenshaftung spricht aber letztlich, dass die Ansprüche aus der spezialgesetzlichen Prospekthaftung auch Anlegern zustehen, die die Wertpapiere auf dem Sekundärmarkt erworben haben

373 Zu § 22a WpPG aF (jetzt § 11 WpPG) Poelzig BKR 2018, 357 (361 ff.).

374 Dies war schon vor der Verlagerung der Prospekthaftung in das WpPG umstritten und daran hat sich durch diese Verlagerung nichts geändert, s. Groß KapMarktR WpPG § 9 Rn. 15 (dort wird kraft Gesetzes eintretende Vertrauenshaftung vertreten).

375 Köndgen AG 1983, 85 (91).

376 Assmann/Schneider/Müllbert/Hellgardt WpHG § 397 Rn. 50; Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnlR-HdB/Assmann/Kumpan § 5 Rn. 228 mit Verweis auf 3. Aufl. 2007, § 6 Rn. 28; Hopt WM 2013, 101 (104); Hellgardt Kapitalmarktdeliktsrecht S. 20 ff.

377 BGHZ 190, 7 (13 f.) Rn. 17 = NJW 2011, 2719 (2720); Canaris BankVertrR Rn. 2277; Lenenbach KapMarktR Rn. 11.428 mwN; Groß KapMarktR WpPG § 9 Rn. 15; Schäfer/Hamann/Hamann BörsG §§ 44, 45 Rn. 36; Schwark/Zimmer/Schwark BörsG §§ 44, 45 Rn. 7; Hopt Verantwortlichkeit S. 48, Fn. 133.

und dort nicht in vorvertraglicher Weise mit dem Emittenten in Kontakt getreten sind.³⁷⁸ Die spezialgesetzliche Prospekthaftung verlangt damit nicht notwendigerweise eine Vertrauensbeziehung zwischen Emittent und Anleger. Daher sprechen gute Argumente für eine sonderdeliktsrechtliche Haftung.³⁷⁹

266 Bei der Diskussion um die Rechtsnatur der Prospekthaftung handelt es sich nicht lediglich um eine rein theoretische Frage, sie hat auch **praktische Auswirkungen**. Die Einordnung ist grundsätzlich bedeutsam für die Anwendung der einzelnen Tatbestandsmerkmale, insbesondere für die **Zurechnung fremden Verschuldens**, etwa von Rechtsanwälten oder Wirtschaftsprüfern, die der Emittent oder Anbieter zur Erstellung des Prospekts mit der Begutachtung der rechtlichen oder wirtschaftlichen Gegebenheiten betraut hat. Während bei einer gesetzlichen Vertrauenshaftung die Voraussetzungen des § 278 BGB maßgeblich sind, erfordert eine sonderdeliktsrechtliche Qualifizierung ein eigenes Verschulden des Haftpflichtigen, etwa in Form eines Organisationsverschuldens.³⁸⁰ Eine Ausweitung der Haftpflichtigen über § 830 BGB – zB auf Organmitglieder – ist auch bei einer sonderdeliktsrechtlichen Einordnung nicht möglich, da der Gesetzgeber den Kreis der Prospekthaftpflichtigen bewusst auf die Prospektverantwortlichen und -veranlasser begrenzt hat und damit insoweit für die ergänzende Anwendung der allgemeinen Vorschriften keinen Raum lässt (→ Rn. 268 ff.).³⁸¹ Auch wenn die Qualifikation im **Kollisionsrecht** autonom nach den Grundsätzen des IPR erfolgt, spielt die sachrechtliche Einordnung der Prospekthaftung auch hier eine wichtige Rolle.³⁸²

267 **b) Haftung für fehlerhafte Prospekte gem. §§ 9, 10 WpPG.** Für fehlerhafte Börsenzulassungsprospekte wird gem. § 9 WpPG, für fehlerhafte Wertpapierverkaufsprospekte im Wesentlichen durch Verweis gem. § 10 WpPG auf § 9 WpPG gehaftet. Die Haftung nach

378 Kölner Komm WpHG/Möllers/Leisch §§ 37b, 37c Rn. 14. AA Habersack/Mülbert/Schlitt KapMarktInfo-HdB/Habersack § 28 Rn. 3; Mülbert/Steup WM 2005, 1633 (1638).

379 Das hat der EuGH jedenfalls für die Qualifikation zum Internationalen Zivilverfahrensrecht bestätigt (EuGH 28.1.2015 – C-375/13, ECLI:EU:C:2015:37 Rn. 48 = NJW 2015, 1581 – Kolassa).

380 Siehe Schäfer/Hamann/Hamann BörsG §§ 44, 45 Rn. 73–77; Schwark/Zimmer/Schwark BörsG §§ 44, 45 Rn. 6.

381 Langenbacher AktKapMarktR § 14 Rn. 61.

382 Eingehend hierzu: Kuntz WM 2007, 432; Einsele ZEuP 2012, 23; Kuntz RabelsZ 2017, 781; Lehmann IPRax 2012, 399; Groß KapMarktR WpPG § 9 Rn. 15; Schäfer/Hamann/Hamann BörsG §§ 44, 45 Rn. 73–77; Schwark/Zimmer/Schwark BörsG §§ 44, 45 Rn. 6.

§§ 9, 10 WpPG erfasst gem. § 9 Abs. 4 WpPG iVm Art. 1 Abs. 5 lit. e) bis j) Ziff. v, vi ProspektVO jeweils auch Dokumente, die – wie beispielsweise die Angebotsunterlage nach § 11 WpÜG – eine Befreiung von der Prospektpflicht rechtfertigen (vgl. Art. 1 Abs. 4 lit. f), Abs. 5 lit. e) ProspektVO, → Rn. 247). Die Prospekthaftung gilt jedoch nicht für andere Informationen und Informationsträger, die zwar im Zusammenhang mit einem Angebot von Wertpapieren erstellt, aber nicht als Prospekt gem. Art. 20 ProspektVO von der BaFin gebilligt wurden (zB Exposé, Formblätter, Werbemaßnahmen, sog *Research-Reports*, Ad-hoc-Mitteilungen nach Art. 17 MAR).³⁸³

aa) Anspruchsverpflichtete. Das Gesetz zählt die prospekthaftpflichtigen Personen abschließend auf: Für die Fehlerhaftigkeit eines Prospekts haften demnach diejenigen, die die Verantwortung für den Prospekt übernommen haben (sog **Prospektverantwortliche**, §§ 9 Abs. 1 S. 1 Nr. 1; 10 WpPG) und diejenigen, von denen der Erlass des Prospekts ausgeht (sog **Prospektveranlasser**, § 9 Abs. 1 S. 1 Nr. 2, 10 WpPG). Für den Prospekt verantwortlich ist, wer durch ausdrückliche Erklärung oder auf andere Weise die Verantwortung für den Gesamthalt des Prospekts übernommen hat.³⁸⁴ In die erste Gruppe der **Prospektverantwortlichen** fallen gem. § 8 S. 3 WpPG bei einem **Börsenzulassungsprospekt** gem. § 9 Abs. 1 Nr. 1 WpPG der **Emittent** und der Zulassungsantragsteller. Bei einem **Wertpapierverkaufsprospekt** haftet als Prospektverantwortlicher gem. §§ 10 iVm 9 Abs. 1 Nr. 1 WpPG regelmäßig der Anbieter (§ 8 S. 2 WpPG).³⁸⁵

Die **Prospektveranlasser** sind die eigentlichen Urheber des Prospekts, also diejenigen, von denen der Erlass des Prospekts ausgeht (§§ 9 Abs. 1 Nr. 2; 10 WpPG). Hierbei handelt es sich um die sog „Hintermänner“, die hinter dem Emittenten stehen und neben der Geschäftsleitung besonderen Einfluss ausüben. Nach der Rspr. des BGH ist erforderlich, dass der Hintermann „auf die Konzeption des konkreten, mit dem Prospekt beworbenen und vertriebenen Modells maßgeblich Einfluss genommen hat und damit letztendlich auch für die Herausgabe des Prospektes verantwortlich ist.“³⁸⁶ Anhaltspunkte

383 Assmann/Schlitt/v. Kopp-Colomb/Assmann WpPG § 9 Rn. 20; Groß KapMarktR WpPG § 9 Rn. 35; JVRZ/Pankoke BörsG § 44, VerkProspG § 13 Rn. 15.

384 Assmann/Schlitt/v. Kopp-Colomb/Assmann WpPG § 9 Rn. 76; Nomos-BR/Müller WpPG/Müller § 21 Rn. 16.

385 Groß KapMarktR WpPG § 9 Rn. 43; Assmann/Schlitt/v. Kopp-Colomb/Assmann WpPG § 8 Rn. 4.

386 BGHZ 195, 1 (16) Rn. 36 f. = NZG 2012, 1262 (1266).

hierfür sind ein erhebliches wirtschaftliches Eigeninteresse oder eine entsprechende gesellschaftsrechtliche Funktion.

Prospektveranlasser sind zB die **Konzernmuttergesellschaft** oder ein **Großaktionär**, der auf die Emission und den Prospekt erheblichen Einfluss genommen hat.³⁸⁷ Die **Vorstandsmitglieder** des Emittenten, insbesondere der Finanzvorstand, haften nicht bereits allein wegen ihrer organschaftlichen Stellung als Prospektveranlasser.³⁸⁸ Entscheidend ist, ob das Vorstandsmitglied ein besonderes eigenes wirtschaftliches Interesse an der Emission hat, das über das bloße Interesse als Vorstandsmitglied des Emittenten hinausgeht.³⁸⁹ Dies ist zB der Fall, wenn dem Vorstandsmitglied im Falle eines Börsenganges erhebliche wirtschaftliche Vorteile geboten werden oder dieser ein größeres Aktienpaket hält, das im Rahmen der Emission veräußert werden soll.³⁹⁰ Eine Prospekthaftung der Organmitglieder lässt sich auch bei einer sonderdeliktsrechtlichen Qualifizierung der Prospekthaftung (→ Rn. 265 f.) nicht über § 830 BGB begründen, da die spezialgesetzliche Regelung der Prospekthaftung den Kreis der Haftpflichtigen abschließend regelt.³⁹¹ **Emissionsbanken**, die weder Konsortialführer noch Prospektunterzeichner sind und ein bloßes Provisionsinteresse (und damit kein eigenes wirtschaftliches Interesse an der Emission) haben, fallen idR nicht unter § 9 Abs. 1 Nr. 1 WpPG.

- 270 Umstritten ist, ob und inwieweit **Experten**, die bei der Prospekterstellung kraft ihrer Sachkunde tätig werden und ihren (fehlerhaften) Teil zum Prospekt beigetragen haben, nach §§ 9, 10 WpPG haften. So erstellen Wirtschaftsprüfer regelmäßig einen sog **Comfort Letter**, also eine Bestätigung, dass die in den Prospekt aufzunehmenden Finanzzahlen richtig sind. In einer sog **Legal Opinion** bestätigen Rechtsanwälte dem Emittenten, dass die rechtlichen Voraussetzungen für die Börsenzulassung oder das öffentliche Angebot der Wertpapiere vorliegen. Da Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte und sonstige Experten aber jeweils lediglich für einzelne Teile des Prospekts verantwortlich sind und keine Gesamtverantwortung für den Prospekt übernehmen, haften sie der hM zufolge grundsätzlich nicht nach Maßgabe von §§ 9, 10 WpPG.³⁹² Zur allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Haftung von Experten → Fall 6 Rn. 302.

387 Siehe BGH NJW-RR 2006, 610; BGHZ 195, 1 (7) Rn. 17 ff = NZG 2012, 1262 (1264).

388 Vgl. Groß KapMarktR WpPG § 9 Rn. 47.

389 FK-WpPG/Seiler/Singhof WpPG § 21 Rn. 95.

390 Groß KapMarktR WpPG § 9 Rn. 47. Vgl. zum Ganzen auch MüKoHGB/Singhof Emmissionsgeschäft Rn. 288.

391 Langenbucher AktKapMarktR § 14 Rn. 61.

392 Langenbucher AktKapMarktR § 14 Rn. 62; Nomos-BR/Müller WpPG/Müller § 21 Rn. 18; Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnlR-HdB/Assmann/Kumpan § 5 Rn. 163; Habersack/Mülbelt/Schlitt Unternehmensfinanzierung/Mülbelt/Steup

Billigt die **BaFin** einen fehlerhaften Prospekt, haftet sie nicht gem. 271 § 9 Abs. 1 Nr. 1, 2 WpPG, da sie keine Verantwortung für den Prospekt übernimmt. Nach Art. 20 Abs. 4 ProspektVO prüft sie nur die Vollständigkeit, Verständlichkeit und Kohärenz und nicht die inhaltliche Richtigkeit. Auch ein Staatshaftungsanspruch gem. § 839 BGB, Art. 34 GG scheidet insoweit aus, da die BaFin gem. § 4 Abs. 4 FinDAG lediglich im öffentlichen Interesse und nicht im Interesse des jeweiligen Anlegers tätig wird. Dasselbe gilt auch für die **Börse**, sofern sie durch ihre Geschäftsführung Wertpapiere aufgrund eines fehlerhaften Prospekts zulässt, denn auch sie handelt nur im öffentlichen Interesse (§ 15 Abs. 8 BörsG) und zudem prüft sie nicht die inhaltliche Richtigkeit, sondern nach § 32 Abs. 3 Nr. 2 BörsG nur, ob ein geilligter Prospekt vorliegt.

bb) Anspruchsberechtigte. Anspruchsberechtigt ist bei einem fehlerhaften Prospekt derjenige, der die Wertpapiere nach Veröffentlichung des Prospekts und innerhalb von sechs Monaten seit erstmaliger Einführung der Wertpapiere iSd § 38 BörsG (§ 9 Abs. 1 WpPG) bzw. seit dem ersten öffentlichen Angebot im Inland (§ 10 Abs. 1 Nr. 1 WpPG) gegen Entgelt³⁹³ erworben hat. Erwerb iSd §§ 9 ff. WpPG meint in unionsrechtskonformer Auslegung den Abschluss des **Verpflichtungsgeschäfts** gem. §§ 453, 433 BGB (Kaufvertrag) bzw. § 383 HGB (Kommissionsgeschäft)³⁹⁴, denn darin kommt die Anlagenscheidung zum Ausdruck, die durch Prospektpflicht und -haftung geschützt werden soll.³⁹⁵ Unschädlich für den Haftungsanspruch ist es, wenn die Übereignung der Wertpapiere erst nach Ablauf der Sechsmonatsfrist erfolgt. Unerheblich ist auch, ob der Anleger die Wertpapiere als Ersterwerber unmittelbar von dem Emittenten bzw. der Emissionsbank im Rahmen der Emission oder als Zweiterwerber auf dem Sekundärmarkt von einem Anleger erwirbt.³⁹⁶

Die Haftung gilt nur für Wertpapiere, die aufgrund des fehlerhaften Prospekts zugelassen wurden. Da der Anleger aber nur schwer nachweisen kann, dass das erworbene Wertpapier aus der Emission

§ 41 Rn. 86 ff.; Hopt/Kumpan WpPG § 9 Rn. 9b. Kritisch und wohl aA bzgl. Wirtschaftsprüfer Groß KapMarktR WpPG § 9 Rn. 48 f.

393 § 9 Abs. 1 S. 1 WpPG: „Erwerbspreis“, vgl. auch Begr. zu § 44 BörsG aF BT-Drs. 13/8933, 76 rechte Spalte.

394 Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnlR-HdB/Assmann/Kumpan § 5 Rn. 169; Habersack/Mülbert/Schlitt KapMarktInfo-HdB/Habersack § 28 Rn. 36.

395 Begr. RegE 3. FFG (zu §§ 44, 45 BörsG aF), BT-Drs. 13/8933, 77; Heidel/Bergdolt BörsG § 44 Rn. 48; Nomos-BR/Müller WpPG/Müller § 21 Rn. 12; Schäfer/Hamann/Hamann BörsG §§ 44, 45 Rn. 125.

396 Heidel/Bergdolt BörsG § 44 Rn. 48.

mit dem fehlerhaften Prospekt hervorgeht, erstreckt § 9 Abs. 1 S. 3 WpPG die Prospekthaftung auf ausstattungsgleiche Wertpapiere desselben Emittenten, dh insbesondere Wertpapiere mit gleicher Wertpapierkennnummer.³⁹⁷

- 273 **cc) Fehlerhaftigkeit des Prospekts. (1) Wesentliche Angaben.** Ein Prospekt ist gem. §§ 9, 10 WpPG fehlerhaft, wenn die für die Beurteilung der Wertpapiere **wesentlichen Angaben unrichtig** oder **unvollständig** sind. Unter den Begriff der **Angaben** fielen nach der früheren Rspr. und der hM zunächst nur dem Beweis zugängliche Tatsachen. Seit dem BuM-Urteil³⁹⁸ subsumieren der BGH und ihm folgend die hL³⁹⁹ hierunter neben **Tatsachen** auch unrichtige **Werturteile** und **Prognosen**, soweit sie eine hinreichende Tatsachengrundlage haben. Das Gericht begründet dies damit, dass der Wortlaut „Angabe“ eine extensive Auslegung erlaubt und es dem durchschnittlichen Anleger kaum möglich ist, zwischen Tatsachen und Prognosen präzise zu differenzieren. Der Anleger verlässt sich vielmehr auf die vom Emittenten angestellte Prognose zur künftigen Geschäftsentwicklung. Um **wesentliche** Angaben handelt es sich, wenn sie ein durchschnittlicher, verständiger Anleger (zu dem Begriff → Rn. 277 ff.) „eher als nicht“ bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde.⁴⁰⁰

Wesentliche Angaben sind beispielsweise die Möglichkeit eines herrschenden Unternehmens, nachteilige Weisungen zu erteilen,⁴⁰¹ oder die Gefährdung von Mieteinnahmen eines Immobilienfonds.⁴⁰² Keine wesentliche Angabe ist hingegen in der Regel die genaue Anschrift des Emittenten.

- 274 **(2) Fehlerhaftigkeit.** Der Prospekt ist **unvollständig**, wenn wesentliche Angaben fehlen. Davon ist grundsätzlich⁴⁰³ auszugehen, wenn der Prospekt nicht alle in Art. 6, 13 ProspektVO iVm DelVO (EU) 2019/980 vorgeschriebenen Mindestangaben enthält (→ Rn. 274).

Der Prospekt ist beispielsweise unvollständig, wenn über anhängige Aufrechnungsklagen gegen den Kapitalerhöhungsbeschluss, auf dem die Emission beruht, nicht informiert wird.⁴⁰⁴ Wesentliche Angaben, bei deren Fehlen der

397 Langenbucher AktKapMarktR § 14 Rn. 65; Groß KapMarktR WpPG § 9 Rn. 88.

398 BGH NJW 1982, 2823 – BuM-Entscheidung.

399 Lenenbach KapMarktR Rn. 11.457; Groß KapMarktR WpPG § 9 Rn. 52.

400 Groß KapMarktR WpPG § 9 Rn. 87; Schäfer/Hamann/Hamann BörsG §§ 44, 45 Rn. 148 mwN; Assmann/Schütze/Buck-Heeb KapAnlR-HdB/Assmann/Kumpan § 5 Rn. 144.

401 BGHZ 195, 1 (4) Rn. 10 ff. = NZG 2012, 1262 (1263).

402 BGH NZG 2013, 344.

403 Langenbucher AktKapMarktR § 14 Rn. 53.

404 Vgl. BGHZ 139, 225 = NJW 1998, 3345 – Elsflether Werft.

Prospekt unvollständig ist, sind auch die Beteiligung an risikoreichen Transaktionen, eine ungesicherte Forderung gegen Dritte in existentieller Höhe oder personelle Verflechtungen mit einer Gesellschaft, mit der ein Beratervertrag besteht.⁴⁰⁵

Der Prospekt ist **unrichtig**, wenn wesentliche Angaben im Prospekt nicht der Wirklichkeit entsprechen. Selbst wenn alle Einzelangaben für sich genommen wahrheitsgetreu wiedergegeben werden, kann auch ein unrichtiges **Gesamtbild** des Emittenten zu seiner Vermögens-, Ertrags- und Liquiditätslage die Haftung begründen.⁴⁰⁶ So wurden beispielsweise im BuM-Fall⁴⁰⁷ die Bilanzwahlrechte zwar rechtmäßig, aber so ausgeübt, dass ein zu positives Gesamtbild entstand (*window dressing*). In so einem Fall begründet der falsche Gesamteindruck die Unrichtigkeit des Prospekts (siehe auch § 264 Abs. 2 S. 1 HGB). Im Übrigen können auch gravierende Prospektgestaltungsmängel, insbesondere die **Unübersichtlichkeit** zur Unrichtigkeit des Prospekts führen.

Die Differenzierung zwischen der Unvollständigkeit und der Unrichtigkeit war ursprünglich gem. § 45 BörsG aF entscheidend für den maßgeblichen Verschuldensmaßstab. So hing die Haftung für die Unvollständigkeit des Prospekts von dem bösliehen Verschweigen ab, für die Unrichtigkeit von der mindestens grob fahrlässigen Unkenntnis. Nachdem der Gesetzgeber die Differenzierung bereits mit dem 3. Finanzmarktförderungsgesetz vom 24.3.1998 aufgegeben hat, kann die Unvollständigkeit seither als Unterfall der Unrichtigkeit angesehen werden.

Ob die Angaben richtig und vollständig sind, hängt von dem maßgeblichen Verständnishorizont ab, wonach der Prospekt beurteilt und sodann mit der objektiven Wirklichkeit verglichen wird. So können bei einem professionellen Anleger im Unterschied zum Privatanleger Fachbegriffe oder wirtschaftliche Zusammenhänge als bekannt vorausgesetzt werden und müssen für einen vollständigen und richtigen Prospekt nicht näher erläutert werden. Vor Geltung der ProspektVO bestimmte sich der maßgebliche Verständnishorizont nach den Kenntnissen und Erfahrungen eines **durchschnittlichen Anlegers**.⁴⁰⁸ Unklar ist allerdings, welche Kenntnisse und Erfahrungen von einem durchschnittlichen Anleger erwartet werden können.

405 Vgl. OLG Frankfurt a. M. NJW-RR 1994, 946 – Bond; OLG Frankfurt a. M. NZG 1999, 1072 – MHM.

406 Lenenbach KapMarktR Rn. 11.460.

407 BGH NJW 1982, 2823 – BuM-Entscheidung.

408 BGHZ 195, 1 (10f.) Rn. 25 = NZG 2012, 1262 (1265).

- 278 Der BGH hatte für einen **Börsenzulassungsprospekt** in seiner BuM-Entscheidung auf einen durchschnittlichen Anleger abgehoben, „der zwar eine Bilanz zu lesen versteht, aber nicht unbedingt mit der in eingeweihten Kreisen gebräuchlichen Schlüsselsprache vertraut zu sein braucht.“⁴⁰⁹ Das Kriterium der **Bilanzkunde** ist in der Folge vielfach als zu weitgehend kritisiert worden.⁴¹⁰ Diese vergleichsweise hohen Anforderungen an den durchschnittlichen Anleger werden aber damit begründet, dass Börsenzulassungsprospekte typischerweise ausschließlich von professionellen Anlegern und nicht von Privat- oder Kleinanlegern gelesen werden. Da Letztere keinen unmittelbaren Zugang zum Börsenhandel haben, wenden sie sich für den Erwerb von börsengehandelten Finanzinstrumenten ohnehin regelmäßig an einen börsenkundigen Anlageberater.⁴¹¹ In einer späteren Entscheidung hat der BGH für ein **Wertpapierverkaufsprospekt** entschieden, dass sich der Verständnishorizont „nach den Fähigkeiten und Erkenntnismöglichkeiten eines durchschnittlichen (Klein-)Anlegers [richtet], der sich allein anhand der Prospektangaben über die Kapitalanlage informiert und über keinerlei Spezialkenntnisse verfügt“, wenn sich der Emittent der Wertpapiere „ausdrücklich auch an das unkundige und börsenunerfahrene Publikum“ wendet.⁴¹² Der BGH verzichtet insoweit zumindest bei einem Wertpapierprospekt, der sich ausdrücklich an Kleinanleger richtet, auf das Kriterium der Bilanzkunde.⁴¹³ In der **Literatur** wurde teilweise auf einen durchschnittlich verständigen Anleger⁴¹⁴ und teilweise auf den besonders schutzbedürftigen unkundigen Kleinanleger abgestellt.⁴¹⁵
- 279 Nicht erst, aber vor allem mit Inkrafttreten der ProspektVO lässt sich die Frage nach dem maßgeblichen Verständnishorizont nicht

409 BGH NJW 1982, 2823 – BuM-Entscheidung; BGHZ 195, 1 (10f.) Rn. 25 = NZG 2012, 1262 (1265).

410 Groß KapMarktR WpPG § 9 Rn. 41; Schwark/Zimmer/Schwark BörsG § 45 Rn. 22. 411 Lenenbach KapMarktR Rn. 11.449.

412 BGHZ 195, 1 (10f.) Rn. 25 = NZG 2012, 1262 (1265).

413 BGHZ 195, 1 (10f.) Rn. 25 = NZG 2012, 1262 (1265).

414 Fleischer Gutachten 64 DJT, F 44f.; Habersack/Mülberr/Schlitt KapMarktInfoHdB/Habersack § 28 Rn. 15. Groß KapMarktR WpPG § 9 Rn. 53 ff. stellt auf den „verständigen Anleger“ ab, ohne diesen selbst näher zu konkretisieren, und kritisiert die vom BGH vorgenommene Differenzierung. Heidel/Straßner WpPG § 5 Rn. 2 stellt weiterhin ohne nähere Ausführungen auf den „klassischen“ Begriff des durchschnittlichen Anlegers ab.

415 Canaris BankVertrR Rn. 2279. Ebenfalls kritisch zur BGH-Differenzierung verhalten sich Habersack/Mülberr/Schlitt Unternehmensfinanzierung/Mülberr/Steup § 41 Rn. 36 ff., die im Anschluss in einer unionsrechtsautonomen Auslegung eigene Kriterien entwickeln und diese an der Formulierung „leicht zu analysierende, knappe und verständliche Form“ aus Art. 6 Abs. 2 ProspektVO orientieren.