

**Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung.
Hrsg. von Klaus J. Hopt und Hans-Christoph Voigt. -
Tübingen: Mohr Siebeck, 2005. L, 1209 S.; Leinen:
149,- €. ISBN 3-16-148548-3 [Rezension]**

Thomas M. J. Möllers

Angaben zur Veröffentlichung / Publication details:

Möllers, Thomas M. J. 2006. "Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung.
Hrsg. von Klaus J. Hopt und Hans-Christoph Voigt. - Tübingen: Mohr Siebeck,
2005. L, 1209 S.; Leinen: 149,- €. ISBN 3-16-148548-3 [Rezension]."
JuristenZeitung (JZ). Tübingen: Mohr Siebeck.
<https://doi.org/10.1628/002268806776087256>.



Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung. Hrsg. von Klaus J. Hopt und Hans-Christoph Voigt. – Tübingen: Mohr Siebeck, 2005. L, 1209 S.; Leinen: 149,- €. ISBN 3-16-148548-3.

I. Das deutsche Kapitalmarktrecht basiert weitgehend auf europarechtlichen Grundlagen. Allerdings bleiben Europäische Richtlinien auch bei einer stärkeren inhaltlichen Verdichtung, wie sie das Lamfalussy-Verfahren vorsieht, immer noch unvollständig. Das gilt gerade für die Rechtsfolgen. Beispielsweise sieht die Prospekt-Richtlinie 2003/71/EG zwar eine zivilrechtliche Haftung für Prospektmängel vor, verweist in Art. 6 wegen der Einzelheiten aber auf das Recht des Mitgliedstaates. Noch vager sind die Anforderungen bei einer Verletzung von Ad-hoc-Publizitätspflichten: hier sind nur verwaltungsrechtliche und strafrechtliche Sanktionen zwingend erforderlich¹. Das Bundesministerium der Finanzen hat deshalb beim Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht (MPI) in Hamburg ein Gutachten in Auftrag gegeben, welches die Rechtslage in den verschiedenen Mitgliedstaaten der EU zur Prospekthaftung darstellen und vergleichen sollte. Das vorliegende Werk ist aus diesem Gutachten hervorgegangen. Es gibt auf gut 1200 Seiten aber nicht nur die Haftung bei Verletzung von Informationspflichten am Primärmarkt wieder, sondern stellt darüber hinaus auch die Haftung für fehlerhafte sekundärmarktbezogene Informationen rechtsvergleichend dar. Dabei rekrutieren sich die Autoren aus Mitarbeitern des MPI sowie Professoren aus dem In- und Ausland.

II. Der rechtsvergleichende Teil umfasst alle bisherigen 15 Mitgliedstaaten der EU², aber auch weitere Länder mit wichtigen Kapitalmärkten wie die USA und die Schweiz. An dieser Stelle können nur einige umfangreichere Beiträge angesprochen werden³. Ausführlich schildert *Ebricke* die Voraussetzungen eines Prospekts und einzelner kapitalmarktrechtlicher Informationspflichten sowie die Haftungsanforderungen bei einer Verletzung dieser Pflichten nach deutschem Recht. Die Ausführungen zu einzelnen besonders umstrittenen Fragen, wie etwa Kausalität und Schaden bei fehlerhaften Ad-hoc-Mitteilungen und auch die Auswertung der Literatur bleiben dabei etwas knapp. Im Ergebnis spricht er sich auch im Rahmen der §§ 37 b, c WpHG für einen Ersatz des negativen Interesses, also die Rückerstattung des Kaufpreises aus (S. 295). Für fehlerhafte Zwischenberichte bejaht er die Schutzgesetzfähigkeit von § 40 BörsG (S. 304). Das englische Recht wird von *Leyens/Magnus* erörtert. Dabei fällt auf, dass zivilrechtliche Schadensersatzansprüche nur bei einer Verletzung der Prospektpflichten bekannt sind, während sie im Unterschied zur US-amerikanischen und deutschen Rechtslage bei einer Verletzung von Informationspflichten am Sekundärmarkt noch fehlen. Dies liegt daran, dass ein Individualschutz dieser Pflichten legislativ ausgeschlossen wurde, FSMA 2000 s. 150 (4) (S. 554). An die Stelle zivilistischer Schadensersatzansprüche treten aufsichts- und strafrechtliche Maßnahmen sowie ein Restitutionsverfahren, mit dem rechtswidrig erzielte Gewinne abgeschöpft und geschädigte Anleger entschädigt werden sollen (S. 556 ff.). In Frankreich werden Verstöße gegen die Ad-hoc-Publizität ebenfalls verwaltungs- und strafrechtlich sanktioniert. Daneben existiert auch umfangreiche Rechtsprechung zu Schadensersatzansprüchen gemäß der deliktischen Generalklausel des Art. 1382 CC, die von *Puttfarcken/Schrader* allerdings nur verkürzt wiedergegeben wird (S. 609 f., 616 f.)⁴. Höchst profund sind die Ausführungen zum österreichischen Recht von *Kalss/Oppitz*. Dabei zeigt sich, dass sich gerade auch aus deutscher Perspektive ein Blick nach Österreich durchaus lohnt: Im Gegensatz zum deutschen Recht wird etwa der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität eine Schutzgesetzfähigkeit zugestanden, § 1311 ABGB i. V. m. § 82 Abs. 6 BörseG. Relativ unproblematisch scheint man eine Anlagestimmung zur Erleichterung des Kausalitätsnachweises bejahen zu können. Als

Schaden kann wahlweise die Kursdifferenz oder die Rückerstattung des Erwerbspreises verlangt werden (S. 868 f.). Zudem ist jüngst eine persönliche Haftung der Organmitglieder für fehlerhafte Finanzinformation nach § 82 a BörseG vorgeschlagen worden⁵. Das schweizerische Recht, dargestellt von *Kowalewski*, verfolgt mit dem Kotierungsreglement konsequent den Ansatz der Selbstregulierung. Vor diesem Hintergrund ist lebhaft umstritten, ob der in Art. 82 KR enthaltene Pflicht zu Ad-hoc-Mitteilungen Schutznormcharakter zugesprochen werden kann (S. 1063 f.). Davon unberührt bleibt eine Verantwortlichkeit des Emittenten nach dem allgemeinen Deliktsrecht (S. 1062, 1065 f.)⁶. Im Abschnitt zum US-amerikanischen Recht gibt *Kulms* das inzwischen schon hinlänglich aufbereitete Recht der kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten und der Haftung nach Sec. 10 (b) i. V. m. Rule 10b-5 SEA wieder. Leider befindet sich seine Kommentierung nicht immer auf dem neuesten Stand⁷.

III. Dem Werk vorangestellt sind zusammenfassende Empfehlungen von den Herausgebern *Hopt* und *Voigt* zur Fortentwicklung des Kapitalmarktrechts auf europäischer und nationaler Ebene und eine gut 150-seitige rechtsvergleichende Analyse der Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung. Im Ergebnis plädieren *Hopt/Voigt* für eine generelle Haftungsnorm für Fehlinformationen am Kapitalmarkt. Hierzu solle § 20 a WpHG de lege ferenda Schutzgesetzcharakter beigemessen werden. In diese neue Haftungsnorm könne in einem zweiten Schritt sogar die bisher spezialgesetzlich geregelte Prospekthaftung integriert werden. Auf europäischer Ebene sei eine Richtlinie für fehlerhafte Kapitalmarkt-kommunikation in Erwägung zu ziehen (S. 4 f.). Viele Teilergebnisse von *Hopt/Voigt* lehnen sich an das US-amerikanische Recht an. Die Ausführungen von *Hopt/Voigt* bestechen durch eine beeindruckende Dichte und Klarheit der Darstellung. Sie sind zudem höchst aktuell, konnten doch die *BGH*-Urteile zu Infomatec und die zwei Entwürfe eines Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes (KapInHaG) im Manuskript noch deutliche Berücksichtigung finden. Der Beitrag von *Schäfer*, der auf der Basis einer ökonomischen Analyse zu der Forderung nach einer Haftungsprivilegierung für Wirtschaftsprüfer für Drittschäden am Sekundärmarkt gelangt, rundet das Werk ab.

IV. In seiner umfassenden rechtsvergleichenden Gesamtschau ist das Werk schon vom Ansatz her ohne Konkurrenz. Es wird ohne Zweifel den Gesetzgebungsprozess bei dem anstehenden KapInHaG und bei einer Novellierung des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG) nicht unerheblich beeinflussen. Auch auf europäischer Ebene sowie in anderen Mitgliedstaaten der EU wird das Werk die ihm gebührende Beachtung finden. Deshalb ist es auch unschädlich, ja sogar förderlich, dass einige Beiträge in englischer Sprache abgedruckt wurden. Das Werk ist aber nicht nur für Reformvorhaben de lege ferenda von Bedeutung. Dem Praktiker gibt es die Möglichkeit, sich rasch einen Überblick über das Recht der Kapitalmarktinformationshaftung auf den aus deutscher Sicht wichtigsten Märkten zu verschaffen und unterstützt ihn bei dem aufgrund der europarechtlichen Prägung des Kapitalmarktrechts so wichtigen rechtsvergleichenden Blick bei der Arbeit de lege lata: Der Rechtsanwender, sei es der Referent der Wertpapieraufsichtsbehörde oder der den Emittenten beratende Rechtsanwalt, steht im Kapitalmarktrecht vor einer Fülle unbestimmter Rechtsbegriffe („Kursbeeinflussungspotenzial“; „unverzüglich“), die es zu konkretisieren gilt. Das Werk erschließt hierzu eine Fülle von rechtsvergleichenden Argumenten und kann deshalb uneingeschränkt empfohlen werden.

Professor Dr. Thomas M. J. Möllers, Universität Augsburg

¹ Zum europarechtlichen Hintergrund s. *Möllers*, in: *Möllers/Rotter*, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 13 Rdn. 3.

² Die zehn neuen Mitgliedstaaten der EU konnten leider nicht mehr berücksichtigt werden.

³ Die Beiträge zu Italien, Dänemark und Schweden sind mit jeweils 10–20 Seiten eher kurz geraten. Zu Italien s. etwa *Sangiovanni*, Die Ad-hoc-Publizität im deutschen und italienischen Recht, 2003.

⁴ S. die Nachweise bei *Fleischer/Jänig* RfW 2002, 729; *Schulte*, in: *Möllers/Rotter* (Fn. 1), § 14 Rn. 95–106.

⁵ Allerdings wurde dieser Vorschlag zum Gesellschaftsrechtsänderungsgesetz 2005 wieder zurückgezogen.

⁶ Zu Art. 41 OR i. V. m. Art. 152 StGB s. ausführlich *Daeniker/Waller*, Kapitalmarktrechtliche Informationspflichten und Haftung, in: *Weber*, Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht, 2003, S. 55, 108 f.; *Böckli*, Schweizer Aktienrecht, 3. Aufl. 2004, §§ 18 Rdn. 68 ff.

⁷ In den USA wird Emittenten für die Ad-hoc-Publizität (*Current Report*) eine Frist von vier Arbeitstagen eingeräumt. Die einschlägige Vorschrift für Form 8-K Current Report lautet: „Unless otherwise specified, a report is to be filed or furnished within *four business days* after occurrence of the event. If the event occurs on a *Saturday, Sunday or holiday* on which the Commission is not open for business, then the *four business day* period shall begin to run on, and include the first business day thereafter.“ S. Form 8-K Current Report, Pursuant to Sec. 13 or 15 8 d) SEA; im Internet abrufbar unter <www.sec.gov/about/forms/form8-k.pdf>. Überholt dagegen *Douglas* WM 2003, 705, 709 und *Kulms* (S. 1135), die noch von einer 2-Tages-Frist ausgehen.