

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 164

**Das System der Haftung
der Banken bei Aktienemissionen
über die Börse**

**Von den börsenrechtlichen Grundlagen zur Haftung
aus unregelmäßigten Informationsdienstleistungen
(IPO-Studie, Unternehmenspräsentation)**

Von

Dimitrios Liappis



Duncker & Humblot · Berlin

DIMITRIOS LIAPPIS

Das System der Haftung der Banken bei
Aktienemissionen über die Börse

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 164

Das System der Haftung der Banken bei Aktienemissionen über die Börse

Von den börsenrechtlichen Grundlagen zur Haftung
aus unregelmäßigten Informationsdienstleistungen
(IPO-Studie, Unternehmenspräsentation)

Von

Dr. Dimitrios Liappis



Duncker & Humblot · Berlin

Gedruckt mit Unterstützung des Deutschen Akademischen Austauschdienstes.

Der Fachbereich Rechtswissenschaften
der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main
hat diese Arbeit im Jahre 2002 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische
Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

D 30

Alle Rechte vorbehalten
© 2003 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme und Druck:
Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 0582-026X
ISBN 3-428-10932-5

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 

Meiner Mutter

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Frühjahr 2002 vom Fachbereich Rechtswissenschaft der Johann Wolfgang Goethe-Universität zu Frankfurt am Main als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung konnten im wesentlichen bis Ende 2001 berücksichtigt werden. Das vierte Finanzmarktförderungsgesetz konnte zunächst als Entwurf in die Arbeit mit einfließen. Kurz vor ihrer Veröffentlichung wurde dieses Gesetz verabschiedet. Dies konnte doch noch in der endgültigen Fassung der vorliegenden Arbeit berücksichtigt werden. Damit entspricht sie grundsätzlich der Rechtslage, wie sie nach dem 4. FFG aussieht. Die Arbeit hat ebenfalls berücksichtigen können, daß mittlerweile die BAFin als Allfinanzaufsicht die Aufgaben des BAWe übernommen hat.

Die Arbeit versucht zur sachgerechten Lösung des Interessenkonflikts zwischen Anlegerschutz und Bankenhaftung bei Aktienemissionen über die Börse beizutragen. Aus haftungsrechtlicher Sicht werden die wichtigsten Informationsmittel für eine Anlageentscheidung erörtert. Im Hinblick auf den gesetzlich vorgeschriebenen Prospekt wird aus den zersplitterten Regelungen in den verschiedenen Börsensegmenten ein normatives Informationssystem hergeleitet. Aus diesem System werden Grundprinzipien erarbeitet, die der sachgerechten Lösung einzelner Auslegungsfragen dienen. Besonders wird auf Informationsdienstleistungen eingegangen, die gesetzlich ungeregelt sind. Die Initial Public Offering-Studie und die Unternehmenspräsentation können eine risikobewußte Anlageentscheidung erheblich gefährden. Deshalb wird für sie mit Hilfe teleologischer Analogieüberlegungen ein ausdifferenziertes Haftungsprogramm erarbeitet. Die Bankenhaftung erweist sich insgesamt als das wichtigste Instrument zur Sicherung hoher Informationsqualität im Emissionsmarkt im Interesse der Anleger. Dies darf jedoch auf keinen Fall zu einem „Banken-bashing“ verleiten. Sorgfältige Interessenabwägungen sind daher unerläßlich geboten.

Für das Zustandekommen der Arbeit schulde ich vielfältigen Dank. Ganz besonders herzlich möchte ich mich bei meinem verehrten Doktorvater Herrn Prof. Dr. Manfred Wolf für all die fruchtbaren Gespräche und seine ständige Hilfsbereitschaft bedanken. Für die Übernahme und zügige Erstellung des zweiten Votums möchte ich meinem Zweitgutachter Herrn Prof. Dr. Helmut Kohl besonders danken. Verpflichtet bin ich auch noch meinem Athener Lehrer Herrn Prof. Dr. Panagiotis Papanikolaou, der meine Auseinandersetzung mit der Prospekthaftung ursprünglich angeregt hatte. Für seine tatkräftige Unterstützung bin ich desweiteren auch meinem Athener Lehrer Herrn Prof. Dr. Nikolaos Klamaris verbunden. Besonders hilfreich war der Zuspruch meiner Familie gewesen, der ich sehr herzlich

auch hierfür danke. Meinen Dank möchte ich in besonderer Weise auch dem Deutschen Akademischen Austauschdienst (DAAD) aussprechen. Durch ein großzügiges Stipendium hat er meinen Aufenthalt in Frankfurt am Main entscheidend erleichtert. Hinzu hat der DAAD einen Teil der Kosten dieser Veröffentlichung übernommen. Mein Dank gilt überdies auch der „Alexander S. Onassis“ Public Benefit Foundation. Ihre finanzielle Unterstützung hat noch einen wichtigen Beitrag zur Verwirklichung dieser Arbeit dargestellt. Nicht zuletzt möchte ich mich für ihren freundlichen Beistand bei Dr. Konstantin und Maria Alexiou bedanken. Für die Aufnahme der Arbeit in die „Schriften zum Wirtschaftsrecht“ danke ich schließlich dem Verlag Duncker & Humblot.

Frankfurt am Main, im Juni 2002

Dimitrios Liappis

Inhaltsverzeichnis

1. Kapitel

Einleitung: Die Haftung der Emissionsbanken als notwendiger Ausfluß ihrer Emissionstätigkeiten	21
§ 1 Die Aufgaben der Banken im Geschäftsfeld Aktienemissionen	21
I. Der Emissionsvorgang als Auslöser von Verkehrsbedürfnissen und die Stellung der Beteiligten	21
1. Der primäre Aktienmarkt als selbständig haftungsrelevanter Informationsmarkt mit eigenen Akteuren	21
2. Das Bedürfnis nach neutraler Vorstellung des Emittenten	25
a) Die objektive Offenlegung der unternehmerischen Vergangenheit des Emittenten	25
b) Die zuverlässige Vorhersage der Geschäftsentwicklung des Emittenten	26
3. Die Informationsquellen und der Zugang hierzu	27
II. Die Dienstleistungen der Banken bei Aktienemissionen als haftungsrelevante Sachverhalte	28
1. Die Emissionsbank und die Börsengangvorbereitung des Emittenten	29
a) Die Vorbereitung auf die Börseneinführung aufgrund intensiver Zusammenarbeit	29
b) Die Beteiligung der Bank am Grundkapital bzw. an den Organen des Emittenten	30
c) Die Übernahme des Plazierungsrisikos als praktizierte Emissionsmethode	32
2. Die Emissionsbank und die Vorstellung des Emittenten auf dem Markt	34
a) Die Mitwirkung an der obligatorischen Emissionspublizität	34
b) Der Einsatz freiwilliger Informationsmittel	36
(1) Die Emissionsstudie	37

(2) Die sog. Internet-Emissionen	38
(3) Die Unternehmenspräsentation	39
(4) Die Informationsrisiken für die Anleger	40
3. Die Emissionsbank und die Aktienplatzierung	40
a) Der Vollzug der Emission <i>stricto sensu</i>	40
(1) Der Einsatz des Beratungs- und Verkaufsapparats der Bank	41
(2) Die Preisfindung für die emittierten Aktien	42
(3) Die technische Abwicklung der Aktienplatzierung	45
b) Die Übernahme für den Sekundärmarkt bestimmter Aufgaben	47

2. Kapitel

Die Bezugspunkte der Untersuchung	50
§ 2 Thematische Absteckung und Zielsetzung	50
I. Betrachtung der Bankentätigkeit aus haftungsrechtlicher Sicht	50
1. Haftungsnormen und Verhaltensregeln	51
2. Inpflichtnahme der Emissionsbank zum Schutz des Anlegers	51
3. Aufbau eines über die §§ 44 ff. BörsG hinausgehenden Haftungssystems	53
II. Aktieneinführungen über alle Börsensegmente	54
1. Die Aktie als Schwerpunkt der Untersuchung	54
2. Der Standpunkt der Arbeit innerhalb der Marktlandschaft	56
§ 3 Die Emissionsbank als Inbegriff mehrerer Akteure	60
I. Tätigkeit mehrerer Unternehmensarten	60
1. Das Spektrum der emissionstätigen Unternehmen	60
2. Die maßgeblichen Kriterien des Emissionverantwortlichen	61
a) Die Blickrichtung gesetzlicher Anhaltspunkte	61
b) Entscheidungshilfe für und Berührung mit dem Anleger	63
II. Tätigkeit verschiedener Intensität	64
1. Das Emissionskonsortium als etablierte Organisationsform der Banken ..	64

2. Die Konsortiumstruktur als Basis differenzierender Rollenwahrnehmungen	65
a) Die federführenden Konsorten und die globalen Koordinatoren	65
b) Die einfachen Konsortiumsmitglieder	66
3. Die Haftungsrelevanz der Rechtsform des Konsortiums	67
4. Emissionsbanken ohne direkte Konsortiumsbindung	70

3. Kapitel

Die Bankenhaftung als Koordinate im normativen Konzept des Emissionsrechts 72

§ 4 Das befolgte Informationsmodell als Basis der Regelungsarchitektur	73
I. Die Informationsträger	74
1. Der Grundsatz der Prospektpflicht	74
2. Abweichungen vom Grundgebilde	76
a) Befreiung von der Prospektpflicht	76
b) Auflockerungen des Prospekterfordernisses	78
(1) Die Einsatzfähigkeit alter Prospekte	78
(2) Die Aufgabe von Inhaltsanforderungen	80
(3) Äquivalente Prospektsurrogate	81
3. Teleologische Abrundung und Auswertung des Prospekterfordernisses ..	82
II. Die Ermöglichung eines zutreffenden Urteils als Maßstab der Prospektpflicht	84
1. Die Maßstabsetzung	84
2. Das Verhältnis zwischen Generalklausel und Angabenkatalogen	87
3. Die Aussagekraft des Prospekts in den verschiedenen Marktsegmenten ..	89
III. Die innere Qualität des Prospektinhalts	93
1. Systematische Betrachtung zur Gewinnung von Grundsätzen	93
2. Einzelne Prinzipien als Qualitätsmaßstäbe	97
a) Vergleichende Darstellung progressiver Angaben	97
b) Die Erkennbarkeit der Bezugspunkte errechneter Angaben	98
c) Offenlegung in Zahlenangaben verborgener Vorgänge	100
d) Das Aktualitätsgebot	105

IV. Die Sicherungsmechanismen des gesetzlichen Informationsmodells	108
1. Öffentlichrechtliche Kontrollinstanzen	108
2. Ahndungsinstrumente	110
3. Eigene Anlegerrechte, insb. die Prospekthaftungsansprüche	111
§ 5 Das normative Rollenbild der Beteiligten	114
I. Die Emissionsbank als Garant des Informationsmodells der Aktienemissionen	114
1. Das Bedürfnis nach Inpflichtnahme mehrerer Akteure	114
2. Zuweisung partikulärer Aufgaben an andere Dienstleister	116
a) Die Wirtschaftspresse	116
b) Die Wirtschaftsprüfer	117
3. Die zentrale Position der Emissionsbank als mitgestaltende Prüfungsinstanz	119
a) Gesamtverantwortung wegen Prospektunterzeichnung	119
(1) Das Grundgebilde	119
(2) Gesamtverantwortung ohne Unterzeichnungspflicht	120
b) Die Stellung der Banken in den haftungsrechtlichen Strukturen	123
(1) Die spezialgesetzliche Prospekthaftung	123
(2) Die Haftung wegen Prospektmängel nach allgemeinen Rechtsinstituten	124
II. Das Leitbild des Anlegers als Geschützter	125
1. Privat- und institutionelle Anleger	127
2. Der höchstrichterliche Ansatz zum Anleger	130
3. Anhaltspunkte zur Sachlage des Anlegers	133
a) Beweisnot im Hinblick auf Kausalzusammenhänge	133
b) Das Bedürfnis nach umfangreicher Unterstützung zum Sachverhaltsverständnis	134
§ 6 Anlegerschutz vs. Bankeninteresse – Zur haftungsrechtlichen Entscheidung eines Interessenkonflikts	136
I. Wirtschaftliche Überlegungen als Bedingung sachgerechter Lösungsansätze ..	136
1. Die Methodik zur Berücksichtigung ökonomischer Prioritäten	136

2. Ökonomische Rechtsanalyse und das wirtschaftliche Konzept des Emis- sionsrechts	139
3. Die Sachlage der Banken als Argument bei der Risikenzuweisung	142
II. Anlegerschutz und Haftungsbegrenzung als Gegenpole der Prospekthaftung .	145
1. Der Anlegerschutz inmitten der gesetzlichen Programmatik	145
2. Regelungsmittel zur Begrenzung des Haftungsrisikos	148
3. Auslegungsrelevante Schlüsse zur Entscheidung des Interessenkonflikts .	151

4. Kapitel

Die Bankenhaftung aus freiwilligen Informationsaktivitäten	154
§ 7 Die Bedeutung der §§ 44 ff. BörsG für nicht geregelte Dienstleistungen – Die Analogieproblematik	154
I. Die Frage der Analogietauglichkeit der Prospekthaftung	154
II. Einzelanalogie statt Gesamtanalogie	155
III. Leitlinien analoger Anwendung der börsengesetzlichen Haftungsnormen	158
1. Informationsträger oder -übermittlung als innere Anknüpfungspunkte ...	158
2. Die Intensität der Systemzugehörigkeit am Beispiel des Publizitätsmit- tels	159
§ 8 Die Haftung der Emissionsbanken aus der IPO-Studie	161
I. Die IPO-Studie als allgemein-zivilrechtlicher Prospekt	161
1. Die IPO-Studie und die börsengesetzliche Prospekthaftung	161
2. Die Bedeutung allgemeiner Haftungsgrundlagen	162
a) Vertragliche Haftung	162
b) Deliktsrechtliche Haftung	163
c) Die Verhaltensregeln für Wertpapieranalysten nach § 34b WpHG ...	164
d) Culpa in contrahendo	167
3. Die allgemein-zivilrechtliche Prospekthaftung als relevantes Haftungs- institut	168
a) Typisiertes Vertrauen als entscheidender Anknüpfungspunkt	168

b)	Die IPO-Studie im Anwendungsbereich der allg. Prospekthaftung ...	169
(1)	Die allg. Prospekthaftung im organisierten Aktienmarkt	170
(2)	Die IPO-Studie und die parallele Prospektspflicht	171
c)	Die Anwendung der allg. Prospekthaftung auf die IPO-Studie	174
(1)	Anpassungsbedürftigkeit der allg. Prospekthaftungsregeln	174
(2)	Ungerechtfertigte Bedenken gegen die Analogie börsengesetzlicher Normen	176
(3)	Das Argumentationsschema der folgenden Analyse	178
II.	Die Einzelaspekte der allg. Prospekthaftung aus der IPO-Studie	179
1.	Die Richtigkeit der Studie als Haftungsmaßstab	179
a)	Die Richtigkeitsmaßstäbe der allg. Prospekthaftungsregeln	180
b)	Die spezialgesetzlichen Grundsätze inhaltlicher Prospektgestaltung .	181
c)	Modifiziertes Vollständigkeitserfordernis	182
d)	Fehleridentität in Prospekt und IPO-Studie	183
2.	Die Beteiligten	184
a)	Der verantwortliche Herausgeber	184
(1)	Die Research-Abteilung der Emissionsbank	184
(2)	Die Research-Tochter der Emissionsbank	186
b)	Der Anspruchsberechtigte	187
(1)	Die professionellen Anleger	187
(2)	Der Erwerber bereits umlaufender Aktien	188
(3)	Der frühere Aktieninhaber	189
(4)	Der nachträgliche Aktienerwerber	190
3.	Die Kenntnis der Unrichtigkeit	191
a)	Das Verschulden des Studienherausgebers	191
b)	Das Mitverschulden des Anlegers	193
4.	Der kausale Zusammenhang	196
a)	Haftungsbegründende Kausalität	196
b)	Haftungsausfüllende Kausalität	197
5.	Der Schadensumfang	198
a)	Der Ausgabepreis als Höchstgrenze	198
b)	Der über die Wertminderung hinausgehende Schaden	201

Inhaltsverzeichnis	15
6. Die haftungsrechtlich abgesicherte Informationswirkung der Studie	203
a) Die börsengesetzliche sechsmonatige Frist	203
b) Fehlerberichtigung und Informationswirkung	204
7. Haftungsbefreiung trotz zurechenbarer Unrichtigkeit	205
a) Die Verjährung des Ersatzanspruchs	205
b) Die Haftungsfreizeichnung in der IPO-Studie	206
III. Ein Gesamtgefüge für die Bankenhaftung aus der IPO-Studie	208
§ 9 Die Haftung der Emissionsbanken aus der Unternehmenspräsentation	209
I. Die culpa in contrahendo als relevantes Haftungsinstitut	209
1. Die Präsentation als Grundlage eines individuellen Vertrauensverhältnisses	209
2. Das Argumentationsschema der folgenden Analyse	210
II. Die einzelnen Aspekte der Bankenhaftung aus der Unternehmenspräsentation	210
1. Die Beteiligten	210
a) Die Emissionsbank als Sachwalter	210
b) Der anspruchsberechtigte Anleger	211
2. Die Richtigkeit der Aussagen bei der Unternehmenspräsentation	212
a) Die Abweichung von den börsengesetzlichen Maßstäben	212
b) Inhaltliche Überschneidung von Präsentation und schriftlichen Publikationen	213
3. Die Kenntnis der Unrichtigkeit	214
a) Das Verschulden der Emissionsbank	214
b) Das Mitverschulden des Anspruchstellers	214
4. Die Kausalitätsproblematik	215
5. Der ersatzfähige Schaden	216
a) Ausgabepreis und Erwerbspreis	216
b) Der über die Wertminderung hinausgehende Schaden	217

6. Die haftungsrechtlich abgesicherte Informationswirkung der Präsentation	218
a) Die Dauer der Informationswirkung	218
b) Die Unterbrechung der Informationswirkung durch Berichtigung	218
7. Haftungsbefreiung trotz zurechenbarer Unrichtigkeit	219
a) Die Verjährung	219
b) Die Unzulässigkeit einer pauschalen Freizeichnung	220
III. Ein Gesamtgefüge für die Bankenhaftung aus der Unternehmenspräsentation	220
Zusammenfassung	222
Literaturverzeichnis	229
Sachwortverzeichnis	241

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	anderer Ansicht
Abs.	Absatz
Absch.	Abschnitt
a.F.	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift); auch Aktiengesellschaft
AGBG	Gesetz zur Regelung des Rechts der Allgemeinen Geschäftsbedingungen
AktG	Aktiengesetz
allg.	allgemein
AllgT.	Allgemeiner Teil
a.M.	anderer Meinung
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
AuslInvestmG	Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile (Auslandinvestment-Gesetz)
BAFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BankR	Bankrecht
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift für Recht und Wirtschaft)
Bd.	Band
Begr.	Begründung
BesT.	Besonderer Teil
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BörsG	Börsengesetz
BörsO	Börsenordnung
BörsZulV	Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse (Börsenzulassungs-Verordnung)
BP-RL	Börsenzulassungsprospekt-Richtlinie (80/390/EWG)
BSK	Börsensachverständigenkommission
bspw.	beispielsweise
BT-Drucks.	Bundestagsdrucksache
BürgR.	Bürgerliches Recht
bzw.	beziehungsweise
c.i.c.	culpa in contrahendo
DAI	Deutsches Aktieninstitut

DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DBAG	Deutsche Börse AG
ders.	derselbe
dgl.	dergleichen
dies.	dieselbe(n)
Diss.	Dissertation
DM	Deutsche Mark
DPO	Direkt Public Offering
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
DZWir	Deutsche Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
E	Regierungsentwurf zum vierten Finanzmarktförderungsgesetz vom 14. 11. 2001
ebd.	ebenda
EBIT	Ergebnis vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen
EG	Europäische Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
Erg.	Ergänzung
ErgB.	Ergänzungsband
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
e.V.	eingetragener Verein
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn.	Fußnote
fortgef.	fortgeführt
FS	Festschrift
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Hervorh.	Hervorhebung
HGB	Handelsgesetzbuch
h.M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	herausgegeben
i.d.R.	in der Regel
IdW	Institut der Wirtschaftsprüfer

i.e.S.	im engeren Sinne
insb.	insbesondere
IPO	Initial Public Offering
i.S.	im Sinne
i. S. d.	im Sinne des
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
i.w.S.	im weiteren Sinne
JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
kodBZI-RL	kodifizierte Börsenzulassungs- und -informations-Richtlinie (2001/34/EG)
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
Lehrb.	Lehrbuch
LG	Landgericht
lit.	litera
MünchKomm	Münchener Kommentar
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
o.g.	oben genannt
ökon.	ökonomisch
OLG	Oberlandesgericht
PublKG	Publikumskommanditgesellschaft
RabelsZ	Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
Red.	Redaktion
RegE.	Regierungsentwurf
Rn.	Randnummer
RNM	Regelwerk Neuer Markt
S.	Seite(n)
s.	siehe
SchuldR	Schuldrecht
sog.	sogenannt
Sonderbeil.	Sonderbeilage
StGB	Strafgesetzbuch
Teilb.	Teilband
u. a.	Unter anderem; und andere

u.U.	Unter Umständen
usw.	und so weiter
u.v.a.	Unter vielen anderen
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
v.a.	vor allem
VerkProspG	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz (Verkaufsprospektgesetz)
VerkProspVO	Verordnung über Wertpapier-Verkaufsprospekte (Verkaufsprospekt-Verordnung)
vgl.	vergleiche
vs.	versus, gegen
WFA	wohnungswirtschaftlicher Fachausschuß des IdW
wiss.	wissenschaftlich
WiWo	Wirtschaftswoche
WM	Wertpapier-Mitteilungen (Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht)
WpD-RL	Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie (93/22/EWG)
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz)
WuB	Entscheidungssammlung zum Wirtschafts- und Bankrecht
WVP-RL	Wertpapierverkaufsprospekt-Richtlinie (89/298/EWG)
www	World Wide Web
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	Zitiert

1. Kapitel

Einleitung: Die Haftung der Emissionsbanken als notwendiger Ausfluß ihrer Emissionstätigkeiten

§ 1 Die Aufgaben der Banken im Geschäftsfeld Aktienemissionen

I. Der Emissionsvorgang als Auslöser von Verkehrsbedürfnissen und die Stellung der Beteiligten

1. Der primäre Aktienmarkt als selbständig haftungsrelevanter Informationsmarkt mit eigenen Akteuren

Im primären Aktienmarkt ist es die allerwichtigste regelungspolitische Aufgabe, durch ausgewogene Normen den enormen Informationsbedarf zu bewältigen. Auf diesem Marktplatz lassen sich Beteiligungen an Unternehmen anschaffen, die vorher nicht an der Börse gehandelt worden sind. Der Emittent begibt neue Aktien und spricht die Anlegerkreise dementsprechend an. Sein Unternehmen ist den angesprochenen Anlegern in investitionsrelevanter Hinsicht nicht bekannt, falls keine Aktien von ihm vorher zum Börsenhandel zugelassen waren. Selbst wenn Aktien dieses Unternehmens im Markt bereits gehandelt werden, mag es in den Aktienmarkt erneut eintreten und dort neue Aktien unterbringen¹. Dadurch kann es weiteres Eigenkapital gewinnen. Nicht zuletzt nutzen dem primären Aktienmarkt auch Altaktionäre². Sie wollen dann ihre Beteiligung am Unternehmen in vollem Umfang oder nur teilweise an diesem strukturierten Markt mit ausgeprägten Nachfragepotentialen liquidieren. Erwägt der Anleger, Aktien in sein Depot zu nehmen, dann hat er die Möglichkeit, sich für neuemittierte oder für im Umlauf befindliche Aktien zu entscheiden. In beiden Varianten ist er aber auf anlagerelevante Auskünfte unausweichlich angewiesen³. Das Bedürfnis nach fundierten Informationen

¹ Etwa im Rahmen einer Kapitalerhöhung. Vgl. *Lutter / Drygala*, FS Raisch, S. 243 f.; *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, S. 637 Rn. 335. Für einen Überblick der Fallgestaltungen einer Aktienplatzierung s. *Hein*, WM 1996, 1, 2.

² Vgl. *Lutter / Drygala*, FS Raisch, S. 242; *Koch / Wegmann*, Börseneinführung, S. 18.

³ Diese Situation wird im allgemeinen als Informationsrisiko des Anlegers bezeichnet. Dazu *Hopt*, Der Kapitalanlegerschutz, S. 88 ff.; *Gerber*, Prospekthaftung, S. 31.

ist sowohl im Primär- als auch im Sekundärmarkt⁴ immens groß. Nur diese können den Anleger in die Lage versetzen, die Risiken und Chancen einer Aktie einzuschätzen⁵. Allein hierauf kann sich eine rationale Anlageentscheidung stützen⁶. Ohne diese Wissenstransfers kann der Aktienmarkt nicht mehr effektiv funktionieren.

Trotz des enormen Informationsbedarfs weisen jedoch beide Marktstationen in ihrer sachlichen Funktion erhebliche Unterschiede auf. Infolgedessen hat man diese Marktbereiche bei rechtlichen Regelungen und Risikozuweisungen deutlich auseinanderzuhalten. Hauptsächlich zweierlei Aspekte erfordern eine besondere Betrachtung. Im Primärmarkt ist einerseits der Informationsbedarf doch noch höher als im Sekundärmarkt⁷. Andererseits nimmt die Erstangebotsseite unmittelbar an dem angestrebten Aktiengeschäft eben nur im Emissionsmarkt teil.

Im üblichen IPO kennt das Anlagepublikum den Börsenkandidaten als Anlagemöglichkeit überhaupt nicht⁸. Anders verhält es sich aus dieser Sicht nur bei Kapitalerhöhungen und Verschmelzungen bereits börsennotierter Unternehmen⁹. Um den Emittenten kennenlernen zu können, bedarf es im Normalfall seiner Darstellung als Gegenstand der dargebotenen Investition in allerlei wichtiger Hinsicht. Dies ist nicht nur den faktisch gestaltenden Marktmechanismen überlassen. Auch die Rechtsordnung hat den normativen Handlungsbedarf erkannt. Sie hat die umfangreiche Vorstellung des Börsenneulings am Markt durch Informationspflichten der Erstangebotsseite weitestgehend abgesichert.

Auch nach der Aktienemission muß der Kapitalmarkt auf dem neuesten Stand der Geschäftsentwicklungen gehalten werden. Nunmehr weist aber die Stellung der Angebotsseite eine andere Qualität auf¹⁰. Die Anlagegesellschaft berichtet zwar in Geschäfts-, Zwischen-, Quartalsberichten¹¹ über sich selbst wie bei der

⁴ Zur Unterscheidung beider Märkte u. a. *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 8.61 ff.; *Schönenberger*, Ökonomische Analyse, S. 11 Fn. 8. Gleichbedeutend ist das Begriffspaar Emissions- und Zirkulationsmarkt. Dazu s. *Schwarz*, Die Börseneinführungspublizität, S. 31; *Plückelmann*, Der Neue Markt, S. 4 ff.

⁵ Vgl. *Koch/Wegmann*, Börseneinführung, S. 17.

⁶ s. *Horst*, Kapitalanlegerschutz, S. 214. Deswegen gehört das Informationsrisiko zu den sog. Entscheidungsrisiken. s. *Ekkenga*, Anlegerschutz, S. 27.

⁷ Vgl. *Federspieler*, Zwischenberichtspublizität, S. 94, bei der Zwischenberichterstattung seien die Anleger nicht vor schwer einschätzbaren Risiken eines neu an der Börse gehandelten Unternehmens zu schützen.

⁸ Vgl. *Assmann*, Prospekthaftung, S. 248 „an den Prospekt müssen sich Anleger und Analysten zumal bei erstmalig an den Markt tretenden Anbieter mangels eigener Informationsmöglichkeiten halten können“.

⁹ Bei diesen Unternehmen gewichtet *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, S. 642 f. Rn. 342, das Gebot der richtigen Prospektinformation nicht so stark wie bei einer Neuemission.

¹⁰ *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, S. 440 Rn. 8, spricht von einer indirekten Rolle des Emittenten im Sekundärmarkt.

¹¹ Zu einem kurzen Überblick dieser Publizitätspflichten vgl. *Koch/Wegmann*, Börseneinführung, S. 112 ff.; *Grundmann* in Bankrechts-Handbuch § 112 Rn. 45.

Emissionspublizität. Sie beteiligt sich jedoch im Normalfall am Marktgeschehen als Kapitalanbieter und Geschäftspartner selber nicht mehr¹². Ihre Publizitätspflichten wirken als ein normatives Echo der einst vorgenommenen Emission und Kapitalaufnahme. Im Sekundärmarkt sind zur Information Akteure verpflichtet, die hieraus keine direkten Vorteile¹³ gewinnen können. Im Emissionsmarkt besteht hingegen ein solcher Zwiespalt nicht. Die Angebotsseite unterliegt den Informationspflichten und profitiert zugleich unmittelbar von der Aktienplatzierung.

Insofern lassen sich ihre Informationspflichten im Zeitpunkt des Aktienangebots durch privatrechtliche Haftungssanktionen bewahren¹⁴. Am Sekundärmarkt zieht der informationspflichtige Emittent keinen finanziellen Nutzen mehr. Trotzdem gibt man sich mit öffentlichrechtlichen Instrumentarien zur Qualitätskontrolle seiner Veröffentlichungen nicht zufrieden. Man versucht ihn auch noch hierfür einer zivilrechtlichen Haftung zu unterwerfen¹⁵. Dies ist umso mehr für die Emissionen geboten. Am Primärmarkt trifft der Anleger gerade die auskunftgebende Angebotsseite. Er verkehrt unmittelbar mit dem Emittenten und der Konsortialbank. Hier eröffnet sich die Möglichkeit, entstehende Informationsdefizite angemessen durch Haftungsansprüche zu sanktionieren. Dadurch werden ausgleichende Vermögensverschiebungen zwischen dem begünstigten Schädiger und dem schlechthininformierten Anleger gewährleistet. Insofern werden auch die Konsequenzen der fehlerhaften Informationspolitik aufgehoben bzw. an die richtige Stelle verlagert¹⁶. Die Unterschiede zwischen dem Primär- und dem Sekundärmarkt sollten auch auf den Blickwinkel dieser Untersuchung Einfluß nehmen. Angestellte Erwägungen und vorgeschlagene Lösungsansätze lassen sich nicht ohne weiteres auf den Sekundärmarkt übertragen. Daher kann auch der Informationsverkehr in diesem Bereich hier unberücksichtigt bleiben.

Im Primärmarkt tritt auf der Angebotsseite gegenüber dem Anleger nicht nur der Emittent auf. Man begegnet vielmehr einem sehr aktiven, ja mitgestaltenden Engagement von Banken an der Seite der anbietenden Aktiengesellschaft¹⁷. Die

¹² Im Sekundärmarkt stehen sich auf beiden Seiten Anleger oder Anleger und Intermediäre gegenüber. S. *Heinze*, Europäisches Kapitalmarktrecht, S. 5.

¹³ Sicherlich kann die ständige Kommunikation mit den Anlegern indirekt angesichts einer künftigen Kapitalerhöhung für den Emittenten von Nutzen sein. Vgl. *Koch/Wegmann*, Börseneinführung, S. 114 f.

¹⁴ Haftungsbewehrte Informationspflichten können übrigens als exogene institutionelle Maßnahmen das Marktversagen verhindern, das marktendogene Informationsasymmetrien verursachen können. S. hierzu *Assmann*, Prospekthaftung, S. 284 und 288 f.

¹⁵ In der Literatur plädiert man verbreitet für eine Haftung nach den Grundsätzen der allg. Prospekthaftung. S. für die Zwischenberichte *Hamann* in *Schäfer* BörsG § 45, 46 a.F. Rn. 29; *Schwark*, BörsG § 44 Rn. 13. Für Zwischenberichte und Ad-hoc-Mitteilungen *Hopt*, BörsG § 48 Rn. 4. Dagegen *Ellenberger*, Prospekthaftung, S. 111 f.

¹⁶ So versteht z. B. *Assmann*, Prospekthaftung, S. 33, die Prospekthaftung als eine Verschiebung von Informationsverantwortlichkeiten.

¹⁷ Vgl. *Claussen*, Bank- und Börsenrecht, S. 615 Rn. 296, das Emissionsgeschäft sei ein bankrechtlicher Vorgang.