



Dauerbrenner und Newcomer bei Prospektgestaltung und Haftung – es bleibt spannend



Prof. Dr. Thomas Zacher, MBA
Rechtsanwalt und Fachanwalt
für Steuerrecht
Rechtsanwälte Zacher & Partner

Bei Geschlossenen Fonds standen auch in 2007 Fragen der Prospektgestaltung und der Prospekthaftung in der Praxis noch weitgehend unter unterschiedlichen Vorzeichen. Während die ganz überwiegende Anzahl von gerichtlichen und außergerichtlichen Auseinandersetzungen (noch) über Fragen der Prospekthaftung über solche Emissionen geführt wurden, welche der richterrechtlich entwickelten sog. allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung unterfielen, waren für die Gestaltungspraxis (schon) die Anforderungen des Verkaufsprospektgesetzes in Verbindung mit der Vermögensanlage-Verkaufprospektverordnung maßgebend. In 2006 erlangte der seit dem 07.07.2005 vorliegende Überarbeitungsentwurf zur Neufassung des IDW-S4 (IDW-ES4) auch den Status eines nunmehr verabschiedeten – überarbeiteten – Standards, welcher somit wichtige Richtschnur für alle an der Prospektkonzeption Beteiligten wurde, da seine Beachtung in aller Regel Voraussetzung für eine beanstandungsfreie Prospektprüfung ist. Das Bestreben, IDW-S4-konforme Prospekte zu erstellen, wurde neben den klassischen Aspekten wie Seriositätsnachweis, Verringerung von Haftungsrisiken etc. auch dadurch gefördert, dass angesichts der Erfahrungen mit spektakulären Prospekthaftungsfällen der letzten Jahre viele Vertriebe, diese zum Teil wiederum auch auf Anforderung ihrer Vermögensschadens-Haftpflichtversicherungen, die Vorlage eines – positiven – Prospektgutachtens gem. IDW-S4 zur Voraussetzung des Vertriebes entsprechender Fondsangebote gemacht haben.

Soweit nicht die – hier nicht näher zu diskutierenden – Ausnahmen von der Prospektpflicht einschlägig sind, waren und ist der Konzeptionär gesetzlich zwingend an die Einhaltung der Anforderungen des Verkaufsprospektgesetzes in Verbindung mit der Vermögensanlagen-Verkaufprospektordnung und jedenfalls faktisch in vielen Fällen zugleich an die Einhaltung des IDW-S4 gebunden, zugleich aber auch an eher allgemeinere Leitlinien, welche die inzwischen jahrzehntelang ausgeformte Rechtsprechung zur allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung formuliert hat und welche auch in 2007 durch zusätzliche Schwerpunkte, Klarstellungen und Weiterentwicklungen geprägt wurde.

1. Substance over form – Formalanforderungen als Rückgrat oder Ersatz für die inhaltliche Aussage?

Der mit der Konzeptionspraxis Vertraute wird vielleicht bei der vorstehenden Aussage über die „Zweigleisigkeit“ der Anforderungen von (inzwischen) spezialgesetzlich geregelten Anforderungen über Prospektinhalte (auch) bei Geschlossenen Fonds und die Pflicht zur Beachtung der allgemeinen Grundsätze der richterrechtlich entwickelten Prospekthaftung gezweifelt haben. Entspricht es doch der ganz überwiegenden Meinung, dass aufgrund der nunmehr vorliegenden gesetzlichen Regelungen die allgemeine bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im dortigen Anwendungsbereich verdrängt worden und dementsprechend die gesetzliche Regelung als abschließend zu verstehen wäre. Nur auf den ersten Blick ist dies jedoch ein Widerspruch zur These über die Pflicht zur Berücksichtigung beider Anforderungsprofile. Zunächst wird – wiederum nach ganz herrschender Meinung – allgemein darauf hingewiesen, dass die gesetzlichen Anforderungen und die damit verbundenen Haftungssanktionen auch nur insoweit als abschließende Regelung zu verstehen sein könnten, wie ihr Anwendungsbereich reicht. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass



die genannten gesetzlichen Regelwerke die Pflichten des dort sog. „Anbieters“ bzw. „Emittenten“ betreffen. Diese Begrifflichkeit ist dem Umstand geschuldet, dass hier eine sehr starke Anfehnung an die bestehenden wertpapierrechtlichen Spezialregelungen stattgefunden hat; hier wie dort sind allerdings diese Begriffe gesetzlich nicht definiert, sondern allenfalls durch die bekannt gemachte Verwaltungsauffassung der BaFin konkretisiert. Berücksichtigt man, dass der Kreis der Prospektverantwortlichen nach der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung demgegenüber weit über den Kreis von Anbieter und Emittent hinausgeht – und diese dabei zum Teil sogar selbst überhaupt nicht einschließt, vgl. dazu unten unter 2. –, so wird deutlich, dass schon deswegen die Grundsätze der allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung weiterhin erhebliche praktische Bedeutung haben und auch in der Emissionspraxis zu berücksichtigen sind. Selbst wer einen Prospekt allein als Anbieter oder Emittent konzipiert, wird im Regelfall ein Interesse haben, dass auch die sonstigen Prospektbeteiligten nach den sie betreffenden Regelungen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung hinreichend geschützt sind, soweit dies durch einen entsprechenden ordnungsgemäßen Prospekt geleistet werden kann. Erst recht gilt dies für den noch weiter zu ziehenden Kreis der potenziell Verantwortlichen im Rahmen der sog. Prospekthaftung im weiteren Sinne bzw. der uneigentlichen Prospekthaftung, welche ggf. auch auf die Verwendung eines unrichtigen oder unvollständigen Prospektes gestützt werden kann, aber wohl unzweifelhaft nicht durch die nur für Anbieter und Emittent geltenden Anforderungen (aber auch Begrenzungen) der Prospekthaftung definiert wird. Anbieter und Emittenten haben letztendlich auch zur Vermeidung von Regressansprüchen im Innenverhältnis ein ureigenstes Interesse daran, durch einen möglichst allen Anforderungskreisen genügenden Prospekt von vornherein jeglichen Anforderungen zu genügen.

Darüber hinaus wird aber bei der vorschnellen Aussage über die „Substitution“ der allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Prospektanforderung durch die zwischenzeitlich etablierten spezialgesetzlichen Anforderungen, ggf. ergänzt um die Kriterien des IDW-S4, übersehen, dass im Ergebnis die letztgenannten Regelwerke im Rahmen der Generalklausel die Anforderung der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung jedenfalls ihren Grundsätzen nach inkorporiert haben. Damit ist zugleich die Einfallschneise auch für die diesbezüglichen

Anforderungen bereit, unabhängig von den katalogartigen Detailkriterien der Regelwerke. Der fortgeltende § 8 g des Verkaufsprospektgesetzes fordert alle tatsächlichen und rechtlichen Angaben, „die notwendig sind, um dem Publikum eine zutreffende Beurteilung des Emittenten und der Vermögensanlagen im Sinne des § 8 f Absatz 1 zu ermöglichen“. Gleiches fordert § 2 Abs. 1 der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung. Auch der IDW-S4 fordert generell eine am Durchschnittshorizont des Anlegers orientierte vollständige, klare und richtige Auffassung. Diese den jeweils nachfolgenden Einzelanforderungskatalogen vorangestellten Grundaussagen verpflichten den Prospektgestalter stets neben der Erfüllung der Einzelanforderungen das Gesamtbild der schriftlichen Prospekt Darstellung im Hinblick auf Richtigkeit und Vollständigkeit im Auge zu behalten und dies als oberste Leitlinie zu verstehen. Die teilweise in der Praxis zu beobachtende Haltung, Prospekterstellung und ggf. auch Prospektprüfung auf eine möglichst minuziöse Abhandlung aller Einzelpunkte der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung und des IDW-S4 zu beschränken, ist durchaus gefährlich. Zwar mag eine derartige „Checklisten-Mentalität“ die rasche BaFin-Gestattung sicherstellen. Es soll auch durchaus nicht übersehen werden, dass eine möglichst eng an die Abhandlung der dort dem Grunde und der Reihenfolge nach vorgegebenen Kriterien eine nützliche Arbeitshilfe für den Prospektersteller, den begutachtenden Wirtschaftsprüfer wie auch den notwendigerweise auf eine Standardisierung in einem gewissen Umfang angewiesenen BaFin-Mitarbeiter darstellt. Allerdings sollten sich auch Prospektersteller und ggf. Prospektprüfer stets vor Augen halten, was § 2 Abs. 2 der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung im Hinblick auf die Darstellung gegenüber dem Anleger deutlich unterstreicht: Die Erfüllung der gesetzlichen Inhaltskataloge bietet als solche keine Gewähr für die inhaltliche Richtigkeit und damit die Vermeidung der Prospekthaftung, weshalb sie lediglich eine Anforderung ist, welche es zu erfüllen gilt. Entsprechendes gilt für die Anforderung nach IDW-S4. Zwar sind die dortigen Anforderungen nach der jüngsten Überarbeitung an die Anforderungen der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung angepasst; IDW-S4 wie auch Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung enthalten überdies Öffnungsklauseln, welche es unbeschadet der im jeweiligen Regelwerk enthaltenden Mindestvorgaben erlauben, weitere freiwillige Angaben mit einzubeziehen, so dass grundsätzlich ein den



spezialgesetzlichen Anforderungen und dem IDW-S4 genügender „Einheitsprospekt“ möglich ist. Die gleichzeitig bestehende Obliegenheit zur Sicherstellung der „praktischen Konkordanz“ mit den Anforderungen der allgemeinen bürgerlich-rechtlichen Anforderungen an die Prospekthaftung über die genannten Generalverweisungen wird dabei aber nicht selten übersehen.

Wie bereits angedeutet, ist die Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung zunächst eine Norm mit öffentlich-rechtlicher Zielsetzung, welche die Anforderung statuiert, welche zur erfolgreichen Absolvierung des öffentlich-rechtlichen Genehmigungsverfahrens erforderlich sind. Entsprechend den gerade in einem öffentlich-rechtlichen Über- und Unterordnungsverhältnis geltenden besonderen Anforderungen an Rechtsklarheit und Eindeutigkeit im Hinblick auf die Anforderungen eines den aufsichtsrechtlichen Bestimmungen Unterworfenen ist es dabei durchaus zu begrüßen, dass dem um Gestattung nachsuchenden Emittenten wie der entscheidenden Verwaltungsbehörde detaillierte Kriterien an die Hand gegeben worden sind und nicht lediglich die – vom theoretischen Ansatz her – genügende Generalklausel über die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben zu einem in der täglichen Genehmigungspraxis vielleicht zu diffusem Maßstab gemacht worden ist. Dieser Gedanke hat sicher auch die Entwicklung der Verlautbarung des Instituts der Wirtschaftsprüfer von der ursprünglichen Stellungnahme des wohnungswirtschaftlichen Ausschusses WFA1/1987 bis hin zum heutigen IDW-S4 mitbestimmt, welche immer ausgefeiltere Pflichtangabenkataloge und Detailkriterien hervorgebracht hat. Es bleibt aber trotz allem die Ambivalenz der Regelungswerke zu berücksichtigen. Das Verkaufsprospektgesetz enthält zugleich entsprechende zivilrechtliche Haftungsregelungen und sanktioniert dabei nicht nur formelle Verstöße gegen die in ihm bzw. der konkretisierenden Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung enthaltenen Inhaltskataloge, sondern eben auch Verstöße gegen die Generalklausel, welche die Anforderung stellt, dass „dem Publikum eine zutreffende Beurteilung“ möglich sein muss. Dabei hat die zivilrechtliche Rechtsprechung von jeher in Anspruch genommen und tut dies auch weiterhin, dass sie ihren Prüfungsmaßstab eher an einem Gesamteindruck als an der Erfüllung einzelner Pflichtangaben ausrichtet; es entspricht ständiger und auch nach der gesetzlichen Neuregelung nicht revidierter Rechtsprechung, dass allein die

formale Erfüllung der einschlägigen Inhaltskataloge vor zivilrechtlicher Haftung ebenso wenig wie eine – positive – IDW-S4-Begutachtung schützt.

Leider sind tatsächlich auch die jeweiligen Anforderungen nicht immer spannungsfrei miteinander in Einklang zu bringen, wie die zwei folgenden Beispiele zeigen. Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung (vgl. dort § 2 Ziffer 2) wie IDW-S4 (vgl. dort Anlage 1, Ziff. 3. 3.) fordern, dass eine umfassende Risikodarstellung in einem sehr frühen Kapitel des Prospektes erfolgt. Der Sinn und Zweck dieser Anforderung ist klar und auch begrüßenswert: Der früher zum Teil zu verzeichnenden Praxis, Risikohinweise zugleich mit einer Darstellung der Chancen zu verbinden und diese damit zu relativieren und/oder durch eine sehr späte Darstellung im Prospekt den Effekt zu erzielen, dass der Durchschnittsleser von der bisherigen Lektüre der ohnehin „interessanteren“ Teile des Prospektes diese ohnehin etwas trockene Materie nicht mehr so genau wahrnimmt, sollte ein Riegel vorgeschoben werden. Allerdings steht diese Anforderung zugleich in einem gewissen Gegensatz zu der nach den Anforderungen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung auch von vielen seriösen Anbietern bisher gepflegten und auch von der Rechtsprechung grundsätzlich konsentierten Handhabung, zwar durchaus am Anfang auf die wesentlichen Risiken in der gebotenen Deutlichkeit hinzuweisen, eine umfängliche Risikodarstellung und eine detaillierte Beschreibung aller in Betracht kommenden Risikofaktoren aber erst an einer Stelle im Prospekt zu platzieren, an der das wirtschaftliche Konzept, die Investitionsgegenstände sowie die rechtlichen und steuerlichen Grundlagen hinreichend dargestellt worden sind. Trotz einer scheinbar bei dieser Darstellungsweise recht späten Konfrontation des Durchschnittslesers mit den entsprechenden Risiken diene diese Vorgehensweise einem geordneten Prospektaufbau und damit letztlich auch dem besseren Verständnis des Lesers. Eine umfassende Risikodarstellung kann eigentlich sinnvollerweise erst dann erfolgen, wenn zuvor wirtschaftliche, rechtliche und ggf. auch steuerliche Merkmale und Besonderheiten der in Rede stehenden Anlage dargestellt worden sind. Der Versuch einer umfassenden Risikodarstellung als eines der „Eingangskapitel“ des Prospektes hat zwar vermeintlich den Vorteil der frühestmöglichen Aufklärung des Anlegers für sich. Die entsprechenden Risiken müssen aber trotz allem Bemühen des Prospekterstellers stets etwas abstrakt bleiben, da sie



zwar möglichst umfassend dargestellt werden sollen, ohne dass dabei jedoch auch die später erfolgenden detaillierten Informationen des Angebots selbst aufgebaut werden können. Dies erscheint ebenso wenig sinnvoll wie der – allerdings auch von Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung wie IDW-S4 nicht explizit geforderte Versuch – im Rahmen der anfänglichen Risikodarstellung die in Rede stehende Fondsanlage nicht nur den Grundzügen nach, sondern auch schon in der für die Risikoeinschätzung erforderlichen Tiefe darzustellen. Hierbei soll durchaus nicht verkannt werden, dass die Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung hinsichtlich dieser (zu) frühen Darstellung Abweichungen zulässt und wohl hingegen der IDW-S4 eine derartige Risikodarstellung mit entsprechenden plakativen Hinweisen am Anfang und späteren Detailausführungen ausschließt. Die Praxis zeigt jedoch, dass auch dann, wenn eine solche Aufteilung nicht im Bestreben der Verschleierung von Anlegerisiken oder der Verlagerung auf einen möglichst „unverdächtigen“ Standort im hinteren Teil des Prospektes erfolgt, bei der BaFin und erst recht im Rahmen eines Prospektprüfungsgutachtens stets erheblicher Diskussionsbedarf entsteht, obwohl eigentlich dem Gedanken einer bestmöglichen und sinnvoll strukturierten Aufklärung des Anlegers Rechnung getragen werden soll.

Entsprechendes gilt für das zweite Beispiel des Problemkreises der Prognosedarstellung. Auch hier enthalten Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung und IDW-S4 sehr detaillierte Formalanforderungen, welche zumindest halb zwingenden Charakter haben. Auch bei diesen offensichtlich an klassischen Wertpapieremissionen orientierten Regelungen ist es manchmal schwer, gerade auch im Interesse der fairen Darstellung gegenüber dem Anleger den Erfordernissen des Einzelfalls hinreichend Rechnung zu tragen. Es gibt durchaus innovative oder sehr komplexe Fondskonzeptionen, bei denen Prognosedarstellungen selbst mit entsprechend deutlichen Hinweisen auf eben diesen Prognosecharakter und/oder die Möglichkeit abweichender Szenarien stets die Gefahr bergen, eine tatsächlich nicht vorhandene Voraussichtbarkeit bzw. Bandbreite der zukünftigen Entwicklung über einen längeren Zeitraum hinweg zu suggerieren. Auch den Anforderungen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung würde es dabei wohl eher entsprechen, durch – natürlich hinreichend deutliche – Angaben hierzu im Prospekt die Aussage zu treffen, dass seriöserweise eine Prognose

überhaupt nicht erfolgen kann oder nicht auf Bandbreiten innerhalb eines Best- oder Worst-case-Szenarios eingegrenzt werden kann. Dies jedoch auch im Konsens mit der BaFin bzw. einem IDW-S4-Gutachter umzusetzen, bedarf oft schwieriger Überzeugungsarbeit, da aufgrund der genannten Regelwerke oftmals eine Fixierung darauf vorliegt, dass entsprechende Prognosen unerlässlich seien, innerhalb dieser Prognosen dann aber nicht genug auf den Unsicherheitscharakter hingewiesen werden könne. Auch hier zeigt sich, dass die Anforderungen an eine auch den zivilrechtlichen Rechtsprechungsgrundsätzen Rechnung tragende wahrhaftige Anlegeraufklärung nicht nur über die Kataloganforderungen von Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung und IDW-S4 hinausgehen können, sondern manchmal in einem gewissen Zielkonflikt hierzu stehen.

In diesem Zusammenhang ist auch an die bereits angesprochene Problematik der gesetzlich auf den Anbieter bzw. Emittenten fokussierten Prospekthaftung hinzuweisen. Die bisherige zivilrechtliche Rechtsprechung hatte stets judiziert, dass der Geschlossene Fonds selbst als Prospekthaltender nicht in Betracht kommt. Waren vielleicht in dogmatischer Hinsicht die entsprechenden Begründungen manchmal ebenso gewunden wie diejenigen, mit denen an anderer Stelle der Emission rechtlich relativ fernstehende Beteiligte auch noch mit in die Haftung genommen wurden, so liegt doch dieser Rechtsprechung der zutreffende Gedanke zugrunde, dass mit einer derartigen Haftung letztlich die Gesamtheit der Anleger selbst geschädigt wird und einem „Windhundrennen der eifertigsten Anleger“ gegenüber ihren Mitanlegern Vorschub geleistet wird. Die auch hier wiederum (zu) sehr an typischen Sachverhalten aus dem Wertpapieremissionsbereich orientierte gesetzliche Regelung deutet genau in die entgegengesetzte Richtung. Sie übersieht, dass bei einem Geschlossenen Fonds die Fondsgesellschaft selbst zwar „Emittentin“ ist, anders aber als eine z.B. auf das Börsenparkett strebende Aktiengesellschaft in der Regel ein Special-purpose-vehicle ist, welches als solches nicht Vermögensinteressen und Vermögenswerte der Initiatoren, sondern meist ausschließlich des Anlagepublikums in sich vereint. Nach wie vor erscheint offen, ob sich insoweit die (alten) höchstrichterlichen Rechtsprechungsgrundsätze oder die neue Formalbetrachtung nach dem Verkaufsprospektgesetz durchsetzen wird. Soweit dies nicht gesehen ist, ergeben sich zum Teil merkwürdige Gestaltungsüberlegungen wie die,



die Fondsgesellschaft neben ihrer originären Stellung als „Emittentin“ sogar ausdrücklich zur Anbieterin bzw. Prospektherausgeberin zu machen, da hierdurch ggf. – entsprechend der bisherigen Rechtsprechung – die eher aus einer wirtschaftlichen Gesamtschau heraus in Frage gestellte Haftung der Fondsgesellschaft selbst vermieden werden könnte, zugleich aber mit der bewussten Übernahme von Emittenten- und Anbieterfunktion die darüber hinaus maßgeblich Beteiligten diesem Risiko enthoben werden.

2. „Dauerbrenner“ und Newcomer in der Haftungsdiskussion

Der vorstehend beschriebene Dreiklang von allgemeinen Anforderungen der Rechtsprechung nach den Grundsätzen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung, spezialgesetzlichen Anforderungen nach Wertpapierprospektgesetz und Vermögensanlagen-Verkaufprospektverordnung und IDW-S4 hat sich auch in 2007 in der Weise dargestellt, dass in der Praxis die Rechtsprechungsgrundsätze die ganz überwiegende Rolle gespielt haben. Zusammenfassend kann man im Rahmen dieses Jahrbuchs auf folgende Entwicklungen des letzten Jahres hinweisen.

Die Betonung einer allgemeinen Explorationspflicht bzw. Plausibilitätsprüfung des Vertriebs über den Prospekt hinaus, welche sich aufgrund verschiedener Urteile des Oberlandesgerichts Celle ab 2002 zunächst zu einem unabsehbaren und nach Auffassung mancher Marktteilnehmer unerfüllbaren Pflichtenkreis auszudehnen schien, ist in ihrer Bedeutung in der Praxis durchaus wieder relativiert worden. Zwar wird diese Pflicht dem Grunde nach in der Rechtsprechung kaum in Frage gestellt und in vielen Urteilen betont; sie wird aber doch zunehmend wieder als eine Pflicht verstanden, sich aus sonstigen Umständen ergebenden oder sich aus dem Prospekt heraus selbst aufdrängenden konkret unklaren oder unplausiblen Angaben bzw. Zusammenhängen nachzugehen. Sie hat damit wieder eine mehr anlassbezogene Gestalt bekommen, welche bei sich auftretenden Zweifeln durchaus zu Haftungssanktionen führen kann, aber eben auch nicht allgemein das Erfordernis aufstellt, über den Prospektherausgeber und seine Fachberater, die BaFin und ggf. den anhand von IDW-S4 prüfenden Wirtschaftsprüfer hinaus den Prospekt nochmals einer „Generalrevision“ selbst hinsichtlich der zugrunde liegenden Tatsachen und Einzelannahmen zu unterziehen.

Damit wird der Prospekt selber nicht nur zu einem wichtigen Anknüpfungspunkt zur nunmehr in der Rechtsprechung wieder stärker konturierten Pflicht zur Plausibilitätsprüfung, sondern auch in seiner Rolle als zentrales Informations- und Aufklärungselement bestärkt. Die Rechtsprechung hat mehrfach den Grundsatz betont, dass ein entsprechender Prospekt – auch allein – zur hinreichenden Aufklärung des Anlegers bei Geschlossenen Fonds geeignet sein kann. Damit rückt die Frage der Prospektqualität natürlich wieder besonders stark in den Vordergrund. Alle Anforderungen des Einzelfalls können an dieser Stelle nicht diskutiert werden. Festzuhalten ist, dass ein entsprechend anlage- und anlegergerechter Prospekt nicht nur dem Emittenten, sondern auch den sonstigen Beteiligten und potenziell Verpflichteten der Prospekthaftung im engeren und weiteren Sinne eine weitgehende Vermeidung von Haftungsrisiken zu bieten vermag. Dabei hat die Rechtsprechung allerdings auch betont, dass selbst ein entsprechend positiv qualifizierter Prospekt nicht durch die Risikohinweise wieder relativierende mündliche Aussagen, über die Prospektangaben hinausgehende Zusagen oder o.ä. relativiert werden darf. Auch kann im Einzelfall die Pflicht eines an der Emission Beteiligten oder aus sonstigen Gründen Aufklärungspflichtigen bestehen, lediglich ihm bekannte Umstände zu offenbaren, welche ohne Verschulden vom Prospektherausgeber nicht dargestellt werden konnten. Der gute Prospekt ist damit kein Freibrief für Aufklärungsmängel; die Aufklärung „nur“ durch den Prospekt muss danach aber nicht a priori ein Aufklärungsmangel sein.

Im Zuge dieser Rechtsprechungsentwicklung ist auch verstärkt die Frage nach dem Zeitpunkt der Prospektübergabe in der Praxis virulent geworden. Überwiegend wird dabei in der Instanzrechtsprechung die Auffassung vertreten, dass der entsprechende Prospekt nicht erst zeitgleich mit der Zeichnung, sondern – solange vorher übergeben werden muss, dass der Anleger rechtzeitig von dessen – oft komplexen – Inhalten Kenntnis nehmen konnte und ggf. die Möglichkeit hatte, etwaige Zweifelsfragen durch Rücksprache o.Ä. zu klären. Wenn allerdings – zum Beispiel durch eine gesonderte schriftliche Erklärung – feststeht, dass der Prospekt vor Zeichnung übergeben worden ist, trägt der Anleger die Behauptungs- und Beweislast, dass trotz dieses Umstandes die Möglichkeit zur Kenntnisnahme des Prospektes erst (zu) kurz vor der entsprechenden Zeichnung erfolgte.



Nach wie vor ein Dauerbrenner ist auch die Frage der besonderen Hinweispflicht auf mangelnde Fungibilität von Beteiligungen an Geschlossenen Fonds. Auch die zunehmende Etablierung eines anbieterunabhängigen Zweitmarkts lässt nach der Rechtsprechung grundsätzlich die Anforderung bestehen, auf die nach der Produktkonzeption (Beteiligung an einer Personengesellschaft) konzeptionell bestehende eingeschränkte Fungibilität hinzuweisen. Dies hat der BGH bekräftigt, wohingegen das BAG in einer Entscheidung im Hinblick auf Arbeitnehmerbeteiligungen allerdings die Auffassung vertreten hatte, dass dieser Umstand zum allgemeinen Grundverständnis gehöre und dementsprechend nicht besonders aufklärungspflichtig wäre. Auch hier dürfte es sich um einen Umstand handeln, der durch entsprechend deutliche Prospektangaben hinreichend dargestellt werden kann und muss.

In 2007 ist auch bei Geschlossenen Fonds in besonderem Maße die Frage der Angabepflicht von Rückvergütungen oder Kick-backs diskutiert worden. Nach wie vor gilt der Grundsatz, dass der Anbieter zwar die sog. weichen Kosten richtig und vollständig darzulegen hat, aber nicht unbedingt eine Offenlegung seiner internen Gesamtkalkulation schuldet. Während nach Umsetzung der MiFID im Wertpapierbereich nunmehr die Pflicht zur vollständigen Offenlegung diskutiert wird, wird bei Geschlossenen Fonds teilweise in Anknüpfung an ein BGH-Urteil aus 2004 eine sog. „Freigrenze“ von 15 Prozent diskutiert. Ob eine derartige Festlegung möglich ist, erscheint zweifelhaft, da es sich um eine sog. „Jedenfalls-Begründung“ handelte. Vielmehr ist auch dieser Punkt unter dem Gesamtaspekt der richtigen und vollständigen Aufklärung über die Werthaltigkeit der Kapitalanlage zu sehen. Wenn es z.B. bei einem Immobilienfonds Rückvergütungen des ursprünglichen Immobilienverkäufers an die Initiatoren oder andere Beteiligte – ggf. zusammen mit anderen Umständen – nahelegen, dass die tatsächliche Werthaltigkeit des Objekts nicht durch den Kaufpreis ausgedrückt wird, welcher der Fonds für den entsprechenden Erwerb bezahlt hat, dürfte auch unterhalb der 15-Prozent-Schwelle eine Aufklärungspflicht bestehen.

Dagegen hat das Thema der Aufklärungspflicht über negative Presseberichterstattung eine deutliche Beruhigung und auch Versachlichung erfahren. Es handelt sich hier ohnehin um eine Anforderung, welche der Prospektherausgeber selber nur in beschränktem Maße zu erfüllen hat; etwa

wenn zum Zeitpunkt der Emission schon über den betroffenen Investitionsgegenstand, bedeutende Vertragspartner oder den Initiator selbst bzw. Vorgängerfonds entsprechende Berichterstattung vorliegt. Die oft missverstandenen und die Besonderheiten des damaligen Falles nicht hinreichend berücksichtigenden Verallgemeinerungen des seinerzeitigen Bond-Urteils des BGH sind von den Instanzgerichten in vielen Entscheidungen betreffend Geschlossene Fonds dahingehend präzisiert worden, dass eine Pflicht zur Darstellung negativer Presseberichterstattung im Grundsatz nur dann besteht, wenn es sich entweder um nachprüfbar und hinreichend relevante Tatsachennformationen handelt, welche nicht zugleich im Prospekt oder sonstigen ohnehin dem Anleger zur Verfügung stehenden Informationsmaterialien offen gelegt wird, oder eine lediglich auf Meinungen oder Einschätzungen basierende Presseberichterstattung ein derartiges Ausmaß erreicht hat, dass sie als eine Art „Marktstimmung“ an sich wieder zu einer neuen selbstständig darstellungspflichtigen Tatsache wird. Dagegen gehören einzelne Wertungen, allgemeine Kritik oder letztlich nur auf der ohnehin im Prospekt offenbarten Risikodarstellung aufbauende Presseberichterstattungen, erst recht wenn sie nicht in der allgemeinen und seriösen Wirtschaftspresse dargestellt werden, nicht zum aufklärungspflichtigen Bereich.

Natürlich gibt es noch zahlreiche weitere Einzelthemen, welche in 2007 die Praxis beschäftigt haben. Sie alle aufzuzählen würde den Rahmen dieses Überblicks sprengen. Ebenso wie in der Vergangenheit gewisse Schwerpunkte und auch „Modethemen“ in der gerichtlichen Praxis gekommen und zum Teil auch wieder gegangen sind, wird dies in der Zukunft der Fall sein. Bei aller Kritik an einem zu starren Blick auf Angabekataloge nach Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung und IDW-S4 darf auch nicht übersehen werden, dass eine gewisse Standardisierung in der Prospektierungspraxis nicht nur allen Beteiligten die Arbeit erleichtert, sondern auch eine stärkere Vergleichbarkeit unterschiedlicher Produkte gefördert hat. Dies hat auch zu der insgesamt weiterhin gestiegenen Prospektierungsqualität der entsprechenden Prospekte beigetragen. Dieser grundsätzlich positive Ausblick gilt auch für 2008. Wenn es dabei gelingt, den Wald der in der Gesamtschau zutreffenden, verständlichen und vollständigen Anlegerinformation vor lauter Bäumen in Form von Einzel(pflicht)angaben nicht aus den Augen zu verlieren, können nicht nur weiterhin die nach wie vor



relevanten Grundsätze der Rechtsprechung zur bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung gewahrt werden, sondern es kann durchaus auch ein gewisser „Vorsprung“ der Prospektierungsqualität Geschlossener Fonds gegenüber allzu formalistischen, aber zugleich substantiell oft wenig aussagekräftigen Prospekten erhalten bleiben, wie er manchmal im Bereich klassischer Wertpapiere festzustellen ist.