

**Universität Augsburg**

**Die europäische Prospektrichtlinie als  
Schritt zu einem integrierten Finanz-  
markt**

**Die Vorgaben der Richtlinie 2003/71/EG und  
ihre Umsetzung in das neue WpPG**

Dissertation  
zur Erlangung der Doktorwürde  
der juristischen Fakultät der Universität zu Augsburg

vorgelegt von

Alexander Stefan Marcel Gottwald

Abkürzungsverzeichnis .....	7
1. Teil: Einleitung.....	11
§ 1: Schwerpunkte der Untersuchung .....	12
§ 2: Zielsetzung und Vorgehensweise.....	13
2. Teil: Die Prospektrichtlinie und die Prospektverordnungen .....	15
§ 1: Entstehungsgeschichte .....	15
A. Darstellung der früheren Rechtslage .....	16
I. Auf europäischer Ebene .....	16
1. Scheitern der Ziele .....	18
2. Problembereiche.....	19
3. Konsequenzen .....	20
II. Auf nationaler Ebene in Deutschland.....	21
B. Financial Services Action Plan – FSAP .....	22
I. Entstehungsgeschichte des FSAP .....	22
II. Verbesserungsvorschläge der Kommission.....	23
III. Inhalte des FSAP .....	24
IV. Auswirkungen des FSAP .....	25
C. Entstehung des Lamfalussy-Verfahrens .....	26
I. Erste Stufe .....	27
II. Zweite Stufe.....	28
III. Dritte und vierte Stufe .....	28
IV. Auswirkungen des Lamfalussy-Verfahrens .....	29
D. Grad der Harmonisierung.....	29
E. Entstehung der Prospektrichtlinie.....	30
§ 2: Ziele der Richtlinie und der Verordnungen .....	32
A. Ziele der Richtlinie .....	32
I. Markteffizienz.....	33
1. Einheitliche Standards.....	34
2. Der Europäische Pass .....	35
II. Anlegerschutz .....	37
1. Funktionsschutz.....	37
2. Individualschutz .....	39
B. Ziele der Verordnungen.....	40
§ 3: Umsetzung.....	42
3. Teil: Die Deutsche Umsetzung der Prospektrichtlinie – das WpPG.....	43
§ 1: Anwendungsbereich des WpPG und Prospektpflicht .....	43
A. Anwendungsbereich .....	44
I. Wertpapierbegriff.....	45
II. Öffentliches Angebot.....	46
1. Änderung zum früheren Begriffsverständnis .....	46
2. Voraussetzung an das Angebot .....	47
3. Auswirkung des Auslegungsspielraums.....	48
III. Organisierter Markt .....	49
IV. Kleinstemissionen .....	49
1. Berechnung von Obergrenze und Frist.....	50
2. Argumente für die generelle Befreiung.....	50
V. Daueremissionen .....	51
1. Privilegierte Wertpapiere .....	52
2. Art der Begebung .....	53

VI. Übergangsregelung für Daueremittenten .....	54
1. Privilegierte Wertpapiere .....	55
2. Privilegierte Emittenten.....	56
3. Umfasste Emissionsformen.....	57
4. Folgen der Übergangsregelung .....	58
B. Prospektpflicht.....	59
I. Befreiung von der Prospektpflicht nach § 3 WpPG.....	59
II. Befreiung von der Prospektpflicht nach § 4 WpPG .....	61
III. Prospektpflichtbefreiung für Zweitplatzierungen .....	62
1. Argumente für die Prospektpflicht.....	62
2. Argumente gegen die Prospektpflicht.....	64
3. Bewertung der Prospektpflicht.....	65
§ 2: Mitarbeiterprogramme .....	66
A. Alte Rechtslage.....	67
B. Neue Rechtslage .....	67
I. Ausnahmen .....	67
II. Ausländische Emittenten .....	68
C. Wegfall der Prospektpflicht.....	70
I. Kriterium des Wertpapiers und der Öffentlichkeit .....	70
II. Mögliche Beteiligungsformen .....	72
1. Wegfall der Öffentlichkeit des Angebots.....	73
2. Wegfall der Gegenleistung.....	73
3. Fazit zu prospektfreien Beteiligungsformen .....	75
4. Teil: Der Prospekt .....	77
§1: Prospektsprache.....	77
A. Gründe für die einheitliche Sprachregelung.....	78
B. Eine anerkannte Sprache .....	80
C. Eine in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache .....	81
I. Uneinigkeit über den Begriffsinhalt.....	81
II. Abgrenzung des Zielgebietes.....	82
III. Regelungsbereiche .....	83
1. Regelungsbereich des §19 I WpPG.....	83
2. Regelungsbereich des §19 II WpPG .....	86
3. Regelungsbereich des §19 III WpPG .....	90
4. Regelungsbereich des § 19 IV WpPG.....	91
IV. Bewertung des Auslegungsspielraumes.....	94
D. Mehrsprachige Prospekte .....	94
I. Mehrsprachigkeit im Bereich des § 19 I WpPG .....	95
II. Mehrsprachigkeit im Bereich des § 19 II, III WpPG .....	96
III. Bewertung der Möglichkeit mehrsprachiger Prospekte .....	97
E. Zielerreichung des neuen Sprachregimes .....	98
I. Probleme beim Anlegerschutz .....	98
1. Verständigungsprobleme.....	98
2. Prospekthaftungsklagen .....	99
3. Gerichtsstands- und Rechtswahlklauseln .....	99
4. Fazit zum Anlegerschutz.....	101
II. Durchsetzbarkeit des Sprachregimes.....	102
III. Bewertung des neuen Sprachregimes.....	104
§ 2: Vorgaben zum Aufbau .....	104
A. Gemeinsamkeiten des dreigeteilten und des Vollprospekts .....	105
B. Vorteile des dreigeteilten über den Vollprospekt.....	106

C. Basisprospekt.....	108
I. Besonderheiten.....	108
II. Einsetzbarkeit .....	109
III. Basisprospekt und endgültige Angebotsbedingungen.....	110
1. Weglassen der endgültigen Bedingungen .....	111
2. Nachreichung der endgültigen Bedingungen .....	112
IV. Basisprospekt in Form von Einzeldokumenten .....	113
V. Verweis auf das Registrierungsformular .....	114
D. Prospektzusammenfassung.....	114
I. Neue Aufgaben durch die Prospekttrichtlinie.....	115
II. Inhalt der Zusammenfassung.....	116
III. Umfang der Zusammenfassung.....	117
IV. Entbehrlichkeit der Zusammenfassung.....	118
§ 3: Vorgaben zur inhaltlichen Prospektgestaltung.....	119
A. Anforderungen an den Prospekt.....	120
B. Anforderungen an die Verständlichkeit.....	121
I. Bestimmung des Anlegerbegriffs .....	121
II. Unterschiedliche Anforderungen an die Prospektteile .....	122
1. Argumente für unterschiedliche Anforderungen.....	122
2. Argumente gegen unterschiedliche Anforderungen.....	123
C. Gewinnprognosen und Gewinnschätzungen .....	124
I. Gewinnprognose oder Gewinnschätzung .....	125
II. Pflichten bei Prognosen und Schätzungen.....	126
1. Allgemeine Pflichten.....	126
2. Offenlegung der Prognosebasis.....	127
3. Prüfungstestat .....	128
4. Zusatzpflichten beim dreigeteiltem Prospekt.....	129
III. Prognose, Schätzung oder reine Trendinformation.....	130
1. Versuch einer Abgrenzung.....	130
2. Wichtigkeit der Abgrenzung .....	134
IV. Fazit zu Gewinnprognosen und Gewinnschätzungen .....	135
D. Werbung .....	136
I. Vorschriften bezüglich Werbung .....	137
1. Allgemeine Pflichten nach § 15 WpPG .....	137
2. Gleichbehandlungspflicht nach § 15 V WpPG .....	140
II. Kompetenzen der BaFin .....	142
1. Zeitpunkt der Prüfung .....	142
2. Untersagung bzw. Änderung der Werbung.....	143
3. Werbung von nicht deutschen Emittenten .....	144
III. Abgrenzung zwischen Werbung und Werbeanzeigen .....	146
1. Gründe für eine begriffliche Trennung .....	146
2. Begriffsinhalte .....	147
3. Konsequenzen einer begrifflichen Trennung .....	147
4. Bewertung der Abgrenzung .....	148
IV. Sinnhaftigkeit der Abgrenzung .....	149
V. Werbegeschenke.....	150
1. Argumente gegen Prospekthinweise .....	150
2. Argumente für Prospekthinweise .....	150
3. Bewertung der Neureglung zur Werbung .....	151
E. Incorporation by reference .....	152
I. Pflichten bei der incorporation by reference.....	153

II. Zulässige Dokumente .....	154
1. Dokumente nach Art. 28 ProspVO .....	154
2. Registrierungsformular.....	155
3. Formale Anforderungen an die Dokumente.....	155
III. Sprachwahl bei der incorporation by reference.....	157
1. Argumente für eine einheitliche Sprachwahl .....	158
2. Argumente gegen eine einheitliche Sprachwahl .....	159
3. Entscheidung gegen eine einheitliche Sprachwahl .....	161
§ 4: Billigung des Prospekts.....	162
A. Zuständigkeit .....	163
B. Prüfungsfrist .....	164
C. Prospektbilligungsverfahren .....	165
D. Amtshaftung der BaFin .....	166
I. Fehlerhafte Prüfung .....	167
II. Nicht fristgerechte Prüfung .....	167
E. Zulassung zum Börsenhandel durch die Börse.....	168
§ 5: Veröffentlichung des Prospekts .....	169
§ 6: Nachträge .....	171
A. Neuerungen bezüglich Nachträgen .....	171
I. Beurteilung der Wesentlichkeit und Wichtigkeit.....	172
1. Bewertung nach § 5 I S.1 WpPG .....	172
2. Bewertung nach dem Anlageobjekt .....	173
II. Ergebnis der Neuerungen .....	175
B. Nachtragspflicht und Ad-hoc-Pflicht.....	175
I. Bei wichtigen neuen Umständen .....	176
II. Bei wesentlichen Unrichtigkeiten.....	177
III. In sonstigen Fällen .....	177
C. Zeitliche Geltung der Nachtragspflicht .....	178
D. Billigung und Veröffentlichung von Nachträgen.....	180
I. Billigung der Nachträge.....	180
1. Prüfung durch die BaFin .....	180
2. Zeitpunkt der Einreichung.....	181
II. Veröffentlichung und Hinweisbekanntmachung.....	182
III. Kritik an der Neuregelung.....	183
1. Bezüglich der Prüfungsfrist.....	183
2. Verzicht auf Prüfung der Nachträge.....	184
E. Widerrufsrecht der Anleger .....	185
I. Verzögerung des Angebotsbeginns.....	186
II. Venire contra factum proprium .....	186
F. Nachtrag bei periodischen Finanzinformationen .....	187
§ 7: Jährliches Dokument nach § 10 WpPG .....	188
A. Adressaten .....	189
B. Inhalt.....	190
C. Kontroversen zur Formulierung des § 10 WpPG .....	190
D. Sprache .....	192
E. Verweise im jährlichen Dokument .....	192
I. Anwendung des § 11 WpPG.....	193
II. Der Kettenverweis .....	194
F. Veröffentlichung .....	195
I. Art der Veröffentlichung.....	195
II. Zeitpunkt und Dauer der Veröffentlichung .....	196

G. Hinterlegung .....	197
5. Teil: Die Prospekthaftung .....	198
§ 1: Art. 6 Prospektrichtlinie .....	199
A. Prospekthaftung in Deutschland.....	199
I. Fehlerhafter Prospekt .....	200
1. Haftende Personen.....	201
2. Anspruch .....	202
3. Haftungsmaßstab .....	203
4. Haftungsausschluss .....	203
5. Verjährung.....	204
II. Fehlender Prospekt .....	204
III. Abgrenzung fehlender und fehlerhafter Prospekt .....	205
B. Prospekthaftung in anderen EWR-Staaten .....	206
C. Anzuwendendes Recht .....	207
§ 2: Haftung bezüglich der Zusammenfassung .....	208
§ 3: Haftung bei der incorporation by reference .....	210
§ 4: Bewertung der Prospekthaftungsregeln .....	210
6. Teil: Schluss .....	212
§ 1: Bewertung der Erreichung der Ziele .....	212
A. Markteffizienz .....	212
I. Stellungnahmen deutscher Interessenverbände .....	213
II. Fazit zur Markteffizienz .....	214
B. Anlegerschutz .....	215
I. Individualschutz .....	215
II. Funktionsschutz .....	216
§ 2: Resümee .....	217
Bibliographie .....	219

## Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
alt., altt.	Alternative(n)
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
Art., Artt.	Artikel (sing., pl.)
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistung
BAWe	Bundesanstalt für Wertpapierhandel
BAnz.	Bundesanzeiger
BB	Betriebs-Berater: Zeitschrift für Recht und Wirtschaft
BDI	Bund der Deutschen Industrie
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarkt- recht
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BörsG	Börsengesetz
BörsZulVO	Börsenzulassungsverordnung
BT-Drs.	Bundestagsdrucksache
CE	Commission Européenne
CESR	Committee of European Securities Regu- lators
DAI	Deutsches Aktieninstitut
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DDI	Deutsches Derivate Institut

Der Konzern	Der Konzern in Recht und Wirtschaft: Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, Steuerrecht, Bilanzrecht und Rechnungslegung der verbundenen Unternehmen
Die Bank	Zeitschrift für Bankpolitik und Bankpraxis
DStR	Deutsches Steuerrecht
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e. V.
EC	European Commission
EG	Europäische Gemeinschaft
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
ESC	European Securities Committee
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
EZB	Europäische Zentralbank
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FB	Finanzbetrieb
FESCO	Forum of European Securities Commissions
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
Fn.	Fußnote
FSAP	Financial Services Aktion Plan (Aktionsplan für Finanzdienstleistungen)
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GPR	Zeitschrift für Gesellschaftsprivatrecht
GVG	Gerichtsverfassungsgesetz
HGB	Handelsgesetzbuch

IOSCO	International Organisation of Securities Commissions
IPO	Initial Public Offer
IStR	Internationales Steuerrecht: Zeitschrift für europäische und internationale Steuer- und Wirtschaftsberatung
i.V.m.	in Verbindung mit
Jura	Jura: Juristische Ausbildung
Kreditwesen	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
lit., litt.	litera, literae
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (Finanzmarktrichtlinie)
n.F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Woche
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OLG	Oberlandesgericht
ProspRL	Prospektrichtlinie
ProspVO	Prospektverordnung
RL	Richtlinie
Rdnr.	Randnummer
RS	Rechtssache
SEC	Securities Exchange Commission
sog.	sogenannt
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz
VerkProspVO	Verkaufsprospektverordnung
vgl.	vergleiche
WM	Wertpapiermitteilung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
z.B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft

ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZEuS	Zeitschrift für Europäische Studien
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht und Insolvenzpraxis
ZKA	Zentraler Kreditausschuss

## 1. Teil: Einleitung

Da die europäische Einigung immer mehr voranschreitet, vermag es kaum zu verwundern, dass auch die Finanzmärkte zunehmend stärker zusammenwachsen. In diesem Umfeld wurden grenzüberschreitenden Wertpapieremissionen und damit die Kapitalaufnahme im Europäischen Wirtschaftsraum<sup>1</sup> (EWR) vereinfacht. So kam es Ende der neunziger Jahre des letzten Jahrhunderts über Jahre hinweg zu einem konstanten Wachstum an den europäischen Börsen. Begünstigt wurde dies unter anderem durch die Einführung des Euro als Buchgeld zum 1. Januar 1999.

Zwar war es seit jeher ein Ziel des Wertpapierprospektsrechts, das Informationsdefizit zwischen Anleger und Emittenten zu minimieren bzw. zu beseitigen, um dem Anleger eine Risikoeinschätzung der Investition möglich zu machen und ihn dadurch zu schützen. Als allerdings kurz nach der Jahrtausendwende die Finanzmärkte nicht nur in Europa, sondern auf der ganzen Welt anfangen zusammenzubrechen, wurde klar, dass die bestehenden Richtlinien das Informationsdefizit zwischen Anleger und Emittenten nicht auszugleichen vermochten und somit der Erleichterung der Kapitalaufnahme kein adäquater Anlegerschutz gegenüberstand. Denn nicht zuletzt aus einem Mangel an (korrekten) Informationen mussten viele Anleger finanzielle Rückschläge hinnehmen.

Dies zeigte dem europäischen Gesetzgeber, dass er mit dem bereits 1999 ins Leben gerufenen Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (Financial Services Action Plan (FSAP)), der von Anfang an die Angleichung der rechtlichen Rahmenbedingungen der EU-Staaten bezweckte, um den Anlegerschutz zu erhöhen und die Kapitalaufnahme zu erleichtern, auf dem richtigen Weg war. Denn gerade durch den Absturz an den Börsen war das Vertrauen der Anleger in den Markt erschüttert worden.

Wenn dieses nicht schnellstmöglich wieder hergestellt worden wäre, wäre mit erheblichen Folgen für die Kapitalmärkte zu rechnen gewesen. Denn nur wenn die Haushalte den ihnen neben Arbeit zur Verfügung stehenden Produktionsfaktor Kapital am Markt einsetzen, kann auf den Finanzmärkten ein Handel stattfinden und Wohlfahrt für alle Marktteilnehmer geschaffen werden.

---

<sup>1</sup> Doerfert, Europarecht, 2. Aufl. 2004, S. 21.

Unter diesem Eindruck, hat der europäische Rat von Stockholm die Umsetzung des FSAP bis 2003 beschlossen. In diesem Rahmen wurden auch die Prospektrichtlinie (Richtlinie 2003/71/EG) und die Prospektverordnungen (Verordnungen (EG) Nr. 809/2004, 1787/2006 und 211/2007) erlassen.

## § 1: Schwerpunkte der Untersuchung

Einige der wichtigsten Neuerungen sollen bereits an dieser Stelle kurz angesprochen werden.

So wird die Rechtsvereinheitlichung vorangetrieben und damit die Vergleichbarkeit der Wertpapierprospekte gesteigert. Denn die Prospektrichtlinie verfolgt eine hohe Regelungstiefe und damit einen hohen Grad der Harmonisierung, die es den Mitgliedstaaten, außer in speziell geregelten Ausnahmen, nicht möglich macht, von den Vorgaben der Richtlinie abzuweichen. Dies ist notwendig, um den Europäischen Pass, ein weiteres Hauptziel der Richtlinie, überhaupt realisieren zu können. Denn durch den Pass will der Gesetzgeber sicherstellen, dass ein einmal in einem Mitgliedstaat gebilligter Prospekt ohne weitere Hürden im gesamten Geltungsbereich der Richtlinie eingesetzt werden kann. Dies soll den Kapitalfluss zwischen den Mitgliedstaaten erleichtern und Investitionen fördern.

Da Europa vielsprachig ist, musste, um den Gedanken des Europäischen Passes zu verwirklichen, eine neue Sprachregelung getroffen werden. Diese erlaubt es dem Emittenten, falls er sich an die in der Richtlinie vorgegebene Sprachwahl hält, den Prospekt ohne zusätzliche Übersetzung über die Landesgrenzen hinweg einzusetzen. Folglich werden die Anleger mitunter – hierauf wird noch explizit einzugehen sein – ihre Anlageentscheidung basierend auf einem Prospekt, der nicht in ihrer Muttersprache abgefasst ist, treffen müssen.

Des Weiteren wird durch die Prospektrichtlinie eine Regelung zur Prospekthaftung getroffen. Diese verpflichtet die nationalen Gesetzgeber dazu, eine zivilrechtliche Haftung der Prospektverantwortlichen in ihr Rechtssystem aufzunehmen. Gerade bezüglich der Prospekthaftung herrschte in den Mitgliedstaaten bis dato eine Vielzahl verschiedener Ansichten, wie diese auszugestalten

sei. So war bisher eine zivilrechtliche Haftung nicht in allen Staaten bekannt. Mitunter bestand nur ein Amtshaftungsanspruch gegen die Billigungsbehörde.

## § 2: Zielsetzung und Vorgehensweise

Vor diesem Hintergrund ist es Ziel dieser Arbeit, Veränderungen im deutschen Wertpapierprospektrecht sowie dadurch entstandene Problemfelder, die durch die Richtlinie 2003/71/EG und die Verordnung (EG) Nr. 809/2004 sowie ihre Ergänzungen in Verordnung (EG) Nr. 1787/2006 und Verordnung (EG) Nr. 211/2007 entstanden sind, zu beleuchten und, soweit möglich, einer Lösung zuzuführen.

Hierbei wird chronologisch vorgegangen. In einem ersten Teil wird sich die Untersuchung auf die rechtlichen Grundlagen, auf denen die Prospektrichtlinie entstand, richten. Dabei werden europarechtliche Fragestellungen wie die Entstehungsgeschichte der Prospektrichtlinie behandelt und der Weg der deutschen Umsetzung ins WpPG verdeutlicht.

Sodann wird der Anwendungsbereich des WpPG angesprochen und im weiteren Verlauf der Untersuchung werden die Regelungen bezüglich des Prospektes in Augenschein genommen. In diesem Zusammenhang wird – wo immer nötig – auf die Rechtslage vor der Einführung des WpPG eingegangen.

Daran anschließen wird sich die Lösung von im Zuge der Neuregelung des Wertpapierprospektrechts aufgetretenen Problemen.

Gegliedert wird in Vorgaben zur Veröffentlichung, zum Aufbau und zum Inhalt des Prospektes. Bezüglich des letzteren Punktes wird der Schwerpunkt der Untersuchung auf der Nachtragspflicht und den Gewinnprognosen liegen, da in diesem Bereich noch offene Anwendungsfragen existieren. Auch die Prospektsprache, die Werbung, die incorporation by reference und das jährliche Dokument werden einer genaueren Betrachtung unterzogen. Darüber hinaus werden die Neuerungen bezüglich aktienbasierten Mitarbeiterprogrammen und die Übergangsfristen in § 31 II WpPG angesprochen.

Ein weiteres Thema wird die Prospekthaftung sein. Allerdings soll diesbezüglich nur ein allgemeiner Überblick gegeben werden, da dieses Themengebiet bereits in einer Dissertation<sup>2</sup> aus dem Jahre 2006 umfassend behandelt wurde.

Ein Blick wird auf die Aufgaben und Kompetenzen der BaFin, die sie durch das neue WpPG erhält, geworfen werden, da die BaFin erst 2002 durch die Zusammenlegung von drei Bundesaufsichtsämtern gegründet wurde und ihr umgehend weitreichende Aufgaben bezüglich des Prospektbilligungsverfahrens übertragen wurden. Wo die Befugnisse der BaFin aufhören, und die der Wertpapierbörse anfangen, wird ebenfalls Teil der Untersuchung sein. So ist – nur um ein Beispiel zu nennen – die Zulassung zum Börsenhandel immer noch Aufgabe der Börse und nicht der BaFin, obwohl sie für die Billigung des Prospektes verantwortlich zeichnet. Gerade in diesem Punkt kann es zu Überschneidungen der Kompetenzen kommen.

Schlussendlich wird im letzten Abschnitt der Bogen an den Anfang der Entstehungsgeschichte der Richtlinie geschlagen und analysiert, ob die angestrebten Ziele erreicht wurden. In diesem Zusammenhang wird auch dargestellt, ob die Befürchtungen, die in den Stellungnahmen der Europäischen Zentralbank, des Wirtschafts- und Sozialausschusses und des Parlaments auf europäischer Ebene und der Interessenverbände auf deutscher Ebene geäußert wurden, zutreffend waren.

---

<sup>2</sup> *Christ, Der Einfluss der EU-Prospektrichtlinie auf das Wertpapierprospekthaftungsrecht in der Bundesrepublik Deutschland, Baden-Baden, 2007.*

## 2. Teil: Die Prospektrichtlinie und die Prospektverordnungen

Auf europäischer Ebene wurde zunächst mit dem Segré-Bericht von 1966, der unter anderem die vollkommene Integration der europäischen Kapitalmärkte anstrebte, um die Anlegerinteressen und den Kapitalbedarf der Unternehmen effizienter zusammenzuführen, ein konzeptioneller Vorstoß gewagt.<sup>3</sup> Auch in Deutschland waren Marktintegration und Anlegerschutz bereits beim 51. Deutschen Juristentag 1976 ein Thema<sup>4</sup>, doch nach dem Scheitern eines deutschen Vermögensanlagegesetzes beschränkte sich Deutschland lange Zeit nur darauf, die europäischen Vorgaben umzusetzen.<sup>5</sup> Im Weißbuch der Kommission aus dem Jahr 1985, in dem die Vollendung des Binnenmarktes<sup>6</sup> diskutiert wird, wird die Vollendung des Finanzbinnenmarktes als wichtiges Ziel unterstrichen.<sup>7</sup> Die Mittel, welche die Kommission damals dafür im Auge hatte, waren die gegenseitige Anerkennung und die Mindestharmonisierung.<sup>8</sup>

### § 1: Entstehungsgeschichte

Demnach verwundert es nicht, dass die Prospektrichtlinie<sup>9</sup> nur eine Maßnahme in einer langen Reihe von Bemühungen ist, die sich auf Art. 94 EG-Vertrag stützen. Denn neben anderen Gebieten der Rechtsvereinheitlichung auf dem europäischen Kapitalmarkt hat der EU-Gesetzgeber die Unterschiede in den Anforderungen, die bezüglich des Prospektes für die Zulassung von Wertpapieren zum Handel bestehen, zu beseitigen versucht. Explizit als Vorgängerregelungen genannt werden in den Erwägungsgründen zur Prospektrichtlinie die Emissionsprospekt-<sup>10</sup>, die Börsenzulassungsprospekt-<sup>11</sup> und die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie<sup>12</sup>. Gerade bezüglich der beiden Erstgenannten wird konstatiert, dass sie zu lückenhaften und komplizierten Regelungen geführt

---

<sup>3</sup> Caspari, NZG 2005, 98, 100.

<sup>4</sup> Hopt, Gutachten G, 51. Deutscher Juristentag 1976, S. G 47f.

<sup>5</sup> Caspari, NZG 2005, 98, 100.

<sup>6</sup> S. dazu Eyles, Niederlassungsrecht, 1990, S. 15ff.

<sup>7</sup> KOM (85) 310 endg., S. 31-33, Rdnr. 124-132.

<sup>8</sup> S. auch Weber, NJW 1994, 2849ff.

<sup>9</sup> Richtlinie 2003/71/EG v. 4.11.2003, ABl. L 345 v. 31.12.2003, S.64-89.

<sup>10</sup> Richtlinie 89/298/EWG v. 17.4.1989, ABl. L 124 v. 5.5.1989, S. 8-15.

<sup>11</sup> Richtlinie 80/390/EWG v. 17.3.1980, ABl. L 100 v. 17.4.1980, S. 1-26.

<sup>12</sup> Richtlinie 93/22/EWG v. 10.5.1993, ABl. L 141 v. 11.6.1993, S. 27-46.

haben und deshalb durch die Prospektrichtlinie verbessert und aktualisiert werden sollen.<sup>13</sup> Nichtsdestotrotz ist bereits in diesen Richtlinien der Wille zur Schaffung einheitlicher Zulassungs- und Publizitätsvorschriften zu erkennen. Letztlich waren dies jedoch punktuelle Regelungsversuche, die den nationalen Gesetzgebern zu großen Spielraum bei deren Umsetzung in nationale Vorschriften ließen<sup>14</sup>, um zu einer Rechtsvereinheitlichung zu führen. Die Prospektrichtlinie unterscheidet sich von den Vorgängerrichtlinien gerade in diesen Punkten. Denn sie ist nicht nur eine punktuelle, sondern eine umfassende Regelung im Bereich der Verkaufs- und Börsenzulassungsprospekte, die den Mitgliedstaaten wenig Spielraum bei der Umsetzung lässt. Sie wurde erlassen, um der Zielvorstellung eines einheitlichen, grenzüberschreitenden EU-Binnenmarktes für Finanzkapital und die Integration der Wertpapiermärkte durch Rechtsvereinheitlichung in den Mitgliedstaaten voranzutreiben.<sup>15</sup>

#### A. Darstellung der früheren Rechtslage

Die zu geringe Harmonisierung der europäischen Vorschriften bezüglich Wertpapierprospekten führte – wie bereits kurz erwähnt – zu lückenhaften und unnötig komplizierten Regelungen. Um diesen zu begegnen, wurde unter anderem die Lamfalussy-Kommission eingesetzt und die Ausarbeitung des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen (FSAP) vorangetrieben.

An dieser Stelle soll nun ein kurzer Blick auf die rechtlichen Bestimmungen, die vor der Einführung der Prospektrichtlinie bezüglich Prospekten galten, geworfen werden.

#### I. Auf europäischer Ebene

Die erste einschlägige Richtlinie, die das Thema Prospekte aufgriff, war die Börsenzulassungsrichtlinie<sup>16</sup>. Aufgrund ihrer Vorreiterposition beschränkte sie

---

<sup>13</sup> Erwägungsgrund 1 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>14</sup> *Seitz*, BKR 2002, 340, 340.

<sup>15</sup> *DAI*, NZG 2002, 1100, 1100.

<sup>16</sup> Richtlinie 79/279/EWG v. 5.3.1979, ABl. L 66 v. 16.3.1979, S. 21-32.

sich darauf, Mindestanforderungen für die Zulassung von amtlichen Notierungen an mitgliedstaatlichen Wertpapierbörsen aufzustellen.<sup>17</sup> Denn es sollte, zu diesem frühen Zeitpunkt noch Rücksicht auf die strukturellen Unterschiede, die zwischen den Wertpapiermärkten der Mitgliedstaaten herrschten, genommen werden.<sup>18</sup> Allerdings wurden schon verbindliche Vorgaben bezüglich des Mindestvolumens der Emission und der Streuung der angebotenen Papiere eingeführt.<sup>19</sup>

Ein Jahr später folgte die Börsenzulassungsprospektrichtlinie. Ihre Aufgabe war zu konkretisieren, welche Informationen bezogen auf besondere Merkmale der angebotenen Wertpapiere sowie deren Emittenten bei der Zulassung von Wertpapieren zu veröffentlichen sind, wenn diese an einer Wertpapierbörse amtlich notiert werden sollen.<sup>20</sup> Damit sollten dem Anleger die nötigen Mittel an die Hand gegeben werden, um sich ein fundiertes Urteil über das Anlageobjekt, dessen Entwicklungschancen sowie die mit dem Objekt verbundenen Rechte bilden zu können.<sup>21</sup>

Bereits durch diese ersten Richtlinien wird ersichtlich, dass der europäische Gesetzgeber das Ziel des Anlegerschutzes und die Errichtung eines funktionsfähigen Marktes nach dem Vorbild eines vollkommenen Marktes im Auge hat.<sup>22</sup>

Im Mai 2001 wurden die beiden Richtlinien durch die Kapitalmarktpublizitätsrichtlinie<sup>23</sup> zusammengefasst. Damit wurde sichergestellt, dass in der gesamten EWG zur Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung ein Prospekt veröffentlicht werden musste und die Anleger regelmäßig über etwaige Entwicklungen der Geschäftstätigkeit und Finanzen von den Emittenten unterrichtet werden, indem relevante Änderungen den Aktionären mitgeteilt wurden.<sup>24</sup> Sollte das Kapitalanlageobjekt in mehreren Staaten gehandelt werden, galt das System der gegenseitigen Anerkennung. So mussten die anderen Mitgliedstaaten den einmal gebilligten Prospekt zwar grundsätzlich anerkennen, es war

---

<sup>17</sup> S. auch Erwägungsgründe Börsenzulassungsrichtlinie (79/279/EWG).

<sup>18</sup> S. auch Erwägungsgründe Börsenzulassungsrichtlinie (79/279/EWG).

<sup>19</sup> *Illberg/Neises*, WM 2002, 635, 636.

<sup>20</sup> S. auch Erwägungsgründe Emissionsprospektrichtlinie (89/298/EWG).

<sup>21</sup> S. auch Erwägungsgründe Emissionsprospektrichtlinie (89/298/EWG).

<sup>22</sup> S. auch Erwägungsgründe Börsenzulassungsrichtlinie (79/279/EWG) und Börsenzulassungsprospektrichtlinie (80/390/EWG).

<sup>23</sup> Richtlinie 2001/34/EG v. 28.3.2001, ABl. L 184 v. 6.7.2001, S. 1-66; (berichtigte Fassung, ABl. L 217 v. 11.8.2001, S. 18-84).

<sup>24</sup> *Illberg/Neises*, WM 2002, 635, 636.

ihnen jedoch möglich, eine Übersetzung zu fordern und obwohl darüber hinausgehende inhaltliche Anforderungen unzulässig waren, gab es eine Ausnahme für besondere Angaben, die speziell für den Markt des Mitgliedstaates erforderlich sind.<sup>25</sup>

Im Jahre 1989 wurde die Emissionsprospektrichtlinie erlassen. Diese weitete die Prospektspflicht auf alle öffentlichen Wertpapierangebote aus, die erstmals an einer Börse eines Mitgliedstaates notiert werden sollen.<sup>26</sup> Diese Pflicht war unabhängig davon, ob die Notierung am amtlichen Markt angestrebt wurde oder nicht, und galt im Speziellen auch, wenn dies Unternehmen betraf, die „der Gesetzgebung von Drittstaaten unterliegen“.<sup>27</sup> Allerdings wurde auch in dieser Richtlinie darauf verzichtet, den Begriff „öffentliches Angebot“ verbindlich zu definieren und eine unterschiedliche Interpretation in den Mitgliedstaaten zu unterbinden. Zudem galt abermals der Grundsatz der gegenseitigen Anerkennung und das Verbot, weitere Anforderungen an den einmal von einem Mitgliedstaat gebilligten Prospekt zu stellen, jedoch nicht ohne Ausnahmen bezüglich länderspezifischer Angaben zu machen.<sup>28</sup>

## 1. Scheitern der Ziele

Das Ziel, die Prospektvorschriften zu harmonisieren und dadurch einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt näher zu kommen, konnte nicht erreicht werden.<sup>29</sup> Dies lag weniger an den Richtlinien als an dem Rechtsetzungsverfahren, nach dem sie entstanden sind.

Die Richtlinien sind nach den Vorgaben des Art. 249 EGV bzw. 251 EGV erlassen worden, welche die Richtlinie als ein reines Mittel sehen, um den Mitgliedstaaten Vorgaben bezüglich der zu erreichenden Ziele zu machen. Die inhaltliche Ausgestaltung wird dabei ganz den Staaten überlassen. Problematisch wird das, wenn, wie viel zu oft der Fall ist, keine Kontrolle der Zielkon-

---

<sup>25</sup> Illberg/Neises, WM 2002, 635, 638.

<sup>26</sup> Art. 1 I Emissionsprospektrichtlinie (89/298/EWG).

<sup>27</sup> S. auch Erwägungsgründe Emissionsprospektrichtlinie (89/298/EWG).

<sup>28</sup> Illberg/Neises, WM 2002, 635, 638.

<sup>29</sup> Schneider, AG 2001, 269, 269.

formität der Umsetzung erfolgt.<sup>30</sup> Dies führte letztendlich dazu, dass die Richtlinienvorgaben im Kapitalmarktrecht von den einzelnen Mitgliedstaaten in temporärer wie materieller Hinsicht unterschiedlich umgesetzt wurden.<sup>31</sup>

## 2. Problembereiche

Demzufolge haben sich durch die jahrelange Rechtspraxis einige Problembereiche herausgebildet, die letztendlich durch die Prospektrichtlinie gelöst werden sollten.

Zunächst bestand kein einheitliches Verständnis der Mitgliedstaaten bezüglich des Begriffs des öffentlichen Angebotes, was dazu führte, dass mitunter in einem Staat eine Prospektspflicht bestand, in anderen hingegen nicht.<sup>32</sup>

Ein weiteres Hemmnis, das großen zeitlichen und finanziellen Aufwand mit sich brachte, stellte die Pflicht zur Übersetzung und anschließenden Veröffentlichung des Prospektes dar.<sup>33</sup> Denn die Aufgabe des Prospektes ist nicht ausschließlich die Information des Anlegers, der Prospekt bildet darüber hinaus die Grundlage der Prospekthaftung. Folglich ist es wichtig, nicht nur eine wörtlich einwandfreie Übersetzung zu veranlassen, sondern auch eine in rechtlicher Hinsicht richtige.<sup>34</sup> Zudem sind nationale Besonderheiten zur Frist und Art der Veröffentlichung zu beachten, denn einige Staaten verlangen über die übliche Hinweisbekanntmachung hinausgehend noch den Abdruck der Zusammenfassung des Prospektes.<sup>35</sup>

Die weitaus größten Probleme entstanden aber durch das bereits erwähnte Erfordernis von länderspezifischen Zusatzangaben. Da die geforderten Zusatzangaben für jedes Land anders waren, musste letztendlich entgegen dem ursprünglichen Regelungswillen, für jedes Land ein eigener Prospekt erstellt werden. Damit wurden die durch die gegenseitige Anerkennung beabsichtigten Erleichterungen weitgehend zunichte gemacht.<sup>36</sup>

---

<sup>30</sup> Assmann, in Hadding/Hopt/Schimansky, Deutsches und europäisches Bank- und Börsenrecht, 1994, 61, 118; Seitz, BKR 2002, 340, 340.

<sup>31</sup> FESCO, 00-0961, S.3.

<sup>32</sup> Illberg/Neises, WM 2002, 635, 638.

<sup>33</sup> Illberg/Neises, WM 2002, 635, 639.

<sup>34</sup> Crüwell, AG 2003, 243, 248; Sandberger, EWS 2004, 297, 298.

<sup>35</sup> Illberg/Neises, WM 2002, 635, 639.

<sup>36</sup> Illberg/Neises, WM 2002, 635, 638.

### 3. Konsequenzen

Folglich ist das System der gegenseitigen Anerkennung von Prospekten, wie es vor Einführung der Prospektrichtlinie unter dem Regime der Emissionsprospektrichtlinie<sup>37</sup> bzw. der Kapitalmarktpublizitätsrichtlinie<sup>38</sup> bestand, auf Grund von zu verschiedenen nationalen Sonderregelungen gescheitert.<sup>39</sup> Insbesondere wurden Anleger, basierend auf diesen nationalen Besonderheiten in den Mitgliedstaaten, unterschiedlich informiert, was vermieden werden sollte.

Um die komplizierten Vorschriften der gegenseitigen Anerkennung der Wertpapierprospekte entbehrlich zu machen, bedurfte es einer Neuregelung.<sup>40</sup> Denn gerade die Vielfältigkeit der unterschiedlichen Bestimmungen in den EWR-Staaten hat bisher eine Kapitalaufnahme in verschiedenen Mitgliedstaaten für Unternehmen erschwert und Anleger in dem Erwerb von Wertpapieren von in anderen Staaten niedergelassenen Emittenten behindert.<sup>41</sup> Dadurch wird der Geldfluss innerhalb des europäischen Wirtschaftsraumes gehemmt und die Möglichkeit torpediert, aus einem großen integrierten und liquiden Finanzmarkt Kapital zu schlagen.<sup>42</sup>

Diese Erkenntnis führte zum einen dazu, dass letztendlich das Rechtsetzungsverfahren nach Art. 251 EGV, das Mitentscheidungsverfahren, als Ursache des Problems erkannt wurde, da diese Problematik nicht nur auf dem Gebiet des Prospektrechts zu verzeichnen war, sondern sich auf nahezu alle Richtlinien und deren Umsetzung ausbreitete. Deshalb wurde eine Überprüfung durch die Lamfalussy-Kommission beschlossen, der schließlich die Einführung des Lamfalussy- bzw. Komitologie-Verfahrens folgte.

Zum anderen wurde, um dem Ziel der Finanzmarktharmonisierung endlich näher zu kommen, der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (FSAP) erarbeitet.

---

<sup>37</sup> S. auch Abschnitt V Emissionsprospektrichtlinie (89/298/EWG).

<sup>38</sup> S. auch Abschnitt 7 Kapitalmarktpublizitätsrichtlinie (01/34/EWG).

<sup>39</sup> *Illberg/Neises*, WM 2002, 635, 636.

<sup>40</sup> Erwägungsgrund 1 und 30 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>41</sup> Erwägungsgrund 30 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>42</sup> Erwägungsgrund 5 Richtlinie (2003/71/EG).

## II. Auf nationaler Ebene in Deutschland

Vor Einführung des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG), das die Prospektrichtlinie in deutsches Recht umsetzt<sup>43</sup>, gab es in Deutschland die Unterscheidung in einen „vorläufigen“ Verkaufsprospekt für ein öffentliches Angebot von Wertpapieren und einen separaten, „endgültigen“ Börsenzulassungsprospekt für die Zulassung zum amtlichen Markt.<sup>44</sup> Diese Differenzierung entstand, da der deutsche Gesetzgeber die Vorgaben der europäischen Ebene in Form der Börsen- und der Emissionsprospektrichtlinie nicht, wie andere Mitgliedstaaten, in einem Gesetz zusammengefasst hat.<sup>45</sup> Deutsche Emittenten hatten auf Grund dieser Differenzierung, wenn sie ihren Prospekt in einem anderen Mitgliedstaat verwenden wollten, regelmäßig mit Schwierigkeiten zu rechnen.<sup>46</sup>

Nunmehr ist nach dem Postulat der Prospektrichtlinie nur noch eine Art von Wertpapierprospekt erforderlich und zulässig. Dieser muss nach der Billigung durch die BaFin, der deutschen Prospektbilligungs- und Prüfungsbehörde, vor Beginn des Angebots veröffentlicht und – falls nötig – durch separate Nachträge aktualisiert werden.<sup>47</sup>

Aus der deutschen Gesetzesbegründung zum WpPG geht allerdings hervor, dass die Vorschriften des WpPG sich möglichst an den Vorschriften des Wertpapier-Verkaufsprospektgesetzes und den für Börsenzulassungsprospekte geltenden Vorschriften des Börsengesetzes orientieren sollen<sup>48</sup>, soweit dies im Rahmen der Umsetzung der Prospektrichtlinie möglich ist.<sup>49</sup> Besonders deutlich wird die Bezugnahme auf die „alten“ Vorschriften dadurch, dass die Prospekthaftung nicht in das WpPG aufgenommen wurde. Sie ist nach wie vor in den §§ 44 ff. BörsG und §§ 13, 13a VerkProspG geregelt. Da die Prospektrichtlinie den Mitgliedstaaten bezüglich der Prospekthaftung weiten Spielraum lässt, ist eine Neuregelung nicht erforderlich geworden.

---

<sup>43</sup> *Weber*, NJW 2005, 3682, 3686.

<sup>44</sup> *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 502.

<sup>45</sup> *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 502.

<sup>46</sup> S. auch *Crüwell*, AG 2003, 243, 244.

<sup>47</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 83.

<sup>48</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 25.

<sup>49</sup> *Grub/Thiem*, NZG 2005, 750, 750.

## B. Financial Services Action Plan – FSAP

Um die durch die uneinheitliche Umsetzung der europäischen Richtlinien auf nationaler Ebene entstandenen Probleme zu lösen, wurde der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen auf den Weg gebracht.

Durch die von ihm erarbeiteten Vorschläge sollte nun endlich erreicht werden, was 20 Jahre lang nur versucht wurde: die Schaffung eines integrierten europäischen Finanzmarktes und der Abbau von Kapital- und Intermediationskosten<sup>50</sup>, um die Grundlage sowohl für Investitionen als auch für die Schaffung von Arbeitsplätzen zu errichten.<sup>51</sup>

### I. Entstehungsgeschichte des FSAP

Angesichts der sich verändernden Finanzlandschaft vor allem im Hinblick auf die Einführung des Euro<sup>52</sup> wurde auf der Sitzung des Europäischen Rates in Cardiff im Juni 1998 gefordert, dass die Kommission zur Tagung des Rates in Wien – ein halbes Jahr später – Verbesserungsvorschläge bezüglich des Binnenmarkts für Finanzdienste vorlegen solle.<sup>53</sup> Das Hauptaugenmerk sollte von Anfang an auf der Überprüfung der Wirksamkeit der gegenwärtigen Rechtsvorschriften und der Ermittlung von Schwachpunkten liegen, die eine Änderung der geltenden Vorschriften erforderlich erscheinen ließen.<sup>54</sup>

Die Kommission steckte daraufhin einen Bereich ab, in welchem sie Maßnahmen für dringend nötig hielt. Da jedoch bis zum Treffen des Rates in Wien noch keine konkreten Vorschläge ausgearbeitet waren, wurde die Vorlage des Berichtes über die Erfordernisse zur Schaffung eines einheitlichen Finanzmarkts verschoben.<sup>55</sup> Dabei unterstrich der Rat noch einmal, dass er die Initiative der Kommission zur Aufstellung eines Aktionsplans und zur Einsetzung einer Expertengruppe unterstütze.

---

<sup>50</sup> Keller/Langner, BKR 2003, 616, 616.

<sup>51</sup> KOM (1999) 232, S. 3.

<sup>52</sup> KOM (1999) 232, S. 3.

<sup>53</sup> *Europäischer Rat (Cardiff)*, 15.-16.6.1998, Schlussfolgerungen des Vorsitzes, Ziff. 17.

<sup>54</sup> *Europäischer Rat (Cardiff)*, 15.-16.6.1998, Schlussfolgerungen des Vorsitzes, Ziff. 17.

<sup>55</sup> *Europäischer Rat (Wien)*, 11.-12.12.1998, Schlussfolgerungen des Vorsitzes, Ziff. 51.

Die Einsetzung der Expertengruppe erfolgte im Anschluss daran und so konnte der Rat auf der Tagung in Lissabon im März 2000 endlich den Vorschlag der Kommission entgegennehmen und billigen.<sup>56</sup> Da im Anschluss daran auch das Europäische Parlament seine Zustimmung gab, stand der Umsetzung des FSAP nichts mehr im Weg.<sup>57</sup> Allerdings kam es auf der Stockholmer Tagung im März 2001 nochmals zu einer Änderung. Es wurde beschlossen, die ursprünglich bis 2005 vorgesehene Umsetzung auf 2003 vorzuziehen.<sup>58</sup>

## II. Verbesserungsvorschläge der Kommission

Der Bericht<sup>59</sup> der Kommission umfasst die folgenden fünf Verbesserungsvorschläge, die letztendlich das Fundament bilden, auf dem der FSAP basiert.<sup>60</sup>

An erster Stelle sollte nach Meinung der Kommission ein Rechtssystem geschaffen werden, das neuen regulatorischen Herausforderungen besser gewachsen ist als das bisherige Rechtsetzungssystem nach Artt. 249, 251 EGV.

Als zweites Ziel sollten noch bestehende Kapitalmarktfragmentierungen beseitigt werden, um die Kapitalaufnahme zu verbilligen und zu vereinfachen.

Drittens sollten Anleger und Emittenten von Finanzdienstleistungen in den Genuss der Vorteile kommen, die ein integrierter Finanzmarkt bietet, ohne auf einen hohen Konsumentenschutz verzichten zu müssen.

An vierter Stelle wurde eine engere Koordinierung der Aufsichtsbehörden als wichtig erachtet.

Fünftens und letztens sollte eine das Privat- und Firmenkundengeschäft unterstützende, einheitliche Infrastruktur geschaffen werden.

Auf dieser Grundlage kam die Kommission zu dem Schluss, die Einführung des Euro sei eine gute Gelegenheit, eine weitgehende Modernisierung des europäischen Finanzmarktes in Angriff zu nehmen.<sup>61</sup> Dies schien einerseits durch die voranschreitende Globalisierung und andererseits durch neue Technologien

---

<sup>56</sup> *Europäischer Rat (Lissabon)*, 23.-24.3.2000, Schlussfolgerungen des Vorsitzes, Ziff. 21.

<sup>57</sup> *Europäisches Parlament*, Entschließung, ABl. C 40, S. 453.

<sup>58</sup> *Europäischer Rat (Stockholm)*, 23.-24.3.2001, Schlussfolgerungen des Vorsitzes, Ziff. 19.

<sup>59</sup> KOM (1998) 625.

<sup>60</sup> KOM (1999) 232, S. 3.

<sup>61</sup> KOM (1999) 232, S. 3.

und Entwicklungen im Finanzdienstleistungssektor durchaus angebracht.<sup>62</sup> Zudem wurde durch die Integration der Finanzmärkte eine Senkung der Finanzierungskosten erwartet, die vor allem den kleinen und mittleren Unternehmen sowie den Verbrauchern zugute kommen würde.<sup>63</sup>

### III. Inhalte des FSAP

Um das Rechtssystem für künftige Anforderungen zu wappnen und den Finanzmarkt in der EU weiter zu defragmentieren, wurden die folgenden drei Leitlinien erarbeitet, die zukünftig bei der Schaffung neuer Vorschriften zu beachten sind.<sup>64</sup>

Zunächst ist es wichtig, Vorschriften so zu gestalten, dass der europäische Gesetzgeber auf die in zunehmendem Maße immer häufiger werdenden Veränderungen am Markt in möglichst kurzen Entscheidungsprozessen reagieren kann. Darüber hinaus sollen diese Normen nach Möglichkeit unter Einbeziehung der Meinung von Betroffenen wie Emittenten, Anlegern und Arbeitnehmern, entstehen. Zudem ist in diesem Zusammenhang auch immer eine übergreifende Sicht des Gesamtzusammenhangs zu bewahren.

Des Weiteren wurden Prioritäten abgesteckt und Ziele formuliert, welche durch die Maßnahmen des FSAP erreicht werden sollen. Die Prospektrichtlinie wird dabei als unverzichtbar eingestuft, um Vorteile aus der Einführung des Euro zu ziehen und die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzsektors und der Wirtschaft der Europäischen Union sowie die einschlägigen Verbraucherinteressen zu sichern.<sup>65</sup> Sie ist ein Mittel, einen einheitlichen Firmenkundenmarkt aufzubauen, wobei insbesondere die folgenden Ziele verwirklicht werden sollen<sup>66</sup>: So wird angestrebt, dass Emittenten in der ganzen EU zu wettbewerbsfähigen Bedingungen Finanzierungsmittel aufnehmen können. Zudem soll für Anbieter von Wertpapierdienstleistungen, die ihre Dienste grenzübergreifend anbieten wollen, administrative sowie rechtliche Hemmnisse abgebaut werden. Die Produk-

---

<sup>62</sup> *Forum Group on Market Manipulation*, Issues Paper for the First Meeting of the Group, S. 3.

<sup>63</sup> KOM (1999) 232, S. 3.

<sup>64</sup> KOM (1999) 232, S. 15.

<sup>65</sup> KOM (1999) 232, S. 21.

<sup>66</sup> KOM (1999) 232, S. 22.

tivität von Geldanlagen soll erhöht und durch die Schaffung eines einheitlichen aufsichtsrechtlichen Rahmens innerhalb der Union soll ein Klima der Rechtssicherheit erzeugt werden.

#### IV. Auswirkungen des FSAP

Da sich in den vergangenen Jahren die Kapitalmarktregulierung zu einem Schwerpunkt europäischer Gesetzgebungstätigkeit entwickelt hat, steht die Prospektrichtlinie nicht allein.<sup>67</sup> Als Teil des 1999 von der Kommission vorgestellten Aktionsplans für Finanzdienstleistungen ist sie eine von 42 Einzelmaßnahmen, die bis dato vollständig in Europäisches Recht umgesetzt sind.<sup>68</sup> Allein 23 EU-Richtlinien wurden in diesem Rahmen seither erlassen, wobei die Marktmissbrauchsrichtlinie, die Transparenzrichtlinie, aber eben auch die Prospektrichtlinie unter die prominentesten Beispiele fallen. In dieser Beziehung ist die Prospektrichtlinie als ein wesentlicher Bestandteil des FSAP zur Schaffung eines integrierten Finanzbinnenmarktes zu sehen.<sup>69</sup>

Neu in diesem Zusammenhang ist die auf europäischer Ebene bisher nicht bekannte Detailtiefe der Harmonisierung.<sup>70</sup> Ein Grund hierfür ist – wie bereits erwähnt – der Absturz an den Börsen, der in der zweiten Hälfte des Jahres 2000 begonnen hat. Das Platzen der Spekulationsblase im Jahre 2002 und die damit verbundenen Skandale um ENRON, Worldcom oder EM-TV haben ihr Übriges dazu getan.<sup>71</sup> 2002 stand im Zeichen weitreichender Änderungen<sup>72</sup>, denn nicht nur der europäische, sondern auch die nationalen Gesetzgeber haben sich genötigt gefühlt, durch zahlreiche Regulierungsmaßnahmen<sup>73</sup> am Kapitalmarkt das Vertrauen der Anleger zurückzugewinnen.<sup>74</sup>

---

<sup>67</sup> *Spindler*, NJW 2004, 3449, 3449.

<sup>68</sup> S. auch KOM, 10. Fortschrittsbericht, S. 1ff.; sowie KOM, FSAP-Evaluation, Part I, S. 3ff.

<sup>69</sup> *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 501.

<sup>70</sup> *Foelsch*, BKR 2007, 94, 94.

<sup>71</sup> *Spindler*, DStR 2002, 1576, 1576; *Foelsch*, BKR 2007, 94, 95; *Möllers*, AcP 2008, 1, 2f.

<sup>72</sup> *Fürhoff/Schuster*, BKR 2003, 134, 141.

<sup>73</sup> S. dazu *Köhler/Meyer/Mauelshagen*, BB 2004, 2623ff.

<sup>74</sup> *Foelsch*, BKR 2007, 94, 95; s. auch *DWS*, Stellungnahme v. 5.1.2005.

### C. Entstehung des Lamfalussy-Verfahrens

In jahrelanger Praxis stellte sich das Mitentscheidungsverfahren (Art. 251 EGV) als langwierig und umständlich heraus.<sup>75</sup> Zur Umsetzung des FSAP, der bis 2003 die Integration des Kapitalmarktes anstrebte, war es daher ungeeignet.<sup>76</sup>

Deshalb wurde, im Juli 2000 eine Expertengruppe unter Alexandre Lamfalussy gebildet, um Vorschläge zu unterbreiten, wie die „kafkaeske Ineffizienz“<sup>77</sup> des europäischen Finanzdienstleistungsmarktes zu beseitigen sei.

Der Abschlussbericht des Ausschusses legte nahe<sup>78</sup>: Das bisherige Rechtsetzungssystem ist zu überarbeiten, da es zu träge ist, um schnell auf Marktveränderungen reagieren zu können. Darüber hinaus bietet es zu viele Blockademöglichkeiten seitens des Ministerrates und der Mitgliedstaaten. Zudem produziert es Zweideutigkeiten, da die Mitgliedstaaten die europäischen Vorgaben unterschiedlich umsetzen. Letztendlich kann nicht zwischen wesentlichen Grundsätzen und praktischen Anwendungsvorschriften unterschieden werden, weshalb die Richtlinien zu detailliert und die praktischen Vorschriften zu schwer zu aktualisieren sind.

Deshalb unterbreitete der Ausschuss den Vorschlag eines 4-stufigen<sup>79</sup>, beschleunigten Rechtsetzungsverfahrens, das Lamfalussy- bzw. Komitologie-Verfahren. Dieses soll den Gesetzgebungsprozess beschleunigen, da sich die Verhandlungen im Rahmen der Mitentscheidung zwischen Kommission, Rat und Parlament lediglich auf wesentliche Themen und nicht auf technischen Durchführungsdetails konzentrieren.<sup>80</sup> Dadurch werden die Durchführungsbefugnisse individuell zugeschnitten, wodurch die Flexibilität erhöht und der Sachverstand der europäischen Regulierungsbehörden besser genutzt wird.

Der Vorschlag wurde sowohl vom Europäischen Parlament als auch von Seiten des Auftraggebers, dem Rat der Wirtschafts- und Finanzminister (ECOFIN)

---

<sup>75</sup> KOM (1999) 232, S. 16.

<sup>76</sup> Schmolke, NZG 2005, 912, 912.

<sup>77</sup> Kafsack, FAZ v. 29.3.2005, S. 19.

<sup>78</sup> Lamfalussy-Bericht, S. 20-21; s. auch Meyer, WM 2001, 926, 926.

<sup>79</sup> Meyer, WM 2001, 926, 926f.

<sup>80</sup> Lamfalussy-Bericht, S. 31-32.

begrüßt, obwohl das Parlament sich in seinen Mitwirkungsmöglichkeiten zu sehr eingeeignet fühlte.<sup>81</sup> So wurde der Vorschlag vom Rat auf der Sitzung in Stockholm im März 2001 angenommen<sup>82</sup> und die Kommission zur Umsetzung aufgefordert.<sup>83</sup> Diese neue Art der Rechtsetzung fand bei der Umsetzung der durch den FSAP vorgeschlagenen Maßnahmen Anwendung, folglich auch bei der Prospektrichtlinie.

## I. Erste Stufe

Auf der ersten Stufe des neuen Rechtsetzungsverfahrens werden ausschließlich die Grundsätze und Durchführungsbefugnisse geregelt. Dies erfolgt durch einen neuen Typus Richtlinie<sup>84</sup> wie etwa die Prospektrichtlinie. Diese geben durch politische Grundentscheidungen die rechtlichen Grundzüge vor und zeigen auf, in welchem Rahmen sich die späteren technischen Durchführungsbestimmungen auf der zweiten Stufe bewegen dürfen, und in wieweit und in wiefern sie geändert oder aktualisiert werden können.<sup>85</sup> Diese Vorgaben werden weiterhin im Mitentscheidungsverfahren nach Art. 251 EGV unter Mitwirkung von Ministerrat und Europäischem Parlament erlassen.<sup>86</sup> Da das Parlament an dieser Stelle über den Rahmen, in dem sich die Rechtsakte auf der zweiten Stufe bewegen dürfen, mitentscheidet, bleiben seine Mitwirkungsrechte gewahrt. Auf dieser Stufe werden die Mitgliedstaaten, die jeweiligen Regulierungsbehörden sowie das Europäische Parlament in den Entstehungsprozess der Norm miteinbezogen, um den Informationsaustausch zu verbessern und um mögliche Anregungen mit einarbeiten zu können.<sup>87</sup>

---

<sup>81</sup> *Kopp-Colomb/Lenz*, AG 2002, 24, 26.

<sup>82</sup> *Europäischer Rat (Stockholm)*, 23.-24.3.2001, Schlussfolgerungen des Vorsitzes, Ziff. 19.

<sup>83</sup> *Europäischer Rat (Stockholm)*, 23.-24.3.2001, Entschließung, ABl. C 138, S. 1.

<sup>84</sup> *Claßen/Heegemann*, Kreditwesen 2003, 1200, 1200.

<sup>85</sup> *Lamfalussy-Bericht*, S. 26 und 30.

<sup>86</sup> *Lamfalussy-Bericht*, S. 26.

<sup>87</sup> *Lamfalussy-Bericht*, S. 31-32.

## II. Zweite Stufe

Auf der zweiten Stufe werden die technischen Durchführungsmaßnahmen durch Kommission und Parlament unter Mitwirkung des ESC (Europäischer Wertpapierausschuss) und CESR (Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden)<sup>88</sup> en détail geregelt.<sup>89</sup> Dabei steht der Kommission das Initiativrecht zu. Die eigentliche Arbeit an technischen Einzelheiten erfolgt jedoch in den Ausschüssen, deren Ideen anschließend im Kommissionsvorschlag berücksichtigt werden.<sup>90</sup>

Ein probates Mittel, um Durchführungsmaßnahmen zu erlassen, sind Verordnungen, wie etwa die Prospektverordnungen 809/2004, 1787/2006 und 211/2007, da diese abstrakt und generell wirken und nicht mehr umgesetzt werden müssen.<sup>91</sup>

## III. Dritte und vierte Stufe

Stufe drei sieht vor, dass vom Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) Empfehlungen, Leitlinien und Standards sowie ein Peer-Review-Verfahren erarbeitet wird<sup>92</sup>, um eine einheitliche Umsetzung und Anwendung der Rechtsakte der ersten zwei Stufen sicherzustellen. Allerdings sind die Maßnahmen des CESR auf dieser Stufe als rechtlich unverbindlich einzustufen.<sup>93</sup> Es sollen lediglich Empfehlungen sein, die sich früher oder später durchsetzen können.<sup>94</sup>

Die Aufgabe der Kommission ist es, auf der vierten Stufe in ihrer Eigenschaft als Hüterin der Europäischen Verträge<sup>95</sup>, die richtige Anwendung der Rechtsakte in den Mitgliedstaaten sicherzustellen.<sup>96</sup> Nötigenfalls muss dies auf dem Klageweg durchgesetzt werden.<sup>97</sup>

---

<sup>88</sup> *Seitz*, BKR 2002, 340, 341.

<sup>89</sup> *Holzborn/Schwarz-Gondek*, BKR 2003, 927, 928.

<sup>90</sup> *Möllers*, ZEuP 2008, 480, 483.

<sup>91</sup> Art. 249 II EGV.

<sup>92</sup> *Holzborn/Schwarz-Gondek*, BKR 2003, 927, 928.

<sup>93</sup> *Lamfalussy-Bericht*, S. 47.

<sup>94</sup> *Möllers*, ZEuP 2008, 480, 493.

<sup>95</sup> *Claßen/Heegemann*, Kreditwesen 2003, 1200, 1201.

<sup>96</sup> *Fürhoff/Ritz*, WM 2001, 2280, 2281; *Kopp-Colomb/Lenz*, AG 2002, 24, 25.

<sup>97</sup> *Claßen/Heegemann*, Kreditwesen 2003, 1200, 1201.

Folglich geht es auf der dritten und vierten Stufe nicht mehr um Rechtsetzungsmaßnahmen auf europäischer Ebene, sondern um die Umsetzung und Durchsetzung dieser Maßnahmen auf mitgliedstaatlicher Ebene.<sup>98</sup>

#### IV. Auswirkungen des Lamfalussy-Verfahrens

Da bereits vor sieben Jahren im Abschlussbericht das Lamfalussy-Verfahren vorgestellt wurde, lässt sich kurz darstellen, wie die Reaktion auf das neue Verfahren war.

Obwohl das Lamfalussy-Verfahren anfangs auf Kritik seitens des EU-Parlaments wegen zu geringer Einflussmöglichkeiten und eines dadurch befürchteten Demokratiedefizits gestoßen ist, ist es dennoch überwiegend positiv aufgenommen und als Erfolg gewertet worden.<sup>99</sup> Nicht zuletzt konnte der FSAP nur durch die Neuerungen des Lamfalussy-Verfahrens zügig umgesetzt werden. So bedurfte der Erlass einer Richtlinie früher mitunter neun Jahre, während nunmehr etwa 20 Monate zum Erlass einer Rahmenrichtlinie ausreichen.<sup>100</sup> Deshalb wird das Verfahren mittlerweile über die Umsetzung des FSAP hinaus, etwa im Bereich Banken und Versicherungen, eingesetzt.

#### D. Grad der Harmonisierung

Diskutiert wird, welchen Grad der Harmonisierung der Europäische Gesetzgeber mit dem FSAP und den in diesem Rahmen erlassenen Richtlinien verfolgt. Einerseits wäre das Konzept der Mindestharmonisierung denkbar, da dieses die letzten 20 Jahre angewendet wurde. Hier lässt der Europäische Gesetzgeber den nationalen Rechtssetzungsorganen die Freiheit, über die Vorgaben der Richtlinie hinauszugehen. Die Mindestanforderungen lassen lediglich ein Unterschreiten der Auflagen nicht zu. Eine abschließende Regelung der Rechtsgebiete ist demnach nicht vorgesehen.

---

<sup>98</sup> *Schmolke*, NZG 2005, 912, 913.

<sup>99</sup> *Schmolke*, NZG 2005, 912, 915.

<sup>100</sup> *Möllers*, ZEuP 2008, 480, 484.

Doch aus den bisherigen Ausführungen zu FSAP, Lamfalussy-Verfahren und den Problemen der Richtlinien, die im Rahmen des Art. 251 EGV entstanden sind, wird klar: Durch die Umsetzung des FSAP und das dafür entwickelte Lamfalussy-Verfahren vollzieht der Richtlinien gesetzgeber eine Wende hin zur Vollharmonisierung. Da die Mindestharmonisierung aus ökonomischer Sicht nicht als erfolgreich beschrieben werden konnte, war diese Abkehr nötig.<sup>101</sup>

Zudem lässt sich nur so die vollkommene Neuschaffung des Gesetzgebungsverfahrens, das eine bisher nicht gekannte Regelungstiefe und Konkretisierungsdichte zulässt, erklären. Derart tiefgehende Regelungen sollen den nationalen Gesetzgeber an die europäischen Vorgaben binden. Die Kontrolle der einheitlichen Umsetzung auf der dritten und vierten Stufe ist darüber hinaus nur nötig, wenn die vollkommene Harmonisierung der nationalen Umsetzungen angestrebt wird.

Ausschließlich in Bereichen, in denen die Richtlinie keine Rechtsvereinheitlichung vorsieht (wie dies etwa in Art. 6 Prospektrichtlinie der Fall ist), können die Gesetzgeber der Mitgliedstaaten eigene Regelungen treffen.

Letztendlich ist die Vollharmonisierung ein Mittel, um das Vertrauen der Anleger in den europäischen Kapitalmarkt zu stärken und verlorenes Zutrauen wiederzugewinnen. Nur durch europaweit einheitliche Regelungen kann der Kapitalfluss zwischen den Mitgliedstaaten erleichtert und die Integration der Märkte vorangetrieben werden.

Im Bezug auf die Prospektrichtlinie heißt dies: Die gegenseitige Anerkennung und die damit verbundenen Schwierigkeiten durch nationale Sonderregelungen war ein Ergebnis der Mindestharmonisierung. Der Europäische Pass hingegen ist Produkt der Vollharmonisierung.

#### E. Entstehung der Prospektrichtlinie

Die Prospektrichtlinie ist als Maßnahme des FSAP bereits nach dem Lamfalussy-Verfahren erlassen worden. Dabei ist auf der ersten Stufe nach wie vor das Mitentscheidungsverfahren<sup>102</sup> anzuwenden. Ein Unterschied zu den vor der Einführung des Lamfalussy-Verfahrens entstandenen Richtlinien besteht ledig-

---

<sup>101</sup> Möllers, ZEuP 2008, 480, 503.

<sup>102</sup> Art. 251 EGV.

lich bezüglich der Regelungstiefe. Denn es ist die Aufgabe der Prospektrichtlinie, die Kompetenzen der Kommission bezüglich der auf der zweiten Stufe zu erlassenden Maßnahmen festzulegen.

Ein erster Entwurf<sup>103</sup> zur Prospektrichtlinie wurde von der Kommission am 30.5.2001 dem EU-Parlament<sup>104</sup>, der Europäischen Zentralbank<sup>105</sup> und dem Wirtschafts- und Sozialausschuss<sup>106</sup> zur Stellungnahme vorgelegt. Letztere regten weitgehende Änderungen an. Auf einhellige Kritik stieß – unter anderem – die lange Genehmigungsfrist des Prospektes, die bei IPOs bis zu 40 Tage betragen sollte und auch die Pflicht, den Prospekt nicht als ein einzelnes Dokument zu verfassen, sondern ihn zu teilen<sup>107</sup>, was nach der endgültigen Richtlinie immer noch möglich, aber nicht mehr vorgeschrieben ist. Darüber hinaus stießen die Vorschrift, dass die Zulassung zum Handel von der Behörde des Sitzstaates zu erfolgen habe und die fehlenden Vergünstigungen für Daueremittenten auf erheblichen Widerspruch.<sup>108</sup>

Deshalb legte die Kommission am 9.8.2002 einen neuen, vollständig geänderten Vorschlag vor.<sup>109</sup> Mehrere Änderungsvorschläge wurden dabei zumindest zum Teil berücksichtigt wie etwa hinsichtlich der Pflicht zur Zulassung im Sitzstaat und Zugeständnisse an daueremittierende Kreditinstitute.<sup>110</sup>

Auf Grundlage dieses Vorschlages wurde am 5.11.2002 im Rat ein Einvernehmen erzielt, welches zu einem gemeinsamen Standpunkt<sup>111</sup> führte.<sup>112</sup>

Im Rahmen des Mitentscheidungsverfahrens<sup>113</sup> wurde der Vorschlag noch einmal dem EU-Parlament vorgelegt, den dieses nach weiteren Zugeständnissen seitens des Rates und der Kommission billigte.<sup>114</sup> Die endgültige Entscheidung lag beim Rat, der den Vorschlag am 15.7.2003 ebenfalls guthieß. In Kraft getreten ist die Richtlinie am 31.12.2003 durch die Veröffentlichung im EU-Amtsblatt.<sup>115</sup>

---

<sup>103</sup> KOM (2001) 280, S. 272.

<sup>104</sup> *Europäisches Parlament*, Stellungnahme v. 14.3.2002, ABl. C 47 E v. 27.2.2003, S. 524.

<sup>105</sup> *Europäische Zentralbank*, Stellungnahme v. 16.11.2001, ABl. C 344 v. 6.12.2001, S. 4.

<sup>106</sup> *Wirtschafts- und Sozialausschuss*, Stellungnahme v. 17.1.2002, ABl. C 80 v. 3.4.2002, S. 52.

<sup>107</sup> *Wagner*, Die Bank 2003, 680, 680.

<sup>108</sup> *Wagner*, Die Bank 2003, 680, 680.

<sup>109</sup> KOM (2002) 460, S. 122.

<sup>110</sup> *Wagner*, Die Bank 2003, 680, 681.

<sup>111</sup> Gemeinsamer Standpunkt (EG) Nr. 25/2003, ABl. C 125 E v. 27.5.2003, S. 21.

<sup>112</sup> *Holzborn/Schwarz-Gondek*, BKR 2003, 927, 927.

<sup>113</sup> Art. 251 EGV.

<sup>114</sup> *Wagner*, Die Bank 2003, 680, 681.

<sup>115</sup> Art. 32 Richtlinie (2003/71/EG).

## §2: Ziele der Richtlinie und der Verordnungen

Die Bedeutung der Richtlinie und der Verordnungen ergibt sich aus dem gerade angesprochenen Lamfalussy-Verfahren. Dieses hat, um die Ineffizienz des Gesetzgebungsprozesses zu beheben, den Richtlinien und Verordnungen bestimmte Aufgaben zugeordnet.

### A. Ziele der Richtlinie

So soll durch die Prospekt-Richtlinie eine Rahmenregelung geschaffen werden, welche die allgemeinen Grundprinzipien festschreibt und die politischen Grundentscheidungen trifft.<sup>116</sup> Die Richtlinie hat auch die Aufgabe, auf der ersten Stufe Art und Umfang der auf der zweiten Stufe zu erlassenden technischen Durchführungsbestimmungen genau zu bestimmen und festzulegen, „innerhalb welcher Grenzen sie auf dieser Stufe geändert und aktualisiert werden können, ohne dass eine Änderung der Rahmenregelung erforderlich ist“<sup>117</sup>.

Um die Vereinheitlichung des europäischen Marktes voranzutreiben, zielt die Richtlinie darauf ab, „die Bedingungen für die Erstellung, Kontrolle und Verbreitung von Prospekten zu harmonisieren, die im Falle öffentlicher Angebote von Wertpapieren bzw. deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen sind“<sup>118</sup>. Durch diese Harmonisierung soll in Verbindung mit dem Europäischen Pass erreicht werden, dass nur noch ein Prospekt für ein europaweites Angebot nötig ist.<sup>119</sup> Zwar bestand bereits nach der Verkaufsprospekt- und der Börsenzulassungsrichtlinie die Pflicht zur gegenseitigen Anerkennung, diese wurde jedoch, wie oben gezeigt, durch den weiten Spielraum für nationale Ausnahmen torpediert.

Vorrangiges Ziel der Richtlinie ist, durch die Vereinfachung des Angebotes die Markteffizienz zu steigern sowie im Gegenzug den Anlegerschutz auszubauen.

---

<sup>116</sup> Erwägungsgrund 6 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>117</sup> *Lamfalussy-Bericht*, S. 30.

<sup>118</sup> *Holzborn/Schwarz-Gondek*, BKR 2003, 927, 928.

<sup>119</sup> *Weber*, NJW 2005, 3682, 3687.

en.<sup>120</sup> Hierbei werden sowohl der Individualschutz wie auch der Funktionschutz berücksichtigt.<sup>121</sup>

## I. Markteffizienz

Die Gesetzgebung auf europäischer Ebene ist in den letzten Jahren im Bereich des Finanzmarktes stark von den Vorgaben des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen geprägt.<sup>122</sup> Dieser basiert auf der Annahme, dass vor allem in fünf wichtigen Problemfeldern durch seine Implementierung Veränderungen vorgenommen werden müssen, um in diesen Verbesserungen zu erzielen.

Unter anderem sollen die „noch verbleibenden Kapitalmarktfragmentierungen [...] beseitigt werden, sodaß die Kapitalaufnahme an den EU-Märkten billiger wird“<sup>123</sup> und dadurch die Möglichkeit entsteht, dass „Nutzer und Anbieter von Finanzdienstleistungen [...] die Geschäftsmöglichkeiten, die ein einheitlicher Finanzmarkt bietet, unbeschränkt nutzen können und gleichzeitig von einem hohem Ausmaß an Konsumentenschutz profitieren“<sup>124</sup>.

Dies bedeutet: Durch die Prospektrichtlinie wird eine Erhöhung der Markteffizienz angestrebt, indem innereuropäische Schranken, die den Zugang zum Markt der einzelnen Mitgliedstaaten behindern, abgebaut werden. Das bisherige System der gegenseitigen Anerkennung hat bereits ein ähnliches Ziel, ist aber nicht zuletzt auf Grund zu vieler nationaler Sonderregelungen gescheitert. Mit dem von der Prospektrichtlinie eingeführten System eines Europäischen Passes wird folglich die Verwirklichung eines wichtigen Punktes der Theorie vom vollkommenen Markt angestrebt: der sogenannte freie Marktzugang ohne das Bestehen von Markteintrittsschranken. Zwar ist jede Forderung nach dem Aufstellen eines Prospektes an sich eine Marktzugangsschranke, allerdings wird diese gerechtfertigt durch das Informationsungleichgewicht zwischen den Gruppen der Marktteilnehmer, namentlich den Emittenten und den Anlegern. Als unnötig und ungerechtfertigt hat sich allerdings herausgestellt, für jeden EWR-Staat Sonderregeln zuzulassen, die im Endeffekt einen eigenen Prospekt

---

<sup>120</sup> Erwägungsgrund 10 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>121</sup> Hopt/Voigt, WM 2004, 1801, 1801.

<sup>122</sup> Keller/Langner, BKR 2003, 616, 616.

<sup>123</sup> KOM (1999) 232, S. 3.

<sup>124</sup> KOM (1999) 232, S. 3.

für jeden Markt erzwingen. Folglich wird durch den Europäischen Pass der Marktzugang erleichtert, indem nur noch ein Prospekt nötig ist. Aus den vielen nationalen Teilmärkten wird so ein großer gesamteuropäischer Markt. Damit erfährt die Gesamtwirtschaft eine Effizienzsteigerung und letztlich wird durch den Abbau von Marktzugangsschranken der Wohlfahrtsverlust, der sowohl auf Anleger- wie auf Emittentenseite entsteht, minimiert. Denn nur wenn Kapital dort hinfließen kann, wo es am erfolgversprechendsten eingesetzt und dringenden gebraucht wird, kann von einer effizienten Allokation gesprochen werden.<sup>125</sup> Dies geht Hand in Hand mit dem Anliegen, die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Finanzmärkte international sicherzustellen.

### 1. Einheitliche Standards

Die Prospekttrichtlinie und die Durchführungsverordnungen sind dabei ein Instrument, um das angestrebte Ziel der Effizienzsteigerung zu unterstützen, indem sie die Prospektstandards vereinheitlichen. Sie regeln die Anforderungen an den Prospekt bezüglich Inhalt und Format in großem Detailgrad.<sup>126</sup> Denn nur, wenn in allen EWR-Staaten die Prospekte nach den gleichen Vorschriften verfasst sind, wird ein einheitlicher Prospektstandard erreicht, der gleichzeitig ein grenzüberschreitendes Angebot von Wertpapieren in der Form ermöglicht<sup>127</sup>, dass die Herkunft des Prospektes innerhalb des EWR keine Auswirkungen auf seine inhaltliche und formale Darstellung hat.

Entfällt die nationale Prägung des Prospektes, so ist ein kompliziertes und erfahrungsgemäß kontraproduktives Verfahren der gegenseitigen Anerkennung nicht mehr nötig. Vielmehr kann dem Prospekt ein Europäischer Pass verliehen werden.

---

<sup>125</sup> Möllers, AcP 2008, 1, 7.

<sup>126</sup> Crüwell, AG 2003, 243, 246.

<sup>127</sup> Weber, NJW 2003, 18, 22.

## 2. Der Europäische Pass

Dieser Gedanke eines Europäischen Passes für Emittenten, der auf ein Konsultationspapier vom 5.5.2000 des Forums europäischer Wertpapieraufsichtsbehörden (FESCO) zurückgeht, wird durch die Art. 17 ProspRL in die Tat umgesetzt.<sup>128</sup>

Das Konzept des Passes besagt: „Ein Prospekt, der von der zuständigen Behörde eines Mitgliedstaates des EWR gebilligt wurde, ist in allen anderen Mitgliedstaaten des EWR ohne weitere inhaltliche Prüfung anzuerkennen“<sup>129</sup>, sobald die Zulassungsbehörde eine Bescheinigung an die zuständige Behörde des anderen Mitgliedstaates übermittelt hat, welche die Richtlinienkonformität des Prospektes bestätigt.<sup>130</sup> Dies hat den Sinn, die bisher geltende, nicht besonders erfolgreiche Regelung der gegenseitigen Anerkennung durch ein sogenanntes Notifizierungsverfahren zu ersetzen.<sup>131</sup> Damit soll erreicht werden, dass die Überprüfung der Prospekte ausschließlich der Herkunftslandbehörde obliegt.<sup>132</sup> Weitere Billigungsvorschriften oder Verwaltungsverfahren dürfen seitens des aufnehmenden Mitgliedstaates nicht an die Zulassung des Prospektes gestellt werden.<sup>133</sup>

### a) Einsatzmöglichkeiten

Die Einsatzmöglichkeiten des Passes sind dabei verschieden. Er soll nicht nur beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren, sondern auch beim Antrag auf Zulassung zum Handel Verwendung finden.<sup>134</sup> Für Wertpapiere, die nicht zur amtlichen Notierung zugelassen werden sollen, gelten demnach keine geringeren Anforderungen bezüglich des Prospektes mehr, da ein einheitlicher Prospektstandard eingeführt wird.<sup>135</sup> Dieser Standard orientiert sich an den Offen-

---

<sup>128</sup> Holzborn/Schwarz-Gondek, BKR 2003, 927, 931.

<sup>129</sup> Kullmann/Sester, WM 2005, 1068, 1069.

<sup>130</sup> Artt. 17, 18 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>131</sup> Fürhoff/Ritz, WM 2001, 2280, 2282.

<sup>132</sup> Fürhoff/Ritz, WM 2001, 2280, 2282.

<sup>133</sup> Art. 17 I S. 2 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>134</sup> Holzborn/Schwarz-Gondek, BKR 2003, 927, 931.

<sup>135</sup> Fürhoff/Ritz, WM 2001, 2280, 2282.

legungsstandards<sup>136</sup>, die von der International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) erarbeitet wurden.<sup>137</sup>

Durch diese Vereinheitlichung des Zulassungsverfahrens und der Erleichterung grenzüberschreitender Emissionen soll für Emittenten die EWR-weite Kapitalaufnahme vereinfacht<sup>138</sup> und verbilligt werden.<sup>139</sup> Da Emittenten der Zugang zu neuen Märkten erleichtert wird und Anleger einen breiteren Zugang zu unterschiedlichen Investmentmöglichkeiten erhalten<sup>140</sup>, führt dies zu einer deutlichen Erhöhung der Markteffizienz. Ziel bleibt, dass sowohl die Geschäftswelt wie auch die Konsumenten, Dienstleistungen grenzüberschreitend tätiger Finanzinstitutionen in Anspruch nehmen können und dadurch Investitionen und die Schaffung von Arbeitsplätzen in der Gemeinschaft angeregt werden.<sup>141</sup>

#### b) Risiken

Der Europäische Pass und das Notifizierungsverfahren haben jedoch nicht nur Vorteile, sie bergen auch gewisse Risiken. So ist etwa nicht nur von Vorteil, dass die Billigungsbehörde des Aufnahmestaates kein eigenes Billigungsverfahren mehr durchführt. Ein Nachteil dabei ist, dass ein etwaiges Regelungsgelände von Emittenten zum Beispiel über die Gründung von Tochtergesellschaften ausgenutzt wird, indem die Billigung in dem Mitgliedstaat beantragt wird, in welchem die Anforderungen an die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen am geringsten sind.<sup>142</sup> Ähnliche Missbrauchsfälle und damit verbundene Gefahren für die Funktionsfähigkeit des Marktes und den Anlegerschutz sind von anderen Richtlinien bereits bekannt. So verwundert es, dass der europäische Gesetzgeber in diesen Fällen Missbrauchsgefahren vorgebeugt hat, nicht jedoch in Zusammenhang mit der Prospektrichtlinie.<sup>143</sup>

---

<sup>136</sup> IOSCO, international disclosure standards, v. September 1998.

<sup>137</sup> Fürhoff/Ritz, WM 2001, 2280, 2282.

<sup>138</sup> Erwägungsgrund 30 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>139</sup> Weber, NJW 2004, 28, 32.

<sup>140</sup> Fürhoff/Ritz, WM 2001, 2280, 2287.

<sup>141</sup> KOM (1999) 232, S. 3.

<sup>142</sup> Mattil/Möslein, WM 2007, 819, 820.

<sup>143</sup> Mattil/Möslein, WM 2007, 819, 820.

## II. Anlegerschutz

Da durch den Europäischen Pass die Markteffizienz erhöht wird, ist es nötig, auch den Anlegerschutz sicherzustellen.<sup>144</sup> Dabei hat man sich dafür entschieden, statt das Gesellschaftsrecht im Hinblick auf den Anlegerschutz weiter auszubauen, ein effizientes kapitalmarktrechtliches Ordnungssystem zu entwickeln, da gerade die Komplexität und Vielfalt der Anlagemöglichkeiten, die dem Anleger zur Auswahl steht, den Anlegerschutz besonders wichtig werden lässt.<sup>145</sup> Denn durch den Europäischen Pass ist mit der Zunahme der Zahl der Finanzinstrumente, zwischen denen ein europäischer Anleger wählen kann, zu rechnen. Dazu kommt, dass sich in den letzten zwei Jahrzehnten immer mehr unerfahrene Anleger, die vorher klassische Sparbuchbesitzer waren, für risikoträchtige Anlageinstrumente begeistern lassen.<sup>146</sup> Dies hat ein Ausmaß angenommen, welches den Anlegerschutz und somit auch dem Schutz der Volkswirtschaft eine sozialpolitische Dimension verleiht.<sup>147</sup>

Demnach stellt sich die Frage, was unter Anlegerschutz verstanden werden soll. Einerseits kann darunter der zivilrechtlich ausgestaltete Schutz des Individualinteresses verstanden werden, andererseits aber auch der überindividuelle Anlegerschutz, der sich als Bestandteil des Funktionsschutzes des Kapitalmarktes auf die im öffentlichen Interesse liegende Leistungsfähigkeit des Marktes richtet.<sup>148</sup>

Bei genauerer Betrachtung der Regelungen der Prospektrichtlinie zeigt sich, dass diese beide Varianten im Blick hat.

### 1. Funktionsschutz

Die Einrichtung einer Aufsichtsbehörde, in Deutschland der BaFin, dient direkt dem Funktionsschutz, in concreto dem Schutz der Kreditwirtschaft.

---

<sup>144</sup> S. auch Erwägungsgrund 10 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>145</sup> Caspari, NZG 2005, 98, 98f.

<sup>146</sup> S. auch Möllers, AcP 2008, 1, 3.

<sup>147</sup> Caspari, NZG 2005, 98, 99, Möllers, AcP 2008, 1, 4.

<sup>148</sup> S. dazu Möllers, ZGR 1997, 334, 337; Köhler/Meyer/Mauelshagen, BB 2004, 2623ff.

Die Aufgabe des Funktionsschutzes ist dabei, das Risiko, welches aus dem Informationsdefizit der Anleger gegenüber den Emittenten und den unterschiedlichen Interessen der beiden Gruppen entsteht, zu minimieren und darüber hinaus das Vertrauen in den Markt zu schützen.<sup>149</sup> Nur auf einem Markt, in den die Anleger Vertrauen haben, wird es zum Austausch von Leistungen kommen. Indirekt aber, in einer Art Rechtsreflex, wird durch die Einrichtung der BaFin auch der Schutz des einzelnen Anlegers vorangetrieben, allerdings ohne diesem einen einklagbaren Anspruch gegen die Behörde zu geben.<sup>150</sup> Somit hat jeder Funktionsschutz mittelbar auch positive Auswirkungen auf den Individualschutz.

Um das Vertrauen in den Markt zu heben, ist es wichtig, bestimmte Kriterien des vollkommenen Marktes, nämlich Transparenz, Gleichbehandlung (Fairness) und die individuelle Nutzenmaximierung, zu fördern. Denn wenn das Informationsniveau des Anlegers von dem des Emittenten zu stark abweicht, kann das Ziel der Fairness nicht erreicht werden und es wird zu Fehlentwicklungen, wie Betrug oder Irreführung, kommen.<sup>151</sup> Der Anleger wäre dann gezwungen, zur Nutzenmaximierung den Markt zu verlassen. Ein derartiger Rückzug vom Markt kann schlimmstenfalls volkswirtschaftsbedrohende Ausmaße wie der Börsencrash 2002 annehmen.<sup>152</sup> Dem entgegenzuwirken und Fehlentwicklungen einzudämmen, ist die Aufgabe staatlicher Überwachungseinrichtungen, denn das Kapital der Anleger wird dringend benötigt, um volkswirtschaftlichen Nutzen für beide Gruppen, Anleger und Emittenten, zu schaffen und somit Gesamtwohlfahrt zu erzeugen. Somit helfen staatliche Überwachungsmaßnahmen gesamtwirtschaftliche Folgekosten (social costs) zu vermeiden.<sup>153</sup>

Allerdings darf die staatliche Aufsicht wiederum nicht zu weit gehen. Sie darf die Anlegerentscheidung, sollte diese auch falsch sein, nicht unterbinden. Der Kapitalmarkt muss seine Risikokomponente behalten.

Deshalb schien es vorteilhaft, die Prospektstandards anzugleichen und Transparenzvorschriften für öffentliche Angebote von Wertpapieren auf einen ein-

---

<sup>149</sup> Möllers, ZGR 1997, 334, 338; Spindler, DStR 2002, 1576, 1576.

<sup>150</sup> S. dazu *EuGH*, v. 12.10.2004, C-222/02, Ansprüche von Bankkunden aus der Richtlinie über Einlagensicherungssysteme (Peter Paul u.a./Bundesrepublik Deutschland).

<sup>151</sup> Caspari, NZG 2005, 98, 99; s. auch *Fleischer*, Gutachten F, 64. Deutscher Juristentag 2002, S. F 27f.

<sup>152</sup> Möllers, AcP 2008, 1, 9.

<sup>153</sup> Möllers, AcP 2008, 1, 16.

heitlichen, hohen Standard anzuheben.<sup>154</sup> Diese Neuerung soll die Vorbehalte gegen das bisher bestehende Verfahren der gegenseitigen Anerkennung zum Verstummen bringen, da einheitliche, hohe Standards die Anleger in allen EU-Staaten gleichermaßen schützen.<sup>155</sup>

Für Deutschland ist festzustellen: Die neue Regelung hat zu einer Ausweitung der Mindestangaben gegenüber dem Verkaufsprospektgesetz und der Börsenzulassungsverordnung geführt.<sup>156</sup> Der Wille des europäischen Gesetzgebers, durch eine möglichst weitgehende Transparenz Kapitalmarktschutz zu erreichen, wird deutlich.<sup>157</sup>

Um die Einhaltung der von der Prospektrichtlinie postulierten und durch die Umsetzung der Richtlinie entstandenen Rechtsvorschriften sicherzustellen, verlangt die Prospektrichtlinie für den Verstoß gegen diese Rechtsvorschriften innerstaatlich wirksame, verhältnismäßige und abschreckende Sanktionen festzusetzen.<sup>158</sup>

## 2. Individualschutz

Während der Funktionsschutz auf eine Überwachung des Marktes durch eine Aufsichtsbehörde abzielt, für Verstöße gegen Vorschriften Sanktionen vorsieht und dabei als Rechtreflex den Individualschutz mit einbezieht, sieht die Prospektrichtlinie noch ein anderes Mittel zur Stärkung des Schutzes des Individuums durch das Aufstellen von zivilrechtlichen Haftungsansprüchen vor.

Deshalb hat die Richtlinie erstmals die Umsetzung einer zivilrechtlichen Prospekthaftung vorgeschrieben. Bemerkenswert ist dabei, dass nicht etwa eine Vollharmonisierung der Haftungsbestimmungen angestrebt wird<sup>159</sup>, sondern nur eine Verpflichtung für die Mitgliedstaaten aufgenommen wurde, die Anwendbarkeit von zivilrechtlichen Haftungsnormen auf Prospekthaftungsnormen sicherzustellen.<sup>160</sup>

---

<sup>154</sup> Holzborn/Schwarz-Gondek, BKR 2003, 927, 928.

<sup>155</sup> Fürhoff/Ritz, WM 2001, 2280, 2287.

<sup>156</sup> Caspari, NZG 2005, 98, 98.

<sup>157</sup> Möllers, ZGR 1997, 334, 366.

<sup>158</sup> Erwägungsgrund 43 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>159</sup> Weber, NJW 2004, 3674, 3677.

<sup>160</sup> Art. 6 Richtlinie (2003/71/EG).

Allerdings ist die Prospekthaftung im ursprünglichen Vorschlag der Kommission gar nicht angedacht gewesen.<sup>161</sup> Erst durch Fürsprache von deutscher Seite wurde diese in die endgültige Richtlinie aufgenommen.<sup>162</sup> Obwohl es nur zu einer Mindestharmonisierung gekommen ist, wird dies dennoch als ein Erfolg für die deutschen Bemühungen gewertet<sup>163</sup>, denn in einigen Mitgliedstaaten wurde die Prospekthaftung bisher nicht als zivil-, sondern als öffentlichrechtliches Problem der Haftung der zuständigen Behörde gesehen.<sup>164</sup> Folglich wurde in diesen Staaten dem Funktionsschutz mehr Gewicht eingeräumt als dem Individualschutz. Faktisch konnte der geschädigte Anleger – wenn überhaupt – nur gegen die Aufsichtsbehörde vorgehen, soweit sie sich ein Vernachlässigen ihrer Pflichten vorwerfen lassen musste, allerdings nicht gegen die Prospektverantwortlichen, wie dies nun durch Art. 6 Prospektrichtlinie zwingend vorgeschrieben wird.

Insofern hat die auf den ersten Blick spärlich erscheinende Regelung der Prospekthaftung für die Anleger in einigen Mitgliedstaaten eine durchaus erhebliche Auswirkung.

## B. Ziele der Verordnungen

Die Aufgabe der Verordnungen unterscheidet sich maßgeblich von der Aufgabe der Richtlinie. Während die Richtlinie lediglich eine grundsätzliche Regelungsrichtung vorgibt, obliegt es der Verordnung, die technischen Durchführungsmaßnahmen in dem vorgegebenen Rahmen<sup>165</sup> zu konkretisieren.<sup>166</sup> Dabei hat der Europäische Gesetzgeber bewusst darauf verzichtet, bereits in der Richtlinie technische Details zu regeln. Der Grund hierfür ist im Lamfalussy-Verfahren zu suchen. Denn Maßnahmen der ersten Stufe, wie die Prospektrichtlinie, werden weiterhin nach dem Mitentscheidungsverfahren (Art. 251 EGV) beschlossen. Dieses ist – wie dargestellt – langwierig und demnach nicht geeignet, Änderungen schnell umzusetzen. Maßnahmen der

---

<sup>161</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 252.

<sup>162</sup> S. dazu *German Ministry of Finance*, Proposition for the creation of a European Prospectus, Agency Council Document 9505/02 (May 2002).

<sup>163</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 252.

<sup>164</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 252.

<sup>165</sup> *Schmolke*, NZG 2005, 912, 913.

<sup>166</sup> Erwägungsgrund 6 Richtlinie (2003/71/EG).

zweiten Stufe wie die Prospektverordnungen werden hingegen nicht durch das Mitentscheidungsverfahren erlassen, sondern von der Kommission unter Mitwirkung des ESC und des CESR. Dies spart Zeit und macht es möglich, auf neue Umstände flexibel zu reagieren. Ein zusätzlicher Vorteil, den die Verordnung mit sich bringt, ist, dass sie nicht umgesetzt werden muss, da sie in den Mitgliedstaaten abstrakt und generell wirkt. Zudem tritt in den Bereichen, in denen den nationalen Gesetzgeber keine Regelungskompetenz zugesprochen wird, automatische Vollharmonisierung ein. Dies führt nochmals zu einer Zeitersparnis.

Da es ein Ziel des Lamfalussy-Verfahrens ist, Regelungen auf europäischer Ebene schnellstmöglich in nationales Recht umgesetzt zu sehen, ist die Aufgabentrennung zwischen Verordnung und Richtlinie sinnvoll.

Folglich ist es die Aufgabe der Durchführungsverordnungen zur Prospektrichtlinie, die Anforderungen an den Prospekt, die in der Prospektrichtlinie nur allgemein dargestellt sind, zu konkretisieren. Hierbei stellt die Verordnung 809/2004 die eigentliche Durchführungsregelung dar; die Verordnungen 1787/2006 und 211/2007 sind reine Änderungen der zuerst genannten Verordnung. Sie sind selbst nur Rudimente, die nur in Verbindung mit der eigentlichen Durchführungsverordnung Sinn ergeben.

Um die Prospektrichtlinie inhaltlich mit Leben zu füllen, werden die Anforderungen hinsichtlich der Mindestangaben, die in den Prospekt aufgenommen werden müssen, konkretisiert<sup>167</sup> und umfangreiche Offenlegungspflichten aufgestellt. Diese beziehen sich auf die im Prospekt aufzunehmenden Informationen, das Format und die Vorgaben der Veröffentlichung, die in den Prospekt in Form von Verweisen aufzunehmenden Informationen und die Verbreitung von Werbung.<sup>168</sup>

Um dem Emittenten die Erstellung des Prospektes zu erleichtern und den Anlegern Informationen in verständlich dargestellter Form für ihre Anlageentscheidung an die Hand zu geben, wird bei der Prospekterstellung auf eine oder mehrere der in der Verordnung 809/2004 dargestellten Schemata und Module zurückgegriffen. Je nach Art des Emittenten und Typ der Wertpapiere ist eine Typologie mit Mindestangaben vorgegeben, die den in der Praxis am häufigs-

---

<sup>167</sup> Art. 4-20 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>168</sup> Erwägungsgrund 1 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

ten verwendeten Schemata entspricht.<sup>169</sup> Die Schemata stützen sich hierbei einerseits auf die Informationsbestandteile, die in den IOSCO-Offenlegungsstandards für das grenzübergreifende Angebot gefordert werden und andererseits auf die bereits bestehenden Schemata der Richtlinie 2001/34/EG.<sup>170</sup>

### § 3: Umsetzung

Sowohl die Verordnung als auch die Richtlinie sind für alle Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums, nicht nur der EG, von Bedeutung.<sup>171</sup> Im Gegensatz zur Verordnung, die in jedem EWR-Staat unmittelbar und allgemein gilt<sup>172</sup>, muss die Prospektrichtlinie allerdings in das nationale Recht der EWR-Staaten umgesetzt werden.<sup>173</sup> Die Tatsache, dass sie bereits seit ihrer Veröffentlichung im Amtsblatt der Europäischen Union in Kraft getreten ist<sup>174</sup>, ändert daran nichts.<sup>175</sup> Sie ist nur bezüglich des zu erreichenden Ziels verbindlich, überlässt aber dem nationalen Gesetzgeber die Ausgestaltung.

Um der Umsetzung der Richtlinie einen gewissen zeitlichen Rahmen zu geben, hat sich der EU-Gesetzgeber entschieden, den 1.7.2005 als Stichtag festzusetzen.<sup>176</sup> Deutschland hat diese zeitliche Vorgabe – neben anderen Staaten – eingehalten.<sup>177</sup> Zweck der Pflicht zur zeitnahen Umsetzung ist es, die angestrebten Ziele Anlegerschutzes und Markteffizienz voranzutreiben. Denn nur durch einheitliche Emissionsbedingungen in allen Staaten des EWR kann ein transparenter Wertpapiermarkt mit klar formulierten, einheitlichen Vorgaben sowohl für Anleger als auch für Emittenten geschaffen werden.<sup>178</sup>

---

<sup>169</sup> Erwägungsgrund 2 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>170</sup> Erwägungsgrund 2 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>171</sup> Siehe ABl. L 345 v. 31.12.2003, S. 64; ABl. L 186 v. 18.7.2005, S. 3.

<sup>172</sup> Art 249 II EGV; Artt. 7 lit. a, 98 Abkommen über den Europäischen Wirtschaftsraum, ABl. L 1 v. 3.1.1994, S. 3ff. i.V.m. Beschluss des gemeinsamen EWR-Ausschusses Nr. 64/2005, v. 29.4.2005, ABl. L 239 v. 15.9.2005, S. 48f.

<sup>173</sup> Art. 249 III EGV; Artt. 7 lit. b, 98 Abkommen über den Europäischen Wirtschaftsraum, ABl. L 1 v. 3.1.1994, S. 3ff. i.V.m. Beschluss des gemeinsamen EWR-Ausschusses Nr. 73/2004, v. 8.6.2004, ABl. L 349 v. 25.11.2004, S. 30f.

<sup>174</sup> Art. 32 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>175</sup> Zur innerstaatlichen Wirkung von Richtlinien: *Scherzberg*, Jura 1993, 225ff.

<sup>176</sup> Art. 29 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>177</sup> Artt. 1, 10 Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BGBl. I 2005, S. 1698 v. 22.6.2005.

<sup>178</sup> *Christ*, Der Einfluss der EU-Prospektrichtlinie auf das Wertpapierprospekthaftungsrecht in der Bundesrepublik Deutschland, Baden-Baden, 2007, S. 30.

### 3. Teil: Die Deutsche Umsetzung der Prospektrichtlinie – das WpPG

Der erste Schritt zur Umsetzung der Prospektrichtlinie in deutsches Recht wurde durch das Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz, welches am 22.6.2005 in Kraft getreten ist, gemacht. In diesem Gesetz wird in Art. 1 die Einführung des Wertpapierprospektgesetzes beschlossen<sup>179</sup>, mit dessen Inkrafttreten am 1.7.2005 die Prospektrichtlinie endgültig in deutsches Recht umgesetzt wurde. Neben der Einführung des WpPG kommt dem Umsetzungsgesetz die Aufgabe zu, die nötigen Änderungen im Verkaufsprospektgesetz<sup>180</sup>, im Börsengesetz<sup>181</sup>, in der Börsenzulassungsverordnung<sup>182</sup> und im Investmentgesetz<sup>183</sup> sowie die Aufhebung der Verkaufsprospektverordnung<sup>184</sup> vorzunehmen. Diese abgeänderten bzw. aufgehobenen Regelungen sind durch die Einführung des WpPG obsolet geworden.

#### § 1: Anwendungsbereich des WpPG und Prospektpflicht

Denn die Vereinheitlichung der Bedingungen für die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung eines Prospektes für die Börsenzulassung oder bei einem öffentlichen Angebot im EWR ist das grundlegende Anliegen des europäischen Gesetzgebers, das durch die Prospektrichtlinie zum Ausdruck kommt und somit auch Aufgabe und Anwendungsbereich des WpPG.<sup>185</sup> Insbesondere wird das Billigungsverfahren durch die BaFin, die Modalitäten der Prospektveröffentlichung, die Voraussetzungen, unter denen der von der BaFin gebilligte Prospekt zu veröffentlichen ist, sowie das Notifizierungsverfahren geregelt. Gemäß § 3 I, III WpPG ist es die Pflicht der Mitgliedstaaten, dafür zu sorgen, dass sowohl für ein öffentliches Angebot als auch für die Zulassung zum Handel ein Prospekt erstellt wird. Neu ist, dass, wie bereits erwähnt, nur noch eine

---

<sup>179</sup> Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist (Wertpapierprospektgesetz – WpPG), BGBl. I 2005, S. 1698 v. 22.6.2005.

<sup>180</sup> Art. 2 Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz, BGBl. I 2005, S. 1698 v. 22.6.2005.

<sup>181</sup> Art. 3 Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz.

<sup>182</sup> Art. 4 Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz.

<sup>183</sup> Art. 5 Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz.

<sup>184</sup> Art. 9 Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz.

<sup>185</sup> Art. 1 Richtlinie (2003/71/EG); § 1 WpPG.

Art von Prospekt zulässig ist und keine Unterscheidung mehr in Börsenzulassungs- und Verkaufsprospekt erfolgt.

Allerdings schränkt das WpPG die Prospektspflicht auf drei Ebenen ein, wobei durch § 1 II WpPG der Anwendungsbereich des Gesetzes begrenzt wird und in §§ 3 II und 4 WpPG Ausnahmen aufgelistet werden.<sup>186</sup>

Des Weiteren hat erstmals über die Prospekttrichtlinie eine verbindliche Definition der Begriffe „organisierter Markt“<sup>187</sup> sowie „öffentliches Angebot“<sup>188</sup> ins deutsche Gesetz Einzug gefunden. Ob das damit verfolgte Ziel, künftig Klarheit hinsichtlich der Begriffsinhalte zu haben, welche die Anwendbarkeit des WpPG und die Ausnahmen von der Anwendung des Gesetzes beeinflussen, tatsächlich erreicht wird, wird einer genauen Betrachtung bedürfen.

#### A. Anwendungsbereich

Wie bei jedem Gesetz muss auch beim Wertpapierprospektgesetz zunächst der Anwendungsbereich eröffnet sein, da gewisse Finanzinstrumente von vorneherein aus dem Anwendungsbereich des WpPG ausgeschlossen sind, namentlich diejenigen, die nicht unter die Definition des möglichst weit auszulegenden<sup>189</sup> Begriffes „Wertpapier“<sup>190</sup> fallen.<sup>191</sup> Zudem wird der Anwendungsbereich nicht eröffnet, wenn es an dem nötigen „öffentlichen Angebot“<sup>192</sup> oder dem Versuch der Zulassung an einen „organisierten Markt“<sup>193</sup> fehlt. Darüber hinaus werden in § 1 II WpPG fünf Ausnahmen von der generellen Anwendungsregel des WpPG gemacht.<sup>194</sup> Nennenswerte Ausnahmen scheinen hierbei die Kleinstemissionen sowie die Daueremissionen zu sein.

Für Emittenten, deren Wertpapiere unter die Regelungen des § 1 II WpPG fallen, besteht die Möglichkeit, freiwillig einen Prospekt im Sinne des WpPG zu erstellen.<sup>195</sup> Einerseits trifft sie in diesem Fall die Pflicht zur Erstellung eines

---

<sup>186</sup> *Leuring*, Der Konzern 2006, 4, 6.

<sup>187</sup> § 2 Nr. 16 WpPG.

<sup>188</sup> § 2 Nr. 4 WpPG.

<sup>189</sup> *Weber*, NZG 2004, 361, 362.

<sup>190</sup> § 2 Nr. 1 WpPG.

<sup>191</sup> *Seitz*, AG 2005, 678, 681.

<sup>192</sup> § 2 Nr. 4 WpPG.

<sup>193</sup> § 2 Nr. 16 WpPG.

<sup>194</sup> *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1069.

<sup>195</sup> § 1 III WpPG, s. auch *Holzborn/Israel*, ZIP 2005, 1668, 1668; *König*, ZEuS 2004, 251, 261.

Prospektes im Sinne der Richtlinie, andererseits genießen sie die Vorzüge des Europäischen Passes und der damit verbundenen grenzüberschreitenden Einsetzbarkeit.<sup>196</sup>

## I. Wertpapierbegriff

In § 2 WpPG werden Begriffe, die für das Verständnis des Gesetzes wichtig sind, definiert. Auch zu dem Begriff Wertpapier ist in diesem Katalog eine Erläuterung enthalten. Dabei entspricht der Begriffsinhalt im WpPG – laut Gesetzesbegründung zum WpPG – dem des Artikels 4 I Nr. 18 der Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID)<sup>197</sup>.

Gemäß § 2 Nr. 1 WpPG ist der Wertpapierbegriff zunächst an die Handelbarkeit auf einem Markt, sowie die generelle Übertragbarkeit gekoppelt. Aus der Gesetzesbegründung lässt sich diesbezüglich entnehmen, dass Wertpapieren die Eigenschaft der leichten Austauschbarkeit, der Fungibilität, anhängt, woran es beispielsweise Namensschuldverschreibungen oder Schuldscheindarlehen fehlen würde, da sie nur durch Abtretung übertragen werden können.<sup>198</sup> Auf eine Verbriefung soll es hingegen – laut Gesetzesbegründung – nicht ankommen. Somit können Wertpapiere Aktien sein, die nur in einem Register gelistet sind.<sup>199</sup>

Ausgenommen vom Begriff der Wertpapiere sind hingegen Geldmarktinstrumente mit Laufzeiten von weniger als 12 Monaten. Darunter fallen unter anderem Schatzanweisungen, Einlagenzertifikate und Commercial Papers, nicht jedoch unter den Begriff dieser Geldmarktinstrumente zu zählen sind Termingelder und Sparbriefe, da diese nicht an einem Markt handelbar sind und ihnen somit von vorneherein die Fungibilität fehlt.<sup>200</sup>

---

<sup>196</sup> Holzborn/Schwarz-Gondek, BKR 2003, 927, 929.

<sup>197</sup> Richtlinie 2004/39/EG v. 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates (MiFID), ABl. L 145 v. 30.4.2004, S. 1-44.

<sup>198</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 28.

<sup>199</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 28.

<sup>200</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 28.

Einige Finanzinstrumente, die auf jeden Fall unter den Begriff „Wertpapier“ fallen sollen, wie etwa Zertifikate, sind in dem nicht abschließenden Katalog des § 2 Nr. 1 litt. a-c WpPG ausdrücklich aufgeführt.

So sind Aktien und andere Wertpapiere, die Aktien oder Anteile an Kapitalgesellschaften oder anderen juristischen Personen vergleichbar sind, sowie Aktien vertretende Zertifikate in jedem Fall als Wertpapiere aufzufassen.<sup>201</sup> Diese anderen mit Aktien vergleichbaren Wertpapiere sind Mitgliedschaftsrechte verkörpernde Papiere, beispielsweise Zwischenscheine gemäß § 8 VI AktG, nicht jedoch dazu zählen insbesondere GmbH-Anteile oder Kommanditanteile, da es diesen wiederum an der Fungibilität mangelt.<sup>202</sup>

## II. Öffentliches Angebot

Was man unter einem „öffentlichen Angebot“ zu verstehen hat, ist in § 2 Nr. 4 WpPG definiert als „Mitteilung an das Publikum in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die anzubietenden Wertpapiere enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, über den Kauf oder die Zeichnung dieser Wertpapiere zu entscheiden.“

### 1. Änderung zum früheren Begriffsverständnis

Diese Definition verzichtet im Gegensatz zu der Bekanntmachung des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel (BAWe), einer Vorgängerorganisation der BaFin, zum Verkaufsprospektgesetz und zur Verkaufsprospektverordnung, auf die Einschränkung der konkreten Möglichkeit zum Erwerb.<sup>203</sup> Der Wegfall dieser Einschränkung wird mitunter als eine Ausweitung der Prospektspflicht gesehen.<sup>204</sup>

---

<sup>201</sup> § 2 Nr. 1 lit. a WpPG.

<sup>202</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 28.

<sup>203</sup> S. auch die Bekanntmachung des BAWe zum VerkProspG v. 6.9.1999, BAnz. Nr. 177 v. 21.9.1999, S. 16180; *Hutter/Leppert*, NJW 2002, 2208, 2209; *Weber*, NZG 2004, 360, 361.

<sup>204</sup> *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 498, 500.

Ob die Aufnahme einer konkreten Definition des öffentlichen Angebotes wirklich zu Neuerungen gegenüber der Rechtslage vor Einführung des WpPG führen wird, ist ungewiss. Da der Begriff „öffentlich“ in der Definition durch das Wort „Publikum“ ersetzt wird, welches beinahe als Synonym zu öffentlich gelten darf<sup>205</sup>, ist dies fraglich. Es wäre zwar möglich, „Publikum“ so zu verstehen, dass sich das Angebot an eine nicht näher bestimmte Anzahl von Personen richten muss, allerdings macht ein Blick auf die französische und die englische Fassung der Umsetzungen zur Prospektrichtlinie diese Interpretation unwahrscheinlich.<sup>206</sup> In diesen ist von vornherein nicht vom Publikum, sondern von Personen (engl.: to persons, franz.: a des personnes) die Rede, sodass der Begriff Publikum wohl als ein Synonym für eine Personenmehrheit zu verstehen ist.<sup>207</sup> Dass im Rahmen der Ausnahmenvorschriften<sup>208</sup> die Abgrenzung zu Angeboten an einen beschränkten Anlegerkreis geregelt wurde<sup>209</sup>, unterstützt dies.

Zudem steht in der Gesetzesbegründung zum WpPG, die Definition des § 2 Nr. 4 WpPG entspricht dem Begriffsverständnis des öffentlichen Angebots nach dem Verkaufsprospektgesetz.<sup>210</sup> Deshalb hat die BaFin angekündigt, ihre Auslegung des Begriffs durch die Einführung des WpPG nicht zu ändern.<sup>211</sup> Demnach wird der Begriff des öffentlichen Angebotes weiterhin einer weiten teleologischen Auslegung offenstehen.<sup>212</sup>

## 2. Voraussetzung an das Angebot

Zur Fragen, wann die Kriterien eines Angebotes erfüllt sind, hat sich folgende Ansicht herausgebildet: Allgemein gehaltene Informationen, Werbemaßnahmen und Veröffentlichungen fallen nicht darunter, auch dann nicht, wenn sie bereits auf die Möglichkeit zum Erwerb von Wertpapieren hinweisen, solange

---

<sup>205</sup> *Duden*, Universalwörterbuch, 4. Aufl. 2001, Stichwort: Publikum, S. 1253.

<sup>206</sup> *König*, ZEuS 2004, 251, 257.

<sup>207</sup> *König*, ZEuS 2004, 251, 257.

<sup>208</sup> § 3 II Nr. 2 WpPG.

<sup>209</sup> *König*, ZEuS 2004, 251, 257.

<sup>210</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 28.

<sup>211</sup> *Leuering*, Der Konzern 2006, 4, 5.

<sup>212</sup> *Hutter/Leppert*, NJW 2002, 2208, 2209.

noch keine konkrete Erwerbs- oder Zeichnungsmöglichkeit besteht.<sup>213</sup> Vielmehr muss das vom Anleger abgegebene Angebot vom Emittenten verbindlich durch einseitige Erklärung angenommen werden können.<sup>214</sup>

Somit kann ein öffentliches Angebot nach wie vor „erst mit der Veröffentlichung der Aufforderung zur Angebotsabgabe am ersten Tag der Zeichnungsfrist“<sup>215</sup> vorliegen.

Eine Ausnahme vom öffentlichen Angebot soll vorliegen, wenn nur ein begrenzter Kreis von im Einzelnen bekannten Personen nach individuell ausgewählten Gesichtspunkten angesprochen wird.<sup>216</sup> Darüber hinaus soll weiterhin auch auf das Aufklärungsbedürfnis der potentiellen Anleger abgestellt werden, wenn es darum geht, ob ein Prospekt notwendig ist.<sup>217</sup> Dies kann, wie weiter unten noch gezeigt werden wird, bei Mitarbeiterprogrammen von erheblicher Bedeutung sein.

### 3. Auswirkung des Auslegungsspielraums

Die fehlende Definition des Begriffes „öffentliches Angebot“ hat bereits unter dem Regime der Vorgängerrichtlinien der Prospektrichtlinie zu Schwierigkeiten geführt. Da weiterhin eine weite Auslegungsmöglichkeit hinsichtlich des Begriffes besteht, kann es nach wie vor dazu kommen, dass länderspezifisch unterschiedliche Auslegungen die Pflicht zur Prospekterstellung an unterschiedlichen Kriterien festmachen und so in einem Land ein Prospekt verlangt wird, während dies im anderen nicht der Fall ist.<sup>218</sup> Um dies zu verhindern, wäre eine Klarstellung seitens des CESR wünschenswert.

---

<sup>213</sup> *Grub/Thiem*, NZG 2005, 750, 750.

<sup>214</sup> *Leuering*, *Der Konzern* 2006, 4, 6.

<sup>215</sup> *Hutter/Leppert*, NJW 2002, 2208, 2209.

<sup>216</sup> *Leuering*, *Der Konzern* 2006, 4, 6.

<sup>217</sup> *Leuering*, *Der Konzern* 2006, 4, 6.

<sup>218</sup> *Illberg/Neises*, WM 2002, 635, 638.

### III. Organisierter Markt

Ein „organisierter Markt“ soll laut Definition vorliegen, wenn ein Markt besteht, „der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird, regelmäßig stattfindet und für das Publikum unmittelbar oder mittelbar zugänglich ist“<sup>219</sup>.

Diese Definition deckt sich mit der Definition des organisierten Marktes aus § 2 V WpHG und umfasst in Deutschland derzeit den amtlichen<sup>220</sup> und den geregelten<sup>221</sup> Markt, nicht jedoch den vor allem von kleinen und mittleren Unternehmen zur Kapitalbeschaffung gern gewählten<sup>222</sup> Freiverkehr.<sup>223</sup> Denn dieser wird keiner Regulierung durch hoheitliche Stellen unterworfen, sondern ausschließlich durch eine von der jeweiligen Börse erstellten Freiverkehrsrichtlinie geregelt.<sup>224</sup>

Demzufolge findet das WpPG nur auf den amtlichen und den geregelten Markt Anwendung und postuliert auch nur bezüglich dieser Märkte eine Prospektspflicht.<sup>225</sup>

### IV. Kleinstemissionen

Kleinstemissionen von Einlagenkreditinstituten<sup>226</sup> sowie von Emittenten, deren Wertpapiere bereits an einem organisierten Markt zum Handel zugelassen wurden, werden durch § 1 II Nr. 4 WpPG aus dem Anwendungsbereich des Gesetzes ausgenommen. Kurz angesprochen sei, dass die Prospektrichtlinie anders als das Wertpapierprospektgesetz für Kleinstemissionen keine Einschränkung auf Einlagekreditinstitute vorgenommen hat.<sup>227</sup> Da die Richtlinie für aus dem Regelungsbereich des Art. 1 ProspRL ausgeschlossene Tatbestän-

---

<sup>219</sup> § 2 Nr. 16 WpPG.

<sup>220</sup> §§ 30ff. BörsG.

<sup>221</sup> §§ 49ff. BörsG.

<sup>222</sup> *Sudmeyer/Rückert/Kuthe*, BB 2005, 2703, 2703; *Leuring/Simon*, NJW-Spezial 2006, 27, 27.

<sup>223</sup> *Schlitt*, FAZ v. 22.12.2004, S. 23; *Groß*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2006, § 2 WpPG Rdnr. 35.

<sup>224</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 25; *Müller-Michaels/Wecker*, FB 2005, 736, 736.

<sup>225</sup> *Müller-Michaels/Wecker*, FB 2005, 736, 737.

<sup>226</sup> S. zur Begriffsbestimmung § 1 III d S. 1 KWG.

<sup>227</sup> Art. 1 II lit. h Richtlinie (2003/71/EG).

de nicht verpflichtend ist, war der deutsche Gesetzgeber frei, andere Regelungen zu treffen.

Folglich findet das WpPG keine Anwendung für emittierende Banken und börsennotierte Unternehmen, wenn das Angebotsvolumen, d.h. der Verkaufspreis aller öffentlich angebotenen Wertpapiere im Zeitraum von 12 Monaten, weniger als 2,5 Millionen Euro beträgt.

### 1. Berechnung von Obergrenze und Frist

Tatsächlich sind zur Berechnung dieser Höchstgrenze die Verkaufspreise aller öffentlich angebotenen Wertpapiere mit einzubeziehen<sup>228</sup>, wobei die ersten Ausgabepreise ausschlaggebend sind.<sup>229</sup> Sollte der Emittent mehrfach unterschiedliche Wertpapiere anbieten, so zählen diese ebenfalls zu dem Höchstbetrag von 2,5 Millionen Euro, auch wenn für sie die Ausnahme der Prospektfreiheit gelten würde.<sup>230</sup>

Die 12-monatige Frist beginnt mit dem Tag, an dem der Emittent oder Zulassungsantragsteller erstmals den Ausgabepreis öffentlich bekannt gibt, wobei auf die Fristberechnung die einschlägigen Vorschriften des BGB<sup>231</sup> Anwendung finden.<sup>232</sup>

### 2. Argumente für die generelle Befreiung

Allerdings gibt es kritische Stimmen, die keinen Grund sehen, Kleinstemissionen zu privilegieren und aus dem Anwendungsbereich des WpPG herauszunehmen. Sie behaupten, bei Kleinstemissionen bestünde für die Anleger kein geringeres Schutzbedürfnis, da Angebotsvolumen und Risikograd nicht zusammenhängen.<sup>233</sup>

Berücksichtigt werden muss allerdings: Die Prospektrichtlinie stellt höhere Anforderungen an den Prospekt als ihre Vorgängerregelungen, sodass eine

---

<sup>228</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 27; s. auch *Heidelbach/Preuße*, BKR 2006, 316, 316.

<sup>229</sup> *Groß*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2006, § 1 WpPG Rdnr. 7.

<sup>230</sup> *Heidelbach/Preuße*, BKR 2006, 316, 316.

<sup>231</sup> § 187ff. BGB.

<sup>232</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 27.

<sup>233</sup> *Holzborn/Schwarz-Gondek*, BKR 2003, 927, 928; *Criewell*, AG 2003, 243, 245.

Ausdehnung der Prospektpflicht auf Kleinstemissionen diese unrentabel machen könnte.<sup>234</sup> Zudem wird argumentiert, Kleinstangebote richteten sich generell an Anleger, die ein höheres Risikobewusstsein haben als der Durchschnitt.<sup>235</sup>

Rein theoretisch wäre es jedoch möglich, auch Kleinstemissionen unter den Anwendungsbereich des Wertpapierprospektgesetzes fallen zu lassen, da – wie oben bereits angedeutet – die Prospektrichtlinie dem nicht entgegensteht. Nach Art. 1 II lit. h ProspRL werden Kleinstemissionen aus dem Regelungsbereich ausgenommen und somit den EWR-Staaten freie Hand bezüglich eigenständiger nicht harmonisierter Regelungen gelassen.<sup>236</sup>

Leider lässt sich auch aus der Gesetzesbegründung zum WpPG nicht entnehmen<sup>237</sup>, warum der deutsche Gesetzgeber Kleinstemissionen nicht unter den Regelungsbereich des WpPG hat fallen lassen. Es ist jedoch anzunehmen, dass der Gesetzgeber diesbezüglich nicht auf das Schutzbedürfnis des einzelnen Anlegers abgestellt hat, sondern auf die Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes. Auf Grund des geringen Angebotsvolumens dürfte der Gesetzgeber keine Gefahr für die Anleger gesehen haben.

## V. Daueremissionen

Daueremissionen fallen aus dem Anwendungsbereich des WpPG, wenn es sich um Nichtdividendenwerte von Einlagenkreditinstituten<sup>238</sup> handelt, die dauernd oder wiederholt ausgegeben werden und ein Gesamtvolumen von 50 Millionen Euro in einem Zeitraum von 12 Monaten nicht erreichen.<sup>239</sup> Folglich bleibt es bei dem bereits vor Einführung der Prospektrichtlinie und des Wertpapierprospektgesetzes geltenden Privileg für Daueremittenten nach § 3 Nr. 2 VerkProspG a.F.<sup>240</sup>

---

<sup>234</sup> König, ZEuS 2004, 251, 262.

<sup>235</sup> König, ZEuS 2004, 251, 262

<sup>236</sup> Holzborn/Schwarz-Gondek, BKR 2003, 927, 928.

<sup>237</sup> BT-Drs. 15/4999.

<sup>238</sup> S. zur Begriffsbestimmung § 1 III d S. 1 KWG.

<sup>239</sup> § 1 II Nr. 5 WpPG.

<sup>240</sup> Holzborn/Schwarz-Gondek, BKR 2003, 927, 929.

Wie bei Kleinstemissionen ist in diesem Fall auch der Verkaufspreis aller Wertpapiere, die in der 12-monatigen Frist angeboten werden, für die Berechnung des Angebotsvolumens heranzuziehen.<sup>241</sup>

Nicht so einfach ist jedoch die Frage, welcher Art die Wertpapiere sein müssen und wie die Begriffe „dauernd“ und „wiederholt“ zu verstehen sind.

## 1. Privilegierte Wertpapiere

Nichtdividendenwerte sind laut WpPG alle Wertpapiere, die keine Dividendenwerte sind.<sup>242</sup> Demnach muss eine Negativabgrenzung über den Begriff Dividendenwerte<sup>243</sup> erfolgen. Zudem besteht die Einschränkung, dass diese Werte nicht nachrangig wandelbar oder umtauschbar sind, „oder“ nicht zur Zeichnung oder zum Erwerb anderer Wertpapiere berechtigen sowie nicht an ein Derivat gebunden sind.<sup>244</sup>

Für Kontroversen hat § 1 II Nr. 5 lit. a WpPG gesorgt, da dieser die weiteren Einschränkungen nach lit. b mit einer „oder“-Verknüpfung verbindet. Da dies weder der Formulierung des Art. 1 II lit. j ProspRL noch der Gesetzesbegründung<sup>245</sup> zum Wertpapierprospektgesetz entspricht, weil in diesen eine „und“-Verknüpfung gewählt wurde, handelt es sich um ein Redaktionsversehen und folglich muss das „oder“ als ein „und“ gelesen werden.<sup>246</sup>

Somit wird in § 1 II Nr. 5 WpPG anders als in § 3 Nr. 2 VerkProspG a.F. der Schuldverschreibungsbegriff eingeschränkt.<sup>247</sup> Dies dürfte den Streit zwischen dem weiten und dem engen Schuldverschreibungsbegriff zu Gunsten des engeren entscheiden. Dieser umfasst nur auf den Nennwert lautende Bankverschreibungen, Kommunalobligationen, Pfandbriefe und Anleihen.<sup>248</sup> Demnach werden nur Garantieprodukte mit garantierter Nennbetragsrückzahlung<sup>249</sup>, wie fest- und variabel verzinsliche Anleihen und Nullkuponanleihen in den Anwen-

---

<sup>241</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 27.

<sup>242</sup> § 2 Nr. 3 WpPG.

<sup>243</sup> § 2 Nr. 2 WpPG.

<sup>244</sup> § 1 II Nr. 5 litt. a, b WpPG.

<sup>245</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 27.

<sup>246</sup> *Heidelbach/Preuße*, BKR 2006, 316, 317.

<sup>247</sup> *Seitz*, AG 2005, 678, 682.

<sup>248</sup> So *Heidelbach* in Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 3 VerkProspG Rdnr. 4ff.; *Ritz* in Assmann/Lenz/Ritz, Verkaufsprospektgesetz, 2001, § 3 VerkProspG Rdnr. 21ff.; *Groß*, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2002, § 3 VerkProspG Rdnr. 12.

<sup>249</sup> *Seitz*, AG 2005, 678, 682.

dungsbereich fallen.<sup>250</sup> Sollten die Schuldverschreibungen ein Kündigungsrecht des Emittenten vorsehen, so trifft auch diese nur die Privilegierung, wenn sie auch im Fall der Kündigung den vollen Nennbetrag zurückzahlen.<sup>251</sup>

Wie in diesem Zusammenhang der Derivatsbegriff zu verstehen ist und ob eine derivative Bindung des Nichtdividendenwertes immer die Privilegierung des § 1 II Nr. 5 WpPG entfallen lässt, ist nach wie vor umstritten.<sup>252</sup> So wird die Meinung vertreten, der Ausnahmetatbestand könne Anwendung finden, wenn sich die derivative Gestaltung auf die Verzinsung bezieht.<sup>253</sup> Diese Auffassung vermag zu überzeugen, da es – wie festgestellt – auf die Garantie des Nennbetrages ankommt. Dadurch ist der Anleger auch ohne Prospekt ausreichend geschützt. Jedenfalls ist durch die garantierte Rückzahlung des Nominalbetrages die Schuldverschreibung nicht im Sinne von § 1 II Nr. 5 lit. b WpPG an das Derivat gebunden<sup>254</sup>, sondern eben nur die Verzinsung.

## 2. Art der Begebung

Eine wiederholte Ausgabe im Sinne des WpPG bedeutet, mindestens zwei Emissionen müssen im Zeitraum von 12 Monaten stattfinden.<sup>255</sup>

Hierbei besteht zur früher geltenden Regelung der Unterschied, dass bereits eine Emission ausreichend war, diese aber in den 12 Monaten vor dem öffentlichen Angebot platziert worden sein musste.<sup>256</sup> Nunmehr ist es ausreichend, wenn die Emission während eines 12-monatigen Zeitraumes erfolgt.

Dies bedeutet, ein Emittent kann bereits bei seiner Erstemission auf den Prospekt verzichten, wenn er danach wiederholt Wertpapiere ausgibt, sofern die Zweitemission „von Wertpapieren ähnlicher Art oder Gattung“<sup>257</sup> binnen 12 Monaten erfolgt.

Problematisch wird dies, sollte die geplante Zweitemission aus gewissen Umständen, zum Beispiel auf Grund von wirtschaftlichen Überlegungen die

---

<sup>250</sup> *Heidelbach/Preuße*, BKR 2006, 316, 317.

<sup>251</sup> *Heidelbach/Preuße*, BKR 2006, 316, 317.

<sup>252</sup> *Seitz*, AG 2005, 678, 682.

<sup>253</sup> *Heidelbach/Preuße*, BKR 2006, 316, 317.

<sup>254</sup> *Heidelbach/Preuße*, BKR 2006, 316, 317.

<sup>255</sup> § 2 Nr. 12 WpPG.

<sup>256</sup> § 3 Nr. 2 lit. b VerkProspG a.F.; § 38 BörsZulVO a.F.

<sup>257</sup> § 2 Nr. 12 WpPG.

Marktlage betreffend, nicht erfolgen. Denn dadurch verlöre die ursprünglich prospektpflichtfreie erste Emission ihre Prospektfreiheit im Nachhinein.

Folglich ist es ratsam, Wertpapiere im Rahmen einer ersten Emission nur ohne Prospekt auszugeben, wenn die zweite Emission auch sicher folgt, da sonst mit den Rechtsfolgen des WpPG und der zivilrechtlichen Haftungsfolge des § 13a VerkProspG zu rechnen ist.<sup>258</sup>

Eine Definition des Begriffes „dauernd“ lässt sich im WpPG nicht finden. In § 2 Nr. 12 WpPG wird das Wort „dauernd“ lediglich wiederholt.

Daher bietet sich ein Blick auf die Auslegung vor Einführung des Wertpapierprospektgesetzes an. Dabei stellt man fest, dass sich weder in § 3 Nr. 2 lit. b VerkProspG a.F. noch in § 38 BörsZulVO a.F. hierzu eine Begriffsbestimmung findet. Es hatte sich jedoch eine Definition insoweit herausgebildet, nach welcher unter einem dauernden Angebot ein fortlaufendes, ununterbrochenes Angebot verstanden wurde.<sup>259</sup>

Da es keinen ersichtlichen Grund gibt, warum sich an dem Begriffsinhalt etwas geändert haben sollte, wird die obige Begriffsbestimmung weiterhin gültig sein, und somit sind nach wie vor Emissionen, die über einen Zeitraum von mehreren Wochen angeboten werden, hiervon erfasst.<sup>260</sup>

Auch in diesem Fall ist, wie bei wiederholten Emissionen, eine zukunftsgerichtete Betrachtung gestattet, wodurch Erstemissionen Prospektfreiheit erlangen, wenn sie anschließend über Wochen hinweg angeboten werden.<sup>261</sup> Allerdings ist mit denselben Konsequenzen, der nachträglich entstehenden Prospektpflicht und der Haftung, zu rechnen, wenn das Kriterium des mehrwöchigen Angebotes aus irgendwelchen Gründen nicht erfüllt werden kann.

## VI. Übergangsregelung für Daueremittenten

Für bestimmte Daueremittenten besteht nach § 1 II Nr. 5 WpPG das Privileg, für die Emission gewisser Nichtdividendenwerte keinen Prospekt erstellen zu

---

<sup>258</sup> *Heidelbach/Preuß*e, BKR 2006, 316, 317.

<sup>259</sup> BT-Drs. 13/8933, S. 54, 84; *Heidelbach*, in Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 3 VerkProspG Rdnr. 10.

<sup>260</sup> *Heidelbach/Preuß*e, BKR 2006, 316, 317.

<sup>261</sup> *Heidelbach/Preuß*e, BKR 2006, 316, 317.

müssen, da der Anwendungsbereich des Wertpapierprospektgesetzes nicht eröffnet wird. In engem Zusammenhang zu dieser Norm steht die Übergangsbestimmung nach § 31 II WpPG, die auch Kreditinstituten, die nicht unter den § 1 II Nr. 5 WpPG fallen, bis einschließlich 31.12.2008 das Recht verleiht, Schuldverschreibungen und vergleichbare übertragbare Wertpapiere, die dauernd oder wiederholt emittiert werden, im Inland anzubieten ohne einen Prospekt erstellen zu müssen.

Da diese Norm relativ knapp gefasst ist, sind im Zusammenhang mit ihr einige Fragen aufgekomen, die im Nachfolgenden geklärt werden sollen.

### 1. Privilegierte Wertpapiere

Zunächst ist aus dem Gesetz nicht eindeutig zu bestimmen, welche Schuldverschreibungen überhaupt gemeint sind.

Da der § 31 II WpPG auf § 1 II Nr. 5 WpPG verweist, könnte diese Norm, obwohl sich der Verweis auf einen anderen Aspekt bezieht, zur Auslegung des Begriffes „Schuldverschreibung“ herangezogen werden.<sup>262</sup>

Dies würde allerdings den Charakter einer Übergangsregelung nicht berücksichtigen. Deshalb ist es eher wahrscheinlich, dass sichergestellt werden soll, dass bereits bestehende Erleichterungen für daueremittierende Kreditinstitute bis zum Ablauf der Frist beibehalten werden können, wie dies auch von der Gesetzesbegründung klar formuliert wird.<sup>263</sup>

Demnach muss davon ausgegangen werden, dass bis zum Fristablauf die vor Einführung des WpPG geltenden rechtlichen Regelungen fortgelten und somit alle Wertpapiere, die unter dem Regime des § 3 Nr. 2 VerkProspG a.F. privilegiert waren, auch weiterhin privilegiert werden.<sup>264</sup>

Folglich stellt § 31 II WpPG auf Schuldverschreibungen ab, die eine Rückzahlung des Nennbetrages garantieren.<sup>265</sup> Allerdings wurde in der Vergangenheit von den Börsenzulassungsbehörden für die Zulassung von Schuldverschreibungen zum organisierten Markt keine Einschränkung auf Schuldverschrei-

---

<sup>262</sup> *Heidelbach/Preuße*, BKR 2006, 316, 318.

<sup>263</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 27.

<sup>264</sup> *Seitz*, AG 2005, 678, 684.

<sup>265</sup> *Seitz*, AG 2005, 678, 684.

bungen mit garantierter Nennbetragrückzahlung vorgenommen.<sup>266</sup> Ob dies bei der Zulassung zum organisierten Markt weiterhin so gehandhabt wird, bleibt abzuwarten.

## 2. Privilegierte Emittenten

Welche Emittenten privilegiert werden sollen, wird nicht auf Anhieb klar. Explizit genannt sind Einlagenkreditinstitute<sup>267</sup> und andere Kreditinstitute<sup>268</sup>, wohingegen Finanzinstitute<sup>269</sup>, die noch in § 3 Nr. 2 VerkProspG genannt wurden, nicht in § 31 II WpPG erwähnt werden und somit auch nicht umfasst sind. Allerdings ist eindeutig, dass der Adressatenkreis der Übergangsregelung über den des § 1 II Nr. 5 WpPG hinausgeht und alle Kreditinstitute einbezieht.<sup>270</sup>

Ob die Übergangsvorschrift nur für Institute gelten soll, die bereits vor Einführung des WpPG Daueremittenten waren, ist fraglich. In der Literatur wird durchaus vertreten, eine Daueremittentenstellung müsse nicht bereits unter altem Recht bestanden haben, sondern könne auch noch unter Geltung der Übergangsregelung erstmalig erworben werden.<sup>271</sup> Dies wird durch die Behauptung begründet, die vor Inkrafttreten des Wertpapierprospektgesetzes geltende rechtliche Ordnung solle durch die Übergangsvorschrift fortgelten. Deshalb müsse es auch möglich sein, den Daueremittentenstatus wie bisher zu erlangen, wenn die Voraussetzungen des § 31 II WpPG erfüllt sind, auch wenn dies erstmalig der Fall sein sollte.<sup>272</sup>

Allerdings gibt es hierzu auch gegenläufige Anschauungen. So ist zum Beispiel die BaFin der Auffassung, ein Emittent könne sich nur auf das Privileg die Übergangsregelung berufen, wenn er zumindest einen ersten Prospekt nach altem Recht hinterlegt hat.<sup>273</sup>

---

<sup>266</sup> Seitz, AG 2005, 678, 684.

<sup>267</sup> § 1 III lit. d KWG.

<sup>268</sup> § 1 I KWG.

<sup>269</sup> § 1 I lit. a KWG.

<sup>270</sup> Seitz, AG 2005, 678, 684.

<sup>271</sup> Heidelberg/Preuß, BKR 2006, 316, 318.

<sup>272</sup> Heidelberg/Preuß, BKR 2006, 316, 318.

<sup>273</sup> S. auch Seitz, AG 2005, 678, 684.

Letztendlich erscheint die von der BaFin vertretene Auffassung einleuchtend, da sie den Übergangscharakter der Norm stärker berücksichtigt. Sie ist daher der in der Literatur vertretenen Meinung vorzuziehen.

### 3. Umfasste Emissionsformen

Auch bezüglich der Form der Emission haben sich einige Fragen herauskristallisiert. Dass sie dauernd oder wiederholt erfolgen muss, ist in der Norm des § 31 II WpPG klar geregelt. Da diese in § 2 Nr. 12 WpPG definierten Voraussetzungen dieselben sind wie die unter dem Punkt Daueremissionen bereits dargestellten, kann auf das oben Gesagte verwiesen werden. Ein Rückgriff, auf die frühere Interpretation der Begriffe „dauernd“ und „wiederholt“ vor Einführung des Wertpapierprospektgesetzes, ist jedoch trotz des Charakters als Übergangsvorschrift nicht angebracht.<sup>274</sup>

Ob sich der Anwendungsbereich des § 31 II WpPG nur auf das öffentliche Angebot von Schuldverschreibungen oder auch auf deren Zulassung zum Handel am organisierten Markt erstreckt<sup>275</sup>, ist allerdings unklar. Bei bloßer wörtlicher Interpretation der Übergangsregelung könnte man auf Grund der Formulierung „anbieten“ zu dem Schluss kommen, nur das öffentliche Angebot von Schuldverschreibungen soll von der Prospektspflicht ausgenommen werden.<sup>276</sup>

Da jedoch der Begriff „anbieten“ teilweise sowohl für das öffentliche Angebot als auch für die Zulassung zum organisierten Markt verwandt wird, ist davon auszugehen, dass beide Arten des Angebotes prospektpflichtfrei sein sollen.<sup>277</sup>

Dafür spricht auch Art. 30 II ProspRL, den § 31 II WpPG in deutsches Recht umsetzt, weil dieser insgesamt auf den Art. 3 ProspRL verweist.

Da Art. 3 ProspRL die Prospektspflicht sowohl für das öffentliche Angebot (Art. 3 I ProspRL) als auch für die Zulassung zum geregelten Markt

---

<sup>274</sup> Heidelberg/Preuß, BKR 2006, 316, 318.

<sup>275</sup> Kullmann/Sester, WM 2005, 1068, 1076.

<sup>276</sup> Heidelberg/Preuß, BKR 2006, 316, 318.

<sup>277</sup> Seitz, AG 2005, 678, 684.

(Art. 3 III ProspRL) betrifft, muss auch § 31 II WpPG dahingehend verstanden werden, dass beide Angebotsarten prospektfrei erfolgen können.<sup>278</sup>

Auch aus Anlegerschutzgesichtspunkten ist diese Auffassung vertretbar, da für den Emittenten mit der Zulassung zum Handel weitere Pflichten verbunden sind, die eine ausreichende Information der Anleger sicherstellen.<sup>279</sup>

#### 4. Folgen der Übergangsregelung

Als Folge der Übergangsregelung müssen die privilegierten Emittenten ab dem 1.1.2009 für ihre Wertpapiere Prospekte bereithalten. Die gilt auch für Anlagen, die bereits in der Übergangszeit begonnen wurden und nicht nur für ab dem 1.1.2009 begebene Neuemissionen, denn § 31 II WpPG ist als echte Stichtagsregelung aufzufassen, was auch die BaFin und das Bundesfinanzministerium so sehen.<sup>280</sup> Für diese echte Stichtagsbezogenheit spricht unter anderem sowohl der Wortlaut der Übergangsregel<sup>281</sup> als auch der der Gesetzesbegründung<sup>282</sup> zum WpPG.<sup>283</sup>

Schließlich kann den Emittenten nur geraten werden, frühzeitig mit der Erstellung eines Prospektes zu beginnen, denn sowohl die Prüfung der BaFin als auch Bereitstellung der nötigen Dokumente für die Prospektausarbeitung kann eine gewisse Zeit in Anspruch nehmen.

Sollte der Emittent die Prospektspflicht vernachlässigen, so ist einerseits mit einem Bußgeld von bis zu 500.000 Euro zu rechnen<sup>284</sup>, andererseits besteht ein Prospekthaftungsrisiko nach § 13a VerkProspG.<sup>285</sup>

---

<sup>278</sup> S. auch *FWB*, Rundschreiben Listing 01/2005; *Seitz*, AG 2005, 678, 684; *Heidelberg/Preuße*, BKR 2006, 316, 318.

<sup>279</sup> S. auch *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1076.

<sup>280</sup> *Möllers/Voß*, BB 2008, 1131, 1131.

<sup>281</sup> § 31 II WpPG.

<sup>282</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 40.

<sup>283</sup> Ausführlich dazu *Möllers/Voß*, BB 2008, 1131, 1131f.

<sup>284</sup> § 30 III WpPG.

<sup>285</sup> *Möllers/Voß*, BB 2008, 1131, 1132.

## B. Prospektpflicht

Alle Wertpapiere, die unter den Anwendungsbereich des Wertpapierprospektgesetzes fallen, unterliegen im Grundsatz der Prospektpflicht.<sup>286</sup> Diese postuliert die Pflicht des Emittenten, vor einem öffentlichen Angebot bzw. vor der Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt für die zu emittierenden Wertpapiere einen Prospekt zu erstellen. Wie erwähnt, ist der Freiverkehr kein organisierter Markt.<sup>287</sup>

Die Prospektpflicht, die sich aus § 3 I, III WpPG ergibt, wird allerdings in den §§ 3 II, 4 WpPG durch eine umfangreiche Auflistung von Ausnahmen eingeschränkt. Die Befreiung von der Prospektpflicht erfolgt dabei ausschließlich durch die Vorgaben des europäischen Gesetzgebers. Sowohl die BaFin<sup>288</sup>, als auch der deutsche Gesetzgeber haben diesbezüglich keine Befugnisse. Denn im Gegensatz zu den Regelungen zum Anwendungsbereich sind die zur Prospektpflicht und den Ausnahmen von dieser von der Richtlinie abschließend geregelt.<sup>289</sup>

Diese Ausnahmen bestehen jedoch nur bezüglich der Pflicht zur Veröffentlichung des Prospektes und nicht auch bezüglich anderer Pflichten, wie etwa der zur Veröffentlichung eines jährlichen Dokumentes nach § 10 WpPG.<sup>290</sup>

### I. Befreiung von der Prospektpflicht nach § 3 WpPG

Als Grundsatz der Befreiung von der Prospektpflicht bei öffentlichen Angeboten nach § 3 II WpPG kann gelten: Die Prospektpflicht entfällt, wenn das Schutzbedürfnis nicht in dem sonst üblichen Maße vorhanden ist.

Dies zeigt sich beispielsweise daran, dass qualifizierte Anleger nicht im gleichen Maße geschützt bzw. aufgeklärt werden sollen wie nicht qualifizierte.<sup>291</sup>

Dies lässt sich damit rechtfertigen, dass in diese Gruppe für gewöhnlich laut Definition nur Banken, Versicherungsunternehmen, Kapitalanlagegesellschaften

---

<sup>286</sup> § 3 I, III WpPG.

<sup>287</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 25.

<sup>288</sup> *Heidelbach/Preuße*, BKR 2006, 316, 316.

<sup>289</sup> *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 503.

<sup>290</sup> *Holzborn/Schwarz-Gondek*, BKR 2003, 927, 929.

<sup>291</sup> § 3 II Nr. 1 WpPG.

ten sowie Investmentaktiengesellschaften gehören.<sup>292</sup> Kleine und mittlere Unternehmen sowie natürliche Personen können nur als qualifizierte Anleger gelten, wenn sie die nötigen Voraussetzungen erfüllen und sich zudem in ein Register eintragen lassen.<sup>293</sup> Dies ist beispielsweise in der MiFID-Richtlinie, einer weiteren durch den FSAP initiierten Anlegerschutzrichtlinie, nahezu identisch geregelt.<sup>294</sup>

Eine reduzierte Schutzwürdigkeit wird wohl auch bezüglich Anlegern konstatiert, die mindestens 50.000 Euro pro Anteil oder Angebot aufbringen können.<sup>295</sup> Denn, vorgegeben durch die Prospektrichtlinie<sup>296</sup>, entfällt auch bei diesem Typ Anleger die Verpflichtung, einen Prospekt zu erstellen. Dieser Wegfall der Prospektpflicht führt jedoch nicht auch zu einer Reduzierung des Schutzes nach der MiFID-Richtlinie. Der Europäische Gesetzgeber ist folglich zu dem Schluss gekommen, dass ein Anleger, der mindestens 50.000 Euro pro Anteil oder Angebot, aufbringen kann, auf einen Prospekt verzichten kann. Ihm wird zugetraut, auch ohne Prospekt eine Anlageentscheidung treffen zu können. Nicht jedoch soll er auch auf eine eingehende Beratung und korrekte Ausführung seiner Aufträge verzichten müssen. Gerade eine gute Beratung durch ein Finanzdienstleister kann den Wertpapierprospekt zumindest teilweise ersetzen.

Des Weiteren entfällt die Prospektpflicht in Fällen, in denen sich das Angebot pro EWR-Staaten an weniger als 100 nicht qualifizierte Anleger richtet.<sup>297</sup> Dies lässt sich wohl dadurch rechtfertigen, dass der Aufwand der Prospekterstellung im Verhältnis zum potenziellen Schaden unverhältnismäßig groß wäre.

Wie bereits festgestellt, sind Angebote bis zu einem Volumen von weniger als 2,5 Millionen Euro vom Anwendungsbereich des WpPG nicht erfasst.<sup>298</sup> Dennoch wird in § 3 II Nr. 5 WpPG eine Regelung der Prospektrichtlinie (Art. 3 II lit. e) umgesetzt, die konstatiert, Angebote von weniger als 100.000 Euro Volumen innerhalb von 12 Monaten sind von der Prospektpflicht befreit. Diese Regelung ist so zu verstehen, dass Emissionen mit einem Ange-

---

<sup>292</sup> § 2 Nr. 6 litt. a, b WpPG.

<sup>293</sup> § 2 Nr. 6 litt. d, e WpPG i.V.m. § 27 I, II WpPG.

<sup>294</sup> Art. 4 XI i.V.m. Anhang II (II) MiFID-Richtlinie.

<sup>295</sup> § 3 II Nr. 3, 4 WpPG; s. auch *Müller/Oulds*, WM 2007, 573, 573.

<sup>296</sup> Art. 3 II c Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>297</sup> § 3 II Nr. 2 WpPG.

<sup>298</sup> § 1 II Nr. 4 WpPG.

botsvolumen von weniger als 100.000 Euro in allen Mitgliedstaaten prospektpflichtfrei erfolgen können. Angebote unter 2,5 Millionen Euro fallen weder unter den Anwendungsbereich des WpPG noch unter den der Prospektrichtlinie und können theoretisch in jedem Mitgliedstaat Gegenstand einer eigenen nationalen Regelung werden.<sup>299</sup>

## II. Befreiung von der Prospektspflicht nach § 4 WpPG

Die Prospektspflicht für öffentliche Angebote entfällt ebenso, wenn auf Grund vorhergehender Angebote, bezüglich der Anlageobjekte, bereits ein Prospekt oder eine gleichwertige Dokumentation vorliegt.<sup>300</sup> Dies ist unter anderem bei Verschmelzungen, Übernahmen oder wenn Aktien in Aktien derselben Gattung ausgetauscht werden, zu erwarten.

Letztendlich werden in § 4 II WpPG noch einige Ausnahmen von der Prospektspflicht für Wertpapiere, die zum Handel am organisierten Markt zugelassen werden sollen, aufgeführt, bei denen ebenfalls damit zu rechnen ist, dass bereits ein Prospekt oder Ähnliches erstellt worden ist. So sind Kapitalerhöhungen bis 10% des bestehenden Grundkapitals und die damit verbundene Ausgabe von Aktien, sofern bereits Aktien derselben Gattung zugelassen waren, in einem Zeitraum von 12 Monaten von der Prospektspflicht entbunden.<sup>301</sup> Dasselbe gilt für Aktien, die durch das Ausüben von Bezugs- sowie Umtauschrechten aus Wertpapieren ausgegeben werden, die der Gattung nach bereits zugelassen waren.<sup>302</sup> Die Befreiung von der Prospektspflicht wird dadurch gerechtfertigt, dass sich der Anleger durch die Veröffentlichungen im Rahmen der bereits erfolgten Börsenzulassung ausreichende Informationen beschaffen kann.<sup>303</sup>

---

<sup>299</sup> König, ZEuS 2004, 251, 263.

<sup>300</sup> § 4 I WpPG, dazu auch Leuering, Der Konzern 2006, 4, 6; Holzborn/Schwarz-Gondek, BKR 2003, 927, 930.

<sup>301</sup> § 4 II Nr. 1 WpPG.

<sup>302</sup> Leuering, Der Konzern 2006, 4, 6.

<sup>303</sup> Holzborn/Schwarz-Gondek, BKR 2003, 927, 930.

### III. Prospektpflichtbefreiung für Zweitplatzierungen

Eine Neuerung gegenüber der Rechtslage vor Einführung des Wertpapierprospektgesetzes hat sich bezüglich der Prospektpflicht von Zweitplatzierungen ergeben. Diese wurden unter dem Regime der alten Fassung des Verkaufsprospektgesetzes von der Prospektpflicht ausgenommen, wenn die Wertpapiere bereits zum Börsenhandel zugelassen waren<sup>304</sup>, egal ob für diese Zulassung ein Prospekt erstellt werden musste oder nicht.<sup>305</sup> Eine solche Ausnahme ist aus dem Wortlaut des § 3 I WpPG nicht herauszulesen. Eine Differenzierung zwischen zugelassenen und nicht zugelassenen Wertpapieren wird nicht vorgenommen.<sup>306</sup> Auch aus der Definition des öffentlichen Angebotes ist eine derartige Einschränkung nicht ersichtlich.<sup>307</sup> Folglich ist von einer Pflicht des Emittenten, einen Prospekt zu veröffentlichen, generell auszugehen, wenn er das öffentliche Angebot von Wertpapieren anstrebt, auch wenn diese schon zum Börsenhandel zugelassen sind.<sup>308</sup> Nur wenn bereits ein Prospekt nach den Vorschriften des WpPG veröffentlicht wurde, trifft ihn keine weitere Pflicht zur Prospekterstellung, was vor dem Hintergrund, dass das Wertpapierprospektgesetz keine unterschiedlichen Prospektinhalte für die beiden Arten des Angebotes fordert, konsequent ist.<sup>309</sup>

#### 1. Argumente für die Prospektpflicht

Wie die Einschränkung der Prospektpflicht nach § 3 I S. 2 WpPG zu verstehen ist, ist zu beleuchten. Denn fraglich könnte sein, ob der bereits bei der Börsenzulassung veröffentlichte Prospekt noch gültig sein muss, damit die Prospektpflicht beim öffentlichen Angebot entfällt.

---

<sup>304</sup> § 1 VerkProspG a.F.; s. auch Kritik Assmann, in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalmarktrechts, 2. Aufl. 1997, § 7 Rdnr. 253; ebenso Apfelbacher/Metzger, BKR 2006, 81, 82.

<sup>305</sup> Seitz, AG 2005, 678, 683.

<sup>306</sup> Leuring, Der Konzern 2006, 4, 7.

<sup>307</sup> § 2 Nr. 4 WpPG.

<sup>308</sup> Meyer, in Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2005, § 24 Rdnr. 45.

<sup>309</sup> Seitz, AG 2005, 678, 683.

Da in § 9 I WpPG eindeutig geregelt ist, dass ein Prospekt für beide Angebotsarten 12 Monate lang gültig ist, ist davon auszugehen, dass § 3 I S. 2 WpPG so zu verstehen ist, dass der Prospekt noch gültig sein muss.<sup>310</sup>

Möglich wäre es jedoch, zu dem Schluss zu kommen, § 9 I WpPG beziehe sich lediglich auf erstmalige Angebote und nicht auch auf Zweitplatzierungen.<sup>311</sup> Deshalb wird die Auffassung vertreten, § 3 I S. 2 WpPG sei so zu verstehen, eine Prospektspflicht liege nur vor, wenn vorher für die Wertpapiere noch nie ein Prospekt erstellt wurde.<sup>312</sup> Dies würde zu einer Annäherung an den § 1 VerkProspG a.F. in der Form des vierten Finanzmarktförderungsgesetzes<sup>313</sup> führen, nach welchem bei einer Wiederveräußerung die Veröffentlichung eines Prospektes gefordert wird, sollte nicht zuvor bereits ein Prospekt für die angebotenen Wertpapiere erstellt worden sein.<sup>314</sup> Eine solche Anlehnung an § 1 VerkProspG a.F. scheint durch den ausdrücklichen Verweis der Gesetzesbegründung zum WpPG bei den Ausführungen zu § 3 I WpPG auf § 1 VerkProspG a.F. auch durchaus legitim.<sup>315</sup> Folgt man dieser Ansicht, so wäre zu beachten, dass § 1 VerkProspG a.F. auch bereits zum Handel an der Börse zugelassene Wertpapiere von der Prospektspflicht befreie. Dies kann aber wohl nicht in § 3 I WpPG hineingelesen werden.

Dass § 9 I WpPG für den Fall die Zweitplatzierung keine Anwendung finden soll, ist unwahrscheinlich, da eine solche Ausnahme explizit im Gesetz benannt worden wäre. Folglich ist davon auszugehen, dass die Zweitplatzierung durch ein öffentliches Angebot nur prospektpflichtfrei ist, wenn der Prospekt, der bei der Zulassung zum organisierten Markt verwendet wurde, noch nicht älter als 12 Monate ist und zudem durch die erforderlichen Nachträge ergänzt wurde.<sup>316</sup>

---

<sup>310</sup> König, ZEuS 2004, 251, 260; Schlitt/Schäfer, AG 2005, 498, 500; Seitz, AG 2005, 678, 683.

<sup>311</sup> König, ZEuS 2004, 251, 261.

<sup>312</sup> König, ZEuS 2004, 251, 260.

<sup>313</sup> Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) v. 21.6. 2002, BGBI. I 2002, S. 2010.

<sup>314</sup> König, ZEuS 2004, 251, 260.

<sup>315</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 29.

<sup>316</sup> § 9 I WpPG.

## 2. Argumente gegen die Prospektpflicht

Ob diese Neuregelung vom europäischen Gesetzgeber auch gewollt wurde oder ob es nicht doch Ausnahmen geben kann, ist fraglich. Immerhin gibt es Argumente, die gegen die Prospektpflicht für Zweitplatzierungen sprechen.

So erscheint eine Prospektpflicht aus dem Grund, dass börsenzugelassene Wertpapiere bereits einer umfassenden Veröffentlichungs- und Marktinformationspflicht unterliegen und zudem ein Börsenzulassungsprospekt vorhanden ist, nicht sinnvoll.<sup>317</sup> Der Anleger hat ausreichend Gelegenheiten, sich über das Anlageobjekt zu informieren, und sich so eine qualifizierte Meinung zu bilden.

Darüber hinaus würde die Pflicht, für Zweitangebote einen Prospekt zu erstellen, gerade für Zweitanbieter, die nicht auch Erstanbieter sind, eine besondere Schwierigkeit darstellen. So ist eine Fallkonstellation denkbar, in der eine Bank, die als Sicherheit für einen Kredit von einer Aktiengesellschaft Wertpapiere erhalten hat, in die Lage versetzt wird, diese, da der Kredit Not leidend wurde, veräußern zu müssen.<sup>318</sup> Dies wäre entweder über ein öffentliches Angebot oder durch eine Abgabe über den Markt möglich. Die erste Möglichkeit würde eine Prospektpflicht auslösen, die zweite wäre prospektpflichtfrei.<sup>319</sup> Dies macht die erste Alternative fast unmöglich. Denn der Zweitanbieter verfügt meist nicht über die regelmäßig nur dem Emittenten zugänglichen Informationen für die Prospekterstellung.<sup>320</sup> Da die Bank demnach auf die Kooperation des Emittenten angewiesen ist, muss sie, wenn sie die Wertpapiere im Wege eines öffentlichen Angebotes weiterverkaufen will, am besten bereits beim Erwerb der Wertpapiere mit dem Emittenten einen Vertrag schießen, der den Zugang zu den nötigen Informationen für die Prospekterstellung sichert.<sup>321</sup> Ob sich die Emittenten darauf einlassen, ist fraglich. Im Zweifelsfall werden die Informationen nicht umsonst zu bekommen sein. Auf die Bank werden deshalb nicht nur erhöhte Kosten wegen der Prospekterstellung zukommen. Vielmehr werden noch Zahlungen an den Emittenten anfallen. Darüber hinaus ist auch noch nicht klar, wie sich § 53a AktG auf in den USA bekannte so ge-

---

<sup>317</sup> König, ZEuS 2004, 251, 259.

<sup>318</sup> Leuering, Der Konzern 2006, 4, 7.

<sup>319</sup> Leuering, Der Konzern 2006, 4, 7.

<sup>320</sup> König, ZEuS 2004, 251, 259.

<sup>321</sup> Hamann, in Schäfer, Kapitalmarktgesetze, 1999, § 1 VerkProspG, Rdnr. 24.

nannte „registration rights agreements“, die dem Zweitanbieter die nötigen Informationen verschaffen sollen, auswirkt, da unter Umständen mit nachteiligen Haftungsfolgen gerechnet werden muss.<sup>322</sup>

Demnach bleibt der Bank in diesem Beispiel faktisch nur die Möglichkeit der Abgabe der Wertpapiere über den Markt. Diese Erkenntnis hat für die Praxis zur Folge, dass Wertpapiere nicht mehr so leicht im Wege des öffentlichen Angebotes weiterveräußert werden können und somit an Fungibilität verlieren.<sup>323</sup>

Nicht ersichtlich ist, dass im Rechtsetzungsverfahren zur Prospektrichtlinie diese Ausweitung der Prospektspflicht erörtert wurde, was die Vermutung nahelegt, dass diese nicht gewollt war. Auch in der Begründung des Kommissionsverschlages der Prospektrichtlinie finden sich keine Anhaltspunkte, die darauf schließen ließen, dass in einem solchen Fall eine Ausweitung der Prospektspflicht in Abweichung zur früheren Rechtslage gewollt wurde. Lediglich ein Hinweis in den Erwägungsgründen der Prospektrichtlinie zeigt auf, dass „bei Weiterveräußerung an das Publikum oder öffentlichem Handel mittels der Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt die Veröffentlichung eines Prospekts erforderlich“<sup>324</sup> ist. Dies bezieht sich jedoch ausschließlich auf den Fall einer Weiterveräußerung von zunächst an qualifizierte Anleger veräußerte Wertpapiere, für die nach Art. 3 II lit. a ProspRL keine Prospektspflicht besteht.<sup>325</sup>

### 3. Bewertung der Prospektspflicht

Es war sicherlich der Wille des europäischen Gesetzgebers, die Prospektspflicht durch die Einführung des Wertpapierprospektgesetzes auszuweiten. Die damit verbundene Einschränkung der Fungibilität von Wertpapieren, die in gewissen Fällen auftreten kann, dürfte jedoch nicht seinem Willen entsprochen haben. Ob die Ausweitung der Prospektspflicht, auf das öffentliche Angebot von Wert-

---

<sup>322</sup> König, ZEuS 2004, 251, 259.

<sup>323</sup> Leuering, Der Konzern 2006, 4, 7.

<sup>324</sup> Erwägungsgrund 16 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>325</sup> König, ZEuS 2004, 251, 260.

papieren, die vorher bereits zum organisierten Markt zugelassen wurden, notwendig war, um den Anleger künftig noch besser zu schützen, bleibt fraglich, da dieser sich aus anderen Quellen ausreichende Informationen beschaffen kann.

## § 2: Mitarbeiterprogramme

Mitarbeiterprogramme sind seit langem ein beliebtes Mittel, die Arbeitnehmer dauerhaft am Kapital des Unternehmens zu beteiligen. In Deutschland hat die sogenannte Belegschaftsaktie Tradition, weiterhin werden auch Aktienoptionen immer beliebter. Der Sinn einer solchen Beteiligung liegt darin, die Angestellten zu motivieren, indem sie über ihre Beteiligung von positiven Unternehmensergebnissen profitieren. Durch besser motivierte Arbeitnehmer erhoffen sich die Arbeitgeber eine höhere Nutzung der Ressource Arbeit. Dies soll der Unternehmung Wettbewerbsvorteile gegenüber der Konkurrenz verschaffen.

Nicht ungewöhnlich ist es, dass Mitarbeiter deutscher Tochtergesellschaften von nicht im EWR ansässigen Mutterunternehmen in die weltweiten Mitarbeiterprogramme mit eingebunden sind.<sup>326</sup>

Durch die Einführung der Prospektrichtlinie haben sich, wie in vielen anderen Bereichen, bei den Mitarbeiterprogrammen Änderungen ergeben. Diese Änderungen beziehen sich hauptsächlich auf die Prospektpflicht beim öffentlichen Angebot. Im Folgenden sollen diese Neuerungen beleuchtet werden, die das Aus für die Einbeziehung deutscher Arbeitnehmer in außerhalb des EWR initiierte Mitarbeiterprogramme bedeuten könnten. Denn dies wäre unter Umständen der Fall, wenn sich die Auffassung durchsetzt, dass außerhalb des EWR ansässige Muttergesellschaften verpflichtet sind, für das Angebot von Wertpapieren an Angestellte ihrer deutschen Tochtergesellschaften einen Prospekt zu erstellen.<sup>327</sup>

---

<sup>326</sup> Portner, IStR 2005, 739, 739.

<sup>327</sup> Portner, IStR 2005, 739, 739.

## A. Alte Rechtslage

Nach der früheren Rechtslage wurde der Anwendungsbereich des Verkaufsprospektgesetzes erst gar nicht eröffnet, wenn bereits börsenzugelassene Unternehmensanteile Mitarbeitern angeboten wurden.<sup>328</sup> Für noch nicht zugelassene Wertpapiere gab es eine generelle Ausnahme nach § 2 Nr. 3 VerkProspG a.F. von der Pflicht, Verkaufsprospekte für aktienbasierte Mitarbeiterprogramme zu erstellen.<sup>329</sup> Demnach galt die Ausnahme für Wertpapiere, die dem Mitarbeiter durch den Arbeitgeber oder einem mit dem Arbeitgeber verbundenen Unternehmen angeboten wurden.

Darüber hinaus war nach § 45 Nr. 3c BörsZulVO a.F. für die Börsenzulassung der Wegfall der Prospektspflicht für neue Aktien aus einem Mitarbeiterprogramm vorgesehen, wenn bereits Aktien derselben Gattung an derselben Börse zugelassen waren.<sup>330</sup>

## B. Neue Rechtslage

Durch die Einführung des Wertpapierprospektgesetzes haben sich diesbezüglich Änderungen ergeben. Diese führen mitunter zu Zweideutigkeiten, auf die im Nachfolgenden eingegangen wird.

### I. Ausnahmen

Die neue Regelung des § 4 I Nr. 5 WpPG sieht eine Ausnahme von der Prospektspflicht für ein öffentliches Angebot nur noch in Ausnahmefällen vor.

Zunächst fällt auf: Für das öffentliche Angebot des Arbeitgebers ist es nicht nötig, dass die an die Mitarbeiter auszugebenden Wertpapiere derselben Gattung entsprechen wie die bereits am Markt zugelassenen. Dies wird nur für die Börsenzulassung nach § 4 II Nr. 6 WpPG gefordert. Somit wird es möglich, die Ausnahme des § 4 I Nr. 5 WpPG auch in Anspruch zu nehmen, wenn man zum

---

<sup>328</sup> § 1 VerkProspG a.F.; s. auch *Leuring*, *Der Konzern* 2006, 4, 9.

<sup>329</sup> *Leuring*, *Der Konzern* 2006, 4, 9.

<sup>330</sup> *Apfelbacher/Metzger*, *BKR* 2006, 81, 83.

Beispiel Aktien an Mitarbeiter gewähren will, aber bisher nur andersartige Wertpapiere oder Schuldtitel an einer Börse eines EWR-Mitgliedstaates zugelassen hat.<sup>331</sup>

Des Weiteren besteht die Verpflichtung, dass bereits eine Zulassung der Wertpapiere, die der Arbeitgeber dem Arbeitnehmer überlassen will, am organisierten Markt erfolgt sein muss. Das Kriterium des organisierten Marktes fordert einen von anerkannten Stellen geregelten und überwachten Markt, der regelmäßig stattfindet und für das Publikum zugänglich ist.<sup>332</sup> Obwohl nicht ausdrücklich erwähnt wird, dass sich dieser Markt innerhalb des EWR befinden muss, wird dies sowohl von der BaFin als auch der Literatur so gesehen<sup>333</sup>, denn über einen Verweis in der Prospektrichtlinie auf die Richtlinie 93/22/EWG lässt sich dies herleiten.<sup>334</sup>

## II. Ausländische Emittenten

Wenn in EWR-Mitgliedstaaten ansässige, börsennotierte Unternehmen ihren Mitarbeitern Wertpapiere im Rahmen eines Mitarbeiterprogramms offerieren, kann regelmäßig von der Erfüllung der Voraussetzung der Zulassung zum organisierten Markt ausgegangen werden.<sup>335</sup> Dagegen ist die Erfüllung dieser Voraussetzung kaum wahrscheinlich, wenn den Mitarbeitern einer im EWR ansässigen Tochtergesellschaft Wertpapiere von in Drittstaaten, zum Beispiel den USA, ansässigen Mutterunternehmen angeboten werden.<sup>336</sup>

So ist fraglich, ob die wörtliche Auslegung des § 4 I Nr. 5 WpPG, wonach beim öffentlichen Angebot verbundene Unternehmen nicht bereits Wertpapiere am organisierten Markt zugelassen haben müssen, um in dem Genuss der Prospektfreiheit kommen zu können, legitim ist.

Dafür spricht zum einen der klare Wortlaut des § 4 I Nr. 5 WpPG, zum anderen die abweichende Satzstellung des sonst sehr ähnlichen § 4 II Nr. 6 WpPG, der für den gleichen Fall der Mitarbeiterbeteiligung die Börsenzulassung regelt und

---

<sup>331</sup> *Apfelbacher/Metzger*, BKR 2006, 81, 83.

<sup>332</sup> § 2 Nr. 16 WpPG.

<sup>333</sup> *Leuring*, *Der Konzern* 2006, 4, 5; *Apfelbacher/Metzger*, BKR 2006, 81, 83.

<sup>334</sup> *Portner*, *IStR* 2005, 739, 740.

<sup>335</sup> *Portner*, *IStR* 2005, 739, 740.

<sup>336</sup> *Portner*, *IStR* 2005, 739, 740.

verbundene Unternehmen ausdrücklich nur von der Prospektpflicht befreit, wenn bereits Wertpapiere derselben Gattung am selben organisierten Markt zugelassen sind.<sup>337</sup>

Dieser Unterschied ist nicht nur von rein theoretischer, sondern sehr wohl auch von praktischer Relevanz. Für verbundene Unternehmen, deren Sitz sich nicht in einem EWR-Staat, sondern in einem Drittstaat, wie den USA, befindet, ist es äußerst wichtig zu wissen, ob sie von der Prospektpflicht befreit sind oder nicht. Rein nach dem Wortlaut des Gesetzes müsste man anerkennen: Verbundene Unternehmen, auch wenn ihre Wertpapiere nicht bereits zum organisierten Markt zugelassen sind, sind von der Prospektpflicht nach § 4 I Nr. 5 WpPG befreit, wenn sonst ausreichende Informationsmöglichkeiten für den Arbeitnehmer bestehen.

Allerdings wird dies von einigen Teilen der Literatur nicht so gesehen und tatsächlich besteht derzeit eine gewisse Unsicherheit, wie der Unterschied in der Satzstellung der beiden Normen zu verstehen sei.

Wenn man die unterschiedlichen Auffassungen dazu vergleicht, wird man feststellen: Weite Teile der Literatur ignorieren den Unterschied in der Satzstellung und gehen davon aus, dass die Voraussetzung der bereits am organisierten Markt zugelassenen Wertpapiere beim öffentlichen Angebot auch für verbundene Unternehmen gilt.<sup>338</sup> Folgt man dieser Ansicht, kommt man zu dem Schluss, dass keine Ausnahmen von der Prospektpflicht für all die Emittenten, deren Wertpapiere nicht bereits an einem organisierten Markt innerhalb des EWR zugelassen sind, wie dies bei Arbeitgebern aus Drittstaaten meist der Fall sein dürfte, vorgesehen ist.<sup>339</sup>

Demnach führt die wörtliche Auslegung zu einem anderen Ergebnis als zu dem, das weite Teile der Literatur vorziehen. Da die Rechtslage zur Zeit schwierig einzuschätzen ist, haben als Folge dessen bereits einige US-amerikanische Unternehmen die Mitarbeiterprogramme für ihre deutschen Tochtergesellschaften zurückgestellt oder sogar ganz ausgesetzt.<sup>340</sup> Der Grund dafür dürfte in der Furcht zu suchen sein, durch die Nichterstellung eines Pros-

---

<sup>337</sup> *Portner*, IStR 2005, 739, 740.

<sup>338</sup> *Leuering*, Der Konzern 2006, 4, 9; s. auch *Kollmorgen/Feldhaus*, BB 2007, 225, 227.

<sup>339</sup> *Apfelbacher/Metzger*, BKR 2006, 81, 83; s. auch *Leuering*, Der Konzern 2006, 4, 9.

<sup>340</sup> *Pfeiffer/Buchinger*, NZG 2006, 449, 451.

pektes unter Umständen eine Ordnungswidrigkeit<sup>341</sup> zu begehen oder sich gar der Prospekthaftung auszusetzen.

Wie von der Europäischen Kommission, dem Bundesfinanzministerium und der BaFin bereits bestätigt, ist eine allgemeine Verpflichtung zur Prospektveröffentlichung bei aktienbasierten Mitarbeiterprogrammen von Drittstaatenemittenten nicht beabsichtigt, sondern es liegt vielmehr eine redaktionelle Ungenauigkeit der Prospektrichtlinie im Bezug auf die Auslegung des Begriffes des organisierten Marktes vor, welche der deutsche Gesetzgeber in nationales Recht umsetzen müsste.<sup>342</sup> Solange jedoch dieser Redaktionsfehler nicht behoben ist und das WpPG geändert wurde, ist davon auszugehen, dass in den beschriebenen Fällen eine Prospektspflicht besteht.

### C. Wegfall der Prospektspflicht

Für Mitarbeiterprogramme gelten jedoch die weiter oben ausgeführten Definitionen und Ausnahmen des WpPG ebenso, wie für anderen Finanzinstrumente. So ist auch in diesem Zusammenhang wichtig festzustellen, ob die jeweiligen Mitarbeiterprogramme tatsächlich unter die Begriffe „Wertpapier“ und „öffentliches Angebot“ fallen. Dadurch würde erst das Wertpapierprospektgesetz auf sie anwendbar. Unter Umständen gibt es Möglichkeiten, Mitarbeiter außerhalb des Anwendungsbereiches des § 1 WpPG am Unternehmen zu beteiligen, oder sonstige Befreiungstatbestände von der Prospektspflicht zu nutzen.<sup>343</sup>

#### I. Kriterium des Wertpapiers und der Öffentlichkeit

Da die Problemstellungen bezüglich der beiden Begriffe „Wertpapier“ und „öffentliches Angebot“ oben bereits ausführlich dargestellt wurden, soll an dieser Stelle nur noch auf spezielle mit Mitarbeiterprogrammen zusammenhängende Eigenheiten eingegangen werden.

---

<sup>341</sup> § 30 I Nr. 6 WpPG.

<sup>342</sup> *Portner*, ISr 2005, 739, 740.

<sup>343</sup> § 3 WpPG.

So bestünde eine Möglichkeit, aus dem Anwendungsbereich des WpPG herauszufallen, darin, durch das Mitarbeiterprogramm keine Wertpapiere zu gewähren. Da Wertpapieren die Handelbarkeit auf einem Markt sowie die generelle Übertragbarkeit zu eigen ist, wäre es möglich, der Mitarbeiterbeteiligung die Wertpapiereigenschaft zu nehmen, indem man die Eigenschaft der leichten Austauschbarkeit, der Fungibilität, ausschließt. Den Mitarbeitern muss demnach zur Auflage gemacht werden, die Beteiligungen zum Beispiel innerhalb einer Sperrfrist nicht zu verkaufen.

Eine weitere Möglichkeit, den Anwendungsbereich des WpPG zu umgehen, ist, die Wertpapiere nicht öffentlich anzubieten. Das öffentliche Angebot ist in § 2 Nr. 4 WpPG definiert. Wie bereits erläutert, ist die Definition missglückt, da zum einen der unscharfe Begriff „öffentlich“ durch den ebenso unscharfen Begriff des „Publikums“ ersetzt wurde und zum anderen das Erfordernis der „ausreichenden Information“ ein weites und unbestimmbares Feld umfasst.<sup>344</sup> Folglich wird auf die im Wege der Auslegung gefundene Definition, die vor der Einführung des WpPG galt, zur endgültigen Begriffsbestimmung zurückgegriffen.<sup>345</sup>

Nach einer Auffassung in der Literatur ist von einem öffentlichen Angebot nicht auszugehen, wenn es sich um einen individuell begrenzten und bestimm- baren Adressatenkreis handelt, für den kein Informationsbedürfnis durch einen Wertpapiersprospekt besteht.<sup>346</sup> Gerade für Mitarbeiter wird gerne behauptet, diese bildeten einen solchen Adressatenkreis.<sup>347</sup> Das etwaige Fehlen eines In- formationsbedürfnisses müsse im Einzelfall geprüft werden, wobei besonders auf die Funktion der Mitarbeiter, die in das Mitarbeiterprogramm einbezogen werden sollen, abgestellt werden muss.<sup>348</sup> Dabei sollen Fragen nach dem Bil- dungsniveau der Mitarbeiter, nach der Art der gewährten Aktien und nach den den Angestellten zu Verfügung stehenden Informationsquellen eine Rolle spie- len.<sup>349</sup>

---

<sup>344</sup> *Leuring*, Der Konzern 2006, 4, 5.

<sup>345</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 25, 28; *Pfeiffer/Buchinger*, NZG 2006, 449, 450; *Groß*, Kapitalmarkt- recht, 3. Aufl. 2006, § 2 WpPG Rn. 8.

<sup>346</sup> *Foelsch*, BKR 2007, 94, 99.

<sup>347</sup> *Heidelberg*, in Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 2 VerkProspG Rdnr. 14.

<sup>348</sup> *Foelsch*, BKR 2007, 94, 99.

<sup>349</sup> *Kollmorgen/Feldhaus*, BB 2007, 225, 226.

Eine etwas andere Auffassung wird von der BaFin vertreten. Diese sieht die Stellung eines Mitarbeiters im Vergleich zu einem Aktionär bezüglich Auskunftsrechten gegenüber der Gesellschaft generell als schwächer an. Sie bejaht deshalb das Informationsbedürfnis der Arbeitnehmer und dadurch auch die Pflicht, diesen einen Prospekt zur Verfügung zu stellen.<sup>350</sup> Ausnahmen könne es nur geben, wenn durch andere Informationsquellen die Mitarbeiter in ausreichender Form informiert werden.<sup>351</sup>

Für ein Unternehmen, das die Prospektspflicht unbedingt vermeiden will, wäre es demnach wichtig, die vom Mitarbeiterprogramm betroffenen Angestellten regelmäßig und umfassend über die Lage des Unternehmens zu unterrichten, da dadurch eine Prospektspflicht vermieden werden kann.<sup>352</sup>

Insoweit ist nach wie vor unklar, welche Umstände eintreten müssen, damit ein Angebot an Mitarbeiter eine Privatplatzierung darstellt. Generell wird eine Einzelfallbetrachtung nicht zu vermeiden sein und im Zweifel wird die Prospekterstellung die beste Lösung sein, da grundsätzlich von einem Informationsbedürfnis auch für Mitarbeiter auszugehen ist.<sup>353</sup>

## II. Mögliche Beteiligungsformen

Nach den bisherigen Ausführungen wäre es für die Emittenten von Mitarbeiterprogrammen grundsätzlich möglich, aus dem Anwendungsbereich des WpPG herauszukommen, wenn sie entweder keine Wertpapiere ausgeben oder diese nicht öffentlich anbieten würden. Deshalb haben einige Emittenten, durch die Ausgabe spezieller Beteiligungsformen, dies für sich genutzt.

---

<sup>350</sup> *Leuering*, Der Konzern 2006, 4, 9.

<sup>351</sup> *Ritz*, in Assmann/Lenz/Ritz, Verkaufsprospektgesetz, 2001, § 2 VerkProspG Rdnr. 21.

<sup>352</sup> *Kollmorgen/Feldhaus*, BB 2007, 225, 226.

<sup>353</sup> *Apfelbacher/Metzger*, BKR 2006, 81, 83.

## 1. Wegfall der Öffentlichkeit des Angebots

So werden Optionen ausgegeben, bei denen erst nach dem Ablauf einer meist mehrjährigen Sperrfrist die Entscheidung anfällt, ob die Option, Aktien des Arbeitgebers zu erwerben, ausgeübt wird.<sup>354</sup>

Hierbei gibt es zwei Möglichkeiten: Zum einen Aktienoptionen, bei denen für gewöhnlich der Arbeitnehmer entscheidet, ob er die Option ausübt. Zum anderen sogenannte Restricted Stock Units bzw. Restricted Stocks.<sup>355</sup> Bei diesen entscheidet nach Ablauf der Sperrfrist in der Regel der Emittent, d.h. der Arbeitgeber, ob die Zuwendung in Form von Aktien oder Geld erfolgt.

Da diese Optionen so gestaltet werden, dass sie nicht übertragbar sind, liegt kein öffentliches Angebot eines Wertpapiers vor. Demzufolge besteht keine Verpflichtung, einen Prospekt zu erstellen.

Jedoch verschiebt sich diese Pflicht unter Umständen lediglich zeitlich nach hinten, denn die BaFin vertritt diesbezüglich folgende Ansicht<sup>356</sup>: Die spätere Gewährung von Aktien bei Ausübung der Optionen stellt ihrerseits ein öffentliches Angebot von Wertpapieren dar. Sollten die Optionen nach Ablauf der Sperrfrist automatisch den Erwerb der Aktien nach sich ziehen, findet nicht einmal eine zeitliche Verlagerung des öffentlichen Angebotes statt. Denn die Anlageentscheidung ist nicht bei Auslauf, sondern bei Erwerb der Option getroffen worden.

Demnach ist es auch durch die Ausgabe dieser speziellen Beteiligungsformen nicht möglich, die Prospektpflicht zu umgehen.

## 2. Wegfall der Gegenleistung

Eine weitere Möglichkeit, die erwogen wurde, um ein öffentliches Angebot zu umgehen, sind Mitarbeiterbeteiligungen, die nicht auf einer Gegenleistung beruhen. Zu der Frage, ob diese Free Offers, gerade auch im Bezug auf Mitarbeiterprogramme, außerhalb der Definition eines öffentlichen Angebotes liegen

---

<sup>354</sup> S. auch *Kollmorgen/Feldhaus*, BB 2007, 225, 225.

<sup>355</sup> S. auch *Kollmorgen/Feldhaus*, BB 2007, 225, 226.

<sup>356</sup> *Glomb-Schmidt/von Rintelen*, „Ausgewählte Rechtsfragen und neue Tendenzen in der Verwaltungspraxis“ S. 14, zitiert nach *Kollmorgen/Feldhaus*, BB 2007, 225, 225.

und somit die Prospektrichtlinie und damit auch das WpPG nicht auf sie anwendbar sind, hat der CESR Stellung genommen.<sup>357</sup>

So ist nach Auffassung des CESR nicht von einem öffentlichen Angebot nach Art. 2 I lit. d ProspRL zu sprechen, wenn den Mitarbeitern Wertpapiere angeboten werden, ohne diesen eine Wahlmöglichkeit einzuräumen, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen. Dies begründet sich dadurch, dass die Definition des öffentlichen Angebotes eine Mitteilung an das Publikum verlangt, die ausreichende Informationen beinhaltet, um eine Anlageentscheidung treffen zu können. Wann immer eine solche Anlageentscheidung nicht verlangt wird, handelt es sich nicht um ein Angebot im Sinne der Richtlinie. Die reine Zuteilung von Wertpapieren fällt demnach nicht unter deren Anwendungsbereich.

Sollten Free Offers angeboten werden, bei denen der Empfänger das Recht hat, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen, liegt zwar eine Anlageentscheidung vor, diese können jedoch als sogenannte gegenleistungsfreie Angebote gewertet werden. Diese würden folglich unter den Ausnahmebereich der 2,5 Millionen bzw. 100.000 Euro Grenze nach § 1 II Nr. 4 WpPG bzw. § 3 II Nr. 5 WpPG fallen, da ihnen kein Gegenwert zugerechnet wird. Die Mitglieder des CESR sind diesbezüglich übereingekommen: Wertpapiere sollen dann nicht der Prospektspflicht unterliegen, wenn für sie keine Gegenleistung erwartet wird. Sie weisen aber darauf hin, dass die nationalen Behörden zu einer anderen Einschätzung kommen können, da die Stellungnahme des CESR nicht verbindlich ist.

Nicht aus dem Anwendungsbereich der Prospektrichtlinie fallen jedoch die sogenannten Angebote mit versteckten Gegenleistungen, bei denen es sich gerade nicht um Free Offers handelt. Diese werden für gewöhnlich nicht bei Mitarbeiterprogrammen vermutet, wenn die Angestellten die Wertpapiere erhalten, ohne dafür auf Arbeitslohn verzichten zu müssen. Die bloße Behauptung, der Arbeitnehmer bekäme mehr Gehalt, falls das Mitarbeiterprogramm nicht existieren würde, ändert daran nach Ansicht des CESR nichts. Nur wenn die Wertpapiere ausdrücklich anstelle von andern quantifizierbaren Leistungen gewährt werden, kann es angebracht sein, den Wert der Leistung, den der Arbeitnehmer

---

<sup>357</sup> CESR/06-296d, S. 4-5.

andernfalls – zum Beispiel in Form eines höheren Lohns – bekommen hätte, den Wertpapieren als Wert zuzurechnen.

### 3. Fazit zu prospektfreien Beteiligungsformen

Folglich wurde mit den Free Offers eine Möglichkeit gefunden, Mitarbeiterprogramme prospektpflichtfrei auf den Weg zu bringen. Dies kann durch den Einsatz von Restricted Stock Units bzw. Restricted Stocks, grundsätzlich aber auch durch Aktienoptionen geschehen. Dabei ist jedoch darauf zu achten, dass keine Anlageentscheidung zu treffen ist und die Beteiligungen tatsächlich gegenleistungsfrei gewährt werden.

Ob dies gerade bei Aktienoptionen so einfach zu gestalten ist, erscheint fraglich. Obwohl gerne behauptet wird, sie erfolgten gegenleistungsfrei, ist dies nicht immer leicht festzustellen. Wie oben explizit erklärt, ist davon nur auszugehen, wenn für den Mitarbeiter die Pflicht, die Aktienoptionen zu nehmen, besteht, und er somit nicht die Möglichkeit hat, andere Regelungen mit dem Arbeitgeber zu vereinbaren. Bestünde die Möglichkeit einer abweichenden Vereinbarung, lägen eine versteckte Gegenleistung und auch eine Anlageentscheidung vor. Noch deutlicher ist dies, wenn offensichtlich auf einen Teil des Gehalts verzichtet wird, um in den Genuss der Mitarbeiterbeteiligung zu kommen. Sollte bei Ausübung der Option am Ende der Laufzeit ein vorher fest vereinbarter Kaufpreis fällig werden, so ist ebenfalls von einer Anlageentscheidung bereits bei der Optionsgewährung zu sprechen.<sup>358</sup>

Für Restricted Stock Units bzw. Restricted Stocks liegt der Fall klarer, da in ihnen keine Anwartschaftsrechte gesehen werden, weil in den meisten Fällen der Arbeitgeber die Entscheidung trifft, ob letztendlich Aktien oder Barauszahlung erfolgen soll. Somit ist im Gegensatz zu Aktienoptionen keine weitere Handlung des Arbeitnehmers erforderlich, sodass zum Zeitpunkt der Fälligkeit der Beteiligung keine Anlageentscheidung getroffen wird. Sollte die Gewährung der Restricted Stock Units bzw. Restricted Stocks ebenfalls gegenleistungsfrei erfolgen, so fallen diese nicht unter den Anwendungsbereich des WpPG, da kein öffentliches Angebot von Wertpapieren vorliegt.

---

<sup>358</sup> Kollmorgen/Feldhaus, BB 2007, 225, 227.

Dies ist besonders für Drittstaatenemittenten von Bedeutung, da diese, sollte man der oben angesprochenen Literaturmeinung folgen, nach dem WpPG nicht prospektpflichtfreie Wertpapiere an Mitarbeiter ausgeben dürfen. Vorsicht ist allerdings geboten, nicht in den Bereich der versteckten Gegenleistung hineinzurutschen.

#### 4. Teil: Der Prospekt

Das WpPG enthält sowohl Regelungen zum Aufbau als auch zum Inhalt eines Prospekts. Diesbezüglich verweist es immer wieder auf die Prospektverordnung (Verordnung (EG) Nr. 809/2004), welche in jedem Mitgliedstaat unmittelbar geltendes Gemeinschaftsrecht<sup>359</sup>, einschließlich der im Anhang enthaltenen Schemata, ist.

Darüber hinaus werden dem Emittenten im WpPG auch Auflagen zur Billigung, Veröffentlichung und Erstellung von Prospektnachträgen gemacht.

Zudem werden Vorgaben zum jährlichen Dokument getroffen. Diese Regelung, die eine Informationspflicht über vorher veröffentlichte Informationen darstellt, ist im Rahmen der Prospekttrichtlinie und des Wertpapierprospektgesetzes eher nicht zu erwarten gewesen, da es sich bei dieser Vorschrift nicht wie bei den übrigen Regelungen um ein Instrument der Emissionspublizität handelt.<sup>360</sup>

Des Weiteren regelt das WpPG die Vorschriften hinsichtlich der Prospektsprachen. Durch die Einführung des Europäischen Passes, welcher eine EWR-weite Einsetzbarkeit des Prospektes ermöglicht, kommt der Sprachregelung eine besondere Wichtigkeit zu, da der Prospekt für die Anleger in allen Mitgliedstaaten verständlich sein soll.

##### §1: Prospektsprache

Wie bereits dargestellt, beschreibt die Prospekttrichtlinie einen Wandel von der gegenseitigen Anerkennung hin zum Europäischen Pass und dem damit verbundenen Notifizierungsverfahren. Nach diesem System verliert die Prospektbilligungsbehörde des aufnehmenden Staates ihr Prüfungsrecht, sobald sie von der Billigungsbehörde des Herkunftslandes des Emittenten die Notifizierungsbescheinigung erhalten hat.<sup>361</sup>

---

<sup>359</sup> Art. 249 II EGV.

<sup>360</sup> Götze, NZG 2007, 570, 570.

<sup>361</sup> Art. 17 I i.V.m. Art. 18 Richtlinie (2003/71/EG).

Dies hat eine Neuregelung hinsichtlich der im Prospekt zu verwendenden Sprache unerlässlich gemacht, um Sprachverwirrungen zu vermeiden, welche die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes des Europäischen Wirtschaftsraumes beeinträchtigen würden.<sup>362</sup> Dabei ist es das erklärte Ziel der Prospekttrichtlinie, einerseits dem Anleger die im Prospekt enthaltenen Informationen in einer für diesen verständlichen Sprache darzulegen, um ihm eine fundierte Anlageentscheidung zu ermöglichen. Andererseits soll dem Emittenten die Bürde erlassen werden, für fast jeden Mitgliedstaat einen Prospekt anderer Sprache erstellen zu müssen.

Dieser Punkt ist stark von der bereits angesprochenen Abwägung zwischen Anlegerschutz und Funktionsfähigkeit des Marktes geprägt. Im Bereich der Sprachregelungen für Prospekte ist diese Abwägung von besonderer Wichtigkeit. Denn es soll eine Erleichterung für den Emittenten durch eine vereinfachte Sprachwahl erreicht werden; im Gegenzug soll der Anleger jedoch vor ihm unverständlichen Prospekten geschützt werden.

#### A. Gründe für die einheitliche Sprachregelung

In Art. 19 ProspRL und in dessen deutscher Umsetzung, § 19 WpPG, wird bestimmt, in welcher Sprache der Prospekt zu erstellen ist. Dabei ist es der Wille des europäischen Gesetzgebers, dem Emittenten durch ein einheitliches europäisches Regime der Prospektsprache zeitlichen Aufwand und Übersetzungskosten zu ersparen.

Diese waren – wie bereits kurz erwähnt – hauptsächlich mit schuld daran, dass sich das System der gegenseitigen Anerkennung als wenig attraktiv herausgestellt hat, da der Prospekt die Grundlage für die Prospekthaftung darstellt und so eine Übersetzung komplex und sehr teuer ist.<sup>363</sup> Besonders da die Prospektübersetzung nicht nur sinngemäß, sondern in einer rechtlich einwandfreien Form erfolgen muss, wird der Preis nach oben getrieben. Denn eine solche Form zu gewährleisten, ist nur durch den Einsatz von Juristen möglich, welche die Sprache des ursprünglichen Prospektes und die Sprache, in die der Prospekt

---

<sup>362</sup> *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 820.

<sup>363</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 248.

übertragen werden soll, beherrschen.<sup>364</sup> Zudem, wird es an manchen Stellen nötig sein, Sachverhalte tiefgehender als im ursprünglichen Prospekt zu erörtern, da eine sinnvolle Übersetzung von den jeweiligen im Zielstaat geltenden Haftungsregelungen und dem daraus entstehenden Haftungsrisiko abhängt.<sup>365</sup> Nicht selten musste der Emittent zu dem Schluss kommen, dass der Übersetzungsaufwand die durch ein Angebot im Zielstaat entstehenden Vorteile übersteigt.

Aus diesem Grund ist der europäische Gesetzgeber zu dem Schluss gekommen, dem Emittenten die Übersetzung seiner Prospekte zu erleichtern bzw. sogar ganz zu erlassen. Deshalb wurden durch Art. 19 ProspRL die Begriffe „einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ und der von der zuständigen Behörde des Mitgliedstaates „anerkannten Sprache“ eingeführt.<sup>366</sup> Sobald ein Prospekt in einer dieser Sprachen verfasst ist, muss die Prospektbilligungsbehörde diesen akzeptieren. Darüber hinaus darf lediglich eine Übersetzung der Zusammenfassung in der jeweiligen Landessprache verlangt werden. Hat ein EWR-Staat eine mehrsprachige Bevölkerung, so kann die Übersetzung in alle offiziellen Landessprachen verlangt werden.<sup>367</sup> Finanziell belastet dies den Emittenten aber nicht über Gebühr, da an die Qualität der Übersetzung der Zusammenfassung nicht derselbe Anspruch zu stellen ist, wie an die Übersetzung des gesamten Prospektes. Dies liegt daran, dass, allein auf die Übersetzung der Zusammenfassung aufbauend, grundsätzlich keine Prospekthaftung begründet werden darf.<sup>368</sup>

Da in der Lehre Uneinigkeit darüber besteht, was unter den Begriffen der „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ und der „anerkannten Sprache“ zu verstehen ist, bzw. eine eingehende Untersuchung bis dato nicht stattgefunden hat, müssen diese Begriffe, bevor in eine tiefere Erläuterung der Regelungsbereiche des § 19 WpPG eingestiegen werden kann, zunächst beleuchtet werden.

---

<sup>364</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 248.

<sup>365</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 248.

<sup>366</sup> Art. 19 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>367</sup> Art. 19 II, III, IV Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>368</sup> Art. 6 II S. 2 Richtlinie (2003/71/EG).

## B. Eine anerkannte Sprache

Bezüglich des Begriffes der anerkannten Sprache und der Ausgestaltung desselben durch den deutschen Gesetzgeber hat es hierzulande bereits während des Gesetzgebungsverfahrens heftige Diskussionen gegeben.<sup>369</sup> Denn der in Art. 19 ProspRL verwandte Begriff, der anerkannten Sprache wird in der Umsetzung in § 19 WpPG in verschiedenen Zusammenhängen unterschiedlich ausgedeutet. Folglich kann diesbezüglich von einem gespaltenen Begriffsverständnis auf Seiten des deutschen Gesetzgebers gesprochen werden.

So hat der hiesige Gesetzgeber für den Fall, in dem ein Emittent mit Herkunftsstaat Deutschland seine Wertpapiere ausschließlich oder zumindest auch in Deutschland anbieten will, den auf europäischer Ebene geprägten Begriff der anerkannten Sprache so umgesetzt, dass nur die deutsche Sprache zulässig ist.<sup>370</sup>

Für die Fälle, in denen ein Emittent, dessen Herkunftsstaat ein anderer EWR-Staat ist, seine Wertpapiere in Deutschland anbieten will, wird der BaFin vom deutschen Gesetzgeber überlassen, wie sie den Begriff der anerkannten Sprache verstehen möchte.<sup>371</sup> Eine Einschränkung auf die deutsche Sprache findet demnach nicht statt. Dies gilt auch für die Pflicht, gegebenenfalls eine Prospektübersetzung für die BaFin anzufertigen, wenn ein deutscher Emittent seine Wertpapiere nur im EWR-Ausland anbieten will, nicht aber in Deutschland selbst.<sup>372</sup>

Welche Sprachen von der BaFin in den dargestellten Konstellationen als anerkannte Sprachen zugelassen werden, ist fraglich. Ihr sind jedenfalls vom Gesetzgeber keine Einschränkungen vorgegeben. Die in der Literatur vertretene Auffassung, diese gesplante Ausgestaltung des vom europäischen Gesetzgeber geprägten Begriffs der anerkannten Sprache durch den Deutschen Gesetzgeber sei unzulässig, ändert daran nichts.<sup>373</sup>

Es ist jedoch anzunehmen, dass sich die BaFin auch zukünftig, wie bereits bisher, auf Deutsch beschränkt. Dies ist unter dem Gesichtspunkt, dass Deutsch die einzige Amtssprache in Deutschland ist, durchaus nachvollziehbar.

---

<sup>369</sup> *Groß*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2006, § 19 WpPG Rdnr. 1.

<sup>370</sup> § 19 I, III WpPG.

<sup>371</sup> § 19 IV WpPG.

<sup>372</sup> § 19 II S. 2 WpPG.

<sup>373</sup> *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 823.

## C. Eine in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache

Wie bereits angedeutet, erlaubt das Wertpapierprospektgesetz dem Emittenten in gewissen Situationen, zwischen der deutschen und einer „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ zu wählen.<sup>374</sup> Diese Regelung hat über die Prospektrichtlinie Einzug in nationales Recht gefunden. Sie soll die Attraktivität des EWR als internationalen Finanzplatz erhöhen, da eine Reduzierung der Zeitverzögerung und Kostenbelastung sowie des Haftungsrisikos eintritt.<sup>375</sup>

### I. Uneinigkeit über den Begriffsinhalt

Erhebliche Uneinigkeit besteht allerdings dahingehend, was der Richtliniengesetzgeber unter der in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache verstanden haben möchte. Einige Stimmen in der Literatur vertreten die Auffassung, damit könne ausschließlich die englische Sprache gemeint sein.<sup>376</sup> Von dieser Art der Auslegung geht auch der Finanzausschuss des Deutschen Bundestags aus, wenn er feststellt, eine „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache“ sei die englische Sprache.<sup>377</sup> Wieder andere Stimmen formulieren es etwas weniger rigide und kommen zu dem Schluss, vom Grundsatz her könne nur Englisch in Betracht kommen.<sup>378</sup>

Dies muss aber nach anderer Auffassung nicht zwingend so sein.<sup>379</sup> Nach dieser Ansicht spricht schon die Formulierung dafür, dass neben Englisch auch noch andere Sprachen in Betracht kommen können. So wird mit Recht darauf hingewiesen, weder in der Prospektrichtlinie noch im WpPG wird ausdrücklich von Englisch gesprochen und es ist noch nicht einmal von „der“, sondern nur von „einer“ in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache die Rede. Diese Formulierung deutet darauf hin, dass doch ein gewisser Spielraum besteht, der unterschiedliche Auffassungen des Begriffes zulässt.

---

<sup>374</sup> § 19 III WpPG.

<sup>375</sup> *Grub/Thiem*, NZG 2005, 750, 751.

<sup>376</sup> *Schlitt/Schäffer*, AG 2004, 498, 509; *König*, ZEuS 2004, 251, 273; *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1071.

<sup>377</sup> BT-Drs. 15/5373, S. 50.

<sup>378</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 248; *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 508.

<sup>379</sup> *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 821.

## II. Abgrenzung des Zielgebietes

Fraglich ist, ob bei der Auslegung des Begriffes „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlich“ auf den gesamten Binnenmarkt des EWR abgestellt werden muss oder ob nach dem Zielgebiet der jeweiligen Emission zu bewerten ist.

Für die Auffassung, bei der Bewertung auf den gesamten Binnenmarkt abzustellen, spräche der Gedanken des Europäischen Passes und die damit verbundene EWR-weite Geltung eines einmal gebilligten Prospektes, die einer lokalen Eingrenzung weitgehend entgegensteht.<sup>380</sup> Sollte diesem Argument folgend auf den gesamten Binnenmarkt des EWR abgestellt werden, so ist tatsächlich davon auszugehen, dass nur Englisch die Voraussetzung erfüllen kann, in allen EWR-Staaten in Finanzkreisen gebräuchlich zu sein.

Wird jedoch auf das Zielgebiet der Emission abgestellt, so würde genügen, dass die in Frage kommende Sprache „in den jeweils betroffenen Mitgliedstaaten bei grenzüberschreitenden Transaktionen gebräuchlich ist“<sup>381</sup>.

Eine Auslegung, die eine Einschränkung auf das Zielgebiet zulässt, wird mitunter durch den Verweis auf die alte Regelung in § 15 I S. 2, III S. 2 VerkProspG a.F. angenommen. Nach dieser wurde der Billigungsbehörde die Entscheidung überlassen, auf eine Übersetzung in Deutsch zu verzichten, „wenn der Verkaufsprospekt in einer Sprache abgefasst ist, die im Inland auf dem Gebiet des grenzüberschreitenden Wertpapierhandels nicht unüblich ist.“

Letztlich mag der Gedanke des Europäischen Passes zwar generell eine EWR-weite Geltung im Blick haben, dies muss einer lokalen Eingrenzung aber nicht a limine im Wege stehen.

Folgt man dieser Auffassung, so kann grundsätzlich nicht nur Englisch die Voraussetzung, in internationalen Finanzkreisen gebräuchlich zu sein, erfüllen. Vielmehr können auch Deutsch oder Französisch unter den Begriff subsumiert werden, da beide in mehreren EWR-Staaten verwendete Sprachen sind und dort auch für grenzüberschreitende Transaktionen genutzt werden.

Insgesamt vermag diese Auffassung, schon auf Grund der Formulierung des Art. 19 ProspRL, mehr zu überzeugen als jene, nach der nur Englisch in Frage

---

<sup>380</sup> S. auch *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 821.

<sup>381</sup> *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 821.

kommt. Es scheint auch so zu sein, dass die Europäische Kommission eine auf das Zielgebiet abgestimmte Begriffsbestimmung durchaus im Sinn hat. Folglich gelten die deutsche und die französische Sprache bei Wertpapieremissionen in Mitteleuropa lokal als in internationalen Finanzkreisen gebräuchlich.

### III. Regelungsbereiche

Die Vorgaben, welche die Prospektrichtlinie in Art. 19 hinsichtlich der im Prospekt zu verwendenden Sprache aufstellt, wurde in § 19 WpPG umgesetzt. Im Wesentlichen werden in § 19 WpPG die Sprachregelungen für vier Fallkonstellationen getroffen, die im Folgenden jeweils kurz beleuchtet werden sollen. Ein besonderes Augenmerk gilt dabei der Untersuchung, ob es vorstellbar ist, in Deutschland neben Englisch auch Französisch als eine „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache“ anzusehen. Denn sollte dies der Fall sein, könnten die Anleger mit einem französischen Prospekt konfrontiert werden. Zudem könnte die BaFin die Aufgabe treffen, diesen zu prüfen.

#### 1. Regelungsbereich des §19 I WpPG

Soll ein Wertpapier nur im Herkunftsmitgliedstaat angeboten werden, so lässt die Prospektrichtlinie dem Mitgliedstaat die Möglichkeit, festzulegen, in welcher Sprache der Prospekt zu erstellen ist.<sup>382</sup> Der deutsche Gesetzgeber hat diese Freiheit genutzt und bestimmt, dass der Prospekt in deutscher Sprache zu erstellen ist.<sup>383</sup>

Jedoch wird der BaFin der Entscheidungsspielraum eingeräumt, auch einen Prospekt, der in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache verfasst ist, anzuerkennen.<sup>384</sup> Dieses Ermessen kann sie immer dann ausüben, wenn zumindest eine Prospektzusammenfassung in Deutsch vorhanden ist und zudem „eine ausreichende Information des Publikums gewährleistet er-

---

<sup>382</sup> Art. 19 I Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>383</sup> § 19 I S. 1 WpPG.

<sup>384</sup> § 19 I S. 2 WpPG.

scheint“<sup>385</sup>. Aus Anlegerschutzgründen hat der deutsche Gesetzgeber allerdings in der Gesetzesbegründung zum Wertpapierprospektgesetz die BaFin angehalten, diese Ausnahme eng auszulegen. Sie soll zum Beispiel in Betracht kommen, wenn ausschließlich institutionelle Anleger von dem Angebot betroffen sind.<sup>386</sup> Für diese dürfte aber nach § 3 II Nr. 1 WpPG sowieso keine Prospektspflicht bestehen. Ein Prospekt wird lediglich für die Börsenzulassung benötigt werden.<sup>387</sup>

#### a) Ermessenspielraum der BaFin

Wie die Phrase einer „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ im Bezug auf § 19 I WpPG zu verstehen ist, soll kurz erläutert werden. Wie bereits festgestellt, hat die Bestimmung über das Zielgebiet der Emission zu erfolgen. Daher muss festgestellt werden, welche Sprache in den jeweils betroffenen Mitgliedstaaten, demnach in Deutschland bei grenzüberschreitenden Transaktionen gebräuchlich ist. Unzweifelhaft ist dies bei Englisch, fraglich könnte aber Französisch sein, da mitunter behauptet wird, Französisch sei eine in Deutschland bei grenzüberschreitenden Transaktionen gebräuchliche Sprache.<sup>388</sup> Dies scheint allerdings zweifelhaft, jedenfalls wenn man Englisch und Französisch hinsichtlich ihrer Gebräuchlichkeit vergleicht.

Sollte man dennoch zu dem Schluss kommen, auch Französisch erfülle die Bedingungen, so bleiben immerhin erhebliche Zweifel, ob die BaFin zu der Auffassung käme, dass eine ausreichende Information der Anleger sichergestellt ist. Sie wird wohl ihre Ermessensentscheidung gegen einen französischen Prospekt richten.

Allerdings muss die BaFin auch einen englischen Prospekt nicht akzeptieren, denn auch bei einem solchen hat sie einen Ermessenspielraum. In diesem Zusammenhang hat sie bereits angekündigt, bei Aktienemissionen grundsätzlich keine Ausnahme von der Pflicht einen deutschen Prospekt zu erstellen zu machen.<sup>389</sup> Wie sie bei anderen Emissionsformen entscheiden wird, bleibt abzuwarten. Somit kommt auf Grund der Vorgabe des nationalen Gesetzgebers, den

---

<sup>385</sup> § 19 I S. 2 WpPG.

<sup>386</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 28.

<sup>387</sup> Schlitt/Schäfer, AG 2005, 498, 509 Fn. 172.

<sup>388</sup> Mattil/Möslein, WM 2007, 819, 821.

<sup>389</sup> Schlitt/Schäfer, AG 2005, 498, 509.

Ermessensspielraum eng auszulegen, in diesem Fall höchstens Englisch neben Deutsch als Prospektsprache in Frage.

#### b) Schlechterstellung deutscher Emittenten

Gerade diese Ankündigung der BaFin wurde in letzter Zeit aus rechtspolitischen Gründen kritisiert<sup>390</sup>, da behauptet wird, dies würde Deutsche gegenüber Emittenten aus anderen EWR-Staaten benachteiligen.<sup>391</sup> Das wird auf zwei Arten ersichtlich:

Zunächst ist die Prospektrichtlinie, z. B. in Österreich und in Luxemburg, offener umgesetzt worden.<sup>392</sup> In diesen Staaten können die Emittenten ausdrücklich auch Englisch als Prospektsprache wählen, wenn sie ausschließlich in diesen Ländern Wertpapiere anbieten wollen.<sup>393</sup>

Des Weiteren wird die Schlechterstellung dadurch ersichtlich, dass Emittenten aus anderen EWR-Staaten ihre Prospekte immer in einer „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ erstellen dürfen<sup>394</sup>, wenn sie in Deutschland anbieten wollen, deutsche Emittenten dafür jedoch der Zustimmung der BaFin bedürfen, die sie in der Regel nicht erhalten werden. Diese Desavouierung, wird behauptet, sei direkt auf das in Deutschland gespaltene Verständnis des aus der Prospektrichtlinie stammenden Begriffes der anerkannten Sprache zurückzuführen.<sup>395</sup>

Teilweise wird die Befürchtung geäußert, zukünftig könne es dazu kommen, dass deutsche Emittenten, die in Deutschland mittels eines englischen Prospektes anbieten wollen, dies über die Gründung einer Tochter im EWR-Ausland bewerkstelligen werden.<sup>396</sup> Da die BaFin aus Anlegerschutzgründen vom deutschen Gesetzgeber angehalten ist, die in § 19 I WpPG angelegte Ausnahme eng auszulegen, würde gerade der dadurch angestrebte Anlegerschutz durch eine Umgehung der deutschen Vorschriften über den Weg einer ausländischen Tochter ausgehöhlt.<sup>397</sup> Weiter wird behauptet, die strikte Regelung des Gesetz-

---

<sup>390</sup> S. auch *Groß*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2006, § 19 WpPG Rdnr. 4.

<sup>391</sup> *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 823.

<sup>392</sup> *Groß*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2006, § 19 WpPG Rdnr. 4.

<sup>393</sup> *Groß*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2006, § 19 WpPG Rdnr. 4.

<sup>394</sup> § 19 IV WpPG.

<sup>395</sup> *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 823.

<sup>396</sup> *DAI/BDI*, Stellungnahme v. 3.1.2005, S. 15; *ZKA*, Stellungnahme v. Januar 2005, S. 5f.

<sup>397</sup> *DAI/BDI*, Stellungnahme v. 3.1.2005, S. 15.

gebers mache den deutschen Finanzplatz unattraktiv und führe somit zum Verlust von Arbeitsplätzen, ohne dem Anlegerschutz zu nutzen.<sup>398</sup>

Ob die Schlechterstellung deutscher Anleger in der Praxis so schwer wiegt, ist nach wie vor fraglich. Es ist durchaus zu erwarten, dass nicht alle deutschen Emittenten den Weg über eine sich im EWR-Ausland befindende Tochtergesellschaft wählen werden, um ihr Angebot auch mittels eines in einer „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ verfassten Prospektes anbieten zu können.

In der Praxis werden sich deutsche Emittenten, die ihr Angebot nur auf den heimischen Markt richten, zumeist mit einem deutschen Prospekt an ihre Anleger richten, da dies ein breiteres Publikum anspricht und auf mehr Resonanz am Markt hoffen lässt.<sup>399</sup>

## 2. Regelungsbereich des §19 II WpPG

Einer etwas eingehenderen Erläuterung bedarf die Konstellation, in der ein Emittent, dessen Herkunftsstaat Deutschland ist, seine Wertpapiere nicht in Deutschland, sondern ausschließlich in einem oder mehreren anderen Mitgliedstaaten anbieten will. In diesem Fall hat er die Wahl, den Prospekt „in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ oder in einer Sprache, die von der bzw. den zuständigen Behörden des bzw. der Aufnahmestaaten, anerkannt ist, zu erstellen.<sup>400</sup>

Da § 19 II S. 2 WpPG konstatiert, für die prospektprüfende deutsche Behörde muss der Prospekt in eine in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache oder in eine von der BaFin anerkannten Sprache, demnach zur Zeit ausschließlich Deutsch, übersetzt werden, stellt sich die Frage, was unter einer „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ zu verstehen ist. Denn eine über das Englische hinausgehende Auslegung des Begriffes könnte dem Emittenten in gewissen Fällen den Aufwand und die Kosten einer Übersetzung ersparen.

---

<sup>398</sup> *DAI/BDI*, Stellungnahme v. 3.1.2005, S. 15; *ZKA*, Stellungnahme v. Januar 2005, S. 5f; *DDI*, Stellungnahme v. 13.4.2005, S. 18.

<sup>399</sup> S. auch *König*, *ZEuS* 2004, 251, 274.

<sup>400</sup> § 19 II S. 1 WpPG.

Den obigen Ausführungen folgend, kann neben dem in jedem Fall zulässigen Englisch, in gewissen Fällen auch Deutsch oder Französisch unter den auf europäischer Ebene geprägten Begriff fallen.

An zwei kurzen Beispielen soll das Problem, welches in diesem Zusammenhang entstehen kann, erläutert werden. Dieses lässt an einem wirklichen Wahlrecht des deutschen Emittenten, den Prospekt in einer von der bzw. den Billigungsbehörden des bzw. der Aufnahmestaaten anerkannten Sprache zu erstellen, zweifeln.

#### a) Erstes Beispiel

Ein deutscher Emittent, der seine Wertpapiere ausschließlich in Spanien anbieten will, hätte die Möglichkeit, den Prospekt direkt in Spanisch zu erstellen, da dies eine von der dortigen Billigungsbehörde anerkannte Sprache ist.

Allerdings ist sie keine von der BaFin anerkannte Sprache. Somit kann die BaFin eine Übersetzung des ganzen Prospektes in Deutsch oder eine „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache“ verlangen. Da man zu der Auffassung kommen muss, Spanisch fällt nicht unter den Begriff der „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprachen“, wird eine Übersetzung nötig. Folglich führt die Entscheidung des Emittenten, den Prospekt in Spanisch zu erstellen, zu den bereits benannten Nachteilen eines erhöhten Zeitaufwands und hoher Übersetzungskosten. Wegen dieser Nachteile wird es der Emittent vermeiden, den Prospekt in der spezifischen Landessprache des Zielstaates zu erstellen. Von einem echten Wahlrecht des Emittenten kann somit nicht gesprochen werden. Für ihn ist es leichter, den Prospekt von Anfang an in einer „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ zu verfassen. Nur wenn der Prospekt in einer solchen Sprache verfasst ist, kann der Emittent, sowohl das Billigungsverfahren bei der BaFin als auch das Angebot in Spanien beantragen und sich zusätzliche Kosten und Zeitaufwand für eine Übersetzung ersparen. Der spanische Gesetzgeber könnte ihn, basierend auf Art. 19 II S. 2 ProspRL, lediglich dazu verpflichten, die Zusammenfassung in Landessprache zu übersetzen. Da sich jedoch allein auf der Übersetzung grundsätzlich keine Prospekthaftung aufbauen darf und die Zusammenfassung mög-

möglichst kurz zu halten ist, werden sich die Übersetzungskosten im Rahmen halten.<sup>401</sup>

Für den spanischen Anleger ist diese Lösung allerdings negativ, da er damit zu rechnen hat, dass Wertpapierprospekte von nicht in Spanien ansässigen Emittenten nicht in Spanisch sein werden, auch wenn diese ihr Angebot ausschließlich auf Spanien beschränken. Lediglich der Druck des Marktes, d.h. wenn der ausländische Emittent seine Wertpapiere, die ausschließlich über einen nicht in Spanisch verfassten Prospekt angeboten werden, in Spanien nicht verkaufen kann, könnte den Emittenten zu einer Übersetzung in die Landessprache zwingen. Er müsste demnach durch eine betriebswirtschaftliche Kostenbetrachtung zu dem Ergebnis kommen, die Kosten einer Übersetzung werden von den dadurch zu erzielenden Mehreinnahmen ausgeglichen.

Viel leichter wäre es hingegen, dem deutschen Emittenten die Chance zu geben, den Prospekt in Spanisch billigen zu lassen. Wenn die BaFin dazu nicht in der Lage ist, so sollte die Möglichkeit bestehen, die Prüfung durch die spanische Behörde vollziehen zu lassen.

Obwohl in Art. 13 V ProspRL das Recht postuliert ist, nach dem jede Prospektbilligungsbehörde die Prospektprüfung an eine Billigungsbehörde in einem anderen Staat übergeben kann, wurde dieses Recht nicht in das Wertpapierprospektgesetz übernommen.

Fraglich ist allerdings, ob die Regelung des Art. 13 V ProspRL dazu gedacht war, Ausnahmen vom Sprachregime des Art. 19 ProspRL machen zu können. Hiervon ist nicht auszugehen. Folglich würde man hinsichtlich des Beispielfalles, auch wenn der Art. 13 V ProspRL in Deutschland anwendbar wäre, zu keinem anderen Ergebnis kommen. Der deutsche Emittent wird nicht umhinkommen, seinen Prospekt für die Prüfung durch die BaFin in Deutsch oder in eine „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache“, zu übersetzen. Dieses Ergebnis scheint nach der Formulierung des Art. 19 ProspRL durchaus vom europäischen Gesetzgeber so gewollt, da es ihm darauf ankommt, dass der Emittent den Prospekt in seinem Herkunftsstaat billigen lässt. Allerdings ist dies unnötig. Es wäre eine Erleichterung für den ausländischen Emittenten, wenn in

---

<sup>401</sup> Art. 6 II S. 2 Richtlinie (2003/71/EG).

gewissen Fällen die Prospektprüfung vor der Behörde des Aufnahme Staates erfolgen könnte. Der Anlegerschutz wäre durch die von der Prospekttrichtlinie vorgegebenen, einheitlichen Prüfinhalte sichergestellt. Für den Anleger wäre es zudem vorteilhaft, da der Prospekt regelmäßig in Landessprache vorläge.

#### b) Zweites Beispiel

Noch interessanter wird der Fall, wenn der deutsche Emittent seine Wertpapiere ausschließlich in Frankreich anbieten will. Wieder kann er den Prospekt in einer von der Behörde des Aufnahme Staates anerkannten oder einer „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ verfassen. Verfasst er den Prospekt in Französisch, so ist dies eine von der französischen Behörde anerkannte Sprache. Da Französisch aber keine von der BaFin anerkannte Sprache ist, muss er den Prospekt in Deutsch oder in eine „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache“ übersetzen.<sup>402</sup> Dies gilt natürlich nur, sofern Französisch in Deutschland nicht als eine „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache“ anerkannt wird.

Somit muss zunächst eine Auslegung nach dem oben aufgestellten Postulat des Zielgebietes der Emission erfolgen. Demnach ist darauf abzustellen, ob die verwendete Sprache „in den jeweils betroffenen Mitgliedstaaten bei grenzüberschreitenden Transaktionen gebräuchlich“<sup>403</sup> ist. Dabei sind wohl nicht nur die Gegebenheiten im Zielstaat der Emission zu bewerten, vielmehr müssen auch die Gegebenheiten im Herkunftsstaat des Emittenten mit in die Bewertung einbezogen werden. Im Beispiel wäre das Kriterium höchstwahrscheinlich nicht erfüllt, da in Deutschland das Französische wohl nicht als für grenzüberschreitende Transaktionen gebräuchliche Sprache angesehen werden kann, wobei es aber auch andere Meinungen dazu gibt.<sup>404</sup>

Folgte man der zweiten Ansicht und ließe Französisch unter den Begriff fallen, so wäre die BaFin gezwungen, einen in Französisch verfassten Prospekt zu prüfen. Höchstwahrscheinlich ist sie darauf nicht eingerichtet, genauso wie wohl im umgekehrten Fall die französische Behörde nicht darauf eingerichtet

---

<sup>402</sup> § 19 II S. 2 WpPG.

<sup>403</sup> *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 821.

<sup>404</sup> S. dazu *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 821.

wäre, Prospekte, die in Deutsch verfasst sind, zu prüfen. Vielmehr ist davon auszugehen, dass die BaFin nur auf eine Prüfung in Deutsch und Englisch vorbereitet ist.

Allerdings ist nicht davon auszugehen, dass der Europäische Gesetzgeber durch die Einführung der Formulierung „einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ in Art. 19 ProspRL eine solche Ausweitung der für die Prospektprüfung zulässigen Sprachen gewollt hat. Einen solchen Willen hätte er explizit bekannt gegeben. Es wäre unzulässig, dies aus Art. 19 ProspRL herauszulesen. Dies legt die Schlussfolgerung nahe, dass es nicht im Willen des europäischen Gesetzgebers ist, Französisch im Bezug auf Deutschland als eine „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache“ zu werten.

### 3. Regelungsbereich des §19 III WpPG

Der § 19 III WpPG regelt den Fall, in dem ein Emittent mit Herkunftsstaat Deutschland, Wertpapiere sowohl im Inland als auch in einem oder mehreren anderen EWR-Staaten anbieten möchte. Für die Prospektprüfung durch die BaFin besteht die Wahl, den Prospekt entweder in Deutsch oder in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache zu erstellen. Formuliert der Emittent den Prospekt in Französisch, so wird er diesen übersetzen müssen, es sei denn, man folgt der Meinung, Französisch sei in Deutschland eine in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache.

Allerdings spricht gegen die Einbeziehung des Französischen unter diesen Begriff abermals, dass Französisch in Deutschland eher nicht als eine für grenzüberschreitende Transaktionen gebräuchliche Sprache anzusehen ist, da es zumindest im Vergleich zu Englisch von untergeordneter Bedeutung ist. Demnach würde der Einbeziehung des Französischen unter die „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprachen“ dem oben aufgestellten Postulat der Bewertung nach dem Zielgebiet der Emission widersprechen.

Zudem sprechen gegen diese Einbeziehung die zu § 19 II WpPG gemachten Ausführungen. Nach diesen ist nicht damit zu rechnen, dass der europäische Gesetzgeber Französisch im Bezug auf Deutschland als eine in internationalen

Finanzkreisen gebräuchliche Sprache betrachtet. Denn damit würde er der BaFin eine Prospektprüfung in einer anderen Sprache als in Deutsch oder Englisch aufbürden. Ein diesbezüglicher Wille ist jedoch nicht ersichtlich.

Folglich kommt in einem solchen Fall nur Englisch oder Deutsch als Prospektsprache in Frage, wobei bei einem deutschsprachigen Prospekt mit einer Pflicht zur Übersetzung gerechnet werden muss, wenn die Aufnahmestaaten Deutsch nicht als anerkannte oder in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache ansehen.

Dies wird dazu führen, dass deutsche Anleger regelmäßig auf einem englischen Prospekt basierend ihre Anlageentscheidung treffen müssen, da sich der Emittent höchstwahrscheinlich den zusätzlichen Übersetzungsaufwand sparen möchte. Auf Grund der Tatsache, dass deutsche Anleger bei grenzüberschreitenden Angeboten von nicht in Deutschland ansässigen Emittenten vor demselben Problem stehen und in diesem Fall keineswegs weniger schutzwürdig sind, als wenn das Herkunftsland des Emittenten Deutschland ist, spricht viel für den Willen des europäischen Gesetzgebers, ein solches Ergebnis zu erzielen.<sup>405</sup>

#### 4. Regelungsbereich des § 19 IV WpPG

Will ein nicht in Deutschland ansässiger Emittent Wertpapiere in Deutschland anbieten, ist § 19 IV WpPG einschlägig. Der Prospekt muss demnach in einer von der BaFin anerkannten Sprache (Deutsch) oder in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache erstellt werden. Sollte der Prospekt in zweiter verfasst sein, so ist auf jeden Fall die Zusammenfassung in Deutsch zu übersetzen.<sup>406</sup>

In den bereits dargestellten Fällen hat sich gezeigt, dass viele Argumente dafür sprechen, bezogen auf Deutschland nur Englisch als eine in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache zu werten. Es wird sich zeigen, ob sich dies im folgenden Beispiel bestätigt.

---

<sup>405</sup> *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 508.

<sup>406</sup> § 19 IV S. 2 WpPG.

Möchte ein in Luxemburg ansässiger Emittent seine Wertpapiere in Luxemburg und in Deutschland anbieten, so wäre nahe liegend, den Prospekt in Deutsch zu verfassen. Deutsch wird in beiden Staaten gesprochen und demnach wäre der Prospekt für die Anleger beider Länder verständlich. Eine Prospekterstellung in Deutsch ist dem Emittenten auch ohne zusätzlichen Übersetzungsaufwand möglich, da von der luxemburgischen Billigungsbehörde Prospekte in Deutsch, Französisch, Luxemburgisch und Englisch geprüft werden.<sup>407</sup>

Allerdings kann der Emittent den Prospekt auch in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache verfassen. Wenn er Englisch wählt, ist das Kriterium unbestritten erfüllt und die BaFin wird lediglich die Übersetzung der Prospektzusammenfassung auf Deutsch verlangen.<sup>408</sup>

Die Frage, die sich abermals stellt, ist, ob auch ein in Französisch verfasster Prospekt anerkannt werden muss. Dabei wird wieder auf das von der Emission angestrebte Zielgebiet abgestellt.

Demnach müsste Französisch eine in den betroffenen Mitgliedstaaten (Luxemburg, Deutschland) für grenzüberschreitende Transaktionen gebräuchliche Sprache sein. Dieses Kriterium ist im Fall von Luxemburg aufgrund der Mehrsprachigkeit des Landes für Französisch unzweifelhaft erfüllt. Ob dies jedoch auch für Deutschland gelten kann, ist fraglich, wird aber – wie bereits erwähnt – mitunter behauptet. Diese Behauptung stützt sich, so ist anzunehmen, darauf, dass Deutschland, obwohl es ausschließlich Deutsch als Staatssprache hat, als internationaler Finanzplatz EWR- bzw. weltweit tätig ist. Aus diesem Grunde werden in Deutschland Finanzgeschäfte nicht nur in Englisch, sondern auch in Französisch abgewickelt.

Folgte man dieser Auffassung, so stünde fest, dass die BaFin keine Übersetzung des Prospektes in Deutsch (von der BaFin anerkannte Sprache) oder in Englisch (eine „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache“) verlangen könnte, da Französisch auch eine „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache“ darstellt. In dieser Konstellation würde auch das Argument, nach welcher der europäische Gesetzgeber der BaFin keine über das Englisch und das Deutsch hinausgehende Prüfung von Prospekten aufbürden

---

<sup>407</sup> Art. 20 Nr. 5 Entwurf des Luxemburger Umsetzungsgesetzes, ABl. (Luxemburg) 98 v. 15.7.2005, S. 1725-1754; online unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/transposition/luxembourg/d16.2-lu.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/transposition/luxembourg/d16.2-lu.pdf).

<sup>408</sup> § 19 IV S. 2 WpPG.

wollte, nicht greifen, da seitens der BaFin keine Prospektprüfung mehr erfolgen darf.

Zudem wären die deutschen Anleger mit einem französischen Prospekt konfrontiert, auf dem sie ihre Anlageentscheidung aufbauen sollen. In Deutschland bleibt ihnen nur die Zusammenfassung. Ob dieses vom europäischen Gesetzgeber gewollt ist, erscheint zweifelhaft. Denn würde man der Literaturmeinung folgen, nach der nur Englisch eine „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache“ ist, wäre das Schlimmste, was einem deutschen Anleger passieren könnte, ein englischer Prospekt und eine deutsche Zusammenfassung. Da Englisch der überwältigenden Mehrheit der deutschen Anleger besser verständlich sein dürfte als Französisch, wäre dies die bei Weitem bessere Lösung für die Anleger und dadurch auch für den Anlegerschutz.

Allerdings würden Gedanken an einen erhöhten Komfort für die Anleger und an einen höheren Anlegerschutz nichts an der Tatsache ändern, dass Französisch, folgt man der Auffassung, dass diese für Deutschland eine im grenzüberschreitenden Finanzverkehr gebräuchliche Sprache ist, eine zulässige Prospektsprache darstellt. Nur wenn man die Auffassung verneint, muss man auch in diesem Fall zu dem Ergebnis kommen, Französisch stellt in Deutschland keine „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache“ dar.

Obwohl es Stimmen gibt, die Französisch als eine Sprache betrachten, die in Deutschland bei grenzüberschreitenden Transaktionen verwendet wird<sup>409</sup>, dürfte es sich nicht um eine solche handeln.

Ein Grund hierfür ergibt sich aus dem Vergleich zwischen dem Englischen und dem Französischen, denn im Vergleich zum Englischen spielt Französisch bei solchen Transaktionen eine so untergeordnete Rolle, dass nicht davon auszugehen ist, dass ihr das Prädikat, eine in Deutschland bei grenzüberschreitenden Transaktionen gebräuchliche Sprache zu sein, zukommt. Weitere Argumente sind, dass der europäische Gesetzgeber weder der BaFin die Prüfung eines französischen Prospekts aufbürden, noch die deutschen Anleger mit einem solchen konfrontieren wollte. Dies hätte er explizit erwähnt.

---

<sup>409</sup> *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 821.

#### IV. Bewertung des Auslegungsspielraumes

Nach wie vor ist es ungewiss, ob der europäische Gesetzgeber eine Auslegung des Begriffes der „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache“ überhaupt gewollt hat und ob Französisch oder Deutsch darunter verstanden werden können. Einerseits scheint der Gesetzgeber einer solchen Interpretation offen gegenüberzustehen, wenn dies auf Betrachtungen beruht, die das Zielgebiet der Emission betreffen. Andererseits wird behauptet, dieses Abstellen auf die Zielstaaten widerspräche dem Gedanken des Europäischen Passes und der damit verbundenen EWR-weiten Geltung eines einmal gebilligten Prospektes, der einer lokalen Eingrenzung weitgehend entgegensteht.<sup>410</sup> Letztendlich ist in der derzeitigen Fassung der Prospekttrichtlinie ein Auslegungsspielraum schon durch die Formulierung der Norm angelegt.

Zwar ist Englisch unzweifelhaft als eine „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache“ in allen EWR-Staaten anzusehen. Auf die Frage, ob auch Französisch und Deutsch dieses Kriterium erfüllen können, sei jedoch gesagt: Zumindest im Bezug auf Deutschland ist Französisch derzeit nicht ohne erhebliche Zweifel unter diesen Begriff zu subsumieren. Folglich fällt jedenfalls in Deutschland keine andere Sprache als Englisch unter die in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprachen. Unter Umständen könnte sich dies jedoch in Zukunft ändern, denn der Auslegungsspielraum, den die Prospekttrichtlinie hinsichtlich des Begriffs lässt, eröffnet Platz für zukünftige Entwicklungen.

#### D. Mehrsprachige Prospekte

Die Frage, ob der Emittent die Möglichkeit hat, einen Prospekt auch in mehreren, innerhalb des Prospektes wechselnden Sprachen abzufassen, kommt häufiger auf. Denn dies scheint für einige Emittenten eine erhebliche Erleichterung bei der Prospektzusammenstellung zu bewirken.

Faktisch kommen für einen mehrsprachigen Prospekt, der von der BaFin gebilligt werden soll, nach den obigen Ausführungen zum Sprachregime ausschließ-

---

<sup>410</sup> S. auch *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 821.

lich Englisch und Deutsch in Frage. Zudem werden von der BaFin derzeit nur Prospekte in diesen Sprachen geprüft.

Da die Prospekttrichtlinie keine Aussage zu mehrsprachigen Prospekten trifft, muss davon ausgegangen werden, dass sie zu einer einheitlichen Prospektsprache tendiert, mehrsprachige Prospekte aber grundsätzlich nicht verbietet.<sup>411</sup>

Die BaFin vertritt die damit übereinstimmende Auffassung, eine wechselnde Sprachwahl soll grundsätzlich erlaubt sein, wenn die Kohärenz des Prospektes nachprüfbar bleibt, der Prospekt seine Lesbarkeit und Verständlichkeit behält und die einzelnen Sprachen sich auf bestimmte, klar abgrenzbare Teile des Prospektes beziehen.<sup>412</sup> Bei der Aufstellung dieser Regelungen hat die BaFin, dies ist ersichtlich, nicht nur eine Erleichterung für den Emittenten, sondern auch den Schutz der Anleger im Blick gehabt. Sie wollte sicherstellen, dass Anleger, die nur einer der Sprachen im Prospekt mächtig sind, wenigstens gewisse Teile des Prospektes ganz lesen können.

Fraglich ist jedoch, in welchen Fällen ein unterschiedlichsprachiger Prospekt überhaupt in Frage kommt, ob die Vorteile für den Emittenten auf Kosten des Anlegerschutzes gehen, oder ob dem Anleger aus dieser Art der Prospekterstellung im Endeffekt ein Vorteil erwächst. Dabei sind zwei Fälle zu unterscheiden:

### I. Mehrsprachigkeit im Bereich des § 19 I WpPG

Im ersten Fall soll die BaFin einen Prospekt prüfen, der für ein auf Deutschland beschränktes Angebot vorgesehen ist.<sup>413</sup> Dabei hat die BaFin die Kompetenz, wenn auch – wie bereits geklärt – unter erheblichen Einschränkungen, zu entscheiden, ob sie einen Prospekt nur in Deutsch als zulässig erachtet, oder ob sie auch einen Prospekt billigt, der in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache verfasst ist. In diesem Fall könnte die BaFin wohl auch einen Prospekt zulassen, der in einer Mischung aus Deutsch und Englisch verfasst ist. Da die BaFin nach § 19 I S. 2 WpPG auf die ausreichende Informie-

---

<sup>411</sup> *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 823.

<sup>412</sup> *Glomb-Schmidt/von Rintelen*, „Ausgewählte Rechtsfragen und neue Tendenzen in der Verwaltungspraxis“ S. 21, zitiert nach *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 823.

<sup>413</sup> § 19 I WpPG.

zung des Publikums zu achten hat, wäre ein Prospekt, der in Deutsch und in Englisch verfasst ist, eher prädestiniert, dieses Kriterium zu erfüllen, als ein Prospekt, der nur in Englisch verfasst ist.

Diese stellt zweifelsfrei einen Vorteil für den Emittenten dar. Denn er erspart sich den Aufwand, den gesamten Prospekt ins Deutsche zu übertragen. Für den Anleger wird es wohl weder von Nachteil noch von Vorteil sein, da unabhängig davon seitens der BaFin darauf zu achten ist, eine ausreichende Information des Publikums sicherzustellen.

## II. Mehrsprachigkeit im Bereich des § 19 II, III WpPG

Im zweiten Fall soll die BaFin einen Prospekt billigen, der ausschließlich für das Angebot in einem anderen Mitgliedstaat aufgestellt wurde<sup>414</sup>, oder einen, der für das Angebot in anderen Mitgliedstaaten und in Deutschland zugelassen werden soll.<sup>415</sup> In beiden Varianten wäre eine unterschiedliche Sprachwahl nur denkbar, wenn in allen Mitgliedstaaten, für die der Prospekt bestimmt ist, Deutsch eine anerkannte Sprache wäre.

Wie in dieser Variante zu entscheiden ist, ob der Emittent oder der Anleger einen größeren Nutzen aus der Unterschiedlichkeit der Sprachen des Prospektes zu ziehen vermag, ist nicht einfach zu bestimmen.

Einerseits ist die BaFin, selbst wenn nur deutschsprachige Mitgliedstaaten von dem Angebot betroffen sind, verpflichtet, einen rein englischen Prospekt zu billigen, da Englisch eine „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache“ ist. So ließe sich die Meinung vertreten, die Möglichkeit, einen mehrsprachigen Prospekt zu erstellen, bringe nicht nur für den Emittenten Vorteile, sondern auch für den Anleger. Denn mehrsprachige Prospekte, so ist anzunehmen, werden eher von Emittenten gewählt werden, die den Prospekt, sollte diese Sprachwahl verboten sein, komplett auf Englisch erstellen würden. Demnach wird Deutsch durch die Erlaubnis der BaFin zur Beimischung einer zweiten Sprache mehr Einzug in die Prospekte finden. Dies ist für den deutschen Kleinanleger gut, der meist nicht über die nötigen sprachlichen Fähigkeiten

---

<sup>414</sup> § 19 II WpPG.

<sup>415</sup> § 19 III WpPG.

verfügt, einen Prospekt, der nicht in Deutsch verfasst ist, vollständig zu erfassen.

Andererseits wäre auch die Auffassung zulässig, die Möglichkeit, mehrsprachige Prospekte zu erstellen, ist nur für den Emittenten von Vorteil und für den Anleger ein Nachteil, jedenfalls wenn man davon ausgeht, der Emittent würde den Prospekt komplett auf Deutsch erstellen, wenn die Beimischung einer zweiten Sprache im Prospekt untersagt wäre.

Letztendlich wird für diese Fallkonstellation nicht abschließend bestimmt werden können, ob dem Anleger ein Vor- oder ein Nachteil aus unterschiedlichsprachigen Prospekten erwächst. Unzweifelhaft ist nur der Vorteil auf Seiten der Emittenten.

### III. Bewertung der Möglichkeit mehrsprachiger Prospekte

Die Erlaubnis seitens der BaFin, Prospekte zu veröffentlichen, die in unterschiedlichen, innerhalb des Prospekts wechselnden Sprachen verfasst sind, stellt definitiv einen Vorteil für den Emittenten dar. Denn er kann nach seinem Gefallen entscheiden, ob er den Prospekt komplett in einer oder unterschiedlichen Sprachen aufstellt.

Für den Anleger kann nicht generell bestimmt werden, ob ihm ein Vorteil oder ein Nachteil aus dieser Regelung erwächst. Dies könnte höchstens durch eine Einzelfallbetrachtung festgestellt werden.

Wie es scheint, ist es der BaFin bei der Erlaubnis mehrsprachiger Prospekte wenig auf die Interessen der Anleger angekommen. Dies zeigt sich daran, dass die BaFin zwar Prospekte zulässt, die teilweise auf Deutsch und teilweise auf Englisch verfasst sind, was für den Emittenten vorteilhaft ist, nicht jedoch solche, die komplett zweisprachig sind, was für den Anleger eine erhebliche Erleichterung darstellte.<sup>416</sup> Allerdings werden sich unabhängig davon auch zukünftig einige Emittenten freiwillig dazu entschließen, den gesamten Prospekt in die Landessprache zu übersetzen, um ein breiteres Publikum zu erreichen.<sup>417</sup>

---

<sup>416</sup> S. auch *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 823.

<sup>417</sup> *König*, ZEuS 2004, 251, 274.

## E. Zielerreichung des neuen Sprachregimes

Das Ziel, das der europäische Gesetzgeber durch das in der Prospektrichtlinie postulierte neue Sprachregime erreichen wollte, war, die schwierigsten Hindernisse für die grenzübergreifende Verwendung von Prospekten abzubauen.<sup>418</sup> Denn dies war bisher mit dem enormen zeitlichen und finanziellen Aufwand für Übersetzungen verbunden.<sup>419</sup> Dieses Ziel wurde durch die grenzüberschreitende Anerkennung englischsprachiger Prospekte im gesamten EWR erreicht.

### I. Probleme beim Anlegerschutz

Die EWR-weite Pflicht zur Anerkennung des Englischen als Prospektsprache beim grenzüberschreitenden Angebot von Wertpapieren birgt allerdings auch einige Gefahren im Bereich des Anlegerschutzes in sich.

#### 1. Verständigungsprobleme

So wird nicht jeder Anleger, der in einem nicht englischsprachigen Mitgliedstaat lebt, des Englischen mächtig sein, jedenfalls nicht soweit, um eine Anlageentscheidung basierend auf einen fremdsprachigen Prospekt und (unter Umständen)<sup>420</sup> einer in seine Landessprache übersetzten Zusammenfassung treffen zu können, zumal er in der Zusammenfassung verpflichtend darauf hingewiesen wird, die Anlageentscheidung immer aufbauend auf die Prüfung des gesamten Prospekts, zu treffen.<sup>421</sup>

Die Idee einiger Emittenten, dem Anleger zusätzlich zum eigentlichen Prospekt eine rechtlich unverbindliche Übersetzung für seine Entscheidung an die Hand zu geben, wird erheblich erschwert. Denn, falls die Übersetzung nicht klar ersichtlich vom eigentlichen Prospekt getrennt ist und keinen Hinweis auf die Unverbindlichkeit enthält, kann ein Haftungsrisiko aus dieser zusätzlichen Hil-

---

<sup>418</sup> König, ZEuS 2004, 251, 273.

<sup>419</sup> Crüwell, AG 2003, 243, 248.

<sup>420</sup> S. dazu Art 19 II, III, IV Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>421</sup> Art. 5 II lit. b Richtlinie (2003/71/EG); § 5 II Nr. 2 WpPG.

fe für den Anleger erwachsen.<sup>422</sup> Deshalb werden viele Emittenten, um einem zusätzlichen Risiko aus dem Weg zu gehen, davon Abstand nehmen, eine unverbindliche Übersetzung beizufügen.

## 2. Prospekthaftungsklagen

Sollte es zu einem Rechtsstreit kommen, wäre eine unverbindliche Übersetzung, die auch als solche zu werten ist, ohnehin wertlos, da sich auf diese keine Prospekthaftung begründen lässt.

In einem solchen Fall müsste der eigentliche Prospekt in seiner Gesamtheit auf Grund von § 184 GVG übersetzt werden. Diese Pflicht ist auf die Vorschrift des europäischen Gesetzgebers zurückzuführen, nach der basierend auf der Zusammenfassung oder ihrer Übersetzung grundsätzlich niemand haftet.<sup>423</sup>

Dabei ist von Seiten des Anlegers zu bedenken, dass er als Kläger die Kosten der Übersetzung zu tragen hat.<sup>424</sup> Zwar ist auch diese potentielle Gefahr dem Anleger in der Zusammenfassung mitzuteilen.<sup>425</sup> Allerdings ist nicht jedem Anleger klar, dass aufgrund der Tatsache, dass die Prospekte mitunter mehrere hundert Seiten haben können, mit erheblichen Kosten zu rechnen ist, die mit einem fünfstelligen Eurobetrag nicht zu hoch angesetzt sind.<sup>426</sup>

## 3. Gerichtsstands- und Rechtswahlklauseln

Ein gern gewähltes Mittel ausländischer Emittenten ist es, im Prospekt darauf hinzuweisen, bei eventuellen Rechtsstreitigkeiten sei das Recht des Herkunftsstaates des Emittenten anzuwenden und der Gerichtstand liege an dessen Geschäftssitz.

Durch diese Klauseln könnte der Anleger gezwungen sein, den Prozess gegen einen ausländischen Emittenten in dessen Herkunftsland nach dort geltendem Recht zu führen. Dies würde zu einer weiteren Erhöhung etwaiger Kosten füh-

---

<sup>422</sup> *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 823.

<sup>423</sup> Art. 6 II S. 2 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>424</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 248.

<sup>425</sup> Art. 5 II lit. c Richtlinie (2003/71/EG); § 5 II Nr. 3 WpPG.

<sup>426</sup> *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 820 u. 824.

ren, da der Anleger unter anderem wohl eines zweisprachigen Anwaltes bedürfte.

Allerdings kommen gewisse Zweifel bezüglich der Rechtmäßigkeit dieser Klauseln auf. Da der Anleger meist ein Kleinanleger und kein institutioneller Anleger ist, wird er in den häufigsten Fällen unter den Begriff des Verbrauchers fallen, wodurch ihm besondere Schutzrechte gegenüber dem Emittenten gewährt werden.<sup>427</sup> Deshalb soll die folgende Betrachtung der Rechtmäßigkeit von Rechtswahlklauseln und von Gerichtsstandsvereinbarungen unter der Annahme erfolgen, dass der betroffene Anleger ein Verbraucher ist.

#### a) Rechtswahlklauseln

Das Problem bezüglich Rechtswahlklauseln ist, dass sich die Frage, ob diese wirksam sind, nach dem Recht des Staates bestimmt, dessen Recht anzuwenden wäre, wenn die Klausel wirksam wäre.<sup>428</sup> Demnach müsste ein deutscher Anleger zunächst auf seine Kosten die Wirksamkeit der Klausel, zumindest in einer Vorabprüfung, vor einem ausländischen Gericht nach dort gültigem Recht feststellen lassen.

Viel schwerwiegender als die zusätzlichen Kosten ist jedoch die herrschende Auffassung der Literatur, nach der, auch wenn ein Kleinanleger betroffen ist, von der Rechtmäßigkeit der Rechtswahlklausel auszugehen ist.<sup>429</sup> Somit ist der Prozess über einen etwaigen Prospekthaftungsanspruch nach dem Recht des Staates zu führen, den der Emittent im Prospekt bestimmt hat.

#### b) Gerichtsstandsklauseln

Fraglich bleibt noch, ob eine über den Gerichtsstand getroffene Vereinbarung ebenfalls rechtmäßig ist. Sollte sie es sein, so wird vor den Gerichten des Herkunftslandes des Emittenten nach dem dort geltenden Recht verhandelt. Ist sie ungültig, so wird vor den Gerichten des Landes des Anlegers verhandelt, aller-

---

<sup>427</sup> Zur Qualifikation gewisser Anleger als Verbraucher: *Armbrüster*, ZIP 2006, 406ff; *Wagner*, BKR 2003, 649ff.

<sup>428</sup> Art. 31 I EGBGB.

<sup>429</sup> *Martiny*, in MünchKomm zum BGB, 4. Aufl. 2006, Art. 19 EGBGB Rdnr 59.

dings nach dem Recht, das im Herkunftsstaat des Emittenten gilt, da die Rechtswahlvereinbarung gültig ist.

Generell sind solche Gerichtsstandsvereinbarungen durchaus möglich, allerdings nur „wenn die Vereinbarung nach der Entstehung der Streitigkeit getroffen wird“<sup>430</sup> oder wenn sie dem Verbraucher die Befugnis einräumt, andere Gerichte als die Verbrauchergerichtsstände anzurufen.<sup>431</sup>

Da eine Vereinbarung, die einerseits bereits im Prospekt aufgenommen ist und somit Vertragsbestandteil beim Kauf der Wertpapiere wird und die andererseits den Gerichtsstand auf das Gericht am Geschäftssitz des Emittenten beschränken soll, keines der beiden genannten Kriterien erfüllt, ist sie nichtig. An ihre Stelle treten die allgemeinen gesetzlichen Vorschriften des Art. 15f. Verordnung (EG) Nr. 44/2001. Diese sind in jedem Mitgliedstaat geltendes Recht. Sie bestimmen, dass der Verbraucher das Recht hat, an seinem Wohnsitz die Klage zu erheben, wenn der Emittent seine Tätigkeit auf den Mitgliedstaat des Anlegers ausgerichtet hat.

Obwohl diese Ausrichtung bereits durch die Notifizierung klar ersichtlich ist, wird in der Praxis dennoch sowohl die Ausrichtung als auch die Verbrauchereigenschaft des Anlegers vehement bestritten, um einen deutschen Gerichtsstand zu vermeiden.<sup>432</sup>

Da deutsche Gerichte die Tendenz haben, ihre Zuständigkeit in solchen Fällen zu verneinen<sup>433</sup>, ist davon auszugehen, dass sie wenig Interesse haben, einen Prozess unter Anwendung des Rechtes eines anderen Staates zu führen.

#### 4. Fazit zum Anlegerschutz

Die soeben dargestellten Rechtsfragen machen klar, dass auf dem Gebiet des Anlegerschutzes noch einige Fortschritte gemacht werden müssen. Mit der Einführung des neuen Sprachregimes durch die Prospektrichtlinie ist die Funktionsfähigkeit des europäischen Wertpapiermarktes durch die erleichterte grenzüberschreitende Nutzbarkeit des Prospektes verbessert worden. Der An-

---

<sup>430</sup> Art. 17 I Verordnung (EG) Nr. 44/2001.

<sup>431</sup> Art. 17 II Verordnung (EG) Nr. 44/2001.

<sup>432</sup> *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 825.

<sup>433</sup> *Möslein*, GPR 2004, 59, 63-65.

legerschutz wurde jedoch nicht im gleichen Maß erhöht.<sup>434</sup> Der Anleger ist im Gegenteil sogar größeren Gefahren ausgesetzt als vor der Einführung der Prospekttrichtlinie, vor allem wenn er des Englischen nicht mächtig ist.

## II. Durchsetzbarkeit des Sprachregimes

Für die Durchsetzung des Sprachregimes ist in jedem Mitgliedstaat eine zuständige Behörde einzurichten.<sup>435</sup> Diese ist dafür zuständig, die Prospekte von Emittenten, die in ihrem Mitgliedstaat ansässig sind, zu überprüfen.<sup>436</sup> Somit ist die BaFin nur für die Billigung der Prospekte von Emittenten mit Deutschland als Herkunftsstaat zuständig.<sup>437</sup> Sie hat demnach auf die Einhaltung der Sprachregelungen zu achten und muss das öffentliche Angebot untersagen, wenn gegen diese verstoßen wird.<sup>438</sup>

Fraglich ist, ob und in welchen Fällen die BaFin die Möglichkeiten hat, einen in einem anderen Mitgliedstaat gebilligten Prospekt in Deutschland aus dem Verkehr zu ziehen.

Da die Befugnis der BaFin zur Prüfung grundsätzlich auf Prospekte von Emittenten mit Deutschland als Herkunftsstaat beschränkt ist, hat sie kein Prüfungsrecht, sobald ein Prospekt von einer anderen Billigungsbehörde in einem EWR-Staat geprüft wurde und mittels Europäischem Pass und Notifizierungsverfahren in Deutschland veröffentlicht wird.<sup>439</sup>

In Widerspruch dazu steht jedoch die Norm des § 17 III WpPG, welche die Gültigkeit eines in einem anderen Herkunftsstaat gebilligten Prospekts von der Erfüllung der Anforderungen des § 19 IV, V WpPG abhängig macht. Diese Regelung ist jedoch in der Richtlinie nicht angedacht; ihr fehlt somit jede gemeinschaftsrechtliche Basis. Sollte die BaFin zu der Auffassung kommen, der in einem anderen Mitgliedstaat gebilligte Prospekt verstoße gegen das Sprachregime des § 19 WpPG oder eine andere Regel, welche durch die Prospekt-

---

<sup>434</sup> *Criüwell*, AG 2003, 243, 249.

<sup>435</sup> Art. 21 I Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>436</sup> Art. 13 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>437</sup> § 13 I WpPG.

<sup>438</sup> § 21 IV S. 1 WpPG.

<sup>439</sup> § 17 I WpPG; s. auch Art. 17 I Richtlinie (2003/71/EG).

richtlinie im ganzen EWR gleich ist, so bleibt ihr in Konformität mit der Prospekttrichtlinie nur die folgende Möglichkeit:

Die BaFin hat zunächst grundsätzlich nur die Rechte aus dem Verfahren nach § 23 WpPG<sup>440</sup>, wenn sie gegen einen von einer anderen Billigungsbehörde genehmigten Prospekt vorgehen will.<sup>441</sup> Sie muss demnach die Zusammenarbeit mit der ausländischen Behörde suchen. Dies gilt zum Beispiel auch in Anlehnung an das oben Gesagte in einem Fall, in dem die ausländische Behörde einen für Deutschland bestimmten Prospekt in Französisch gebilligt hat, weil sie zu der Auffassung gelangt ist, dies sei eine „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache“, die BaFin dies aber nicht akzeptieren will.<sup>442</sup>

Zu den Möglichkeiten aus § 23 WpPG hat die BaFin das Recht, das öffentliche Angebot für 10 Tage auszusetzen, wenn sie einen Verstoß gegen § 19 WpPG gegeben sieht.<sup>443</sup> Sollte der Versuch der Zusammenarbeit mit der Behörde des anderen Mitgliedstaates scheitern, so bleiben ihr noch die Vorsichtsmaßnahmen nach § 24 WpPG. Zum Schutz des Publikums kann sie nach der vorherigen Unterrichtung der zuständigen Behörde des Herkunftsstaates des Emittenten alle erforderlichen Maßnahmen treffen. Von diesen Maßnahmen ist jedoch die Kommission frühestmöglich zu unterrichten.

Letztlich wird der Wille des europäischen Gesetzgebers, die Billigungsbehörde des Aufnahmestaates von der Prospektprüfung auszuschließen, sehr deutlich. Nur in äußersten Ausnahmefällen und nachdem sie versucht hat, zu einer einvernehmlichen Lösung mit der Behörde des Herkunftsstaates zu kommen, kann sie selbst aktiv werden. Diese Einschränkung der Befugnisse der Billigungsbehörde des Aufnahmestaates ist ganz im Sinne des Europäischen Passes und im Gedanken des Notifizierungsverfahrens. Erst wenn das Publikum akut gefährdet ist, kann die Behörde eingreifen. Erst dann tritt der Gedanke der Markteffizienz hinter den Gedanken des Anlegerschutzes zurück.

---

<sup>440</sup> Art. 22 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>441</sup> *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 824.

<sup>442</sup> S. auch *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 823.

<sup>443</sup> § 21 IV WpPG.

### III. Bewertung des neuen Sprachregimes

Obwohl der europäische Gesetzgeber bei der Gestaltung des von ihm erlassenen Sekundärrechtes auf eine Verbesserung des Verbraucherschutzes zu achten hat<sup>444</sup>, wird durch die Prospektrichtlinie und das durch sie eingeführte Sprachregime die Durchsetzung von Ansprüchen für den Anleger mit einigen Schwierigkeiten versehen. Da jedoch nicht nur die Stärkung des Verbraucherschutzes, sondern auch die Schaffung eines Binnenmarktes für den Kapitalverkehr durch die Beseitigung von Hindernissen, sowie die Sicherstellung des Funktionierens des Gemeinsamen Marktes als Aufgabenbereich des europäischen Gesetzgebers festgeschrieben wurde, ist es das Recht des europäischen Gesetzgebers, zwischen der Markteffizienz und dem Anlegerschutz abzuwägen.<sup>445</sup> Es ist nicht verwerflich, der Markteffizienz dabei den Vorzug zu geben. Denn bei solchen Entscheidungen steht dem europäischen Gesetzgeber generell eine Einschätzungsprärogative zu, die diesem auch vom EuGH zugebilligt wird.<sup>446</sup>

#### § 2: Vorgaben zum Aufbau

Durch die Prospektrichtlinie wird ein neues Prospektformat eingeführt. Dieses wird es zukünftig möglich machen, den Prospekt nicht nur als ein Dokument, sondern auch aufgeteilt auf drei Dokumente zu erstellen. Diese Dreiteilung des Prospektes ist nicht unbekannt. So wird sie zum Beispiel in den USA bei der Shelf Registration angewendet.<sup>447</sup>

Ursprünglich war durch den europäischen Gesetzgeber sogar einmal angedacht, nur noch den dreigeteilten Prospekt für die Börsenzulassung zu akzeptieren, aber dies wurde unter anderem durch Fürsprache von deutscher Seite geändert.<sup>448</sup> Die neue Regelung, die durch die Prospektrichtlinie eingeführt wurde, stellt es dem Emittenten frei, ob er den Prospekt als ein einheitliches oder dreigeteiltes Dokument konzipiert. Da der Aufbau des Prospektes sich in

---

<sup>444</sup> Art. 3 I lit. t EGV.

<sup>445</sup> Art. 3 I litt. c, h EGV.

<sup>446</sup> S. auch *EuGH*, v. 22.5.1985 Rs. 13/83 – Parlament/Rat, Slg. 1985, S. 1513 Rdnr. 49.

<sup>447</sup> *Wagner*, Die Bank 2003, 680, 682.

<sup>448</sup> *Wagner*, Die Bank 2003, 680, 680; *Criüwell*, AG 2003, 243, 247; *Weber*, NZG 2004, 360, 363.

drei Teile gliedert, stellen beide Möglichkeiten eine praktikable Alternative dar.

Eine Besonderheit, die im Bereich des Prospektaufbaus angesprochen werden muss, ist der Basisprospekt.<sup>449</sup> Dieser kann in bestimmten Fällen den Vollprospekt oder den dreigeteilten Prospekt ersetzen. Die Eigenheit des Basisprospekts besteht darin, dass er zwar alle nach §§ 5, 7 WpPG erforderlichen Angaben enthalten muss, jedoch auf die Nennung der endgültigen Bedingungen des Angebots zum Zeitpunkt der Prospekterstellung verzichten und diese bis spätestens zum Zeitpunkt des öffentlichen Angebotes aufschieben darf.<sup>450</sup>

#### A. Gemeinsamkeiten des dreigeteilten und des Vollprospekts

Die Gemeinsamkeit des dreigeteilten und des Vollprospektes besteht darin, dass sie Angaben zum Emittenten und zum Wertpapier sowie eine Zusammenfassung enthalten müssen.<sup>451</sup> Die Angaben zum Emittenten und seiner finanziellen Lage finden sich im Registrierungsformular, die Angaben zum Wertpapier finden sich in der Wertpapierbeschreibung und dem Ganzen wird eine Zusammenfassung beigelegt. Beim dreigeteilten Prospekt wird dies lediglich auf drei separate Dokumente aufgeteilt.<sup>452</sup> Der Vollprospekt vereinigt die drei Teile hingegen in einem Dokument.

Sollen auf Grund des dreigeteilten oder des Vollprospekts Wertpapiere zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden, so wird in der Prospektverordnung das Format des Prospekts noch genauer bestimmt.<sup>453</sup> Abgesehen von diesen gesetzlichen Vorgaben ist der Emittent bezüglich des Aufbaus des Prospekts und der Reihenfolge der durch die Schemata vorgeschriebenen Inhalte frei.<sup>454</sup>

---

<sup>449</sup> § 6 WpPG.

<sup>450</sup> § 6 I, III WpPG.

<sup>451</sup> § 5 I S. 2, II WpPG.

<sup>452</sup> § 12 I WpPG.

<sup>453</sup> Art. 25 I Nr. 1-4 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>454</sup> Art. 25 III Verordnung (EG) Nr. 809/2004; *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 85.

Sollte er von der vorgegebenen Reihenfolge abweichen, so verlangt die BaFin für die Prüfung regelmäßig eine sogenannte Überkreuz-Checkliste, aus der hervorgeht, wo die entsprechenden Informationen zu finden sind.<sup>455</sup>

## B. Vorteile des dreigeteilten über den Vollprospekt

In gewissen Fällen bietet ein dreigeteilter Prospekt einen praktischen Vorteil gegenüber dem Vollprospekt. Denn durch die Dreiteilung des Prospekts sind die einzelnen Dokumente (Registrierungsformular, Wertpapierbeschreibung, Zusammenfassung) eigenständig. Deshalb können sie auch getrennt aktualisiert werden. So sind beim dreigeteilten Prospekt, solange das Registrierungsformular noch Gültigkeit besitzt, für weitere Emissionen nur die Wertpapierbeschreibung und die Zusammenfassung zu aktualisieren<sup>456</sup> und einer gesonderten Billigung durch die BaFin zuzuführen.<sup>457</sup> Sollte es seit der Billigung des Registrierungsformulars zu Änderungen gekommen sein, die in dieses aufgenommen werden müssen, so sind diese Angaben in der Wertpapierbeschreibung zu machen.<sup>458</sup> Da eine solche Aktualisierung der Einzelteile nur beim dreigeteilten und nicht auch beim Vollprospekt möglich ist, hat die Kommission die Dreiteilung des Prospektes ursprünglich zwingend vorgesehen.

Die Eigenständigkeit des Registrierungsformulars könnte jedoch nicht nur für die wiederholte Kapitalaufnahme genutzt werden. Von Vorteil könnte die Trennung der drei Dokumente auch für die Emission von unterschiedlichen Wertpapieren in verschiedenen Mitgliedstaaten sein.<sup>459</sup> Denn das Registrierungsformular ist, sobald es einmal gebilligt und hinterlegt ist, 12 Monate lang gültig<sup>460</sup>, sofern es ordnungsgemäß aktualisiert wurde.<sup>461</sup> Deshalb wäre es durchaus denkbar, dass ein einmal gebilligtes und noch gültiges Registrierungsformular ohne weitere Änderungen in mehreren Herkunftsstaaten für unter-

---

<sup>455</sup> Art. 25 IV Verordnung (EG) Nr. 809/2004; *Schlitt/Singhof/Schäfer*, BKR 2005, 251, 252.

<sup>456</sup> § 12 II WpPG; s. auch *Fürhoff/Ritz*, WM 2001, 2280, 2284; *Kopp-Colomb/Lenz*, AG 2002, 24, 27f.; *Criüwell*, AG 2003, 243, 247; *Sandberger*, EWS 2004, 297, 299.

<sup>457</sup> § 12 III S. 2 WpPG.

<sup>458</sup> § 12 III S. 1 WpPG.

<sup>459</sup> *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1072.

<sup>460</sup> § 9 IV S. 1 WpPG.

<sup>461</sup> § 9 I WpPG.

schiedliche Emissionen verwendet werden kann.<sup>462</sup> Diese Auffassung konnte sich jedoch noch nicht durchsetzen.

Von Seiten des Anlegerschutzes sind allerdings keine Gründe ersichtlich, die gegen die Gültigkeit eines Registrierungsformulars in mehreren Mitgliedstaaten sprechen. Denn selbst bei faktisch unterschiedlichen Emissionen ist der Prüfungsmaßstab in allen EWR-Staaten gleich. Somit entstünde dem Anleger kein Nachteil. Der Emittent hätte im Gegenzug aber einen erheblichen Vorteil, da er sich den Aufwand einer wiederholten Prüfung sparen und somit mit zeitlichen wie finanziellen Einsparungen rechnen könnte.

Letztlich würde die Zulassung eines einmal gebilligten und noch gültigen Registrierungsformulars in mehreren Herkunftsstaaten für unterschiedliche Emissionen die Funktionsfähigkeit und die Markteffizienz des EWR-Binnenmarktes erhöhen, ohne dem Anlegerschutz zu schaden. Da dies das Ziel der Prospektrichtlinie ist, ist für die Einsetzbarkeit eines bereits gebilligten und noch gültigen Registrierungsformulars in mehreren Mitgliedstaaten einzutreten.

Da nach wie vor umstritten ist, ob der dreigeteilte Prospekt tatsächlich Vorteile gegenüber dem Vollprospekt hat, der in Deutschland auf eine lange Tradition zurückblicken kann, ist es fraglich, ob er sich neben diesem etablieren kann.<sup>463</sup>

Die Stimmen in der Literatur, die seine Vorteile hinter denen des Basisprospekts zurückfallen sehen, bezweifeln dies. Für den Fall der einmaligen Aktienemission dürften diese auch recht behalten, nicht jedoch für die in kurzem Zeitraum hintereinander abfolgenden Aktienemissionen.<sup>464</sup> Denn in diesem Bereich wird man nicht umhinkommen, den Vorteil des dreigeteilten Prospekts über den Vollprospekt anzuerkennen.

---

<sup>462</sup> *Kullmann/Sester*, ZBB 2005, 209, 214f.

<sup>463</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 247.

<sup>464</sup> *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 498, 502.

## C. Basisprospekt

Eine besondere Form des Prospektes stellt der in § 6 WpPG beschriebene Basisprospekt dar. Dieser knüpft konzeptionell an den unvollständigen Verkaufsprospekt<sup>465</sup> sowie den unvollständigen (Börsenzulassungs-)Prospekt<sup>466</sup> an.<sup>467</sup> Grundsätzlich besitzt der Basisprospekt denselben Aufbau wie der Vollprospekt.<sup>468</sup> In ihm müssen, ebenso wie in den anderen Prospekten die vorgeschriebenen Angaben zum Emittenten und zum Wertpapier gemacht werden. Es kann jedoch auf die Aufnahme der endgültigen Bedingungen des Angebotes verzichtet werden.<sup>469</sup>

### I. Besonderheiten

Durch diese Besonderheit bietet der Basisprospekt dem Emittenten die Möglichkeit, die Hinterlegung und Veröffentlichung<sup>470</sup> der Angebotsbedingungen bis zu deren Festlegung, spätestens bis zum Tag des Starts des öffentlichen Angebotes<sup>471</sup>, zurückzustellen, ohne ein erneutes Genehmigungsverfahren bezüglich des gesamten Prospektes durchlaufen zu müssen. Dabei erstreckt sich die Prüfung des BaFin lediglich auf die Angaben im Basisprospekt, nicht jedoch auf die endgültigen Bedingungen, welche nur bei der BaFin hinterlegt werden müssen.<sup>472</sup>

Allerdings sind in diesem Fall als Ersatz für die Nennung des Emissionspreises beziehungsweise des Emissionsvolumens die Kriterien anzugeben, aus denen sich die endgültigen Angebotsbedingungen ermitteln.<sup>473</sup> Möglich ist auch, für den Emissionspreis einen Höchstpreis zu nennen.<sup>474</sup>

Sollte der Emittent die Kriterien bzw. den Höchstpreis nicht bereits im Basisprospekt nennen, so steht dem Anleger die Möglichkeit offen, innerhalb von

---

<sup>465</sup> § 10 VerkProspG a.F.

<sup>466</sup> § 44 BörsZulVO a.F.

<sup>467</sup> *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1072.

<sup>468</sup> Art. 26 I Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>469</sup> § 6 I WpPG.

<sup>470</sup> § 14 WpPG.

<sup>471</sup> § 6 III S. 1 WpPG.

<sup>472</sup> *Seitz*, AG 2005, 678, 685.

<sup>473</sup> § 8 I S. 1 WpPG.

<sup>474</sup> § 8 I S. 2 WpPG.

zwei Tagen nach Hinterlegung der endgültigen Emissionsbedingungen, von seiner auf Abschluss des Vertrages gerichteten Willenserklärung ohne Begründung, zurückzutreten.<sup>475</sup>

## II. Einsetzbarkeit

Der Emittent muss allerdings beachten, dass der Basisprospekt nicht für alle Wertpapierarten eingesetzt werden darf. Er ist vielmehr einerseits nur für Nichtdividendenwerte und Optionsscheine, die im Rahmen eines Angebotsprogramms begeben werden und andererseits für bestimmte Nichtdividendenwerte, die dauernd oder wiederholt angeboten werden, bestimmt.<sup>476</sup> Somit steht seiner Benutzung „für die meisten Nichtdividendenwerte sowie für derivative Wertpapiere“<sup>477</sup> nichts im Weg und er kann nicht nur für Schuldverschreibungen<sup>478</sup>, sondern auch für Pfandbriefe verschiedenster Art genutzt werden.<sup>479</sup>

Nicht einleuchtend ist jedoch, warum der Basisprospekt nur für Angebotsprogramme oder Daueremissionen von oben genannten Nichtdividendenwerten durch Kreditinstitute angewendet werden können soll und nicht auch für Einzelemissionen.<sup>480</sup> Denn auch Einzelemissionen können es notwendig machen, gewisse Angebotsbedingungen nicht schon bei der Prospektinreichung anzugeben, sondern erst kurz vor bzw. mit Angebotsbeginn.<sup>481</sup>

Eine Möglichkeit für den Emittenten einer Einzelemission, dennoch in den Genuss der Sonderregeln eines Basisprospektes zu kommen, liegt nach § 2 Nr. 5 WpPG in der Definition des Angebotsprogramms begründet. Laut dieser reicht es aus, dass nach der Art des Angebotes die Möglichkeit einer wiederholten Begebung besteht.<sup>482</sup> Folglich ist nicht die wiederholte Begebung von Wertpapieren, sondern die bloße Möglichkeit dazu ausschlaggebend, ob ein Angebotsprogramm vorliegt.

---

<sup>475</sup> § 8 I S. 3, 4 WpPG.

<sup>476</sup> § 6 I Nr. 1, 2 WpPG.

<sup>477</sup> *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1072; s. auch *Kullmann/Sester*, ZBB 2005, 209, 211.

<sup>478</sup> *Boos/Preuße*, Kreditwesen 2005, 523, 523f.

<sup>479</sup> *Seitz*, AG 2005, 678, 685.

<sup>480</sup> *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 506.

<sup>481</sup> *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 506.

<sup>482</sup> *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 506 Fn. 70.

Des Weiteren ist der Basisprospekt nicht an ein einziges Wertpapier gebunden. Deshalb reicht die Erstellung eines Basisprospekts für mehrere verschiedene Wertpapiere. Allerdings ist dabei eine Trennung der Wertpapierkategorien vorzunehmen und zudem sind die Informationen klar zu strukturieren, sodass erkennbar ist, auf welches Wertpapier sie sich beziehen.<sup>483</sup>

Die Trennung der Wertpapiergruppen berührt allerdings nicht das Recht des Emittenten, mehrere verschiedene Basisprospekte in einem einzigen Dokument zusammenfassen.<sup>484</sup> Dieser Basisprospekt bedarf dann auch nur einer Zusammenfassung. Hierbei muss jedoch auf die Abgrenzung der Informationen nach den verschiedenen Wertpapieren geachtet werden.<sup>485</sup>

### III. Basisprospekt und endgültige Angebotsbedingungen

Wie bereits kurz erwähnt, müssen in den Basisprospekt die endgültigen Angebotsbedingungen nicht aufgenommen werden. Es reicht, wenn sie später nachgereicht werden.

Da sich jedoch der Anleger auch vorher bereits ein Bild von den endgültigen Bedingungen machen können soll, ist zu kennzeichnen, welche Art von Informationen als endgültige Konditionen später zum Basisprospekt nachgereicht werden können.<sup>486</sup> Grundsätzlich gilt, dass bereits im Basisprospekt für die Auslassungen eine leicht verständliche Form gewählt werden muss.<sup>487</sup> Dies kann auf verschiedene Arten und Weisen erreicht werden, etwa dadurch, dass im Basisprospekt Lücken gelassen oder Platzhalter für noch zu machende Angaben eingesetzt werden, oder dadurch, dass eine Auflistung der noch fehlenden Informationen in den Prospekt aufgenommen wird.<sup>488</sup> Zudem wäre die Aufnahme von verschiedenen Varianten möglich, von denen eine die endgültige wird<sup>489</sup>, wenn der Emittent zum Zeitpunkt der Prospekterstellung bereits

---

<sup>483</sup> Art. 26 VI Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>484</sup> Art. 26 VIII Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>485</sup> Art. 26 VI Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>486</sup> Erwägungsgrund 26 Verordnung (EG) Nr. 809/2004; *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1072.

<sup>487</sup> Erwägungsgrund 26 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>488</sup> Erwägungsgrund 26 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>489</sup> *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1072.

eine Einschränkung auf eine überschaubare Anzahl von Varianten vornehmen kann.

### 1. Weglassen der endgültigen Bedingungen

Wie weit der Basisprospekt die endgültigen Bedingungen freilassen kann, ist jedoch fraglich. Die Privilegierung des Basisprospekts soll keinesfalls dazu missbraucht werden, den Anleger über die endgültigen Bedingungen gänzlich im Dunklen zu halten. Deshalb spricht § 8 WpPG hauptsächlich vom Angebotspreis und Angebotsvolumen und verlangt, dass dem Anleger die Kriterien mitgeteilt werden, nach denen sich diese ermitteln.

Inwieweit weitere Angaben, die das endgültige Angebot betreffen, im Basisprospekt fehlen dürfen, ist nicht abschließend geklärt. Die Frage war bereits unter dem Regime des Verkaufsprospektgesetzes umstritten.<sup>490</sup>

Laut Prospektverordnung zählen zu den endgültigen Bedingungen alle die Informationen, die zum Zeitpunkt der Prospekterstellung noch nicht bekannt sind und erst zum Zeitpunkt der Emission bestimmt werden können, und die sich aus den Schemata für Wertpapierbeschreibungen ergeben.<sup>491</sup> Dies entspricht auch der in Deutschland bisher herrschenden Auffassung.<sup>492</sup> Somit sind neben den Angaben zu Emissionsvolumen und Emissionspreis zumindest noch die Ausgestaltung des Wertpapiers und die sich aus dieser ergebenden speziellen Risiken und wirtschaftlichen Merkmale mitumfasst.<sup>493</sup>

Die Frage, wie weit die Ausgestaltung des Finanzproduktes bereits im Basisprospekt erfolgen muss, hat besondere Relevanz.<sup>494</sup> In der Praxis scheint die BaFin gerade den Emittenten von internationalen Emissionsprogrammen zuzugestehen, dass eine Eingrenzung der Produktpalette bereits im Zeitpunkt der Prospektinreichung unpraktikabel ist und somit erst im Zeitpunkt der Hinter-

---

<sup>490</sup> S. auch *Ritz*, in Assmann/Lenz/Ritz, Verkaufsprospektgesetz, 2001, § 10 VerkProspG Rdnr. 4ff.

<sup>491</sup> Art. 22 II, IV Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>492</sup> S. auch *Ritz*, in Assmann/Lenz/Ritz, Verkaufsprospektgesetz, 2001, § 10 VerkProspG Rdnr. 4.

<sup>493</sup> S. auch *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1072.

<sup>494</sup> *Seitz*, AG 2005, 678, 686.

legung der endgültigen Bedingungen eine Wertpapierbeschreibung erfolgen muss.<sup>495</sup>

Sinnvollerweise ist die Funktion der Billigung des Basisprospektes nicht ad absurdum zu führen. Dies wäre der Fall, wenn der Prospekt nur aus Platzhalten und Lücken bestünde.<sup>496</sup> So darf es nicht möglich sein, wichtige Angaben zur Struktur des Wertpapiers aus dem Basisprospekt herauszulassen und es muss genau bezeichnet werden, bei welchen Punkten der Anleger noch mit der Nachreichung von Informationen zu rechnen hat.<sup>497</sup> Die Lesbarkeit des Prospektes beziehungsweise der „leichte Zugang der Anleger zu wichtigen Informationen“<sup>498</sup> darf nicht über Gebühr beeinträchtigt werden.

## 2. Nachreichung der endgültigen Bedingungen

Aus Art. 26 V ProspVO ergibt sich, in welcher Form die endgültigen Bedingungen nachgereicht werden müssen.

Dies kann durch ein gesondertes Dokument erfolgen, das lediglich die endgültigen Bedingungen enthält, oder aber durch Einbeziehung der endgültigen Konditionen in den Basisprospekt selbst. Im erstgenannten Fall darf das Dokument auch darüber hinaus parallele Angaben beinhalten, die bereits Gegenstand des genehmigten Basisprospekts waren. In jedem Fall muss jedoch – ähnlich wie in der Zusammenfassung – darauf hingewiesen werden, dass das Dokument nur im Verbund mit dem Basisprospekt die vollständigen Informationen über das Angebot bereithält.<sup>499</sup> Beide Lösungen finden in der Praxis Anwendung. Der Weg der Einbeziehung in Form eines gesonderten Dokumentes wird verstärkt im Rahmen internationaler Emissionsprogramme gewählt, da diese Variante einen noch größeren Spielraum lässt, wenn es um die Aufnahme der endgültigen Bedingungen geht.<sup>500</sup>

---

<sup>495</sup> Seitz, AG 2005, 678, 686.

<sup>496</sup> Kullmann/Sester, WM 2005, 1068, 1072.

<sup>497</sup> Kullmann/Sester, WM 2005, 1068, 1072.

<sup>498</sup> Erwägungsgrund 25 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>499</sup> Art. 26 V Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>500</sup> Seitz, AG 2005, 678, 686.

Bemerkenswert ist, dass, obwohl der Basisprospekt der normalen Billigungspflicht durch die BaFin unterliegt<sup>501</sup>, die nachgereichten endgültigen Bedingungen keinem weiteren Billigungsverfahren unterworfen sind.<sup>502</sup> Dies liegt laut Gesetzesbegründung zum WpPG daran, dass die Nachtragspflicht von den endgültigen Bedingungen des Angebots zu unterscheiden ist, demnach die endgültigen Bedingungen nicht als Nachtrag im eigentlichen Sinn gewertet werden.<sup>503</sup>

#### IV. Basisprospekt in Form von Einzeldokumenten

Diskutiert wird, ob der Basisprospekt nur als einteiliges Dokument oder auch als dreiteiliges Dokument erstellt werden kann.<sup>504</sup> Nach dem Wortlaut des Wertpapierprospektgesetzes ist die Frage eigentlich eindeutig beantwortet, denn gemäß § 12 I S. 6 WpPG ist es nicht möglich, den Basisprospekt in mehreren Einzeldokumenten zu erstellen. Allerdings wird dies aus der Prospektrichtlinie nicht ganz so deutlich, wie es im Wertpapierprospektgesetz formuliert ist. Zwar wird in Art. 5 III S. 1 ProspRL im ersten Halbsatz bestimmt, dass die Regelung über den Basisprospekt in Art. 5 IV ProspRL nicht mit in den Art. 5 III ProspRL, der die Möglichkeit eines ein- oder dreiteiligen Prospektes eröffnet, einbezogen wird. In den Regelungen zum Basisprospekt wird jedoch keine eigene Regelung zur Form getroffen, und auch die Prospektverordnung trifft dazu keine weiteren Bestimmungen.

Demnach ist aus den Regelungen des europäischen Gesetzgebers nicht ersichtlich, weshalb ein Basisprospekt nicht auch als dreigeteilter Basisprospekt erstellt werden könnte. Nach Auffassung des CESR soll die dreigeteilte Form grundsätzlich jedoch nicht möglich sein.<sup>505</sup> Folglich wird der deutsche Gesetzgeber mit seiner Regelung den Regelungswillen des europäischen Gesetzgebers getroffen haben.

---

<sup>501</sup> § 6 II WpPG i.V.m. § 16 WpPG.

<sup>502</sup> BT-Drs. 15/4999 S. 32.

<sup>503</sup> BT-Drs. 15/4999 S. 32.

<sup>504</sup> Weber, NZG 2004, 360, 363.

<sup>505</sup> CESR/03-300, S. 11f., Punkte 51ff.

## V. Verweis auf das Registrierungsformular

Die Auffassung, der Basisprospekt dürfe nicht in drei Dokumente aufgeteilt werden, steht allerdings der Möglichkeit nicht im Weg, ein bereits existierendes Registrierungsformular, das ordnungsgemäß gebilligt und veröffentlicht wurde, per Verweis in den Basisprospekt einzubeziehen.<sup>506</sup> Einige Beispiele sind aus der Praxis bereits bekannt<sup>507</sup>, die dadurch einen ähnlichen Effekt wie durch die Dreiteilung des Basisprospekts zu erzielen suchen.

Nach § 11 I WpPG muss sich der Verweis immer auf die aktuellste Fassung richten. Dabei muss die Version, die in den Basisprospekt per Verweis aufgenommen werden soll, explizit benannt werden, ein dynamischer Verweis auf die jeweils aktuellste Fassung ist laut BaFin nicht möglich.<sup>508</sup> Des Weiteren verbietet § 11 I S. 3 WpPG Verweise innerhalb der Zusammenfassung.

Im Endeffekt wird es nicht unproblematisch sein, im Basisprospekt auf ein bereits bestehendes Registrierungsformular zu verweisen. Denn nicht nur das Registrierungsformular muss nach § 16 WpPG durch Nachträge auf dem Laufenden gehalten werden. Vielmehr muss, wenn sich das Registrierungsformular ändert, im Basisprospekt der Verweis so geändert werden, dass er auf die nun geltende neueste Fassung verweist. Zudem ist in bestimmten Fällen mit der Notwendigkeit zur Anpassung der Zusammenfassung zu rechnen.

Diese Hindernisse sind jedoch überwindbar und die Aktualisierungspflicht und das Verbot des Verweises in der Zusammenfassung gelten nicht nur für die oben beschriebene Konstruktion, sondern auch für alle anderen Prospektarten.

## D. Prospektzusammenfassung

Die Prospektzusammenfassung ist ein verpflichtender Bestandteil eines jeden Prospektes. Irrelevant ist, ob es sich um einen einteiligen, einen dreigeteilten oder einen Basisprospekt handelt.

Durch die Einführung der Prospekttrichtlinie und ihre Vorgaben, die sie im Bezug auf die Zusammenfassung macht, wird der Aufgabenbereich der Prospekt-

---

<sup>506</sup> Art. 26 IV Verordnung (EG) Nr. 809/2004; *CESR/03-300*, S. 11f., Punkte 51ff.

<sup>507</sup> *Seitz*, AG 2005, 678, 686 Fn. 69.

<sup>508</sup> *Seitz*, AG 2005, 678, 686.

zusammenfassung grundlegend geändert. Dadurch wird sich auch der Charakter der Zusammenfassung verändern. Bisher wurde die Zusammenfassung von den Emittenten als das Marketinginstrument innerhalb des Prospektes betrachtet und die Strategie des Unternehmens sowie die Chancen des Anlageobjekts wurden meist mit recht euphemistischen Wortbildern beschrieben.<sup>509</sup> Dies wird zukünftig nicht mehr möglich sein.

### I. Neue Aufgaben durch die Prospektrichtlinie

Die Zusammenfassung gewinnt folglich durch die Möglichkeit des EWR-weiten Angebotes und des neuen Sprachregimes der Prospektrichtlinie an Wichtigkeit, da sie der einzige Teil des Prospektes ist, für den der Emittent von den Mitgliedstaaten gezwungen werden kann, eine Übersetzung in die jeweiligen Landessprachen anzufertigen. Auf Grund dieser neuen Wertigkeit der Zusammenfassung müssen fortan eine Reihe von Warnhinweisen aufgenommen werden, die den Anleger in verständlicher Sprache auf die wichtigsten Gefahrenquellen der Anlage hinweisen<sup>510</sup> und ihn darüber aufklären, dass er seine Anlageentscheidung immer auf den ganzen Prospekt und nicht auf die Zusammenfassung allein stützen soll.<sup>511</sup>

Der Grund für diesen Hinweis ist darin zu suchen, dass die Zusammenfassung das Anlageobjekt nicht so ausführlich darstellen kann und soll wie der Prospekt, und sich aus der Zusammenfassung für gewöhnlich kein Prospekthaftungsanspruch ableiten lässt, es sei denn, sie ist irreführend, unrichtig oder widersprüchlich im Bezug auf die anderen Teile des Prospektes.<sup>512</sup> Diese Einschränkung der Haftung ist unter dem Gesichtspunkt des neuen Aufgabenbereiches der Zusammenfassung von erheblicher Bedeutung für den Emittenten, da dieser anderenfalls mit einer Vielzahl von Haftungsklagen zu rechnen hätte. Zudem ist die Haftungsbeschränkung so zu verstehen, dass eine auf den Charakter der Zusammenfassung zurückgehende Reduktion der Informationen

---

<sup>509</sup> Schlitt/Schäfer, AG 2005, 498, 502.

<sup>510</sup> § 5 I, II WpPG.

<sup>511</sup> § 5 II Nr. 2 WpPG.

<sup>512</sup> Art. 6 II S. 2 Richtlinie (2003/71/EG).

nicht als Irreführung, Unrichtigkeit oder Widerspruch aufgefasst werden darf.<sup>513</sup> Bei der Entscheidung der Frage, ob die Zusammenfassung dennoch irreführend, unrichtig oder widersprüchlich ist, ist auf die ex-ante und nicht auf die ex-post-Sicht abzustellen. Denn im Nachhinein wird klar, ein Punkt, der zu einem Schaden für den Anleger geführt hat, hätte in die Zusammenfassung versehen mit einem Warnhinweis aufgenommen werden müssen.<sup>514</sup>

Da demnach die Zusammenfassung generell nicht als Basis für eine Prospekthaftungsklage taugt, erklärt sich die Warnung an die Anleger in der Zusammenfassung, dass bei einer Prospekthaftungsklage unter Umständen eine Übersetzung des Prospektes notwendig wird und die Kosten dafür vom Anleger zu tragen sind.<sup>515</sup>

## II. Inhalt der Zusammenfassung

Eine Schwierigkeit stellt die Anforderung dar, die wesentlichen Risikofaktoren in die Prospektzusammenfassung aufzunehmen, denn es bedarf der Einzelfallbetrachtung zu klären, welche Risikofaktoren wesentlich und welche unwesentlich sind.

Da die Auswahl von Haftungsgesichtspunkten immer problematisch ist, ist dem Emittenten anzuraten, möglichst alle Risikofaktoren in der Zusammenfassung umfassend und vollständig darzustellen. Dabei sollte der Emittent auch Angaben über die Geschäftsleitung (wie etwa Vorstand und Aufsichtsrat), Hauptanteilsinhaber und ausgewählte Finanzinformationen aufnehmen.<sup>516</sup>

Denn der europäische Gesetzgeber sieht die Gefahren, die dem Anleger aus seiner Anlageentscheidung entstehen können, nicht nur im Anlageobjekt selbst, sondern auch in den Personen des Emittenten und der Garantiegeber und verlangt aus diesem Grund auch die Aufnahme von Warnhinweisen, die sich auf diese Personen beziehen.<sup>517</sup>

---

<sup>513</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 248.

<sup>514</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 248.

<sup>515</sup> Art. 5 II lit. c Richtlinie (2003/71/EG); § 5 II Nr. 3 WpPG.

<sup>516</sup> Art. 5 II i. V. m. Anhang IV Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>517</sup> § 5 II S. 2 WpPG.

### III. Umfang der Zusammenfassung

Jedoch besteht andererseits die Vorgabe, die Ausführungen der Zusammenfassungen nicht zu lang geraten zu lassen. Denn der deutsche Gesetzgeber hat in der Gesetzesbegründung zum WpPG darauf hingewiesen, dass, um „den Anforderungen an den Umfang der Zusammenfassung zu genügen, [...] diese in der Regel nicht mehr als 2.500 Wörter“<sup>518</sup> umfassen sollte. Diese Wortgrenze wurde aus dem Erwägungsgrund 21 der Prospektrichtlinie entnommen. Im zweiten Kommissionsvorschlag zur Prospektrichtlinie war diese Grenze auf europäischer Ebene als verpflichtende Regelung angedacht worden, wurde aber schon auf Grund der unterschiedlichen Sprachen nicht weiterverfolgt.<sup>519</sup>

Wie in diesem begrenzten Rahmen alle Anforderungen an die Zusammenfassung erfüllt werden sollen, ist fraglich, da allein die Risikohinweise in den meisten Fällen diese Wortgrenze überschreiten dürften. Ein Blick auf die Bestimmungen des Anhangs I der Prospektrichtlinie, in dem die Anforderungen an die Zusammenfassung vorgegeben sind, verdeutlicht dies.<sup>520</sup>

Darüber hinaus wird die Einhaltung dieses Limits durch das Verbot von Verweisen in der Zusammenfassung erschwert. Dass Verweise auf andere Teile des Prospektes nicht zu empfehlen und darum auch nicht gestattet sind, wird aus folgendem Grund ersichtlich: So ist die Zusammenfassung als eigenes Dokument zu betrachten.<sup>521</sup> Nur die Zusammenfassung kann bei einem grenzüberschreitenden Angebot in die jeweilige Landessprache übersetzt werden müssen. Querverweise sind deshalb nicht angebracht, da der Anleger diese aus mangelnden Sprachkenntnissen nicht nachverfolgen könnte.

Grundsätzlich ist es begrüßenswert, dem Anleger einen schnellen und präzisen Überblick über das Anlageobjekt bieten zu wollen und den Emittenten bezüglich seiner Ausführungen in der Zusammenfassung zur gebotenen Kürze anzuhalten. Es dürfte jedoch schwierig werden, sowohl die Anforderungen an die gebotene Kürze als auch die Anforderungen an die Darstellung der wesentlichen Umstände zu erfüllen.<sup>522</sup> In diesem Zusammenhang sollte jedoch auch das

---

<sup>518</sup> BT-Drs. 15/4999 S. 31.

<sup>519</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 247.

<sup>520</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 247.

<sup>521</sup> S. auch *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 85.

<sup>522</sup> *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 505.

Haftungsrisiko des Emittenten bedacht werden. 2.500 Wörter könnten in vielen Fällen nicht ausreichen, um die nötigen Angaben zu machen, aber dennoch genug sein, um einen Haftungsfall konstruieren zu können.<sup>523</sup> Gerade bei komplexen Anlageformen und bei Basisprospekten, in denen unterschiedliche Wertpapiere dargestellt werden, scheint es vollkommen unmöglich, mit 2.500 Wörtern alle nötigen Angaben zu machen.<sup>524</sup>

Da die BaFin dieses Problem bereits erkannt hat, hat sie erklärt, diese Sollvorgabe nicht sklavisch durchzusetzen, jedoch bei maximal 5.000 Wörtern die absolute Obergrenze für Aktienemissionen zu ziehen.<sup>525</sup> Ob diese Erweiterung in allen Fällen ausreichen wird, um dem Emittenten den nötigen Platz für Erklärungen zu bieten, wird sich zeigen müssen.

#### IV. Entbehrlichkeit der Zusammenfassung

Aus § 5 II S. 2 WpPG geht hervor, dass die Zusammenfassung entbehrlich sein kann, wenn Nichtdividendenwerte mit einer Mindeststückelung von 50.000 Euro zum organisierten Markt zugelassen werden sollen. Ob nach dieser Norm nur die Zulassung oder auch das öffentliche Angebot zusammenfassungsfrei erfolgen kann, ist fraglich.<sup>526</sup> Da jedoch – wie festgestellt – Wertpapiere mit einer Mindeststückelung von 50.000 Euro von der Prospektpflicht generell befreit sind, wenn sie öffentlich angeboten werden<sup>527</sup>, trifft sie auch die Pflicht zu einer Zusammenfassung nicht.

Aus diesem Grund wird behauptet: Wenn für diese Wertpapiere, im Rahmen des opt-in<sup>528</sup> freiwillig ein Prospekt erstellt wird, muss die Befreiung von der Zusammenfassung für das öffentliche Angebot genauso gelten wie für die Zulassung zum organisierten Markt.<sup>529</sup>

Da der deutsche Gesetzgeber in der Gesetzesbegründung zum WpPG davon spricht, dass § 5 II S. 2 WpPG eine Erleichterung für den Emittenten darstellen

---

<sup>523</sup> Weber, NZG 2004, 360, 363.

<sup>524</sup> Kullmann/Sester, WM 2005, 1068, 1073.

<sup>525</sup> S. auch Schlitt/Schäfer, AG 2005, 498, 502.

<sup>526</sup> Kullmann/Sester, WM 2005, 1068, 1071.

<sup>527</sup> § 3 II Nr. 4 WpPG.

<sup>528</sup> § 1 III WpPG.

<sup>529</sup> Kullmann/Sester, WM 2005, 1068, 1071.

soll<sup>530</sup>, die Norm in der jetzigen Fassung aber eine Erschwernis darstellen würde, spricht viel dafür, die Pflicht, eine Zusammenfassung zu erstellen, auch im Fall eines öffentlichen Angebotes entfallen zu lassen. Demnach wäre sowohl bei der Zulassung zum organisierten Markt, als auch beim öffentlichen Angebot von Nichtdividendenwerten mit einer Mindeststückelung von 50.000 Euro ein Prospekt ohne Zusammenfassung ausreichend.

Die Ausnahme, keine Zusammenfassung erstellen zu müssen, gilt allerdings in bestimmten Fällen nicht. So ist vom europäischen Gesetzgeber in Art. 5 II S. 5 ProspRL vorgesehen worden, den Mitgliedstaaten für den Fall grenzüberschreitender Angebote die Freiheit einzuräumen<sup>531</sup>, für ein Angebot von Nichtdividendenwerten mit einer Mindeststückelung von 50.000 Euro in ihrem Land eine Zusammenfassung des Prospektes in Landessprache fordern zu können. Da Art. 19 IV S. 2 ProspRL keine zwingende Vorschrift ist, haben nicht alle Staaten von ihr Gebrauch gemacht. So findet sich in § 19 IV WpPG keine Pflicht, eine Zusammenfassung in Deutsch zu erstellen, denn Deutschland hat von seinem Recht keinen Gebrauch gemacht.

### § 3: Vorgaben zur inhaltlichen Prospektgestaltung

Der Prospekt hat die Aufgabe, den Anleger über die wesentlichen Fakten zu unterrichten, die dieser für die Beurteilung des Anlageobjektes, des Emittenten sowie etwaiger Garantiegeber bedarf. Diese Generalklausel des § 5 WpPG entspricht somit weitgehend den vor Einführung der Prospektrichtlinie geltenden Regelungen im europäischen wie auch im deutschen Recht.<sup>532</sup>

Auffällig ist lediglich, dass die Norm nicht besonders detailliert ist und sich im Wertpapierprospektgesetz keine genaueren Vorgaben zur inhaltlichen Prospektgestaltung finden. Vielmehr wird in § 7 WpPG auf die Prospektverordnung verwiesen, in der die genaue Ausgestaltung der inhaltlichen Anforderungen an den Prospekt zu finden ist. Dies rührt daher, dass die Prospektrichtlinie, die

---

<sup>530</sup> BT-Drs. 15/4999 S. 31.

<sup>531</sup> Art. 19 IV S. 2 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>532</sup> Art. 21 I BörsProspRL, Art. 11 I EmissionsprospektRL; sowie § 32 I Nr. 2 BörsG i.V.m. § 13 I S.1 BörsZulVO und § 7 I VerkProspG, § 2 I VerkProspVO; s. auch *Criüwell*, AG 2003, 243, 246; *Kunold/Schlitt*, BB 2004 501, 507.

vom Wertpapierprospektgesetz umgesetzt wird, in Art. 7 I ProspRL der Kommission im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens die Ausgestaltung der detaillierten Durchführungsmaßnahmen überträgt. Diesem Auftrag ist sie durch die Prospektverordnung nachgekommen, die in allen EWR-Staaten abstrakt und generell gilt.

#### A. Anforderungen an den Prospekt

In der Prospektverordnung befinden sich deshalb die wesentlichen Regelungen zum Format, den Mindestangaben, zum Verweis auf andere Dokumente, zur Veröffentlichung des Prospektes und zu Werbeanzeigen.<sup>533</sup> Die Anforderungen an den Inhalt des Prospekts richten sich zumeist nach der Art der Wertpapiere, die angeboten werden, mitunter jedoch auch nach den Emittenten, wenn es sich um Kreditinstitute, Investmentfonds oder öffentliche Anbieter handelt.<sup>534</sup> Somit ermittelt die Prospektverordnung die passenden Schemata und Module hauptsächlich nach den unterschiedlichen Wertpapieren.

Weitere Angaben als in den Anhängen der Prospektverordnung festgelegt, dürfen laut Art. 3 i.V.m. Art. 23 I ProspVO von der Billigungsbehörde nicht gefordert werden, es sei denn es handelt sich um eine Ausnahme.<sup>535</sup> Denn bezüglich gewisser Gesellschaften können die Behörden entscheiden, ob sie Anforderungen stellen, die über die in Anhängen der Prospektverordnung genannten Mindestangaben hinausgehen<sup>536</sup>, oder auf dieses Recht verzichten, wenn dies im Hinblick auf den Emittenten, den Anbieter oder die Wertpapiere nicht zweckmäßig erscheint.<sup>537</sup>

Da diese Regelung im gesamten EWR gilt, hat jede Billigungsbehörde selbst zu entscheiden, welche Bedingungen sie diesen Gesellschaften auferlegt. Dies führt im Endeffekt dazu, dass in diesem Punkt keine vollständige Harmonisierung erreicht werden kann. Dennoch fällt auf, dass im Vergleich zu den bisher geltenden Regelungen im Bezug auf den Verkaufs- bzw. Börsenzulassungs-

---

<sup>533</sup> Art. 1 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>534</sup> *Kaiser*, ZEuS 2004, 251, 275f.

<sup>535</sup> Anhang XIX Verordnung (EG) Nr. 809/2004, *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 498, 502.

<sup>536</sup> *Kaiser*, ZEuS 2004, 251, 276.

<sup>537</sup> Art. 23 IV Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

prospekt, die Regelungen der Prospektverordnung deutlich detaillierter sind und auch qualitativ höhere Anforderungen enthalten.<sup>538</sup>

## B. Anforderungen an die Verständlichkeit

In § 5 WpPG befinden sich – wie bereits kurz erwähnt – die grundsätzlichen Vorgaben zur inhaltlichen Gestaltung des Prospektes. Danach soll der Prospekt in einer leicht verständlichen Form verfasst sein, die es dem Anleger ermöglicht, sich ein Urteil nicht nur über das Anlageobjekt, sondern auch über die finanzielle Lage und die Zukunftsaussichten des Emittenten und der Garantiegeber zu bilden.

### I. Bestimmung des Anlegerbegriffs

Welche Anforderungen an den Anleger bezüglich seiner Kenntnisse gestellt werden können, ist jedoch nach wie vor umstritten. Allerdings kann nur durch eine klare Bestimmung dieser Kenntnisse veranschaulicht werden, was unter der Forderung des Gesetzes nach einer leicht verständlichen Darstellung der Prospektinhalt zu verstehen ist.

Nach einer Auffassung soll dazu auf den vom BGH geschaffenen Begriff des durchschnittlichen Anlegers abgestellt werden. Dieser Anleger soll laut Ansicht des BGH eine Bilanz lesen können, muss aber nicht mit der „in eingeweihten Kreisen gebräuchlichen Schlüsselssprache“ vertraut sein.<sup>539</sup> Dieses Kriterium ist jedoch nicht leicht zu verstehen, beziehungsweise sogar widersprüchlich, da ein Anleger sehr wohl der „in eingeweihten Kreisen gebräuchlichen Schlüsselssprache“ mächtig sein muss, um umfangreiche Bilanzen lesen zu können.<sup>540</sup>

Nach anderer Auffassung soll vielmehr auf einen verständigen, kundigen Leser abgestellt werden.<sup>541</sup> Es soll beim Anleger dabei sowohl ein Grundstock an Vor-

---

<sup>538</sup> Wieneke, NZG 2005, 109, 110; Schlitt/Schäfer, AG 2005, 498, 502f.; zum Entwurf Holzborn/Schwarz-Gondek, BKR 2003, 927, 935.

<sup>539</sup> BGH, Urteil v. 12.7. 1982 – II ZR 175/81, AG 1982, 278, 278 – Beton und Monierbau.

<sup>540</sup> Schwark, in Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 45 BörsG Rdnr. 19.

<sup>541</sup> Schwark, in Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 45 BörsG Rdnr. 19.

wissen als auch ein Mindestmaß an Deutungsdilienz bei standardisierten Prospektinformationen vorausgesetzt werden können.<sup>542</sup>

Letztendlich wird von einem verständigen Anleger zu erwarten sein, dass er in Grundzügen eine Bilanz verstehen kann und zudem ein gewisses Basiswissen sowie ein Mindestmaß an Deutungsdilienz besitzt. Folglich ist die gesetzliche Forderung nach einer leicht verständlichen Darstellung der Prospektinhalte an einem solchen Anleger zu messen.

## II. Unterschiedliche Anforderungen an die Prospektteile

Nicht immer ist unbestritten, dass dieser Grundsatz der leichten Verständlichkeit für den gesamten Prospekt gelten soll. So lässt sich vernehmen, die verschiedenen Teile des Prospektes dürften sich hinsichtlich der Leichtigkeit, mit der sie für den Anleger zu verstehen sind, unterscheiden. Demzufolge würden sich die verschiedenen Teile des Prospektes an verschiedene Anleger typen richten, die sich nach ihren Kenntnissen im Bezug auf Finanzanlageinstrumente unterscheiden lassen.

### 1. Argumente für unterschiedliche Anforderungen

Eine Differenzierung zwischen der Zusammenfassung und den restlichen Prospektteilen soll nach den folgenden Argumenten erlaubt sein.<sup>543</sup>

So wird behauptet, eine Differenzierung sei vom europäischen Gesetzgeber indirekt gewollt. Dies ließe sich schon aus dem neuen Sprachregime der Prospekttrichtlinie erkennen, die nur noch nach Wahl der Mitgliedstaaten eine Übersetzung der Zusammenfassung des Prospektes in die jeweilige Landessprache bei grenzüberschreitenden Emissionen vorsieht. Demnach ist anzunehmen, dass weniger kundige Anleger nicht den gesamten Prospekt erfassen können sollen. Dafür spräche, dass die Zusammenfassung bezüglich ihres Inhaltes aufgewertet worden ist und nun nicht mehr ein bloßes Marketinginstrument innerhalb des Prospektes darstellt. Darüber hinaus seien in den übrigen Prospekttei-

---

<sup>542</sup> *Fleischer*, Gutachten F, 64. Deutscher Juristentag 2002, S. F 44f.

<sup>543</sup> S. auch *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 498, 502 Fn. 62; *Wieneke*, NZG 2005, 109, 111.

len Informationen enthalten, die nicht für den privaten, sondern für den institutionellen Anleger bestimmt sind, da sie fundierte betriebswissenschaftliche Kenntnisse zu ihrem Verständnis voraussetzen.

Aus diesen Argumenten, so wird behauptet, lasse sich der Schluss ziehen, für den Privatanleger sei die Zusammenfassung vorgesehen und damit müsse sich ihr Niveau bezüglich der Verständlichkeit auch an dessen Kenntnissen messen lassen.<sup>544</sup> Die restlichen Teile des Prospektes dürfen komplizierender Inhalts sein, da sie sich gerade nicht an den Kenntnissen des durchschnittlichen, sondern an denen des institutionellen Anlegers orientieren.

## 2. Argumente gegen unterschiedliche Anforderungen

Gegen diese Ansicht spricht zunächst, dass nach dem Wortlaut des Art. 5 ProspRL und nach § 5 WpPG die Pflicht zur leichten Analysierbarkeit für den gesamten Prospekt gilt. Dies würde eine Differenzierung hinsichtlich der einzelnen Prospektteile ausschließen.<sup>545</sup> Darüber hinaus ist es gewagt zu behaupten, aus dem neuen Sprachregime der Prospekttrichtlinie lasse sich ablesen, dass den durchschnittlichen Anleger nur die Zusammenfassung erreichen soll. Im Gegensatz dazu steht die Norm<sup>546</sup>, nach welcher der Anleger darauf hingewiesen werden muss, seine Anlageentscheidung immer auf den ganzen Prospekt zu stützen. Dass dies mitunter ein Problem sein kann, wenn er der Sprache des Prospektes nicht mächtig ist, wurde bereits angesprochen. Dass dies, gerade im Hinblick auf den Anlegerschutz bedenklich ist, ist unzweifelhaft. Daraus jedoch den Willen des europäischen Gesetzgebers ablesen zu wollen, hinsichtlich der Prospektteile eine Differenzierung bezüglich der Verständlichkeit für die Anleger und damit auch eine Differenzierung hinsichtlich der Anlageentscheidung vornehmen zu wollen, geht zu weit. Dass der europäische Gesetzgeber dem Anleger einen fremdsprachigen Prospekt aufbürdet, hängt mit der Erhöhung der Markteffizienz durch die Vereinfachung der grenzüberschreitenden Einsetzbarkeit und mit dem Zutrauen, das der Gesetzgeber in die sprachlichen Fähigkeiten der Bürger des EWR hat, zusammen, nicht jedoch mit dem Willen,

---

<sup>544</sup> *Wieneke*, NZG 2005, 109, 111.

<sup>545</sup> *Schlitt/Schäfer*, AG 498, 502 Fn. 62.

<sup>546</sup> § 5 II Nr. 2 WpPG; Art. 5 II lit. b Richtlinie (2003/71/EG).

den Prospekt in einen Teil für durchschnittliche und einen Teil für institutionelle Anleger aufzuspalten.

Vielmehr liegt der Schluss nahe, dass der Richtliniengesetzgeber mit Art. 5 ProspRL erreichen wollte, dass der gesamte Prospekt, auch und gerade die Teile, die für den durchschnittlichen Anleger schwer zu erfassen sind, in leicht analysierbarer Weise dargestellt wird. Nur eine Auslegung in dieser Richtung wird durch den Pflichthinweis in der Zusammenfassung gerechtfertigt, der den Anleger dazu ermahnt, seine Entscheidung vom ganzen Prospekt abhängig zu machen.<sup>547</sup>

Somit ändert sich am bisher geltenden Grundsatz nichts. Der gesamte Prospekt muss für den durchschnittlichen Anleger verständlich sein.<sup>548</sup> Vielmehr soll durch Art. 5 ProspRL und § 5 WpPG dieses Erfordernis der Verständlichkeit in der Darstellung der Angaben nochmals unterstrichen werden.<sup>549</sup>

### C. Gewinnprognosen und Gewinnsschätzungen

Mitunter entscheiden sich Emittenten, in ihren Prospekt bzw. in ihr Registrierungsformular Gewinnprognosen oder Gewinnsschätzungen aufzunehmen. Dazu sind sie laut Prospektverordnung nicht gezwungen, vielmehr steht es ihnen frei, solche Angaben zu machen.<sup>550</sup> Nutzen sie diese Freiheit, so sind sie durch die Verordnung gewissen Regelungen unterworfen.<sup>551</sup>

Der Grund, der hinter der Aufnahme von solchen auf die Zukunft gerichteten Aussagen steht, ist, dass die Emittenten hoffen, durch Gewinn- oder Umsatzvorhersagen die Anleger für ihre Wertpapiere zu begeistern.<sup>552</sup> Problematisch ist allerdings die Abgrenzung zwischen Gewinnprognosen und anderen zukunftsbezogenen Angaben, zu denen der Emittent durch die Prospektverordnung gezwungen wird. Die Pflicht, Trendinformationen zu veröffentlichen, ist in Art. 5 I S. 1 ProspRL und § 5 I S. 1 WpPG angelegt. In diesen Normen wird

---

<sup>547</sup> § 5 II Nr. 2 WpPG; Art. 5 II lit. b Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>548</sup> *BGH*, Urteil v. 12.7.1982 – II ZR 175/81, AG 1982, 278, 278f. – Beton und Monierbau; *OLG Frankfurt*, Urteil v. 1.2.1994 – 5 U 213/92, AG 1994, 184, 186.

<sup>549</sup> *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 498, 502.

<sup>550</sup> Anhang I Punkt 13, Anhang IV Punkt 9, Anhang IX Punkt 8, Anhang X Punkt 13, Anhang XI Punkt 8 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>551</sup> Anhang I Punkt 13, Anhang IV Punkt 9, Anhang IX Punkt 8, Anhang X Punkt 13, Anhang XI Punkt 8 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>552</sup> *Fleischer*, AG 2006, 2, 2.

festgeschrieben, dass der Prospekt dem Anleger einen Ausblick auf die Zukunftsaussichten des Emittenten gewähren muss. Dieses Gebot wird in den Anhängen der Prospektverordnung konkretisiert. So wird der Emittent angehalten, vorwärts gerichtete Aussagen zu treffen<sup>553</sup>, für die sich im angelsächsisch dominierten Finanzmarkt die Bezeichnung „soft information“ durchgesetzt hat.<sup>554</sup> Diese richten sich für gewöhnlich auf Bereiche wie die Produktion, den Umsatz, Bestände und Kosten, aber auch auf die Nachfrage und gewisse Unsicherheiten, die der Emittent in naher Zukunft auf sich zukommen sieht.

Letztlich wird der Emittent, ob er nun dazu gezwungen wird oder sich freiwillig darauf einlässt, mit zukunftsbezogenen Angaben immer Schwierigkeiten haben. Denn aus der ex-ante-Sicht ist es nie einfach, eine Aussage über die Zukunft zu treffen. Zudem können zukunftsbezogene Angaben enttäuschte Anleger zur Klage verleiten, falls ex-post eine andere Situation eingetreten ist wie ex-ante erwartet.

## I. Gewinnprognose oder Gewinnschätzung

Somit muss zunächst geklärt werden, was unter den Begriffen Gewinnprognose und Gewinnschätzung verstanden wird und ob bzw. inwieweit ein begrifflicher Unterschied ausgemacht werden kann. Hierbei soll ein Blick in die Begriffsbestimmung in Art. 2 Nr. 10, 11 ProspVO geworfen werden.

Sowohl Gewinnschätzungen als auch Gewinnprognosen stellen Teile des Prospektes bzw. des Registrierungsformulars dar, in denen explizit oder implizit dem Anleger ein gewisser Unternehmensgewinn in Aussicht gestellt wird.<sup>555</sup> Deshalb ist es besonders wichtig, darauf zu achten, dem Anleger durch diese Gewinnvoraussagen kein falsches Bild vom Emittenten zu suggerieren.<sup>556</sup>

Beide, Prognosen wie Schätzungen, können laut Art. 2 Nr. 10 ProspVO durch Angaben in Form von Mindest- oder Höchstgrenzen oder durch die Nennung einer konkreten Zahl erfolgen. Dabei muss weder das Wort Gewinn im Text erscheinen, noch muss es sich um einen positiven Gewinn handeln, denn eine

---

<sup>553</sup> Anhang I Punkt 12, Anhang IV Punkt 8, Anhang IX Punkt 7, Anhang X Punkt 12, Anhang XI Punkt 7 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>554</sup> *Fleischer*, AG 2006, 2, 2.

<sup>555</sup> Art. 2 Nr. 10 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>556</sup> *CESR/05-054b*, S. 12, Punkt 40.

Gewinnsschätzung oder Prognose liegt auch vor, wenn ein zu erwartender Verlust abgeschätzt wird.<sup>557</sup>

Nach Auffassung des europäischen Gesetzgebers ist der einzige Unterschied zwischen einer Prognose und einer Schätzung, dass die Schätzung für einen bereits abgelaufenen Rechnungslegungszeitraum abgegeben wird, für den die Unternehmensergebnisse noch nicht veröffentlicht wurden.<sup>558</sup> Im Umkehrschluss bezieht sich eine Gewinnprognose auf ein zukünftiges oder ein gerade ablaufendes Geschäftsjahr. Damit schließt sich der Gesetzgeber der Begriffsdefinition an, die sich im Bereich der Rechnungslegung für diese Begriffe durchgesetzt hat.<sup>559</sup>

Im Bezug auf Schätzungen und Prognosen ist deshalb davon auszugehen, wenn in der Zukunft die Geschäftszahlen für eine Periode veröffentlicht werden, für die eine Schätzung oder Prognose abgegeben wurde, die Schätzungen von den tatsächlichen Geschäftszahlen mit einer höheren Wahrscheinlichkeit bestätigt werden, als Prognosen.<sup>560</sup>

## II. Pflichten bei Prognosen und Schätzungen

Die Prospektrichtlinie unterwirft – wie bereits kurz angedeutet – den Emittenten bezüglich der Darstellung von Prognosen oder Schätzungen gewissen Regeln. Der europäische Gesetzgeber hat sich dazu entschlossen, um dem Anleger das Verständnis und die Überprüfung der Prognosen zu erleichtern.<sup>561</sup>

### 1. Allgemeine Pflichten

So wird schon in den Erwägungsgründen zur Prospektverordnung darauf hingewiesen, Gewinnprognosen oder Schätzungen, obwohl freiwillig aufgenommen, stehen dennoch in Zusammenhang mit dem übrigen Prospekt und müssen

---

<sup>557</sup> Art. 2 Nr. 10 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>558</sup> Art. 2 Nr. 11 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>559</sup> S. auch *Mandl/Jung*, in Ballwieser, Handbuch der Rechnungslegung und Prüfung, 3. Aufl. 2002, S. 1698f.

<sup>560</sup> S. auch *CESR/05-054b*, S. 12, Punkt 39.

<sup>561</sup> Anhang I Punkt 13, Anhang IV Punkt 9, Anhang IX Punkt 8, Anhang X Punkt 13, Anhang XI Punkt 8 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

deshalb in vergleichbarer Art und Weise verfasst sein.<sup>562</sup> Nach Auffassung des CESR sollten beide Arten der Gewinnvorhersage möglichst anlegerfreundlich präsentiert sein. Dies bedeutet, sie müssen in verständlicher und vergleichbarer Form dargebracht werden. Daher sind Gewinnvorhersagen immer so zu gestalten, dass sie den Gewinn als Nettobetrag darstellen und anderenfalls erklären, warum von diesem Grundsatz abgewichen wurde.<sup>563</sup>

Wichtig ist zudem, sich trotz ihrer Unsicherheitskomponente auf sie verlassen zu können.<sup>564</sup> Dies bedeutet: Der Emittent ist angehalten, nur solche Aussagen zu treffen, bei denen er davon ausgehen kann, dass sie auch eintreten werden. Darüber hinaus wird empfohlen, sie nur aufzunehmen, wenn für den Anleger ein informationeller Mehrwert entsteht.<sup>565</sup>

Die Pflicht, die Prognose als solche zu kennzeichnen, wird als implizit angesehen, obwohl in der Prospektverordnung dazu keine Regelung getroffen worden ist.<sup>566</sup> Dies soll den Anleger darauf aufmerksam machen, dass die Bilder, die der Emittent von der Zukunft malt, nicht eintreffen müssen und ihn zu zusätzlicher Vorsicht anhalten.

## 2. Offenlegung der Prognosebasis

Des Weiteren ist der Emittent verpflichtet, dem Anleger im Prospekt in leicht verständlicher Form offenzulegen, auf Basis welcher Annahmen er zu den von ihm gemachten Prognosen oder Schätzungen kommt. Diesbezüglich muss er klar unterscheiden, welche Annahmen sich auf Faktoren, die Mitglieder des Unternehmens beeinflussen können, und welche sich auf Faktoren, die nicht von diesen beeinflusst werden können, beziehen.<sup>567</sup> Nach der zutreffenden Auffassung des CESR werden Schätzungen im Gegensatz zu Prognosen weniger stark auf Annahmen basieren, da sie sich auf einen Zeitraum beziehen, der

---

<sup>562</sup> Erwägungsgrund 8 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>563</sup> CESR/05-054b, S. 13, Punkt 47.

<sup>564</sup> CESR/05-054b, S. 12, Punkt 41.

<sup>565</sup> CESR/05-054b, S. 12, Punkt 41.

<sup>566</sup> *Fleischer*, AG 2006, 2, 13.

<sup>567</sup> Anhang I Punkt 13.1, Anhang IV Punkt 9.1, Anhang IX Punkt 8.1, Anhang X Punkt 13.1, Anhang XI Punkt 8.1 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

bereits abgeschlossen ist.<sup>568</sup> Folglich wird sich der Emittent mit seinen Erklärungen leichter tun.

Zudem haben die Prognosen auf einer mit den historischen Finanzinformationen vergleichbaren Basis erstellt zu sein<sup>569</sup>, um dem Anleger die Chance zu geben, sie verifizieren zu können.<sup>570</sup> Darüber hinaus möchte der europäische Gesetzgeber, dass alle eventuellen Veränderungen in der Offenlegungspolitik, welche die Gewinnprognosen oder Gewinnschätzungen betreffen, erläutert werden, wenn ein Prospekt ergänzt oder neu erstellt wird.<sup>571</sup>

Gerade um diese Pflicht zur Offenlegung der Prognosebasis ist eine Diskussion entbrannt. Denn obwohl ihr Wert für den Anlegerschutz unbestritten ist, so besteht doch für den Emittenten die Gefahr, sensible Daten offenlegen zu müssen, die in den Händen der Konkurrenz erheblichen Schaden verursachen können.<sup>572</sup> Da die Pflicht zur Offenlegung der Prognosebasis jedoch in der Prospektverordnung zwingend vorgeschrieben ist, hat der Emittent sich daran zu halten. Er muss sich vorher überlegen, was ihm wichtiger ist: sein Geheimhaltungsinteresse oder sein Wille, eine Prognose zu tätigen. Nur in ganz bestimmten Fällen wird er beide Interessen durchsetzen können, nämlich wenn er die BaFin davon überzeugt, dass es eine unbillige Härte darstelle, ihn zur Offenlegung der Prognosebasis zu zwingen. Denn in solchen und einigen ähnlichen Situationen, kann die BaFin die Nichtveröffentlichung gewisser Daten gestatten, wenn das Publikum dadurch nicht irregeführt oder in der fundierten Beurteilung des Emittenten und des Wertpapiers behindert wird.<sup>573</sup>

### 3. Prüfungstestat

Eine weitere Pflicht des Emittenten ist, der Prognose oder der Schätzung eine Erklärung eines unabhängigen Prüfers beizufügen, aus der hervorgeht, dass diese nach seiner Meinung ordnungsgemäß erstellt wurden und eine Übereinstimmung mit den vom Emittenten sonst angewendeten Rechnungslegungs-

---

<sup>568</sup> CESR/05-054b, S. 12, Punkt 38.

<sup>569</sup> Anhang I Punkt 13.3, Anhang IV Punkt 9.3, Anhang IX Punkt 8.3, Anhang X Punkt 13.3, Anhang XI Punkt 8.3 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>570</sup> CESR/05-054b, S. 12, Punkt 41.

<sup>571</sup> Erwägungsgrund 8 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>572</sup> Fleischer, AG 2006, 2, 12.

<sup>573</sup> § 8 II Nr. 2 WpPG.

grundlagen besteht.<sup>574</sup> Ein solcher Bericht könnte durchaus zeitaufwändig und kostspielig werden.<sup>575</sup> So muss sich der Emittent auch aus diesem Grund überlegen, ob er Gewinnvorhersagen in seinen Prospekt aufnehmen möchte und ob diese einen für ihn mit dem Aufwand vergleichbaren Mehrwert beinhalten.

#### 4. Zusatzpflichten beim dreigeteiltem Prospekt

Sollte der Emittent keinen Vollprospekt, sondern einen dreigeteilten Prospekt erstellen wollen und hat er in dem bereits veröffentlichten Registrierungsformular Gewinnprognosen oder Gewinnschätzungen getätigt, so muss er in den nachfolgenden Teil des Prospektes eine Erklärung aufnehmen. Aus dieser muss hervorgehen, ob die im Registrierungsformular gemachten Angaben noch haltbar sind.<sup>576</sup> Kommt der Emittent in der Erklärung zu dem Schluss, dass die Prognose nicht mehr zutrifft, so ist der Grund dafür anzugeben.<sup>577</sup>

In diesem Zusammenhang denkt der CESR darüber nach, die Pflicht des Emittenten, sich zu früher gemachten Gewinnprognosen im Prospekt zu äußern, auszudehnen, auf den Fall, in dem der Emittent die Prognose nicht in einem früher erstellten Prospekt oder Registrierungsformular gemacht hat<sup>578</sup>, sondern etwa in einem Zwischen- oder Jahresabschluss oder einem Unternehmensbericht.<sup>579</sup> Gerade im Bereich der IPO sieht der CESR diese Verpflichtung als besonders wichtig an.

Dies würde aber nach anderer Auffassung zumindest in den Fällen, in denen sich seit der Veröffentlichung keine wesentlichen Änderungen an den der Prognose zugrunde liegenden Umständen ergeben haben, über den in der Prospektverordnung vorgeschriebenen Prospektinhalt hinausgehen.<sup>580</sup> Denn in diesen Fällen wird regelmäßig kein Bedürfnis bestehen, sich im Prospekt noch-

---

<sup>574</sup> Anhang I Punkt 13.2, Anhang IV Punkt 9.2, Anhang IX Punkt 8.2, Anhang X Punkt 13.2, Anhang XI Punkt 8.2 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>575</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 89.

<sup>576</sup> Anhang I Punkt 13.4, Anhang X Punkt 13.4 Verordnung (EG) Nr. 809/2004; s. auch *CESR/05-054b*, S. 12, Punkt 42.

<sup>577</sup> Anhang I Punkt 13.4, Anhang X Punkt 13.4 Verordnung (EG) Nr. 809/2004; s. auch *CESR/05-054b*, S. 12, Punkt 42.

<sup>578</sup> *CESR/05-054b*, S. 13, Punkt 44.

<sup>579</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 89.

<sup>580</sup> *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 498, 504.

mals hierzu zu äußern<sup>581</sup>, zumal eine solche Verpflichtung wiederum einen mitunter recht aufwändigen Prüfbericht nötig macht.<sup>582</sup>

### III. Prognose, Schätzung oder reine Trendinformation

Im Umgang mit Vorhersagen besteht die Schwierigkeit darin, dass nicht eindeutig ist, wo genau die Trennlinie zwischen zulässigen, ja sogar verpflichtenden Zukunftserwartungen<sup>583</sup> in Bezug auf finanzielle Trends, Entwicklungen und bestimmte Einzelpositionen der Gewinn- und Verlustrechnung, mit denen der Emittent zumindest im laufenden Geschäftsjahr zu rechnen hat einerseits und einer Gewinnprognose bzw. Schätzung im Sinne der Prospektrichtlinie andererseits liegt.<sup>584</sup>

Dieses Problem war auch dem europäischen Gesetzgeber bekannt. Denn bereits in den Erwägungsgründen zur Prospektverordnung wird davor gewarnt, die Prognosen nicht mit der Veröffentlichung bekannter Trends oder sonstiger faktischer Daten zu verwechseln, die eine wesentliche Auswirkung auf die Geschäftsaussichten des Emittenten hervorrufen.<sup>585</sup>

Darum ist es von besonderer Wichtigkeit, zwischen Prognosen und Schätzungen einerseits und Trendinformationen andererseits zu unterscheiden.

#### 1. Versuch einer Abgrenzung

Um dieses Abgrenzungsproblem zu lösen, ist zunächst einen Blick in die Legaldefinition des Prognosebegriffes in Art. 2 Nr. 10 ProspVO zu werfen, der auch die Schätzung mitumfasst.

Problematisch ist jedoch, dass die Legaldefinition keine ausreichende Trennung zu liefern vermag, da die Möglichkeit einer Gewinnprognose, ohne dass eine explizite Zahl genannt wird oder das Wort „Gewinn“ fällt, offenbleibt.

---

<sup>581</sup> Schlitt/Schäfer, AG 2005, 498, 504.

<sup>582</sup> Apfelbacher/Metzner, BKR 2006, 81, 89.

<sup>583</sup> Anhang I Punkt 12, Anhang IV Punkt 8, Anhang IX Punkt 7, Anhang X Punkt 12, Anhang XI Punkt 7 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>584</sup> CESR/05-054b, S. 13, Punkt 49; Apfelbacher/Metzner, BKR 2006, 81, 89.

<sup>585</sup> Erwägungsgrund 8 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

Dadurch wird die Abgrenzung der beiden Begriffe Gewinnprognose und Trendinformation besonders erschwert. Zudem läuft der Emittent Gefahr, gegen seinen Willen in den Bereich der Gewinnprognose zu rutschen mit all den damit verbundenen Nachteilen.

Gerade im britischen Recht ist dieses Problem bekannt. Am stärksten ausgeprägt ist es dort allerdings nicht im Prospektrecht, sondern im Übernahmerecht. Dafür ist Rule 28.6 City Code on Takeovers and Mergers verantwortlich. Denn diese Norm geht sehr weit, Aussagen als Gewinnprognose zu werten.<sup>586</sup> Bereits Sätze wie „profits will be somewhat higher than last year“ (der Gewinn wird etwas höher sein als letztes Jahr) oder „performance in the second half-year is expected to be similar to our performance and results in the first half-year“ (es wird erwartet, dass die Wertentwicklung des zweiten Halbjahres, wie die Wertentwicklung und die Ertragslage des ersten Halbjahres ausfallen wird) können dazu führen, dass eine Gewinnprognose vermutet wird.<sup>587</sup>

Die Lage im Prospektrecht ist ähnlich kompliziert wie im britischen Übernahmerecht. Denn nach der Definition der Gewinnprognose könnten ebenfalls bereits sehr vorsichtige Äußerungen als Prognose ausgelegt werden. Deshalb muss ein Weg zur Abgrenzung gefunden werden.

#### a) Abgrenzung anhand früherer Regelungen

Ein Ansatz wäre, einen Blick auf die Regelungen, die vor Einführung der Prospekttrichtlinie und der Prospektverordnung galten, zu werfen. Denn bereits damals bestand die Pflicht, den Geschäftsgang und die Aussichten des Unternehmens zu skizzieren.<sup>588</sup>

So war es unter dem Vorgängerregime gängige Praxis der Emittenten, nur vage Andeutungen bezüglich der Zukunft des Unternehmens zu machen und dieses Verhalten wurde von der Börse auch akzeptiert.<sup>589</sup> Der Grund dafür war bereits zu dieser Zeit der Wunsch, Haftungsrisiken zu vermeiden.

Sollte man sich der hinter dieser Vorgehensweise verborgenen Logik anschließen, so müsste man zu dem Ergebnis kommen, dass alle Aussagen, die über

---

<sup>586</sup> S. auch *Fleischer*, AG 2006, 2, 7.

<sup>587</sup> Beispiele nach Rule 28.6(a) City Code on Takeovers and Mergers.

<sup>588</sup> § 29 II BörsZulVO a.F.; § 11 VerkProspVO a.F.

<sup>589</sup> *Wieneke*, NZG 2005, 109, 113 besonders Fn. 45.

vage gehaltenen Trendinformationen hinausgehen, als Prognosen aufgefasst werden müssten.

Dies würde aber entschieden zu weit gehen, gerade, da es nicht Sinn der Pflicht ist, dem Anleger Trendinformationen für seine Anlageentscheidung zur Verfügung zu stellen, die nur vage Aussagen machen. Vielmehr stellt die bisher herrschende Praxis eine Umgehung der Pflicht dar, Trendinformationen zu veröffentlichen, aus welchen kein Rückschluss auf den Unterschied zwischen Gewinnprognosen und Trendinformationen gezogen werden kann.

#### b) Abgrenzung anhand eines BGH-Urteils

Ein anderer Abgrenzungsansatz basiert auf der zu einiger Berühmtheit gelangten „Beton und Monierbau“-Entscheidung<sup>590</sup> des BGH. Laut dieser muss der Emittent nur für Voraussagen Gewähr übernehmen, die nicht ausreichend durch Tatsachen gestützt werden oder kaufmännisch vertretbar sind. Demnach vertritt der BGH eine Auffassung, die es für den Emittenten nicht nötig machen würde, sich nur vage auszudrücken. Er müsste lediglich darauf achten, eine sich als falsch herausstellende Voraussage in hinreichender Form begründen zu können.

Dennoch haben sich die Emittenten dafür entschieden, möglichst keine konkreten Aussagen über die Zukunft in ihre Prospekte aufzunehmen und die Pflicht, Aussagen über Geschäftsgang und Aussichten zu treffen, weitestgehend umgangen. Es ist demnach davon auszugehen, dass sie trotz der Entscheidung des BGH von einer gewissen Furcht befallen waren, für ihre Aussagen zur Rechenschaft gezogen zu werden.

Ob die Entscheidung des BGH nach der Einführung der Prospektverordnung noch das Gewicht haben kann, das sie vorher hatte, ist klärungsbedürftig. Sicherlich wird die Entscheidung durch die Einführung des neuen Prospektrechtes einer gewissen Anpassung an die neue Rechtslage bedürfen. Da sich diese aber in dem angesprochenen Bereich nicht allzu sehr von der alten Rechtslage entfernt hat, hat das Urteil des BGH nicht an Aktualität verloren. Auf keinen Fall kann es als hinfällig betrachtet werden.

---

<sup>590</sup> BGH, Urteil v. 12.7. 1982 – II ZR 175/81, AG 1982, 278, 281 – Beton und Monierbau.

Leider vermag das Urteil nicht zu der durch die Prospektverordnung nötig gewordenen Abgrenzung zwischen Prognosen und Trendinformationen beizutragen. Vielmehr zeigt es, wie weit Emittenten mit Trendinformationen oder Prognosen gehen können, ohne eine Prospekthaftung fürchten zu müssen.

### c) Abgrenzung anhand der Pflichten

Eine weitere Möglichkeit zu einer Abgrenzung der Begriffe zu kommen, wäre einen genauen Blick in die in den Anhängen der Prospektverordnung vorgegebenen Pflichten bezüglich Prognosen bzw. Schätzungen und Trendinformationen zu werfen.<sup>591</sup>

Dabei fällt auf, dass die Pflichten für Prognosen viel ausführlicher gestaltet sind als für Trendinformationen. Denn bezüglich letzterer werden vom europäischen Gesetzgeber keinerlei Vorschriften gemacht. Für Prognosen hingegen wurden die bereits dargestellten, umfassenden Vorschriften aufgestellt, die sogar eine Prüfung durch einen unabhängigen Gutachter festlegen.

Insofern müssen Prognosen einen sensibleren Bereich berühren als Trendinformationen, der vom Emittenten genutzt werden könnte, den Anleger in einer für sich vorteilhaften Weise zu beeinflussen, die im Gegenzug dem Anleger schaden würde.

Der Schluss, dass Trendinformationen für gewöhnlich nur solche Informationen sind, die für den Anleger kein besonderes Risiko darstellen, liegt deshalb nahe. Dies wären folglich keine Angaben, bei denen der Anleger sich berechtigt fühlen könnte, sich konkrete Vorstellungen von der Zukunft des Emittenten zu machen, sondern nur solche, die ihn allgemein über in der Zukunft zu erwartende Ereignisse im Unternehmen des Emittenten aufklären.

Dies scheint der einzige Unterschied zu sein, der zwischen den Begriffen auszumachen ist und der dem Emittenten zumindest einen gewissen Anhaltspunkt liefert, ob er bereits die Schwelle von der Trendinformation zur Gewinnprognose überschritten hat. Denn auch der CESR hat in seinen Veröffentlichungen auf eine scharfe Abgrenzung zwischen Prognosen und Trendinformationen verzichtet. Nach seiner Auffassung, die sich mit der gerade aufgestellten These deckt, wird eine allgemeine Darstellung der zukünftigen Aussichten des Emit-

---

<sup>591</sup> Anhang I Punkt 12, 13; Anhang IV Punkt 8, 9; Anhang IX Punkt 7, 8; Anhang X Punkt 12, 13; Anhang XI Punkt 7, 8 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

tenten keine Gewinnprognose darstellen. Allerdings muss nach der Ansicht des CESR, um die Frage zu entscheiden, immer eine Einzelfallabwägung vorgenommen werden, die den betreffenden Emittenten und seine speziellen Umstände mit einschließt.<sup>592</sup>

Ein gleichermaßen leichtes Abrutschen durch vorsichtige Äußerungen in den Bereich der Gewinnprognose wie im britischen Übernahmerecht wird demnach im Bereich des Prospektrechtes nicht zu befürchten sein.

## 2. Wichtigkeit der Abgrenzung

Da demgemäß der Emittent recht weit in seinen Prognosen gehen kann, bevor ihn nach der Entscheidung des BGH eine Prospekthaftung treffen würde, wird mitunter behauptet, die ganze Frage der Abgrenzung zwischen den Begrifflichkeiten Gewinnprognose bzw. Schätzung und Trendinformation sei ein rein akademisches Problem.<sup>593</sup>

Indessen könnte es durchaus einen Unterschied in Bewertung durch ein Gericht machen, ob der Emittent aus der ex-post-Sicht bei einer verpflichtend aufzunehmenden Trendinformation oder bei einer freiwillig, womöglich aus Werbezwecken gemachten Prognose falsch lag. Tatsächlich ist nicht anzunehmen, dass ein Gericht bei der ex-post-Beurteilung einer falschen Prognose dem Emittenten den gleichen Spielraum bei seiner ex-ante notwendigen kaufmännischen Betrachtung einräumen wird wie bei einer falschen Trendinformation. Die Gewinnprognose wird, wenn sie sich ex-post als falsch herausstellt, immer den faden Beigeschmack einer freiwilligen Werbeaussage haben. Deshalb hat der Emittent mit der Ausweitung des Haftungsrisikos zu rechnen, wenn er nach Auffassung des Gerichts von der Trendinformation in den Bereich der Gewinnprognose abgeglitten ist.

Selbst wenn es gemeinhin nach BGH nicht möglich sein wird, basierend auf im Nachhinein nicht zutreffenden Trendinformationen eine Prospekthaftung zu konstruieren, kann dies nicht im gleichen Maße für sich als falsch herausstellende Gewinnprognosen gelten. Steht fest, dass sich Prognosen bzw. Schätzungen offensichtlich nicht verwirklicht haben, und der Emittent bei deren Erstel-

---

<sup>592</sup> CESR/05-054b, S. 13, Punkt 49.

<sup>593</sup> Wieneke, NZG 2005, 109, 113.

lung dies bereits hätte erkennen müssen, wird eine Haftung des Emittenten zumindest in Betracht gezogen werden müssen.<sup>594</sup>

Ergo kann es für den Emittenten einen erheblichen Unterschied machen, ob ihm seine Äußerung als Gewinnprognose oder als Trendinformation ausgelegt wird.

Ein weiterer Punkt ist, dass es weitreichende Konsequenzen haben kann, wenn eine Gewinnprognose im Sinne der Prospektverordnung aufgestellt wurde, obwohl der Emittent davon ausgegangen ist, es handle sich lediglich um eine Trendinformation. So wird der Emittent in der Annahme lediglich eine Trendinformation geäußert zu haben, die bereits erläuterten Pflichten bezüglich Gewinnprognosen, wie beispielsweise die Erstellung des erforderlichen Prüfberichts und den Hinweis, dass eine Gewinnprognose vorliegt, regelmäßig vernachlässigt haben. Zwar wird diese Prognosekennzeichnung nicht explizit vorgeschrieben, sie wird aber dennoch als verpflichtend angesehen.<sup>595</sup> Sollte sie nicht erfolgen, so wird die Frage im Bereich der Prospekthaftung aufgeworfen, ob allein der fehlende Hinweis ausreicht, um eine Prognose als irreführend anzusehen.<sup>596</sup>

Infolgedessen hat, solange diese Frage nicht abschließend geklärt ist, die Abgrenzung der Begriffe Prognose und Trendinformation sehr wohl eine erhebliche Wichtigkeit und nicht nur akademischen Stellenwert.

#### IV. Fazit zu Gewinnprognosen und Gewinnsschätzungen

Letzten Endes lässt sich aus den zur Verfügung stehenden rechtlichen Vorschriften keine konkrete Abgrenzung der Begriffe Gewinnprognose bzw. Gewinnsschätzung und Trendinformation herausarbeiten. Es kann somit in der Praxis zu Abgrenzungsschwierigkeiten kommen. Auch der CESR hat dies anerkannt.<sup>597</sup>

---

<sup>594</sup> S. auch *Wieneke*, NZG 2005, 109, 113.

<sup>595</sup> *Fleischer*, AG 2006, 2, 13.

<sup>596</sup> *Fleischer*, AG 2006, 2, 14.

<sup>597</sup> *CESR/05-054b*, S. 13, Punkt 49.

Deshalb ist dem Emittenten zu raten, mit Zukunftsvoraussagen, wo immer sie nicht als Trendinformationen vorgeschrieben sind, zurückhaltend zu sein, wie dies schon der BGH 1982 angeregt hat.<sup>598</sup> Anderenfalls wird er unnötige Haftungsklagen provozieren und sich schon allein dadurch der Gefahr aussetzen, Managementkapazitäten zu binden.<sup>599</sup> Zudem wird er im Klagefall mit erheblichen Kosten zu rechnen haben, zu denen der Mehrwert der Aufnahme einer Gewinnprognose in den Prospekt in keinem Verhältnis steht. Diese Empfehlung gewinnt vor dem Hintergrund, dass die Treffsicherheit der Manager, wenn es um Prognosen geht, nicht gerade hoch ist, besonders an Gewicht<sup>600</sup> - sie soll regelmäßig unter zehn Prozent liegen.<sup>601</sup>

Vermutlich werden sich die Emittenten der Praxis vor Einführung des neuen Prospektregimes anschließen und Angaben über zukünftig zu erwartende Trends möglichst vage halten, um nicht in den Bereich der Gewinnprognose zu kommen.

#### D. Werbung

Grundsätzlich hat Werbung einen ähnlichen Charakter wie Gewinnschätzungen bzw. Gewinnprognosen. Ähnlichkeiten bestehen dahingehend, dass beide nicht vom Emittenten verlangt werden, sondern dieser sie freiwillig tätigt, sie das Interesse des Anlegers für das Wertpapier wecken sollen und meist Aussagen über die Zukunft getroffen werden, die nicht unbedingt eintreffen müssen. So wird Werbung auch als Bekanntmachung definiert, die sich auf ein spezifisches Angebot von Wertpapieren an das Publikum bezieht und darauf abzielt, eine mögliche Zeichnung beziehungsweise einen eventuellen Erwerb von Wertpapieren individuell zu fördern.<sup>602</sup>

Der Unterschied zwischen Prognosen und Werbung ist für gewöhnlich darin zu sehen, dass Werbeaussagen nicht im Prospekt selbst, sondern außerhalb getroffen werden. Zudem malt die Werbung gemeinhin noch farbigere Bilder von der Zukunft, als dies in Gewinnprognosen oder Gewinnschätzungen aufgrund der

---

<sup>598</sup> BGH, Urteil v. 12.7. 1982 – II ZR 175/81, AG 1982, 278, 281 – Beton und Monierbau.

<sup>599</sup> Wieneke, NZG 2005, 109, 113.

<sup>600</sup> Siebel/Gebauer, WM 2001, 118, 119.

<sup>601</sup> S. auch Montier, FAZ v. 14.9.2005, S. 23.

<sup>602</sup> S. auch Art. 2 Nr. 9 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

Gefahr der Prospekthaftung der Fall ist. Darüber hinaus bezieht sich Werbung nicht nur auf den Gewinn, sondern auch auf andere Bereiche, die der Emittent für geeignet hält, den Anleger von seinem Anlageobjekt zu begeistern.

## I. Vorschriften bezüglich Werbung

Mit § 15 WpPG ist eine völlig neue Regelung in das deutsche Recht aufgenommen worden, welche auf Werbung im Zusammenhang mit dem Wertpapierprospekt eingeht, die Pflichten des Emittenten bei Werbung beziehungsweise Werbeanzeigen festschreibt und die Kompetenzen der BaFin regelt. Dabei wird in Deutschland erstmalig ausdrücklich das Verhältnis zwischen dem Inhalt des Prospektes und den außerhalb dessen kundgetanen Informationen über ein Wertpapier gesetzlich normiert.<sup>603</sup>

Allerdings findet § 15 WpPG wie alle Normen des Wertpapierprospektgesetzes nur Anwendung, wenn auch der Anwendungsbereich nach § 1 WpPG eröffnet ist. Sollte der Anwendungsbereich des WpPG eröffnet sein, aber keine Prospektspflicht bestehen<sup>604</sup>, so sind die § 15 II, III, IV WpPG nicht anwendbar<sup>605</sup>, die Rechte und Pflichten aus § 15 V, VI WpPG gelten dagegen weiterhin.

Findet das Prospektrecht jedoch Anwendung sind sowohl für die Gestaltung von mündlichen Werbeaussagen wie Roadshows und Analystenpräsentationen, als auch für schriftliche Werbeanzeigen wie Werbebroschüren oder Zeitungsanzeigen, Veränderungen zu erwarten.<sup>606</sup>

### 1. Allgemeine Pflichten nach § 15 WpPG

Wie bereits unter dem Regime des Verkaufsprospektgesetzes und der Börsenzulassungsverordnung in § 12 VerkProspG a.F. und § 68 BörsZulVO a.F. ähnlich geregelt, besteht eine Pflicht, in allen Werbeanzeigen darauf hinzuweisen,

---

<sup>603</sup> Schlitt/Singhof/Schäfer, BKR 2005, 251, 257.

<sup>604</sup> §§ 3 II, 4 I, II WpPG.

<sup>605</sup> § 15 I S. 2 WpPG.

<sup>606</sup> Schlitt/Singhof/Schäfer, BKR 2005, 251, 257.

dass bereits ein Prospekt veröffentlicht wurde oder zur Veröffentlichung ansteht.<sup>607</sup>

#### a) Hinweis auf Bezugsquellen

Neu hinzugekommen ist die Pflicht des Emittenten, einen Hinweis in die Werbeanzeige aufzunehmen, der den Anleger darüber informiert, wo dieser den Prospekt erhalten kann.<sup>608</sup> Dies zeigt die Absicht des europäischen Gesetzgebers, durch die Einführung der Prospektrichtlinie einen Schritt weiterzugehen als in den Vorgängernormen. Die BaFin verlangt in diesem Zusammenhang, dass die Quelle durch möglichst genaue Adressangaben benannt wird, um dem Anleger den Bezug des Prospekts einfach zu gestalten. So soll nach dem Willen der BaFin tunlichst die Internetadresse des Emittenten sowie die Faxnummer und Anschrift aller Stellen, bei denen der Prospekt angefordert werden kann, veröffentlicht werden.<sup>609</sup>

Der zusätzliche Hinweis darauf, wo der Anleger den Prospekt erhalten kann, soll verstärkt dafür sorgen, dass der Anleger die Möglichkeit nutzt und den Prospekt anfordert, um sich umfassend über das Anlageobjekt zu informieren. Dies ist ein Indiz für den Wunsch des europäischen Gesetzgebers, den Prospekt verstärkt durchschnittlichen und nicht nur institutionellen Anlegern zugänglich zu machen. Dahinter steht der Gedanke des Anlegerschutzes, denn ein Anleger, der sich nur aus Werbeprospekturen und durch die Aussagen seiner Bank informiert, wird regelmäßig der Wahrheit über das Anlageobjekt nicht so nahe kommen, wie wenn er den Prospekt liest.

#### b) Vorgaben bezüglich Werbeaussagen

Die nachfolgenden Vorschriften, welche die inhaltlichen Aussagen der Werbung zum einen abstrakt, zum anderen in Zusammenhang mit dem Inhalt des Prospektes betreffen, gehen ebenfalls in diese Richtung. Denn der Emittent wird durch das Wertpapierprospektgesetz nicht nur gezwungen, Werbeanzeigen als solche klar zu kennzeichnen, sondern auch, darauf zu achten, dass ihre

---

<sup>607</sup> § 15 II WpPG.

<sup>608</sup> § 15 II WpPG; Art. 15 II Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>609</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 89.

Aussagen nicht unrichtig oder irreführend sind.<sup>610</sup> Dabei ist es irrelevant, ob der Prospekt bereits veröffentlicht wurde oder erst noch veröffentlicht wird.<sup>611</sup>

Des Weiteren ist der Emittent nach den Normen, die über Art. 15 III S. 3, IV ProspRL in § 15 III S. 3, IV WpPG Einzug gefunden haben, unmissverständlich aufgefordert, von ihm gemachte Werbeinhalte sowie Informationen, auch wenn diese nicht zu Werbezwecken gedacht waren, mit den Aussagen im Prospekt in Gleichklang zu bringen. Dieses Konsistenzgebot<sup>612</sup> verbietet es dem Emittenten in seinen Aussagen oder Veröffentlichungen, über die regelmäßig auf Grund der Gefahr der Prospekthaftung konservativ formulierten Aussagen im Prospekt hinauszugehen, diesen zu widersprechen sowie an anderer Stelle detailliertere Angaben zu machen.<sup>613</sup>

Diese Vorschriften des europäischen Gesetzgebers zum Inhalt von Werbung sind ein klares Bekenntnis zum Anlegerschutz, denn ein Anleger, der weiß, dass er eine Werbeaussage vor sich hat, kann ihren Inhalt besser einordnen. Zudem kann er sicher sein, nicht vorsätzlich irreführt oder mit Widersprüchen im Vergleich zum Prospektinhalt konfrontiert zu werden. Somit gelten für Werbeanzeigen ähnliche Bestimmungen wie für Zusammenfassungen, welche auch keine irreführenden, falschen oder widersprüchlichen Angaben enthalten dürfen.<sup>614</sup>

Dies zeigt, dass der europäische Gesetzgeber nicht davon ausgeht, dass der durchschnittliche Anleger den ganzen Prospekt liest, sondern nur die Werbeanzeigen und maximal die Prospektzusammenfassung. Deshalb stellt er durch die erlassenen Normen sicher, dass der Anleger dennoch zutreffende Informationen erhält, auch wenn er seine Anlageentscheidung nicht auf die Lektüre des gesamten Prospektes stützt.

---

<sup>610</sup> § 15 III S. 1, 2 WpPG.

<sup>611</sup> § 15 III S. 2 WpPG.

<sup>612</sup> S. auch *Schlitt/Singhof/Schäfer*, BKR 2005, 251, 257 Fn. 90.

<sup>613</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 89.

<sup>614</sup> § 5 II Nr. 4 WpPG.

## 2. Gleichbehandlungspflicht nach § 15 V WpPG

Die sogenannte Gleichbehandlungspflicht ist eine weitere in § 15 WpPG angelegte Verpflichtung, die durch die Prospektrichtlinie neu eingeführt wurde. Sie soll eine Ungleichbehandlung von institutionellen und durchschnittlichen Anlegern unterbinden. Eine ähnliche Regelung gab es in Deutschland bisher nur in den Going-Public-Grundsätzen der Deutschen Börse AG.<sup>615</sup>

### a) Gründe für die Neuregelung

Bis jetzt war allerdings eine Ungleichbehandlung von institutionellen und durchschnittlichen Anlegern nicht ungewöhnlich. Gerade durch Einzelgespräche, Roadshows und Analystenpräsentationen wurden institutionelle Anleger besser informiert als Privatpersonen. Diese Ungleichbehandlung soll nun durch die neue Norm des § 15 V WpPG beseitigt werden. Es ist davon auszugehen, dass ein Versuch unternommen wurde, die Regulation FD der Final Rule „Selective Disclosure and Insider Trading“ der amerikanischen Securities and Exchange Commission (SEC) auf die Emissionssituation zu übertragen.<sup>616</sup>

### b) Aufnahme von Aussagen in den Prospekt

Fortan müssen alle Informationen, die der Anbieter über sich, den Emittenten oder das Wertpapier macht, in den Prospekt bzw. in einen Nachtrag zu diesem aufgenommen werden.<sup>617</sup> Dies soll vor allem auch Informationen umfassen, die bei sogenannten Roadshows, Einzelgesprächen oder ähnlichen Werbeveranstaltungen gemacht werden.<sup>618</sup> Darüber hinaus betrifft die Nachtragspflicht auch Analystenstudien, die für gewöhnlich nur institutionellen Anlegern zu Verfügung gestellt werden.<sup>619</sup> Allerdings muss nicht die ganze Studie, sondern

---

<sup>615</sup> S. auch Punkt 5 Going-Public-Grundsätze der deutschen Börse AG v. 1.8.2004; online unter [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb\\_content\\_pool/imported\\_files/public\\_files/10\\_downloads/33\\_going\\_being\\_public/10\\_products/040\\_going\\_public\\_grundsaeetze/sm\\_goingpublic\\_grundsaeetze\\_erlaeuterungen.pdf](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/10_products/040_going_public_grundsaeetze/sm_goingpublic_grundsaeetze_erlaeuterungen.pdf).

<sup>616</sup> *Criüwell*, AG 2003, 243, 251; Final Rule „Selective Disclosure and Insider Trading“, online unter <http://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>.

<sup>617</sup> § 15 V S. 2 WpPG.

<sup>618</sup> *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 511.

<sup>619</sup> *Ekkenga*, BB 2005, 561, 562.

nur die wesentlichen Inhalte in den Prospekt aufgenommen werden<sup>620</sup>, da § 15 V S. 2 WpPG nur die Verpflichtung beinhaltet, wesentliche Informationen in den Prospekt selbst oder mittels Nachtrags aufzunehmen.

Leider hat der Gesetzgeber die Norm so gestaltet, dass sie offen für Interpretationen ist, denn nicht jede Information muss allen Anlegern gleichermaßen mitgeteilt werden, sondern eben nur wesentliche. Es ist zu vermuten, dass diese Einschränkung noch für einige Unbill sorgen wird, da aus dem Gesetz nicht zu ersehen ist, was unter einer wesentlichen Information zu verstehen ist. Allerdings wird für das Kriterium der Wesentlichkeit in § 15 V WpPG der gleiche Auslegungsansatz heranzuziehen sein wie für § 16 I S. 1 WpPG. Dieser postuliert für Nachträge ebenfalls, dass diese nur nötig sind, wenn sie wesentlich und wichtig sind. Daher kann zu diesem Thema auf die Diskussion weiter unten zum Punkt „Nachträge“ verwiesen werden. Nur so viel sei schon angemerkt: Da für die Begriffe wesentlich und wichtig im Bezug auf Nachträge ebenfalls keine klare Auslegung besteht, kann auch für die Wesentlichkeit von Informationen keine definitive Auslegung erfolgen.

Es wird die Aufgabe und das Privileg der BaFin als Billigungs- und Prüfungsbehörde sein, zu entscheiden, wann sie eine Information als wichtig ansieht und den Emittenten dazu verpflichtet, diese allen Anlegern zugänglich zu machen. Wenn sie zu dem Schluss kommt, dass die Analystenstudie in ihrer Gesamtheit wesentlich ist, zum Beispiel um die Verständlichkeit zu garantieren, so wird der Emittent zur Aufnahme der ganzen Studie verpflichtet sein. Sollte der Emittent nicht mit der Auffassung der BaFin einverstanden sein, so kann er die Entscheidung gerichtlich überprüfen lassen.

Ist auf Grund der Art des Wertpapiers oder aus anderen Gründen der Emittent nicht verpflichtet, einen Prospekt zu erstellen, so wird er dennoch verpflichtet, die von ihm herausgegebenen wesentlichen Informationen allen Anlegern zu Verfügung zu stellen.<sup>621</sup>

---

<sup>620</sup> Schlitt/Schäfer, AG 2005, 498, 504.

<sup>621</sup> § 15 III S. 1 WpPG.

### c) Fazit zum neuen Gleichbehandlungsgebot

Durch § 15 WpPG soll eine informationelle Gleichbehandlung zwischen den Anlegern hergestellt und eine selektive Einzelinformation bestimmter Investoren im Rahmen der Vermarktung eines Wertpapiers ausgeschlossen werden.<sup>622</sup> Auf Grund der Formulierung der Norm und der Tatsache, dass die BaFin als Kontrollorgan fungiert, ist davon auszugehen, dass der angestrebten Gleichbehandlung einen großen Schritt nähergekommen wird. Ob sie allerdings vollständig erreicht wird, ist fraglich, da die BaFin nicht jede Information, die an die Anleger weitergegeben wird, kennen kann. Folglich kann sie nur bezüglich wichtiger Informationen, von denen sie erfährt, eine Bekanntmachung an alle Anleger verlangen.

## II. Kompetenzen der BaFin

Es ist die Aufgabe der BaFin gemäß § 15 VI WpPG die Emittenten bezüglich ihrer Werbemaßnahmen zu beaufsichtigen und zu kontrollieren, ob sie ihren Verpflichtungen aus § 15 II-V WpPG nachgekommen sind. Sollte dies nicht der Fall sein, so steht ihr zu, gewisse Maßnahmen zu ergreifen, um die Emittenten zur Einhaltung der Regelungen zu bewegen.

### 1. Zeitpunkt der Prüfung

Ursprünglich war im ersten Kommissionsvorschlag zur Prospektrichtlinie angedacht, den Billigungsbehörden die Pflicht aufzuerlegen, Werbemaßnahmen bereits vor der Veröffentlichung zu prüfen.<sup>623</sup> Denn vor Einführung der Prospektrichtlinie war in § 68 BörsZulVO a.F. die Pflicht des Emittenten geregelt, vor Veröffentlichung von Werbung diese der zuständigen Behörde vorzulegen. Dies wurde jedoch in den späteren Entwürfen und so auch in der Prospektrichtlinie selbst verworfen. Somit ist die Überprüfung der Werbung durch die BaFin

---

<sup>622</sup> *Groß*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2006, § 15 WpPG Rdnr. 2; s. auch *Fleischer*, Gutachten F, 64. Deutscher Juristentag 2002, S. F 27f.

<sup>623</sup> *Ilberg/Neises*, WM 2002, 635, 640.

der Publizierung nachgelagert und die BaFin schreitet nur ein, wenn eine Verletzung der Grundsätze aus § 15 II-V WpPG vorliegt.<sup>624</sup> Es ist damit zu rechnen, dass die BaFin sowohl während der Prüfungsphase des Prospektes als auch während des öffentlichen Angebotes die Marktkommunikation des Emittenten auf Konsistenz mit diesen Grundsätzen überprüft.<sup>625</sup>

## 2. Untersagung bzw. Änderung der Werbung

Sollte die BaFin zu dem Schluss kommen, der Emittent verstößt gegen eine in § 15 II-V WpPG genannte Vorschrift, so steht ihr nach § 16 VI S. 1 WpPG zu, die Werbung bis zu zehn Tage auszusetzen.<sup>626</sup> Des Weiteren kann die BaFin in gewissen Fällen, in denen die Werbung den Anleger irreführt, diese sogar ganz untersagen.<sup>627</sup>

Die BaFin hat darüber hinaus die Befugnis, den Emittenten zur Aufnahme gewisser außerhalb des Prospektes gemachter Aussagen in den Prospekt zu zwingen. Wie weit dieses Recht geht und wie es sich begründet, muss näher betrachtet werden, da es sich nicht auf den ersten Blick aus dem Gesetz<sup>628</sup> ergibt. Da der Emittent jedoch verpflichtet ist, wesentliche Informationen allen Anlegern mitzuteilen und, wenn ein Prospekt veröffentlicht wurde, solche Informationen in diesen aufzunehmen<sup>629</sup>, ist die BaFin qua ihres Rechts als Aufsichtsbehörde auch befugt, die Durchsetzung dieser Pflichten zu betreiben.

Zudem ist dem Emittenten anzuraten, keine Versprechungen zu machen, die detaillierter oder weitreichender sind, als die Aussagen im Prospekt beziehungsweise diesen widersprechen. Denn die BaFin kann auch in solchen Fällen die Aufnahme der Aussagen in den Prospekt verlangen.<sup>630</sup> Dieses Recht ergibt sich aus der Pflicht der BaFin, über die Wichtigkeit der vorliegenden Informationen zu entscheiden. Sollte sie zu der generellen Einschätzung gelangen, eine von den Prospektangaben abweichende Aussage stelle immer eine wichtige Information für den Anleger dar, die der Aufnahme in den Prospekt nach

---

<sup>624</sup> *Crüwell*, AG 2005, 243, 251.

<sup>625</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 89.

<sup>626</sup> S. dazu BT-Drs. 15/4999 S. 36.

<sup>627</sup> § 16 VI S. 2 WpPG.

<sup>628</sup> § 16 WpPG.

<sup>629</sup> § 15 V WpPG.

<sup>630</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 89.

§ 16 V S. 2 WpPG bedarf, so wird dies in der Regel eine vertretbare Meinung sein.

Im Ergebnis führt dies dazu, dass der Emittent sich an seinen Aussagen messen lassen muss, wie dies bei Gewinnprognosen bzw. Gewinnschätzungen der Fall ist. Denn sobald eine Aussage Bestandteil des Prospektes wird, unterliegt sie der Prospekthaftung. Folglich hat der Emittent mit dem Entstehen erheblicher Prospekthaftungsrisiken zu rechnen, wenn er seine Werbeaussagen nicht mit dem Prospektinhalt abstimmt.<sup>631</sup>

Des Weiteren ergeben sich durch die Verpflichtung, Werbeaussagen in den Prospekt aufzunehmen oder einen Nachtrag zu erstellen, noch andere Nachteile. So kann es zum einen zu zeitlichen Verzögerungen für den Emittenten kommen, einerseits, da die BaFin den Nachtrag, bevor er veröffentlicht werden kann, erst noch prüfen muss, andererseits, da jeder Prospektnachtrag ein zweitägiges Widerrufsrecht des Anlegers nach sich zieht.<sup>632</sup> Ein weiterer Nachteil wird in den finanziellen Mehraufwendungen zu sehen sein.

### 3. Werbung von nicht deutschen Emittenten

Die Regelung zu den Kompetenzen der BaFin, wenn ein Emittent, der seinen Herkunftsstaat in einem anderen EWR-Staat als Deutschland hat, in Deutschland Wertpapiere anbietet und dafür Werbung betreibt, wird überraschen. In diesem Fall ist Deutschland der Aufnahmestaat, in dem die Werbemaßnahmen ergriffen werden. So scheint es nur sinnvoll, die BaFin die Werbung des ausländischen Emittenten, die sich an den deutschen Markt richtet, prüfen zu lassen, da die Werbung regelmäßig auch in deutscher Sprache abgefasst sein wird. Der europäische Gesetzgeber hat dies jedoch anders geregelt. Denn die Prospekttrichtlinie bestimmt, dass nicht die Behörde des Aufnahmemitgliedstaates, sondern die des Herkunftsmitgliedstaates die Überprüfung der Werbung vorzu-

---

<sup>631</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 89.

<sup>632</sup> § 16 III WpPG.

nehmen hat.<sup>633</sup> Dies ist, obwohl nicht konkret normiert, ein Ausfluss des Herkunftslandprinzips, welches der Prospektrichtlinie generell zugrunde liegt.<sup>634</sup>

Für die BaFin bedeutet dies: sie ist für Werbung, die in Deutschland von einem Emittenten, dessen Herkunftsstaat nicht Deutschland ist, verbreitet wird, nicht die zuständige Prüfungsbehörde. Demzufolge hat sie die oben beschriebenen Kompetenzen, die Werbung zu untersagen, die Aussetzung anzuordnen oder eine Aufnahme in den Prospekt zu fordern, nicht. Diese Rechte kommen nur der Prüfungsbehörde des Herkunftsstaates des Emittenten zu.

Deshalb wird die Aufsichtsbehörde des Herkunftslandes über die Landesgrenzen hinweg prüfend tätig werden müssen. Es wird allerdings für diese Behörde kaum möglich sein, im gesamten EWR-Ausland das gleiche Prüfungsniveau zu gewährleisten wie in ihrem eigenen Mitgliedstaat. Dies begründet sich dadurch, dass die Werbung regelmäßig in einer anderen Sprache ist, und die Behörde eines Staates nicht in allen anderen EWR-Staaten Mitarbeiter haben kann, um dort die Werbemaßnahmen der in ihrem Land ansässigen Emittenten zu überwachen. Die Aufsichtsbehörden der Herkunftsstaaten werden folglich auf die Hilfe der Aufsichtsbehörde des Aufnahmestaates angewiesen sein.<sup>635</sup>

Die BaFin wird infolgedessen, obwohl offiziell nicht zuständig, die Prüfung der in Deutschland verbreiteten Werbung übernehmen müssen. Dies wird wohl auch von den Billigungsbehörden der anderen Mitgliedstaaten so gesehen und hat laut CESR zu Problemen geführt, da sie nicht zuständig sind, die Prospekte zu prüfen, die von Behörden in anderen Mitgliedstaaten gebilligt wurden.<sup>636</sup>

In Fällen, in denen die BaFin zu der Auffassung gelangt, ein Emittent habe gegen gewisse Regeln verstoßen, wird sie im Rahmen der europäischen Zusammenarbeit die Behörde des Herkunftsstaates des Emittenten ersuchen müssen die nötigen Maßnahmen zu ergreifen.

---

<sup>633</sup> König, ZEuS 2004, 251, 283; Kunold/Schlitt, BB 2004, 501, 511; s. auch CESR/07-383, S. 13, Punkt 74.

<sup>634</sup> Kunold/Schlitt, BB 2004, 501, 511 Fn. 127.

<sup>635</sup> Kunold/Schlitt, BB 2004, 501, 511.

<sup>636</sup> CESR/05-384, S. 12, Punkt 82.

### III. Abgrenzung zwischen Werbung und Werbeanzeigen

Bei genauer Lektüre der bisherigen Ausführungen zum Thema Werbung fällt eine Trennung zwischen mündlicher und schriftlicher Werbung auf. Fraglich ist, ob eine inhaltliche Trennung des Begriffes Werbung vom Gesetzgeber überhaupt angedacht war. In Art. 15 ProspRL sowie in § 15 WpPG wird allerdings zum einen von Werbung und zum anderen von Werbeanzeigen gesprochen. Dies könnte auf eine Trennung hinweisen, wenn man davon ausgeht, dass „Werbung“ als ein Überbegriff für Werbung jeglicher Art gilt und Werbeanzeigen sich auf schriftliche Werbung beziehen.

In der Literatur ist diesbezüglich noch nicht abschließend geklärt, wo genau der Unterschied zwischen Werbung<sup>637</sup> und Werbeanzeigen<sup>638</sup> liegt und ob es überhaupt einen geben soll. Oft wird über diese Wortverschiedenheit einfach hinweggegangen. Es erscheint jedoch eine nähere Betrachtung angebracht, da nicht damit zu rechnen ist, dass lediglich ein redaktioneller Fehler vorliegt.

#### 1. Gründe für eine begriffliche Trennung

Dies lässt sich daran erkennen, dass die englische Fassung der Prospektrichtlinie ebenfalls eine begriffliche Trennung vorsieht. So wird zum einen von „any type of advertisements“<sup>639</sup>, „in any case“<sup>640</sup> und „advertising activity“<sup>641</sup> gesprochen, was darauf hinweist, dass Werbung im Allgemeinen angesprochen werden soll. Zum anderen wird von „advertisements“<sup>642</sup> gesprochen, was im Deutschen als Werbeanzeigen übersetzt werden kann.

Auch in der französischen Fassung der Prospektrichtlinie lässt sich ein begrifflicher Unterschied feststellen. Hier ist einerseits von „toute communication à caractère promotionnel“<sup>643</sup> und „les activités promotionnelles“<sup>644</sup>, andererseits

---

<sup>637</sup> Art. 15 I, VI Richtlinie (2003/71/EG); § 15 I, VI WpPG.

<sup>638</sup> Art. 15 II, III Richtlinie (2003/71/EG); § 15 II, III WpPG.

<sup>639</sup> Article 15 (1) Directive 2003/71/EC.

<sup>640</sup> Article 15 (4) Directive 2003/71/EC.

<sup>641</sup> Article 15 (6) Directive 2003/71/EC.

<sup>642</sup> Article 15 (2) (3) Directive 2003/71/EC.

<sup>643</sup> Article 15 (1) Directive 2003/71/CE.

<sup>644</sup> Article 15 (6) Directive 2003/71/CE.

aber von „communications à caractère promotionnel“<sup>645</sup> die Rede. Auch hier zeigt sich ein gewisser Unterschied. Zum einen wird auf ein Ganzes Bezug genommen, also auf Werbung im Generellen. Zum anderen wird nur ein Teil angesprochen.

Aus diesem Grund wird vertreten, dass der Zusatz „Anzeige“ in der deutschen Fassung der Richtlinie und auch im Wertpapierprospektgesetz auf eine schriftliche Form der Werbung hinweist.<sup>646</sup> Das Wort Werbung hingegen soll alle denkbaren Werbemaßnahmen, ob nun schriftlich, bildlich oder mündlich, umfassen.

## 2. Begriffsinhalte

Fraglich ist, was der Begriff Werbeanzeige umfasst. Neben den offensichtlichen Ausformungen wie etwa Zeitungsanzeigen, Werbebriefen oder Katalogen soll auch weniger Offensichtliches der schriftlichen Werbung zugerechnet werden. So soll etwa elektronische Werbung, die in schriftlicher Darstellung erfolgt, wie E-Mail und Web-Anzeigen, den Werbeanzeigen zugerechnet werden.<sup>647</sup>

Nicht schriftliche Werbung, wie etwa Funk- Fernseh- oder Telefonwerbung aber auch Plakate und Poster, würden demnach nicht dem Begriff Werbeanzeige zuzuordnen sein.

## 3. Konsequenzen einer begrifflichen Trennung

Dies hätte zur Konsequenz, dass nicht schriftliche Werbung von den Pflichten aus § 15 II, III WpPG befreit ist, da sich diese Normen nur auf Werbeanzeigen beziehen. Folglich wäre die Pflicht, zum Hinweis auf die Prospektveröffentlichung und der Hinweis, wo dieser zu erhalten ist, nicht nötig.<sup>648</sup> Ebenso wenig

---

<sup>645</sup> Article 15 (2) (3) Directive 2003/71/CE.

<sup>646</sup> *Heidelbach/Preuß*e, BKR 2006, 316, 322.

<sup>647</sup> *Heidelbach/Preuß*e, BKR 2006, 316, 322.

<sup>648</sup> § 15 II WpPG.

müsste der Emittent bei nicht schriftlicher Werbung den Anleger auf den werbenden Charakter durch eine Kennzeichnung aufmerksam machen.<sup>649</sup>

Die Vorgabe, dass Werbung mit den Angaben im Prospekt konsistent sein muss, ergibt sich sowohl aus § 15 III S. 3 WpPG als auch aus § 15 IV WpPG, sodass alle Formen der Werbung erfasst wären. Dies zeigt sich dadurch, dass § 15 IV WpPG generell alle Äußerungen des Emittenten umfasst, auch nicht schriftliche Werbung.

#### 4. Bewertung der Abgrenzung

Ob diese stricte Unterscheidung in Werbung (als Ganzes) und Werbeanzeige (im Sinn von schriftlicher Werbung) vom europäischen Gesetzgeber so gewollt war, wird nicht abschließend geklärt werden können.

Einerseits ist es durchaus legitim, darauf hinzuweisen, dass nur in der deutschen Richtlinienfassung die Abgrenzung der Begriffe explizit hervortritt. In der englischen und der französischen Fassung ist diese weniger ausgeprägt.

Andererseits ergibt sich die begriffliche Trennung sowohl aus der französischen, englischen und deutschen Fassung der Richtlinie in hinreichender Form. Ein Hinweis auf einen redaktionellen Fehler lässt sich nicht finden. Folglich müssen die zwei unterschiedlichen Begrifflichkeiten auch unterschiedliche Begriffsinhalte haben. Des Weiteren weist die Tatsache, dass in § 15 III WpPG und in § 15 IV WpPG nahezu identische Pflichten geregelt sind darauf hin, dass eine Begriffstrennung gewollt ist. Denn nur, wenn sich der Absatz 3 ausschließlich auf schriftliche Werbung bezieht, wird die Wiederholung der in Absatz 3 postulierten Pflichten in Absatz 4 notwendig. Letztlich lässt sich die Trennung in schriftliche und nicht schriftlich Werbung mit dem deutschen Sprachverständnis bezüglich des Wortes Anzeige begründen.

Demzufolge ist die Ansicht, dass der europäische Gesetzgeber die Unterscheidung der Begriffe bewusst vorgenommen hat, der gegenteiligen Auffassung vorzuziehen.

---

<sup>649</sup> § 15 III S. 1 WpPG.

#### IV. Sinnhaftigkeit der Abgrenzung

Allerdings lassen die aus der Trennung der Begriffe, entstehenden Konsequenzen die Sinnhaftigkeit der Unterscheidung fraglich erscheinen. Denn selbst wenn man davon ausgeht, dass auch bei einer begrifflichen Abgrenzung von Werbung und Werbeanzeigen der Emittent bei beiden Formen keine irreführenden Angaben machen darf, weil diese Pflicht aus § 15 III S. 2 WpPG indirekt auch von § 15 IV WpPG umfasst wird, so bleibt doch, dass nur in schriftlicher Werbung auf den Prospekt und wo er erhältlich ist, hingewiesen werden muss.<sup>650</sup> Dies ist jedoch weder aus Gründen der Praktikabilität für den Emittenten nötig, noch aus Anlegerschutz Gesichtspunkten zu begrüßen.

Der Wegfall des Hinweises auf den Prospekt in nicht schriftlicher Werbung stellt einen großen Nachteil für den Anleger dar. Denn dieser soll durch die neue Regelung in der Prospektrichtlinie gerade auf diesen aufmerksam gemacht werden und explizit darauf hingewiesen werden, wo dieser erhältlich ist. Dahinter verbirgt sich – wie bereits festgestellt – der Wille des europäischen Gesetzgebers, den Anleger dazu zu bringen, seine Anlageentscheidung nicht nur auf Werbeaussagen basierend zu fällen, sondern auf Grundlage der Lektüre des ganzen Prospektes. Dies ergibt sich schon aus dem verpflichtenden Hinweis in der Prospektzusammenfassung.

Desgleichen wäre es dem Emittenten durchaus zumutbar, auch bei nicht schriftlicher Werbung auf den Prospekt hinzuweisen. So ist es kein Ding der Unmöglichkeit, bei Fernsehwerbung am unteren Bildschirmrand einen Text einzuspielen, der diesen Hinweis enthält. Ähnliches gilt für Plakate oder Poster, auf denen ebenfalls ein Hinweis platziert werden kann.

Etwas schwieriger, aber dennoch nicht undenkbar, ist ein derartiger Hinweis bei Radiowerbung. Schließlich wird bei Radioreklame häufig in einem Nachsatz auf gewisse Bedingungen, wie etwa den Einsendeschluss, einen Haftungsausschluss oder ähnliches, hingewiesen. Wir alle haben den Satz „zu Risiken und Nebenwirkungen fragen Sie ihren Arzt oder Apotheker“ im Ohr. Demnach wäre auch ein Hinweis auf den Prospekt keineswegs unmöglich. Der finanzielle Nachteil für den Emittenten wäre überschaubar. Er würde von dem Zueinnahme im Bereich des Anlegerschutzes bei Weitem gerechtfertigt.

---

<sup>650</sup> § 15 II WpPG.

Folgt man dieser Auffassung, so muss die Festlegung unterschiedlicher Pflichten hinsichtlich der einen oder anderen Form der Werbung abgelehnt werden.

## V. Werbegeschenke

Wie in diesem Zusammenhang mit Werbegeschenken umgegangen werden soll, muss genauer untersucht werden. Denn die einzige Form der Werbung, für die es legitim, weil logisch begründbar wäre, eine Sonderregel zu erlassen, sind Werbegeschenke.

### 1. Argumente gegen Prospekthinweise

Denn es wäre kaum vom Emittenten zu erwarten, dass er auf seine Werbepräsentate wie zum Beispiel Kugelschreiber, Baseballkappen, Golfbälle, oder auch Aktenmappen, Gläser oder Reisenecessaires ausführliche Hinweise zum Wertpapierprospekt und wo er erhältlich ist, drucken lässt. Schon der nötige Platz für einen solchen Hinweis wird nicht vorhanden sein. Zudem würde der Hinweis das Geschenk unansehnlich machen. Damit wäre der Sinn des Geschenks, dem Beschenkten eine Freude zu machen, verloren.

Richtet sich das Geschenk nicht auf ein bestimmtes Anlageobjekt, sondern auf das Unternehmen des Emittenten, wird ein Hinweis auf den Prospekt, der sich immer auf ein spezielles Wertpapier richten muss, von vorneherein überflüssig. Zudem würde diese Werbung nicht unter die Definition des Begriffs Werbung nach Art. 2 Nr. 9a ProspVO fallen.

### 2. Argumente für Prospekthinweise

Ob aus Anlegerschutz Gesichtspunkten nicht doch ein Hinweis auf den Prospekt zu begrüßen wäre, wenn der Emittent mit dem Werbegeschenk nicht sein Unternehmen generell, sondern ein Produkt im Speziellen bewirbt, ist fraglich. Ein solcher Hinweis könnte zwar nicht auf dem Werbegeschenk selbst ange-

bracht werden, es wäre jedoch möglich den Emittenten, dazu zu verpflichten jedem Werbegeschenk ein Begleitschreiben beizufügen, das auf den Prospekt hinweist.

Diesbezüglich soll ein kurzer Blick auf den Sinn des Prospekthinweises geworfen werden. Dieser liegt zu einem großen Teil darin, dass der Anleger, der eine Werbeanzeige liest, die zwar nicht unrichtig oder irreführend sein oder im Widerspruch zum Prospekt stehen darf, aber dennoch beschönigend sein wird und die Vorzüge des Anlageobjektes mehr herausstreicht als die Nachteile, nicht zu euphorisch wird. Er soll sehen, dass ein ausführliches Dokument vorliegt, aus dem er sich umfassend informieren kann.

Gerade eines solchen Hinweises wird es nicht bedürfen, wenn der Anleger ausschließlich mit einem Werbegeschenk konfrontiert ist, auf dem sich nur der Name des Anlageobjektes befindet, denn er wird mit keiner anderen Werbeaussage konfrontiert als mit der Aussage, dass ein Anlageobjekt dieses Namens existiert. Sollte das Interesse des Anlegers geweckt sein, so wird er sich selbst weitere Informationen beschaffen und dabei auf den Prospekt stoßen.

In den meisten Fällen wird der Anleger ohnedies vom Emittent nicht nur ein Werbepäsent bekommen, sondern darüber hinaus auch eine Werbebroschüre. Da in dieser ein Hinweis auf den Prospekt enthalten sein muss, wird der Anleger hinreichend aufgeklärt sein.

Demzufolge können Werbegeschenke jeglicher Art ohne einen Hinweis auf den Prospekt auskommen. Dies lässt sich am besten durch den Sinn eines solchen Geschenkes begründen. Denn die Aufgabe eines Werbegeschenkes ist es nicht, dem Anleger ein gewisses Anlageobjekt in schillernden Farben zu präsentieren, sondern nur auf dessen Existenz hinzuweisen. Dies birgt nicht dieselbe Gefahr, dass der Anleger einseitig informiert wird, wie dies bei sonstiger bildlicher, schriftlicher oder mündlicher Werbung der Fall ist.

### 3. Bewertung der Neureglung zur Werbung

Alles in allem sind die Regelungen zur Werbung, die durch die Umsetzung der Prospektrichtlinie in § 15 WpPG Einzug gefunden haben, weitreichender als

die Vorgängerregelungen. Der BaFin werden weitreichende Kompetenzen, um den Emittenten zu regelkonformer Werbung zu bewegen, zugeteilt.

Erstmals ist gesetzlich geregelt, dass alle Anleger gleich zu behandeln sind. Bezüglich der Aussagen bei Roadshows und in Analystenpräsentationen wird darauf zu achten zu sein, keine anderen Aussagen zu machen als jene, die bereits im Prospekt stehen. Anderenfalls ergibt sich die Pflicht, diese in den Prospekt aufzunehmen. Dem Emittenten ist zu raten, seine Führungspersonen, aber auch die Public-Relation-Abteilung auf die Risiken hinzuweisen, die mit der Äußerung von zukunftsgerichteten Prognosen, Schätzungen oder generellen Aussagen zusammenhängen.<sup>651</sup> Es liegt in seiner Verantwortung und in seinem Interesse, die nötigen organisatorischen Maßnahmen zu treffen, um sicherzustellen, dass bei der Marktkommunikation die gebotene Vorsicht herrscht.<sup>652</sup> Denn die Pflicht zur Aufnahme von gewissen Äußerungen in den Prospekt wird nicht nur das Risiko der Prospekthaftung mit sich bringen. Auch eine erhebliche zeitliche Verzögerung durch die Prüfung der BaFin und das Widerrufsrecht der Anleger kann auf den Emittenten zukommen. Zudem wird er mit einem zusätzlichen finanziellen Aufwand zu rechnen haben.

Bezüglich des Abgrenzungsproblems zwischen den Begriffen Werbung und Werbeanzeigen sei gesagt, dass von dem Willen des europäischen Gesetzgebers ausgegangen werden muss, zwei verschiedene Begriffsinhalte zu wählen. Allerdings war es nicht nötig und dem Anlegerschutz abträglich, unterschiedlichen Verpflichtungen hinsichtlich schriftlicher und nicht schriftlicher Werbung festzusetzen. Nur im Bereich der Werbegeschenke können Sonderregelungen zum Prospekthinweis als sinnvoll erachtet werden.

#### E. Incorporation by reference

Die Möglichkeit, Angaben in Form eines Verweises zu machen, wurde durch die Prospektrichtlinie neu eingeführt und im § 11 WpPG in deutsches Recht umgesetzt.<sup>653</sup> Durch diese Neuregelung ist es nun erstmals für die Emittenten

---

<sup>651</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 89 Fn. 96.

<sup>652</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 89.

<sup>653</sup> Art. 11 Richtlinie (2003/71/EG).

möglich, im Prospekt auf andere Dokumente beziehungsweise auf Teile dieser Dokumente zu verweisen.<sup>654</sup>

Ziel der incorporation by reference ist es, die Kosten der Prospekterstellung zu senken und zudem die Abfassung des Prospektes zu vereinfachen.<sup>655</sup> Dabei ist der Anlegerschutz im Auge zu behalten. Denn durch die incorporation by reference sollen für den Emittenten Vereinfachungen erreicht werden, ohne die Aussagekraft des Prospektes, gerade wenn auf Teile anderer Dokumente verwiesen wird, zu vermindern. Der Prospekt soll weiterhin leicht verständlich bleiben. Alle wichtigen Angaben sollen in ihm und nicht in externen Dokumenten gemacht werden.<sup>656</sup>

### I. Pflichten bei der incorporation by reference

Zwar können sich die durch Verweis aufgenommenen Angaben auf historische Daten beziehen, allerdings nur, solange deren Informationen nicht durch wesentliche Veränderungen irrelevant geworden sind.<sup>657</sup> Sollten die Angaben veraltet sein, muss dies klar im Prospekt festgehalten und die aktuellen Informationen ebenfalls beigebracht werden.<sup>658</sup>

Eine weitere Pflicht, die sich im Zusammenhang mit Verweisen ergibt, ist, in die Zusammenfassung keine Angaben in Form eines Verweises aufzunehmen.<sup>659</sup> Dies ergibt sich bereits aus dem Sinn der Zusammenfassung, ferner daraus, dass in der Zusammenfassung noch nicht einmal – wie bereits erwähnt – auf andere Teile des Prospektes verwiesen werden darf. Der Sinn der Zusammenfassung ist es nämlich, dem Anleger in kurzer und verständlicher Form die wichtigsten Merkmale des Anlageobjektes, des Emittenten und der Garantiegeber und den damit verbundenen Risiken zu nennen. Diese Aufgabe könnte nicht erfüllt werden, wenn in der Zusammenfassung Verweise zulässig wären.

---

<sup>654</sup> CESR/03-066b, S. 19, Punkt 96.

<sup>655</sup> Erwägungsgrund 30 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>656</sup> Erwägungsgrund 30 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>657</sup> § 11 I S. 2 WpPG; Art. 11 I S. 2 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>658</sup> Erwägungsgrund 30 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>659</sup> § 11 I S. 3 WpPG.

Darüber hinaus werden Emittenten, die Angaben in Form von Verweisen machen, verpflichtet, in den Prospekt eine Liste aufzunehmen, aus der sich ergibt, „an welchen Stellen Angaben im Wege des Verweises in den Prospekt aufgenommen worden sind, um welche Angaben es sich handelt und wo die im Wege des Verweises einbezogenen Angaben veröffentlicht sind“<sup>660</sup>. Diese Liste soll es dem Anleger erleichtern, bestimmte Einzelangaben aufzufinden.<sup>661</sup>

## II. Zulässige Dokumente

Durch diese Regelungen, wird allerdings nicht geklärt, auf welche Dokumente im Einzelnen verwiesen werden darf. Zudem enthält weder die Prospekttrichtlinie noch das Wertpapierprospektgesetz dazu nähere Angaben. In der Prospekttrichtlinie wird lediglich auf die Durchführungsmaßnahmen verwiesen.<sup>662</sup> Dies bedeutet, dass es Aufgabe des CESR ist, hierzu genauere Ausführungen zu machen.

### 1. Dokumente nach Art. 28 ProspVO

Deshalb hat der CESR bereits in dem im Juli 2003 vorgelegten Ratschlag<sup>663</sup> in Punkt 107 eine Liste dieser Dokumente veröffentlicht. Neben anderen sind jährliche und periodisch vorzulegende Finanzinformationen, Dokumente, die für spezielle Transaktionen wie etwa Fusionen erstellt wurden, Prüfberichte und Abschlüsse, Gründungsurkunden und Satzungen und bereits früher gebilligte und veröffentlichte Prospekte aufgeführt. Diese im Rahmen der Level 3 Measures vom CESR gemachten Vorschläge sind in den Art. 28 ProspVO eingeflossen. Dadurch wurde der Auffassung des CESR zu Gesetzeskraft verholfen.

---

<sup>660</sup> § 11 II WpPG.

<sup>661</sup> S. auch Art 11 II Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>662</sup> Art. 11 III i.V.m. Art. 24 II Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>663</sup> CESR/03-208.

## 2. Registrierungsformular

Fraglich ist, ob in einer Wertpapierbeschreibung, die nach dem Registrierungsformular veröffentlicht wurde, auf dieses Formular verwiesen werden darf. Davon muss, obwohl nicht explizit geregelt, ausgegangen werden, da Registrierungsformulare getrennt vom übrigen Prospekt gebilligt werden können.<sup>664</sup> Dies steht auch in Einklang mit Art. 28 ProspVO, denn zum einen weist die Norm darauf hin, dass sie nicht abschließend ist<sup>665</sup>, zum anderen wird in Art. 28 I Nr. 5 WpPG ausdrücklich festgestellt, dass auf früher genehmigte Prospekte verwiesen werden kann. Folglich muss auch auf früher genehmigte Prospektteile verweisen werden können.<sup>666</sup> Dies begründet sich durch die Möglichkeit der Dreiteilung des Prospektes, die durch die Prospektrichtlinie und das Wertpapierprospektgesetz eingeführt wurde. So ist es beispielsweise für einen Emittenten, der unterschiedliche Anlageobjekte in verschiedenen EWR-Staaten emittieren will, von Bedeutung, ob er auf ein in einem anderen Herkunftsstaat gebilligtes Registrierungsformular verweisen kann. Denn nur dann würde die separate Erstellung des Registrierungsformulars für ihn Sinn machen.<sup>667</sup> Ein solcher Verweis ist allerdings nur möglich, wenn man davon ausgeht, dass das Registrierungsformular im Wege der incorporation by reference in den Prospekt aufgenommen werden darf.

## 3. Formale Anforderungen an die Dokumente

Ein Problem in Zusammenhang mit der Regelung ergibt sich aus der Beschränkung des Anwendungsbereichs auf Dokumente, die von der zuständigen Behörde, in Deutschland der BaFin, bereits geprüft oder bei dieser hinterlegt wurden.<sup>668</sup>

Einerseits ist diese Vorschrift logisch begründbar und im Lichte des Anlegerschutzes zu begrüßen. Es wäre nicht verständlich, wenn der Emittent, der den gesamten Prospekt überprüfen und billigen lassen muss, diese Pflicht nicht

---

<sup>664</sup> § 12 WpPG.

<sup>665</sup> Art. 28 I Verordnung (EG) Nr. 809/2004, („insbesondere“).

<sup>666</sup> *Kullmann/Sester*, ZBB 2005, 209, 215.

<sup>667</sup> *Kullmann/Sester*, ZBB 2005, 209, 215.

<sup>668</sup> § 11 I S. 1 WpPG; Art 11 I S. 1 Richtlinie (2003/71/EG).

auch bei der incorporation by reference hätte. Dies würde dazu führen, dass der Emittent die Prüfung und Billigung der BaFin zumindest teilweise durch einen Verweis umgehen könnte.

Andererseits stellt die Regel ein gewisses Problem dar. So wird der Anwendungsbereich der incorporation by reference stark eingeschränkt, denn die in Art. 28 ProspVO genannten Dokumente sind fast alle nicht von der BaFin gebilligt oder bei dieser hinterlegt.<sup>669</sup> Nach Auffassung der BaFin können diese Dokumente nicht freiwillig bei ihr hinterlegt werden, da dies nur möglich ist, wenn es durch eine gesetzliche Vorschrift gefordert wird.<sup>670</sup> Somit wäre ein Verweis nur auf zuvor von der BaFin gebilligte Prospekte bzw. Prospektteile, ihr gegenüber notifizierte Prospekte und jährliche Dokumente möglich.<sup>671</sup>

Dass die vom CESR ausgewählten Dokumente in der Prospektverordnung für eine Aufnahme per Verweis als geeignet bezeichnet, dann jedoch durch § 11 I S. 1 WpPG faktisch von der incorporation by reference ausgeschlossen werden, kann nicht gewollt sein.

Deshalb ist es notwendig eine richtlinienkonforme Auslegung des § 11 WpPG zu finden. Denn in Art. 11 I S. 1 ProspRL heißt es, dass „gemäß der Richtlinie“ gebilligte Dokumente per Verweis einbezogen werden können. Da Art. 28 ProspVO über Art. 11 III ProspRL von der Prospektrichtlinie mitumfasst wird, sind auch die darin genannten Dokumente für die incorporation by reference geeignet.<sup>672</sup> Dieser Auffassung leuchtet ein, da kein Wille des deutschen Gesetzgebers zu erkennen ist, den Verweis auf in Art. 28 ProspVO aufgeführte Dokumente einzuschränken.<sup>673</sup> Vielmehr ist in der Gesetzesbegründung zum Wertpapierprospektgesetz ein ausdrücklicher Hinweis darauf enthalten, dass sich die Verweisfähigkeit eines Dokumentes aus Art. 28 ProspVO ergibt.<sup>674</sup>

Somit ist grundsätzlich nur ein Verweis auf bereits gebilligte, beziehungsweise bei der BaFin hinterlegte Dokumente möglich. Anderenfalls könnte durch ei-

---

<sup>669</sup> Schlitt/Schäfer, AG 2005, 498, 503.

<sup>670</sup> Schlitt/Schäfer, AG 2005, 498, 503.

<sup>671</sup> S. auch Kullmann/Sester, ZBB 2005, 209, 214.

<sup>672</sup> Kullmann/Sester, ZBB 2005, 209, 214.

<sup>673</sup> Kullmann/Sester, ZBB 2005, 209, 214.

<sup>674</sup> BT-Drs. 15/4999 S. 34.

nen Verweis die Kompetenz der BaFin zur Prüfung und Billigung des Prospektes umgangen werden. Dies würde jedoch den Anlegerschutz beeinträchtigen. Eine Ausnahme von diesem Grundsatz gilt allerdings für die in Art. 28 ProspVO genannten Dokumente. Diesbezüglich ist kein Nachteil für den Anlegerschutz ersichtlich, da die vom CESR erarbeitete Liste nur Dokumente enthält, die nicht dazu geeignet sind, den Anleger irrezuführen. Mitunter sind sie, wie zum Beispiel der Jahresabschluss, wenn auch nicht von der BaFin, so doch durch unabhängige Personen überprüft worden.

### III. Sprachwahl bei der incorporation by reference

Der Empfehlung der Prospektverordnung folgend soll ein spezielles Augenmerk der Sprache der Angaben, die mittels Verweises in den Prospekt Einzug finden, gewidmet werden.<sup>675</sup> Denn in welcher Sprache ein Dokument verfasst sein muss, auf das im Rahmen der incorporation by reference verwiesen werden kann bzw. darf, wird viel diskutiert. Strittig ist dabei, ob nur auf Dokumente, die in derselben Sprache wie der Prospekt verfasst sind, verwiesen werden darf, oder ob auch auf solche, die in einer anderen Sprache verfasst sind, Bezug genommen werden kann.

Im Entwurf zur Prospektverordnung war dies noch eindeutig geregelt. So heißt es in der vorgeschlagenen Version für Art. 28 II, dass Dokumente, auf die verwiesen werden soll, „in derselben Sprache abzufassen [sind] wie dieser Prospekt, Basisprospekt oder ihn ausmachende Dokumente“<sup>676</sup>.

Diese Formulierung wurde jedoch in den späteren Versionen geändert. In die Prospektverordnung wurde letztendlich ein anderer Wortlaut aufgenommen. So bestimmt der Art. 28 II ProspVO nun, dass Dokumente die durch Verweis in den Prospekt Einzug finden sollen, mit Art. 19 ProspRL konform abgefasst sein müssen.

---

<sup>675</sup> Erwägungsgrund 30 Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>676</sup> KOM (2004) v. 20.1.2004.

## 1. Argumente für eine einheitliche Sprachwahl

Trotz der neuen Formulierung, die auf Art. 19 ProspRL Bezug nimmt, könnte man der Auffassung sein, dass ausschließlich auf Dokumente verwiesen werden kann, die in der gleichen Sprache wie der Prospekt verfasst sind.

Als Argument für diese Meinung wird mitunter herangezogen, dass der CESR und einige Stimmen in der Literatur die Auffassung vertreten<sup>677</sup>, nur Dokumente in der gleichen Sprache seinen für einen Verweis geeignet.<sup>678</sup> Allerdings sind diese Äußerungen vor dem Entstehen der Prospektverordnung gemacht worden. Sie haben sich ausschließlich auf die oben angesprochene, vorgeschlagene Version des Art. 28 II ProspVO bezogen.<sup>679</sup> Somit wäre es falsch, diese Aussagen als Argument für die Gleichsprachigkeit heranzuziehen, da der europäische Gesetzgeber zwischenzeitlich eine andere Version des Art. 28 II ProspVO erlassen hat.

Viel wichtiger ist der Hinweis des CESR, dass durch die Einheitlichkeit der Sprache für die Dokumente, die über den Verweis aufgenommen werden, dasselbe Sprachregime, welches auch für den Prospekt gilt, Anwendung finden soll.<sup>680</sup> Dies würde die vom ursprünglichen Verordnungsentwurf abweichende Formulierung in der endgültigen Verordnung in einem anderen Licht erscheinen lassen. So könnte man den Bezug auf Art. 19 ProspRL in Art. 28 II ProspVO nicht nur als Abkehr von der zunächst angedachten, strickten Formulierung der Gleichsprachigkeit sehen, sondern auch als eine andere Ausformulierung des gleichen Regelungswunsches.

Zudem hat der CESR in seinem Frage- und Antwortenkatalog ausgeführt, dass der Emittent, der z.B. seinen Prospekt in Englisch verfasst, um diesen im EWR-Ausland zu verbreiten, seine Rechnungslegung aber in einer anderen Sprache tätigt, eine Übersetzung der Dokumente anfertigen lassen muss und fortan auf diese Übersetzungen verweisen darf.<sup>681</sup> Auch diese Feststellung des CESR weist darauf hin, dass er vom Emittenten eine einheitliche Sprachwahl wünscht. Diese Einheitlichkeit wird durch den Verzicht auf eine erneute Billi-

---

<sup>677</sup> CESR/03-208, S. 19f., Punkte 98 u. 104; *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 506; *Weber*, NZG 2004, 360, 363.

<sup>678</sup> *Groß*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2006, § 11 WpPG Rdnr. 4.

<sup>679</sup> KOM (2004) v. 20.1.2004, S. 40.

<sup>680</sup> CESR/03-208, S. 19, Punkt 98.

<sup>681</sup> CESR/06-296d, S. 5, Punkt 5.

gung oder Hinterlegung der übersetzten Dokumente bei der Prospektbilligungsbehörde erleichtert, wodurch sich für den Emittenten die Kosten reduzieren.

Ein weiteres Argument, das für eine einheitliche Sprache spricht, ist die Regelung in der Verordnung, dass durch den Verweis auf externe Dokumente die Verständlichkeit und die Zugänglichkeit der Informationen nicht zu beeinträchtigen sind.<sup>682</sup> Die Auffassung, dies könne nur erreicht werden, wenn eine einheitliche Sprachwahl vorliege, wäre sicherlich nicht abwegig. Denn eine gespaltene Sprachwahl wird die Verständlichkeit der Angaben für den Anleger erschweren.<sup>683</sup> Zudem wird die Überwachung durch die Aufsichtsbehörde kompliziert.<sup>684</sup>

## 2. Argumente gegen eine einheitliche Sprachwahl

Allerdings gibt es auch Gegenstimmen, die eine gespaltene Sprachwahl als durchaus sinnvoll erachten.<sup>685</sup> Als Argument dafür wird herangezogen, in der Durchführungsverordnung sei lediglich darauf verwiesen<sup>686</sup>, dass die Referenzdokumente nach Art. 19 ProspRL abzufassen sind. Dies würde einer gespaltenen Sprachwahl grundsätzlich nicht entgegenstehen.<sup>687</sup> Es bedeute, so wird behauptet, das Dokument, das durch die incorporation by reference in den Prospekt aufgenommen wird, müsse grundsätzlich in der gleichen Sprache verfasst sein wie der Prospekt selbst, könne aber auch in Englisch sein, wenn Englisch als Prospektsprache zugelassen ist.<sup>688</sup>

Die Frage, die sich in diesem Zusammenhang stellt, ist, in welcher Fallkonstellation der Verweis auf ein Dokument zur gespaltenen Sprachwahl zwischen Prospekt und Verweis führen würde. Dazu muss § 19 WpPG, der Art. 19 ProspRL umsetzt, betrachtet werden.

---

<sup>682</sup> Art. 28 V Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>683</sup> S. auch *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 821.

<sup>684</sup> *Möllers*, ZEuP 2008, 480, 490.

<sup>685</sup> S. auch *König*, ZEuS 2004, 251, 274.

<sup>686</sup> Art. 28 II Verordnung (EG) Nr. 809/2004.

<sup>687</sup> *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 821.

<sup>688</sup> *König*, ZEuS 2004, 251, 274 Fn. 113.

Eine Fallkonstellation wäre der deutsche Emittent, der sich an das deutsche Publikum mittels eines englischsprachigen Prospektes wendet.<sup>689</sup> Dies soll in eng zu fassenden Ausnahmefällen möglich sein<sup>690</sup>, wenn die Anleger dadurch keine Nachteile erfahren. Sollte nun dieser Emittent auf deutschsprachige Dokumente verweisen, so würde dem deutschen Publikum dadurch kein ersichtlicher Nachteil entstehen. Auch der Vorschrift aus Art. 28 V ProspVO, welche auf die Verständlichkeit und Zugänglichkeit der Informationen abstellt, wäre Genüge getan. Folglich lässt sich festhalten, dass in diesem Fall die getrennte Sprachwahl zu gestatten ist.

Das Gleiche muss demnach auch für einen nicht-deutschen Emittenten aus einem anderen deutschsprachigen EWR-Staat gelten, der mittels englischen Prospekts in Deutschland Wertpapiere anbietet und dabei auf in Deutsch verfasste Dokumente verweisen will, und umgekehrt auch für einen deutschen Emittenten, der auf dem Markt eines anderen deutschsprachigen EWR-Staates tätig wird.<sup>691</sup> Dabei wäre es unerheblich, ob er die Wertpapiere zudem in seinem Herkunftsland anbietet.

Eine weitere Möglichkeit wäre, dass beispielsweise ein Emittent aus einem englischsprachigen Mitgliedstaat seine Wertpapiere in Deutschland anbieten möchte und er dies mittels eines deutschsprachigen Prospektes tut.<sup>692</sup>

Zu klären wäre in dieser Konstellation, ob der englische Emittent, der regelmäßig in englischer Sprache Rechnung legen wird, auf englischsprachige Dokumente verweisen darf, obwohl er dem deutschen Publikum einen deutschen Prospekt anbietet. Diese Möglichkeit würde dem Emittenten erhebliche Übersetzungskosten einsparen<sup>693</sup>, auch wenn laut CESR – wie dargestellt – eine mit Artt. 11, 19 ProspRL konforme Übersetzung der Dokumente ausreicht.<sup>694</sup>

Allerdings müsste man, wenn man Art. 28 V ProspVO sehr streng auslegt, zu dem Schluss kommen, dass dem Anleger dadurch kein Nachteil bezüglich der Zugänglichkeit und der Verständlichkeit der Information entstehen darf. Dies

---

<sup>689</sup> § 19 I WpPG.

<sup>690</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 37.

<sup>691</sup> § 19 II, IV WpPG.

<sup>692</sup> § 19 IV WpPG.

<sup>693</sup> *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 821.

<sup>694</sup> *CESR/06-296d*, S. 5, Punkt 5.

wird aber regelmäßig der Fall sein<sup>695</sup>, da es für das deutschsprachige Publikum immer von Vorteil ist, wenn auch für per Verweis aufgenommene Dokumente eine Übersetzung Pflicht ist.

Dies ist aber eine zu enge Sichtweise des Regelungsinhaltes. Art. 28 V ProspVO hat als vordringlichstes Ziel den Anlegerschutz und möchte lediglich sicherstellen, dass der Emittent bei Verweisen den Anleger nicht vorsätzlich benachteiligt.

Letztlich wäre es im Sinne des Anlegerschutzes in solch einer Konstellation durchaus sinnvoll, dem Emittenten zu gestatten, auf englische Dokumente zu verweisen. Denn der Emittent wäre von vorneherein nicht gezwungen, einen deutschen Prospekt zu erstellen, sondern könnte einen englischen Prospekt auch in Deutschland veröffentlichen. In diesem Fall wäre der Verweis auf englische Dokumente ohne Weiteres zulässig.

Sollte dem Emittenten in diesem Fall die gespaltene Sprachwahl verweigert werden, könnte er sich aus Kostengründen dazu gezwungen sehen, den Prospekt auf Englisch zu verfassen, um auf englischsprachige Dokumente Bezug nehmen zu können. Somit wäre der Anleger insgesamt schlechter gestellt.

### 3. Entscheidung gegen eine einheitliche Sprachwahl

Schlussendlich ist der Verweis in Art. 28 II ProspVO auf Art. 19 ProspRL so zu verstehen, dass auch für die incorporation by reference immer die Wahl besteht, auf Dokumente zu verweisen, die in einer „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ verfasst sind, nicht nur auf solche, die in der gleichen Sprache wie der Prospekt gehalten sind.

Denn durch das neue Sprachregime des Art. 19 ProspRL mutet der europäische Gesetzgeber dem Anleger zu, seine Anlageentscheidung auf einen Prospekt, der mit Ausnahme der Übersetzung komplett in einer „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ verfasst ist, zu stützen. Dass dieses neue Sprachregime aus Anlegerschutzsicht eher negative Auswirkungen hat, ändert nichts an dem Regelungswillen, den der Gesetzgeber dadurch zum Ausdruck gebracht hat. So ist der Wille, den der Richtlinien gesetzgeber mit dem neuen

---

<sup>695</sup> *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 821.

Sprachregime in Art. 19 ProspRL verfolgt, die Vereinfachung der EWR-weiten Einsetzbarkeit des Wertpapierprospektes und damit eine Erleichterung für den Emittenten.

Da der Art. 11 ProspRL über Art. 28 ProspVO auf Art. 19 ProspRL verweist, muss derselbe Gedanke auch für das Sprachregime der incorporation by reference gelten. Demnach ist auch diesbezüglich Art. 19 ProspRL nicht als Anlegerschutznorm zu werten, sondern als eine Erleichterung für den Emittenten.

Folglich müssen die Dokumente und der Prospekt nicht in der gleichen Sprache verfasst sein. Vielmehr hat ein Anleger, der einen Prospekt „in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ akzeptieren muss, auch Dokumente, die durch Verweis in den Prospekt aufgenommen werden, in einer solchen Sprache zu akzeptieren.

Der Hinweis in Art. 28 V ProspVO, nachdem auf die Verständlichkeit und die Zugänglichkeit geachtet werden muss, ändert an dieser Feststellung nichts. Denn die gespaltene Sprachwahl ist in diesem Sinn nicht als Einschränkung der Verständlichkeit zu sehen. Art. 28 V ProspVO soll lediglich noch einmal den der ganzen Prospektgesetzgebung inhärenten Gedanken, das Gesetz so auszulegen, dass der Anlegerschutz weitestmöglich zur Geltung kommt, verdeutlichen.

#### § 4: Billigung des Prospekts

Bisher wurden die inhaltlichen und formalen Voraussetzungen betrachtet, die ein Prospekt erfüllen muss, bevor er veröffentlicht werden kann. Darüber hinaus muss jeder Prospekt von der BaFin begutachtet werden<sup>696</sup>, da diese die in Deutschland zuständige Prüfungs- und Billigungsbehörde ist. Deshalb werden, veranlasst durch die Prospekttrichtlinie, in § 21 WpPG der BaFin weitreichende Prüfungskompetenzen eingeräumt. Selbst Aufgaben, die ehemals in der Hand der Börsenzulassungsstellen lagen, welche für die Prüfung und Billigung von Verkaufs- und Börsenzulassungsprospekten vor Einführung der Prospekttrichtlinie zuständig waren, wurden auf die BaFin übertragen.<sup>697</sup>

---

<sup>696</sup> § 13 I S. 1 WpPG.

<sup>697</sup> § 13 I S. 2 WpPG i.V.m. §§ 30 III, 51 I BörsG; s. auch *FWB*, Rundschreiben Listing 01/2005.

Der Zweck der Prüfung ist im Anlegerschutz zu sehen. Denn nur durch die Überprüfung seitens einer unabhängigen Behörde kann dieser sichergestellt werden. Darüber hinaus kann die Prüfung durch die BaFin auch für den Emittenten vorteilhaft sein. Sollte die BaFin bei ihrer Prüfung zu dem Schluss kommen, dass der Prospekt nicht gebilligt werden kann, wird der Emittent zu einer Änderung des Prospektes gezwungen. Dies mag zwar im ersten Moment zusätzliche Kosten verursachen und eine zeitliche Verzögerung mit sich bringen, allerdings kann es den Emittenten auch vor einer späteren Prospekthaftungsklage bewahren.

#### A. Zuständigkeit

Die BaFin ist – wie bereits erwähnt – für die Prüfung und Billigung von Prospekten zuständig, wenn der Herkunftsstaat des Emittenten Deutschland ist. In den anderen EWR-Staaten sind eigene Behörden einzurichten.

Für die Festlegung des Herkunftsstaates<sup>698</sup> ist der Sitz des Emittenten ausschlaggebend. Somit ist die BaFin bei Angeboten von Dividenden<sup>699</sup> sowie von Nichtdividendenwerten<sup>700</sup> mit einer Stückelung von weniger als 1000 Euro zuständig<sup>701</sup>, wenn der Emittent seinen Sitz in Deutschland hat. Die Zuständigkeit ist deshalb unabhängig davon, in welchem EWR-Staat die Wertpapiere öffentlich angeboten oder zum Börsenhandel zugelassen werden sollen.

Allerdings gilt dieser Grundsatz nicht in allen Fällen, in denen der Sitzstaat des Emittenten Deutschland ist. Denn es wird dem Emittenten bei Börsenzulassungen von Nichtdividendenwerten mit einer Mindeststückelung von 1000 Euro und von Nichtdividendenwerten, die in Dividendenwerte eines nicht zum Konzern gehörenden Unternehmens umgetauscht werden können, überlassen, ob er seinen Sitzstaat oder einen anderen EWR-Staat, in dem das Angebot bzw. die Börsenzulassung der Wertpapiere erfolgen soll, als Herkunftsstaat wählt.<sup>702</sup> Dieses Wahlrecht gilt allerdings nicht für Wandelschuldverschreibungen und

---

<sup>698</sup> § 2 Nr. 13 WpPG.

<sup>699</sup> § 2 Nr. 2 WpPG.

<sup>700</sup> § 2 Nr. 3 WpPG.

<sup>701</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 83.

<sup>702</sup> § 2 Nr. 13b WpPG.

andere Eigenkapitalwertpapiere, denn diese fallen immer unter die Zuständigkeit der BaFin, solange der Sitz des Emittenten Deutschland ist.<sup>703</sup>

Folglich steht es dem Emittenten in den meisten Fällen frei, ob er seinen Sitzstaat als Herkunftsstaat festlegt, oder ob er den Staat als Herkunftsland wählt, in dem er seine Anlageprodukte anbieten will.

## B. Prüfungsfrist

Generell steht der BaFin eine maximal zehn Werkstage, Samstage mit eingeschlossen<sup>704</sup>, umfassende Zeitspanne zur Prüfung des ihr vorgelegten Prospekts zu.<sup>705</sup> Diese Frist verlängert sich auf 20 Tage, wenn der Emittent noch keine Wertpapiere angeboten hat.<sup>706</sup> Somit steht bei einem IPO ein längerer Prüfungszeitraum zur Verfügung. In beiden Fällen zählt der Tag der Einreichung nicht zur Frist.<sup>707</sup>

Sollte die BaFin diese 10- bzw. 20-tägige Frist nicht einhalten, so gilt im Gegensatz zur Rechtslage vor Einführung des neuen Regimes<sup>708</sup> der Prospekt nicht als automatisch gebilligt. Folglich darf die Veröffentlichung des Prospektes keinesfalls vor Erteilung der Billigung beginnen und somit kann auch das entsprechende Wertpapier nicht angeboten werden.<sup>709</sup> Allerdings ist nach der alten Regelung kein Fall bekannt geworden, in dem durch Ablauf der Prüfungsfrist automatisch die Billigung eingetreten wäre. Somit dürfte die Neuregelung in diesem Bereich ohne größere Auswirkungen bleiben.<sup>710</sup>

Wann die Frist beginnt, ist nicht immer eindeutig. Sollte die BaFin den Prospekt als unvollständig betrachten, so kann sie vom Emittenten die Übermittlung der fehlenden Informationen verlangen. Dies hat sie dem Emittenten innerhalb von zehn Werktagen mitzuteilen und erst wenn der Emittent die erfor-

---

<sup>703</sup> *Kunold*, FAZ v. 6.8.2003, S.19.

<sup>704</sup> *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 498, 506.

<sup>705</sup> § 13 II S. 1 WpPG.

<sup>706</sup> § 13 II S. 2 WpPG.

<sup>707</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 83.

<sup>708</sup> § 8a I VerkProspG a.F.

<sup>709</sup> *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 509.

<sup>710</sup> *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 498, 506.

derlichen Unterlagen nachreicht, beginnt die Frist zu laufen.<sup>711</sup> Die BaFin vertritt dabei die Auffassung, sowohl jede Nachforderung von Unterlagen als auch jeder Änderungskommentar lasse die Frist neu beginnen, da der vollständige Dokumentensatz erst mit Bearbeitung des letzten Kommentars entsteht.<sup>712</sup> Dies könnte im Extremfall dazu führen, dass die BaFin die Frist beliebig oft neu auslösen kann und somit das Verfahren sehr in die Länge gezogen wird.<sup>713</sup>

Es liegt jedoch in der Hand des Emittenten, die Unterlagen der BaFin von Anfang an vollständig zu übermitteln, damit diese die Prüfung ohne Verzögerung durchführen kann. Es wäre aus Anlegerschutzgesichtspunkten falsch, die Behörde dazu zu verpflichten, eine Prüfung vorzunehmen und eine Billigung zu erlassen, solange sie nicht über die dafür notwendigen Informationen verfügt.

Darüber hinaus steht es dem Emittenten frei, bestimmte Informationen über das Angebot, die normalerweise erst kurz vor Angebotsbeginn festgelegt werden oder von der Preisspanne abhängen, wie etwa das maximale Emissionsvolumen, die maximale Aktienanzahl, die Preisspanne, die Kapitalausstattung und die Verschuldung, erst kurz vor der Billigung in den Prospekt einzufügen, ohne eine neue Prüfungsfrist auszulösen.<sup>714</sup>

### C. Prospektbilligungsverfahren

Durch die Prospekttrichtlinie wird der Umfang der Prüfung erhöht, denn § 8a VerkProspG a.F. sah nur eine formale Prüfung vor.<sup>715</sup> Nun hat die BaFin die Aufgabe, sicherzustellen, dass der Emittent in seinem Prospekt allen Verpflichtungen vollständig nachgekommen ist und nachzuprüfen, ob die Angaben kohärent sind.<sup>716</sup> Darüber hinaus wird seitens der Bundesanstalt auch überprüft, ob die Angaben in einer für den Anleger verständlichen Form dargestellt werden.<sup>717</sup> Zu diesem Zweck verlangt sie mitunter die Einreichung sogenannter vollständig markierter Vergleichsversionen.<sup>718</sup> Dies sind Prospekte, aus denen

---

<sup>711</sup> § 13 III S. 1 WpPG.

<sup>712</sup> *Holzborn/Israel*, ZIP 2005, 1668, 1670.

<sup>713</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 251.

<sup>714</sup> *Groß*, Kapitalmarktrecht, 3. Auflage 2006, § 13 WpPG Rdnr. 10.

<sup>715</sup> *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 498, 506.

<sup>716</sup> § 13 I S. 2 WpPG.

<sup>717</sup> § 13 I S. 2 WpPG.

<sup>718</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 83.

der Unterschied, zur vorherigen Version durch die Darstellung sämtlicher Ergänzungen aber auch aller gestrichenen Texte und sonstigen Änderungen deutlich wird.<sup>719</sup>

Nur so lässt sich sicherstellen, dass die Anleger in hinreichender Weise vor falschen, irreführenden oder widersprüchlichen Angaben des Emittenten geschützt sind und nicht durch eine unverständliche Darstellungsweise fehlgeleitet werden. Man sollte jedoch nicht dem Irrtum erliegen, die Prüfung durch die BaFin sei allumfassend und könne die Abwendung jeglichen Schadens von den Anlegern sicherstellen. Denn nach wie vor erfolgt keine Prüfung hinsichtlich der Bonität des Emittenten und der inhaltlichen Richtigkeit des Prospekts.<sup>720</sup>

Schließt die BaFin das Prüfungsverfahren ab, ohne Beanstandungen zu haben, wird der Prospekt gebilligt. Auf Verlangen des Emittenten stellt die BaFin im Rahmen des Notifizierungsverfahrens eine Bescheinigung über die erfolgte Billigung aus.<sup>721</sup> Der Prospekt muss dann in allen EWR-Staaten anerkannt werden. Dies ist der Europäische Pass für Emittenten.

#### D. Amtshaftung der BaFin

Die Frage, ob die BaFin für ihr Handeln im Bereich der Prospektbilligung bzw. der Prospektprüfung haftbar gemacht werden kann, wird diskutiert. Denn zum einen könnte ein Anleger versuchen, die BaFin in Anspruch zu nehmen, wenn ihm ein Schaden dadurch entstanden ist, dass der BaFin ein Fehler bei der Prüfung unterlaufen ist. Zum anderen könnte ein Emittent einen Schaden von der BaFin ersetzt haben wollen, der dadurch entstanden ist, dass er seine Wertpapiere nicht wie vorgesehen anbieten konnte, weil die BaFin ihre Prüfung ohne Grund nicht in der dafür vorgesehenen Frist durchgeführt hat.

Allerdings hat die Einführung und Umsetzung der Prospektrichtlinie im Bereich der Amtshaftung nicht zu Änderungen der Rechtslage geführt, da die Regelung der Amtshaftung in den Händen der Mitgliedstaaten bleibt.<sup>722</sup>

---

<sup>719</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 83.

<sup>720</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 34.

<sup>721</sup> §§ 17, 18 WpPG.

<sup>722</sup> Art. 13 VI Richtlinie (2003/71/EG).

## I. Fehlerhafte Prüfung

Sollte sich demnach im ersten Fallbeispiel herausstellen, die Prüfung des Prospektes seitens der BaFin war fehlerhaft und dem Anleger ist aufgrund seines Vertrauens in den fehlerhaften Prospekt ein Vermögensschaden entstanden, so ist dennoch ein Amtshaftungsanspruch ausgeschlossen.<sup>723</sup> Der Grund ist, dass die BaFin ihre Arbeit nur im öffentlichen Interesse leistet und somit keine individualisierbaren Ansprüche gegenüber Einzelnen entstehen.<sup>724</sup>

Wenn man sich den Umfang der Prüfung durch die BaFin nochmals vor Augen führt, so ist dieses Ergebnis nicht verwunderlich. Da die BaFin, wenn überhaupt, nur in einem sehr begrenzten Maß eine inhaltliche Prüfung vornimmt, wäre es kaum verständlich, wenn ihr bei inhaltlichen Fehlern des geprüften Prospektes eine Haftung auferlegt würde.

## II. Nicht fristgerechte Prüfung

Zu einem anderen Ergebnis könnte man allerdings kommen, wenn die BaFin durch eine nicht fristgerechte Prüfung des Prospektes einen Schaden beim Emittenten verursacht. Da die Billigungsfiktion des § 8 VerkProspG a.F. nicht mehr besteht, wird der Emittent gezwungen, bis zur tatsächlichen Billigung mit der Veröffentlichung des Prospektes sowie mit dem Angebot des Wertpapiers zu warten.

Hierzu wird vertreten, dass die BaFin hinsichtlich der Billigung, die einen Verwaltungsakt darstellt, einer Amtspflicht unterliegt<sup>725</sup>, die sie dazu zwingt, über den Antrag des Emittenten auf Billigung des Prospektes zügig zu entscheiden, zumal der Gesetzgeber eine Frist dafür festgelegt hat.<sup>726</sup>

Allerdings kann sich die Bundesanstalt unter Umständen exkulpieren. Dies wäre mitunter denkbar, wenn ihr ex-post der Nachweis der Nicht-Genehmigungsfähigkeit des Prospektes gelingt.<sup>727</sup> Dies kann jedoch nicht ausreichend sein, da sie in einem solchen Fall die Pflicht gehabt hätte, den Emit-

---

<sup>723</sup> § 4 IV FinDAG.

<sup>724</sup> *Fleischer*, BKR 2004, 339, 345.

<sup>725</sup> § 839 BGB i.V.m. Art. 34 GG.

<sup>726</sup> *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1073.

<sup>727</sup> *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1073.

tenten entweder innerhalb von zehn Tagen davon zu unterrichten, dass sie noch weiterer Informationen bedarf<sup>728</sup>, oder innerhalb von zehn bzw. zwanzig Tagen die Billigung des Prospektes ablehnen musste.

Demnach verletzt die BaFin ihre Amtspflicht, wenn sie die Prüfungsfrist streichen lässt ohne tätig zu werden. Dies hat einen Schadensersatzanspruch des geschädigten Emittenten gegen die Bundesanstalt zur Folge.

Darüber hinaus liegt der Schutzzweck der Amtspflicht, der durch die Fristsetzung geschaffen wurde, darin, dass sich der Emittent darauf verlassen kann, in der vorgegebenen Zeit Nachricht zu erhalten.<sup>729</sup> Die der BaFin eingeräumte Frist soll es dem Emittenten ermöglichen, eine verlässliche zeitliche Planung aufzustellen, weil es für diesen von besonderer Wichtigkeit ist, den Zeitplan für die Emission einzuhalten, da dies den Erfolg erheblich beeinflusst.<sup>730</sup>

Nur in Fällen, in denen der Emittent wissen muss, dass sein Prospekt, beispielsweise auf Grund von Fehlern, von der BaFin nicht gebilligt werden kann, wäre es rechtsmissbräuchlich, einen Schadensersatzanspruch geltend zu machen.

#### E. Zulassung zum Börsenhandel durch die Börse

Für die Zulassung zum Börsenhandel ist, obwohl die Zuständigkeit für die Prüfung und die Billigung von Prospekten neuerdings bei der BaFin liegt, weiterhin die jeweilige Börse zuständig.<sup>731</sup> Das Prospektbilligungsverfahren bei der BaFin und das Verfahren für die Zulassung der Wertpapiere zum Börsenhandel sind somit zwei voneinander getrennte Verfahren.

Allerdings ist die Börsenzulassungsstelle nicht befugt zu prüfen, ob der Prospekt den Anforderungen des WpPG entspricht.<sup>732</sup> Sie hat sich bei der Prüfung des Zulassungsantrags auf die börsenrechtlichen Voraussetzungen zu beschränken.<sup>733</sup> Indes ist die Vorlage des von der BaFin gebilligten Prospekts sowie der Nachweis der Veröffentlichung dem Antrag auf Börsenzulassung

---

<sup>728</sup> § 13 III S. 2 WpPG.

<sup>729</sup> Kullmann/Sester, WM 2005, 1068, 1073.

<sup>730</sup> Kullmann/Sester, WM 2005, 1068, 1073.

<sup>731</sup> Apfelbacher/Metzner, BKR 2006, 81, 84.

<sup>732</sup> Dies lässt sich aus der Streichung des § 30 III Nr. 3 BörsG a.F. ersehen.

<sup>733</sup> Im Wesentlichen §§ 1-12 BörsZulVO.

beizulegen.<sup>734</sup> Sollte die Zulassung für einen im Ausland gebilligten Prospekt beantragt werden, so hat der Emittent der Zulassungsstelle die Notifizierung der zuständigen Stelle seines Herkunftsstaates vorzulegen.<sup>735</sup>

Nach wie vor ist die Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel vom Emittenten grundsätzlich nach §§ 30 II, 49 II S. 1 BörsG n.F. zusammen mit einem Emissionsbegleiter bei der Zulassungsstelle zu beantragen.

Da im Gegensatz zum alten Recht nach der neuen Rechtslage für die Zulassung keine gesetzlich vorgegebene Entscheidungsfrist mehr gilt, ist fraglich, wie lange die Börse Zeit hat, um ihre Prüfung durchzuführen.<sup>736</sup> Um dem Emittenten mehr Planungssicherheit zu geben, hat die Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) einen unverbindlichen Zeitplan veröffentlicht, in dem eine Frist von acht Werktagen bis zur Aufnahme des Handels vorgesehen ist.<sup>737</sup>

Insofern kann, bei guter Abstimmung zwischen dem Emittenten und der Börse, die Veröffentlichung des Zulassungsbeschlusses und der Beschluss im elektronischen Kursblatt am selben Tag erfolgen, wodurch der Handel bereits am ersten Werktag nach Erlass und Veröffentlichung des Zulassungsbeschlusses aufgenommen werden kann.<sup>738</sup>

## § 5: Veröffentlichung des Prospekts

Hinsichtlich der Form, in welcher der Prospekt veröffentlicht werden kann, bietet das Gesetz dem Emittenten eine Vielzahl von Möglichkeiten.

So kann der Prospekt in einer oder mehreren Zeitungen veröffentlicht oder in gedruckter Form kostenlos beim Emittenten, den Zahlstellen oder bei den zuständigen Stellen des organisierten Marktes für das Publikum bereitgehalten werden.<sup>739</sup>

---

<sup>734</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 84.

<sup>735</sup> *FWB*, Rundschreiben Listing 01/2005, Punkt 5.

<sup>736</sup> *FWB*, Rundschreiben Listing 01/2005, Punkt 3.

<sup>737</sup> *FWB*, Rundschreiben Listing 01/2005, Punkt 3.

<sup>738</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 84.

<sup>739</sup> § 14 II Nr. 1, 2 WpPG.

Auch ausreichend und für den Emittenten wohl am einfachsten und kostengünstigsten ist eine elektronische Veröffentlichung des Prospektes.<sup>740</sup> Dabei ist der Prospekt auf der Website des Emittenten, des platzierenden Kreditinstitutes, der Zahlstellen oder den zuständigen Stellen des organisierten Marktes zur Verfügung zu stellen.<sup>741</sup>

Dies muss allerdings mit einem Hinweis in einer Wirtschafts- oder Tageszeitung verbunden sein, aus dem hervorgeht, wie und wo der Prospekt veröffentlicht worden ist.<sup>742</sup> Hierbei reicht es aus, wenn der Hinweis erst nach Veröffentlichung des Prospekts auf der Website und Angebotsbeginn erfolgt. Diese Vorschrift beruht auf einer Wahlmöglichkeit, welche die Prospekttrichtlinie den nationalen Gesetzgebern in Art. 14 III ProspRL gelassen hat. Dies stellt keine Veröffentlichung im eigentlichen Sinn dar, sondern ist nur als Information bezüglich der Art und Weise der Veröffentlichung des Prospektes zu sehen.<sup>743</sup>

Die genaueren Bestimmungen hinsichtlich dieser Hinweisbekanntmachung ergeben sich aus Art. 31 ProspVO.

Sollte der Emittent das Angebot einer elektronischen Veröffentlichung in Anspruch genommen haben, so ist er auf Verlangen verpflichtet, den Anlegern eine Papierversion des Prospekts zur Verfügung zu stellen.<sup>744</sup>

Darüber hinaus hat der deutsche Gesetzgeber von der Wahlmöglichkeit Gebrauch gemacht, eine Veröffentlichung auf der Webseite der BaFin vorzuschreiben.<sup>745</sup> Diese Möglichkeit bedeutet jedoch nicht, der Emittent kann auch auf die sonstigen Veröffentlichungspflichten des § 14 II WpPG verzichten, denn die Veröffentlichung auf der Webseite der BaFin ist nur ein zusätzliches Angebot an den Emittenten, das keinen Einfluss auf die normalen Veröffentlichungspflichten hat.<sup>746</sup>

Demzufolge wurde durch die Prospekttrichtlinie dem Emittenten die Prospektveröffentlichung erleichtert. Er wird regelmäßig durch die Onlineveröffentlichung Geld sparen können. Denn wenige Anleger werden von der Möglichkeit,

---

<sup>740</sup> S. auch *Krimphove*, Kreditwesen 2005, 97, 104.

<sup>741</sup> § 14 II Nr. 3 WpPG.

<sup>742</sup> § 14 III S. 2 WpPG.

<sup>743</sup> *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1073.

<sup>744</sup> § 14 V WpPG.

<sup>745</sup> § 13 IV WpPG.

<sup>746</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 35.

einen kostenlosen gedruckten Prospekt zu verlangen, Gebrauch machen. Es wird in der Regel einfacher sein, sich den Prospekt online zu beschaffen.

## § 6: Nachträge

Art. 16 ProspRL, der in § 16 WpPG umgesetzt worden ist, postuliert die Pflicht des Emittenten, hinsichtlich des von ihm erstellten Prospektes unter gewissen Voraussetzungen Nachträge zu erstellen. Die Regelung einer Nachtragspflicht ist nicht neu, vielmehr gab es bereits vor Einführung der Prospektrichtlinie entsprechende Vorschriften. Diese waren in § 11 VerkProspG a.F. und § 52 II BörsZulVO a.F. geregelt und so soll sich nach dem Wunsch des deutschen Gesetzgebers die Auslegung des § 16 WpPG auch an diesen Vorgängerregelungen orientieren.<sup>747</sup>

Die Quintessenz, die sich nach wie vor aus der Nachtragspflicht herauslesen lässt, ist die Verpflichtung des Emittenten, den Prospekt auf dem Laufenden zu halten, um dem Anleger für seine Anlageentscheidung wesentliche, den Tatsachen entsprechende Informationen an die Hand zu geben.

### A. Neuerungen bezüglich Nachträgen

Allerdings ergibt sich durch die Neuregelungen in § 16 WpPG auch ein erheblicher Unterschied zu der alten Regelung. Denn der Emittent ist nun dazu verpflichtet, jeden wichtigen neuen Umstand beziehungsweise jede wesentliche Unrichtigkeit betreffend der Angaben im Prospekt, die für die Beurteilung der Wertpapiere erheblich sein „könnte“, mittels eines Nachtrags dem Anleger bekannt zu machen.<sup>748</sup> Diese Regelung erweitert die Nachtragspflicht im Vergleich zur Vorgängerregelung erheblich, denn früher wurde ein Nachtrag nur gefordert, wenn die Neuerung die Beurteilung beeinflussen musste und nicht lediglich konnte.<sup>749</sup>

---

<sup>747</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 36.

<sup>748</sup> § 16 I S. 1 WpPG.

<sup>749</sup> *Groß*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2006, § 16 WpPG Rdnr. 2.

Da der Emittent nicht wissen kann, wie die einzelnen Anleger reagieren, und welche Umstände deren Beurteilung des Wertpapiers beeinflussen, ist es für ihn wichtig, eine anerkannte Richtschnur zu haben. Deshalb wird empfohlen, zur Beurteilung der Wichtigkeit der Neuerung für die Anlageentscheidung den Maßstab eines verständigen Anlegers heranziehen.<sup>750</sup>

## I. Beurteilung der Wesentlichkeit und Wichtigkeit

Problematisch ist in diesem Zusammenhang, wie die Begriffe „wichtig“ und „wesentlich“ zu verstehen und zu bewerten sind, denn auf den Nachtrag einer unwichtigen Neuerung kann verzichtet werden.

Diese Differenzierung ist für den Emittenten besonders von Bedeutung, da der Nachtrag nicht nur finanzielle Nachteile und meist auch zeitliche Verzögerungen verursacht, sondern auch ein Widerrufsrecht des Anlegers mit sich bringt. Zudem kann für den Emittenten ein Prospekthaftungsrisiko daraus erwachsen, dass er wichtige Neuerungen als unwichtig einstuft und auf Grund dessen auf einen Nachtrag verzichtet. Darüber hinaus ist die Vernachlässigung der Nachtragspflicht nach § 30 I Nr. 9 WpPG eine Ordnungswidrigkeit, die mit einer Geldbuße von bis zu 50.000 Euro belegt werden kann.<sup>751</sup>

### 1. Bewertung nach § 5 I S.1 WpPG

Die Gesetzesbegründung zu § 16 I WpPG sieht vor, die Wesentlichkeit einer Unrichtigkeit oder die Wichtigkeit eines neuen Umstandes nach dem Maßstab des § 5 I S. 1 WpPG zu richten.<sup>752</sup> Dieser Verweis trägt nicht gerade zur Veranschaulichung bei, in welchen Fällen ein Nachtrag zu veröffentlichen ist. Denn § 5 I S. 1 WpPG vermag nur zu verdeutlichen, auf welchem Grund ein Nachtragspflicht basieren kann, trägt aber nicht zur Klärung der Frage bei, wann eine Neuerung wichtig oder wesentlich beziehungsweise unwichtig oder unwesentlich ist. Die auslegungsbedürftigen Formulierungen „wichtig“ und

---

<sup>750</sup> *Lenz/Ritz*, WM 2000, 904, 908.

<sup>751</sup> § 30 III WpPG.

<sup>752</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 36.

„wesentlich“ werden im Endeffekt mit dem genauso auslegungsbedürftigen und wenig aussagenden Wort „notwendig“ ersetzt. Denn grundsätzlich umfasst § 5 I S. 1 WpPG sämtliche Angaben, die für den Anleger notwendig sind, sich im Hinblick auf den Emittenten die Wertpapiere und die Garantiegeber ein zutreffendes Urteil zu bilden. Dies verdeutlicht lediglich die Bereiche, in denen nachtragspflichtige Neuerungen auftreten können

## 2. Bewertung nach dem Anlageobjekt

Unter Umständen ist für die Beurteilung der Wichtigkeit und Wesentlichkeit auch die Art des Anlageobjektes ausschlaggebend. So könnte für verschiedene Anlagen, wie zum Beispiel Aktien und Schuldverschreibungen, ein unterschiedlicher Maßstab angebracht sein.<sup>753</sup> Eine Begründung hierfür wäre sowohl in den verschiedenartigen Risiken, denen diese Anlageobjekte unterliegen, als auch in der Art, diese zu bewerten, zu sehen.

So wird bei Schuldverschreibungen, bei denen sich der Emittent neben meist jährlichen Zinszahlungen zur Rückzahlung der Darlehenssumme am Laufzeitende verpflichtet, der Wert gewöhnlich nach der Wahrscheinlichkeit bemessen, mit welcher der Emittent seinen Verpflichtungen nachkommen kann. Demnach ist die Kreditwürdigkeit des Emittenten ausschlaggebend. Zahlt der Schuldner nicht, trägt der Anleger das Ausfallrisiko.

Bei Aktien hingegen ist die Beurteilung bei weitem komplizierter, denn ihre Bewertung basiert auf zweierlei Gesichtspunkten.

Als objektiven Gesichtspunkt könnte man die Bewertung nach kursrelevanten Fakten, nach den Kennzahlen des Unternehmens, und den daraus abzuleitenden Zukunftsprognosen betrachten. Dies würde sinngemäß einer Abwägung nach der Zahlungsfähigkeit bei einer Schuldverschreibung entsprechen. Die Aktienanlage ist demnach mit dem Insolvenzrisiko behaftet.

Allerdings kommen bei Aktien stärker als bei Schuldverschreibungen noch Kriterien hinzu, die weniger greifbar sind als die auf Zahlen basierenden Zukunftsmodelle. Dennoch müssen sie in die Beurteilung einfließen.

---

<sup>753</sup> Heidelberg/Preuß, BKR 2006, 316, 320.

Da Aktien typischerweise einem regen Handel an der Börse unterworfen sind, wird ein verständiger Anleger immer auch Einflüsse in seine Entscheidung einbeziehen, welche die Stimmungslage des Marktes gegenüber dem Unternehmen betreffen, an dem er Anteile hält oder zu erwerben gedenkt. Denn anders als bei Schuldverschreibungen wird der Wert einer Aktie großteils von der Meinung über die Lage des Unternehmens bestimmt. Mitunter rückt die tatsächliche Lage des Unternehmens bei der Bewertung des Wertpapiers durch die Marktteilnehmer in den Hintergrund. Hier kann von einem psychologischen Effekt gesprochen werden, der das Marktpreisrisiko verstärkt.

Zusammenfassend ist eine Aktie immer nur so viel wert, wie am Markt dafür zu erhalten ist. Der Marktpreis ist dabei oft unabhängig vom eigentlichen Zustand des Unternehmens. Eine Schuldverschreibung hat hingegen weithin einen inhärenten Wert, der sich zu jedem Zeitpunkt durch Diskontierung bestimmen lässt.

Somit ist im Bezug auf Aktien bei der Bewertung durch den Anleger verstärkt die Stimmung an der Börse zu bedenken. Deshalb sind dem Anleger auch solche Neuerungen bekanntzumachen, welche die subjektive Stimmung der Marktteilnehmer gegenüber dem Wertpapier beeinflussen können und nicht nur solche, die zahlenmäßig darzustellende Fakten betreffen. Denn bereits kleinste Interferenzen können die Meinung der Anleger und damit auch den Börsenkurs zum Guten wie zum Schlechten beeinflussen.

Folgt man dieser Auffassung, so muss man die Entscheidung, ob eine wesentliche, wichtige Neuerung vorliegt, von welcher der verständige Anleger sich beeinflussen lassen könnte, nicht nur von mehr oder weniger hartem Datenmaterial, sondern auch von der Börsenpsychologie abhängig machen.

Im Endeffekt müsste der Emittent einen niedrigeren Maßstab an die Wichtigkeit einer Neuerung bei Wertpapieren, deren Wert von der Meinung der Marktteilnehmer abhängt (z. B. Aktien), als bei Wertpapieren die einen objektiven inhärenten Wert haben (z. B. Schuldverschreibungen), anlegen. Denn bereits weniger wichtige Meldungen können das Vertrauen in den Emittenten und das Wertpapier überproportional beeinflussen und der Anleger muss eine solche Reaktion der Marktteilnehmer mitberücksichtigen können.

## II. Ergebnis der Neuerungen

Wann ein wichtiger neuer Umstand oder eine wesentliche Unrichtigkeit vorliegt, wird letztendlich immer eine Frage der Auslegung bleiben. Auch der CESR hat noch keine Leitlinien, Empfehlungen oder Standards zu diesem Thema erlassen.

Dies ist für den Emittenten negativ, da er nie sicher sein kann, wann ihn die Nachtragspflicht trifft. Veröffentlicht er einen Nachtrag, obwohl keiner nötig ist, erhält der Anleger ein nicht gewolltes Widerrufsrecht und es entstehen unnötige Kosten. Veröffentlicht der Emittent keinen Nachtrag, obwohl dieser notwendig gewesen wäre, setzt er sich einem erheblichen Haftungsrisiko aus und begeht eine Ordnungswidrigkeit. Deshalb empfiehlt der CESR, im Zweifelsfall einen Nachtrag zum Prospekt zu veröffentlichen.<sup>754</sup>

Lediglich in gewissen Fällen ist relativ leicht zu beurteilen, ob ein Nachtrag zu veröffentlichen ist. So soll ein Nachtrag immer verpflichtend sein, wenn sich herausstellt, dass die im Prospekt gemachten Aussagen von Anfang an objektiv falsch waren, oder durch sich ändernde Umstände ihre Richtigkeit verloren haben.<sup>755</sup> Darüber hinaus wird man von einem nachtragspflichtigen Umstand ausgehen können, wenn wesentliche Umstrukturierungsmaßnahmen, wie etwa der Verkauf oder Erwerb von Geschäftsbereichen, erfolgt sind.<sup>756</sup>

In den meisten anderen Fällen wird allerdings eine gewisse Unsicherheit herrschen, ob die Pflicht zum Nachtrag entstanden ist.

### B. Nachtragspflicht und Ad-hoc-Pflicht

Möglicherweise gibt es bestimmte Situationen, in denen es typischerweise zur Nachtragspflicht kommt und die Parallelen zu Fällen aufweisen, in denen eine Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung besteht. Demnach würden sich die Prospektpflicht und die Ad-hoc-Pflicht überschneiden. Dies ist immer dann der Fall, wenn es um Nachträge geht, die auch den Tatbestand der Insiderinformation erfüllen.

---

<sup>754</sup> CESR/06-296d, S. 8.

<sup>755</sup> Holzborn/Israel, ZIP 2005, 1668, 1674; Heidelberg/Preuß, BKR 2006, 316, 320.

<sup>756</sup> Müller/Oulds, WM 2007, 573, 577.

Zu diesen Konstellationen wird in der Gesetzesbegründung des Wertpapierprospektgesetzes Stellung genommen.<sup>757</sup>

### I. Bei wichtigen neuen Umständen

Für den Fall der wichtigen, neuen Umstände kann gesagt werden<sup>758</sup>: In der Praxis führen alle neuen Entwicklungen und Umstände, die zu einer Ad-hoc-Pflicht kommen<sup>759</sup>, gleichzeitig zu der Pflicht, den Anleger ins Bild zu setzen. Zwar ist grundsätzlich kein Nachtrag zum Prospekt zu erstellen, denn die Ad-hoc-Mitteilung wird regelmäßig bereits erfolgt sein, bevor ein Nachtrag überhaupt gebilligt worden wäre<sup>760</sup>, wenn der Pflicht zur Mitteilung unmittelbar nach dem Eintreten des die Ad-hoc-Pflicht auslösenden Ereignisses nachgekommen worden ist.<sup>761</sup> Durch die Ad-hoc-Mitteilung ist ein Nachtrag praktisch überflüssig, da diese denselben Zweck erfüllt. Allerdings sieht die Gesetzesbegründung die unverzügliche Aufnahme eines Hinweises auf die Ad-hoc-Mitteilung in den Prospekt vor. Ein Hinweis dieser Art soll nach dem Willen des deutschen Gesetzgebers in der gleichen Art wie der ursprüngliche Prospekt veröffentlicht werden, er soll allerdings nicht der Pflicht zur Billigung durch die BaFin unterliegen.<sup>762</sup>

Nur im speziellen Fall, in dem Wertpapiere öffentlich angeboten werden, die erst noch in einem zweiten Schritt zum Handel am organisierten Markt zugelassen werden sollen, besteht eine Nachtragspflicht.<sup>763</sup> Dies wird dadurch begründet, dass im Zeitraum der Zeichnungsfrist eine besondere Anlagestimmung herrscht und deshalb nicht auf den besonderen Schutzmechanismus des Nachtrags verzichtet werden kann. Beim Nachtrag, der durch eine Ad-hoc-Mitteilung begründet wird, ist zu beachten, dass dieser nicht vor, sondern frühestens gleichzeitig mit der Mitteilung veröffentlicht werden darf.<sup>764</sup>

---

<sup>757</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 36.

<sup>758</sup> § 16 I S. 1 alt. 1 WpPG.

<sup>759</sup> §§ 15, 13 WpHG.

<sup>760</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 36.

<sup>761</sup> *Ekkenga*, BB 2005, 561, 564; *Müller/Oulds*, WM 2007, 573, 577.

<sup>762</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 36.

<sup>763</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 36.

<sup>764</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 36.

Gerade die Regelung, dass eine Ad-hoc-Mitteilung grundsätzlich vor einem Nachtrag erfolgen muss, stößt auf Kritik, denn es ist nicht einzusehen, worin der Mehrwert für den Anleger liegt, wenn er eine ungeprüfte ad-hoc dargebrachte Information vor einem geprüften Prospektnachtrag erhält.<sup>765</sup> Sollte die Ad-hoc-Mitteilung richtig sein, so wird die Prospektinformation redundant, nutzlos und ist regelmäßig von minderer Qualität, weil sie nur auf die Ad-hoc-Mitteilung verweist.<sup>766</sup> Sollte die Ad-hoc-Mitteilung hingegen fehlerhaft sein, so wird sich die Prospektinformation von ihr unterscheiden müssen, da die BaFin hinsichtlich des Prospektnachtrags eine Kongruenzprüfung vornimmt, die es nicht zulässt, dass der Inhalt einer falschen Ad-hoc-Mitteilung, in irgendeiner Form, in den Prospekt einfließt.<sup>767</sup>

## II. Bei wesentlichen Unrichtigkeiten

Für den Fall der wesentlichen Unrichtigkeit einer Prospektangabe<sup>768</sup>, die eine Berichtigungspflicht auslöst, gilt: Es ist kein direkter Zusammenhang zwischen der Ad-hoc-Pflicht und der Nachtragspflicht zu ersehen; die Korrektur einer von Anfang an unrichtigen oder einer später unrichtig gewordenen Prospektangabe mittels eines Nachtrags ist generell erforderlich.

So ist es durchaus möglich, dass aufgrund eines Vorfalles, der eine Ad-hoc-Pflicht auslöst, auch die Richtigkeit einer Angabe im Prospekt beeinflusst wird, oder dass umgekehrt die Entdeckung einer Unrichtigkeit im Prospekt eine Ad-hoc-Pflicht auslöst. Allerdings ist der Zusammenhang auf den Einzelfall bezogen und so kann keine feste Richtlinie für den Emittenten aufgestellt werden.

## III. In sonstigen Fällen

Allerdings können nicht nur Umstände, die eine Ad-hoc-Pflicht auslösen, zur Pflicht einen Nachtrag zu erstellen führen. Vielmehr können auch neu eintre-

---

<sup>765</sup> *Ekkenga*, BB 2005, 561, 564.

<sup>766</sup> *Ekkenga*, BB 2005, 561, 564.

<sup>767</sup> *Ekkenga*, BB 2005, 561, 564.

<sup>768</sup> § 16 I S. 1 alt. 2 WpPG.

tende Umstände, die noch keine Ad-hoc-Pflicht auslösen, eine Nachtragspflicht nach sich ziehen. Dies lässt sich zum einen daraus ersehen, dass der Wortlaut der einschlägigen Normen für Ad-hoc-Pflicht und Nachtragspflicht nicht identisch ist.<sup>769</sup> Zum anderen legt der Wortlaut des § 16 I S. 1 i.V.m. § 5 I S. 1 WpPG nahe, dass die Pflicht, etwaige Nachträge zu veröffentlichen, weitreichender ist als die Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung nach §§ 15, 13 WpHG.<sup>770</sup>

Somit ist die Existenz einer nachtragspflichtigen Information, die keine Insiderinformation darstellt, vorstellbar, auch wenn neue Informationen, die während der Angebotsfrist eintreten, meist sowohl die Voraussetzungen für die Ad-hoc-Meldung als auch für den Nachtrag erfüllen werden.<sup>771</sup>

### C. Zeitliche Geltung der Nachtragspflicht

Die Pflicht des Emittenten, wichtige Umstände oder wesentliche Unrichtigkeiten mittels eines Nachtrages zu berichtigen, gilt ab dem Zeitpunkt, da der Prospekt durch die BaFin gebilligt wurde, bis zum endgültigen Schluss des öffentlichen Angebots oder der Einführung oder Einbeziehung in den Handel.<sup>772</sup>

Vor der Billigung des Prospektes ist kein Nachtrag nötig, da der ursprüngliche Prospekt noch geändert werden kann. Denn alle eine Nachtragspflicht auslösenden Umstände, die vor der Billigung bekannt werden, können und müssen durch Berichtigung des Antrages an die BaFin noch in den Prospekt eingearbeitet werden.<sup>773</sup> Dies verdeutlicht auch die Norm des § 5 I WpPG, derzufolge sich der Anleger ein zutreffendes Urteil über das Anlageobjekt bilden können muss. Dies ist nicht möglich, wenn der Prospekt bereits vor der Billigung, Fehler aufweist.

Die Nachtragspflicht endet zum einen mit dem Schluss des öffentlichen Angebotes, zum anderen mit der Einführung oder Einbeziehung in den Handel.

---

<sup>769</sup> §§ 5, 16 WpPG; §§ 13, 15 WpHG.

<sup>770</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 85.

<sup>771</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 86.

<sup>772</sup> § 16 I S. 1 WpPG.

<sup>773</sup> *Heidelbach/Preuß*e, BKR 2006, 316, 320.

Der Schluss des öffentlichen Angebotes ist regelmäßig durch den Ablauf der Angebots- oder Zeichnungsfrist und der Einstellung der Werbemaßnahmen erreicht.<sup>774</sup> Darüber hinaus ist ebenso von einer Beendigung des öffentlichen Angebotes auszugehen, wenn das Anlageobjekt vollkommen ausverkauft ist, also alle emittierten Wertpapiere einen Käufer gefunden haben.<sup>775</sup>

Die Einführung oder Einbeziehung in den Handel ist nach der Legaldefinition in § 38 I S. 1 BörsG erreicht, wenn die bereits zugelassenen<sup>776</sup> Wertpapiere erstmals am regulierten Markt notiert wurden. Eine Notierung ist erfolgt, wenn entweder der Skontroführer oder das elektronische Handelssystem einen ersten Börsenpreis ermittelt haben.<sup>777</sup>

Allerdings ist die Regelung des § 16 I S. 1 WpPG von ihrer Aussage her auf die übliche Zeichnungsfrist bei Aktienemissionen zugeschnitten, worauf schon der Bund der Deutschen Industrie (BDI) hingewiesen hat.<sup>778</sup> Demnach ist die Regelung nicht auf Wertpapiere ausgelegt, die fortlaufend und unbefristet öffentlich angeboten werden. Wann bei den vor allem in Deutschland in großem Umfang emittierten derivativen Wertpapieren der endgültige Schluss des öffentlichen Angebotes auszumachen ist, ist fraglich. Nach Auffassung des BDI wird von einem andauernden Angebot um so häufiger auszugehen sein, je weiter der Begriff des öffentlichen Angebots ausgelegt wird. Dies hat zur Konsequenz, dass sich die Nachtragspflicht erheblich verlängern kann, denn solange kein endgültiger Schluss des öffentlichen Angebotes erfolgt, läuft diese weiter. Die während der Gesetzgebungsphase des Wertpapierprospektgesetzes befürchtete Gefahr, dass der Emittent bei unbefristet öffentlich angebotenen Wertpapieren gezwungen sein könnte, dem Anleger noch, nachdem bereits Erfüllung eingetreten ist, ein Widerrufsrecht einzuräumen, ist jedoch durch die Formulierung des § 16 III S. 1 WpPG gebannt, die das Widerrufsrecht auf die Zeit vor der Erfüllung begrenzt.

---

<sup>774</sup> *Heidelberg*, in Schwark, Kapitalmarktrecht-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 11 VerkProspG Rdnr. 6.

<sup>775</sup> *Lenz/Ritz*, WM 2000, 904, 908f.

<sup>776</sup> § 32 BörsG.

<sup>777</sup> *Gebhardt*, in Schäfer, Kapitalmarktgesetze, 2006, § 37 BörsG, Rdnr. 3.

<sup>778</sup> *DAI/BDI*, Stellungnahme v. 3.1.2005, S 12f.

## D. Billigung und Veröffentlichung von Nachträgen

Durch die Prospektrichtlinie und deren Umsetzung in das Wertpapierprospektgesetz wurden die Regelungen hinsichtlich der Billigung und Veröffentlichung von Prospektnachträgen geändert. So bestand vor Einführung des WpPG nach § 52 II BörsZulVO a.F. und § 11 VerkProspG a.F. keine Pflicht, Nachträge billigen zu lassen. Sie konnten vielmehr unkontrolliert dem Anleger durch Veröffentlichung bekannt gemacht werden.

### I. Billigung der Nachträge

Sollte neuerdings ein Emittent zu einem Nachtrag verpflichtet sein, so muss er diesen zunächst bei der BaFin einreichen<sup>779</sup>, welche den Nachtrag dann innerhalb von sieben Werktagen zu prüfen hat.<sup>780</sup> Dabei sind für die Billigung des Nachtrages dieselben Regeln anzuwenden, die auch für die Billigung des Prospektes gelten.<sup>781</sup> Deshalb kann im Kern auf die obigen Ausführungen zur Prospektbilligung verwiesen werden.

#### 1. Prüfung durch die BaFin

Insofern kann durch die BaFin nur eine Prüfung auf Kohärenz und auf Verständlichkeit des Nachtrages vorgenommen werden. Eine Bewertung dahingehend, ob die nachgetragenen Informationen wichtig oder wesentlich sind oder ob alle wesentlichen Neuerungen umfasst sind, kann nicht erfolgen.<sup>782</sup> Zu einer solchen Prüfung würde der BaFin der Einblick fehlen. Wie bei der Erstellung des Prospektes, so ist es auch beim Nachtrag die Aufgabe der Prospektverantwortlichen zu entscheiden, welche Informationen sie aufnehmen wollen. Dabei ist es für sie ratsam, die Gefahren der Prospekthaftung im Auge zu behalten.

---

<sup>779</sup> § 16 I S. 2 WpPG.

<sup>780</sup> § 16 I S. 3 WpPG.

<sup>781</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 36.

<sup>782</sup> *Heidelbach/Preuß*e, BKR 2006, 316, 321.

## 2. Zeitpunkt der Einreichung

Da sich die Formulierung „unverzüglich“ in § 16 I S. 4 WpPG nur auf die Veröffentlichungspflicht und nicht auch auf die Billigungspflicht bezieht, ist unklar, wann der Emittent den Nachtrag zur Billigung bei der BaFin einreichen muss.<sup>783</sup> Demnach ist nicht normiert, wie lange sich der Emittent Zeit lassen kann, um einen Nachtrag zu erstellen und ihn an die BaFin zu übersenden.

Im Fall, dass der Emittent die Nachtragspflicht vernachlässigt, ist fraglich, ob ihm ein ordnungswidriges Handeln vorgeworfen werden und er nach den Vorschriften des § 30 WpPG mit einem Bußgeld belegt werden kann.<sup>784</sup> Allerdings beziehen sich die Regelungen des § 30 I Nr. 9 WpPG nicht auf den Fall der Nichterstellung eines Nachtrages, sondern auf die nicht rechtzeitigen Veröffentlichung eines bereits gebilligten Nachtrages. Bereits unter dem Regime der Börsenzulassungsverordnung war dieses Problem bekannt, denn im Bußgeldkatalog des § 72 BörsZulVO a.F. war dieser Fall ebenfalls nicht geregelt.<sup>785</sup> Da bei Bußgeldvorschriften, der strafrechtliche Grundsatz „nulla poena sine lege“ gilt, würde sich eine analoge Anwendung des § 30 I Nr. 9 WpPG auf den Fall der Verzögerung der Einreichung des Nachtrages bei der BaFin verbieten, selbst wenn geregelt wäre, in welchem Zeitraum der Emittent den Nachtrag zu übermitteln hat.

In wieweit Emittenten versuchen werden, ihre Nachtragspflicht hinauszuzögern, ist fraglich, denn sie dürften durchaus ein Interesse haben, dieser schnellstmöglich nachzukommen. Sollte nämlich der Prospekt eines Nachtrages bedürfen und dieser wird nicht umgehend veranlasst, so verliert der Prospekt seine Gültigkeit.<sup>786</sup> Demzufolge hat der Emittent mit der Gefahr, sich durch die Vernachlässigung der Nachtragspflicht Prospekthaftungsansprüchen auszusetzen, zu rechnen.

---

<sup>783</sup> *Ekkenga*, BB 2005, 561, 564.

<sup>784</sup> *Ekkenga*, BB 2005, 561, 564.

<sup>785</sup> *Ekkenga*, BB 2005, 561, 564 Fn. 17.

<sup>786</sup> § 9 I WpPG.

Deshalb werden die Emittenten regelmäßig aus eigenem Antrieb so schnell wie möglich einen Nachtrag zur Prüfung bei der BaFin einreichen, um etwaige Schadensersatzklagen zu vermeiden.

## II. Veröffentlichung und Hinweisbekanntmachung

Nach der Billigung durch die BaFin hat der Emittent den Nachtrag in der gleicher Weise wie den ursprünglichen Prospekt zu veröffentlichen.<sup>787</sup>

Zu beachten ist, dass die Festsetzung der endgültigen Angebotsbedingungen, die im Basisprospekt nicht aufgenommen wurden, keinen Nachtrag im eigentlichen Sinn darstellt.<sup>788</sup> Sie unterliegt nicht einer Nachtragspflicht, die eine Billigung durch die BaFin mit sich bringt, obwohl der Basisprospekt den normalen Regelungen bezüglich der Nachtragspflicht unterliegt.<sup>789</sup> Es ist allerdings auch bei der Festsetzung der endgültigen Angebotsbedingungen eine Veröffentlichung und Hinterlegung bei der BaFin notwendig.<sup>790</sup> Dabei kann die Veröffentlichung auf der Website des Emittenten ausreichend sein<sup>791</sup>, wenn auch der Prospekt bereits in dieser Weise veröffentlicht wurde.<sup>792</sup> Diese Sonderregelung gilt allerdings ausdrücklich nur für den endgültigen Emissionspreis und das Emissionsvolumen, nicht auch für andere Angaben, selbst wenn diese vom endgültigen Preis und vom Emissionsvolumen abhängen.<sup>793</sup>

Die Frage, ob die Veröffentlichung der Nachträge eine Hinweisbekanntmachung erforderlich macht, hat zu Diskussionen geführt. So ist bereits in den Stellungnahmen zum Entwurf eines Wertpapierprospektgesetzes von Seiten von Verbänden und Vereinigungen darauf hingewiesen worden, ein solcher Hinweis sei unbedingt notwendig.<sup>794</sup> Die Unentbehrlichkeit ergäbe sich aus Anlegerschutzgründen, denn nur so könne die rechtzeitige Information der Anleger über die Neuerungen sowie das Widerrufsrecht sichergestellt werden.

---

<sup>787</sup> § 16 I S. 4 WpPG.

<sup>788</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 32.

<sup>789</sup> § 6 II WpPG i.V.m. § 16 WpPG.

<sup>790</sup> § 6 III WpPG.

<sup>791</sup> § 8 I S. 6 i.V.m. § 14 II WpPG.

<sup>792</sup> § 16 I S. 4 WpPG.

<sup>793</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 84.

<sup>794</sup> *DAI/BDI*, Stellungnahme v. 3.1.2005, S. 12; *DSW*, Stellungnahme, S. 4.

Nunmehr herrscht Einigkeit. Die Formulierung<sup>795</sup>, der Nachtrag sei in derselben Art und Weise wie der Prospekt zu veröffentlichen, soll so verstanden werden, dass eine Pflicht zur Hinweisbekanntmachung besteht. Dies sieht nicht nur die BaFin so.<sup>796</sup> Auch in der Gesetzesbegründung zum Wertpapierprospektgesetz wird darauf hingewiesen, eine Hinweisbekanntmachung zu veranlassen.<sup>797</sup> Demnach kann kein Zweifel mehr bestehen. Der deutsche Gesetzgeber hat sich der Meinung der Interessenverbände und Schutzvereinigungen angeschlossen. Folglich muss der Anleger explizit auf einen Nachtrag hingewiesen werden.

### III. Kritik an der Neuregelung

Diese Neuregelung bezüglich Billigung und Veröffentlichung von Nachträgen sorgt für erhebliche Kontroversen, da sie teilweise emittentenfeindlich ist, auf der anderen Seite dem Anleger aber keine Vorteile bringt.<sup>798</sup>

#### 1. Bezüglich der Prüfungsfrist

So wird behauptet, die Prüfungsfrist die der BaFin vom Gesetzgeber eingeräumt wurde, sei mit sieben Tagen zu hoch angesetzt, da es im Interesse des Marktes sei, die Information sofort zu erhalten.<sup>799</sup> Zudem könne durch die Billigungspflicht die Durchführung des Angebotes erheblich beeinträchtigt beziehungsweise verzögert werden, da nach § 32 III Nr. 2 BörsG ein gebilligter Prospekt Voraussetzung für die Börsenzulassung ist.<sup>800</sup>

Die Frage, die in diesem Zusammenhang aufkommt, ist, ob eine Verkürzung der Frist abweichend von der Prospektrichtlinie, durch den deutschen Gesetz-

---

<sup>795</sup> § 16 I S. 4 WpPG i.V.m. § 14 WpPG.

<sup>796</sup> *Holzborn/Israel*, ZIP 2005, 1668, 1674.

<sup>797</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 36.

<sup>798</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 251.

<sup>799</sup> *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 510.

<sup>800</sup> S. auch *Schlitt/Singhof/Schäfer*, BKR 2005, 251, 256.

<sup>800</sup> *Heidelbach*, in Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 30 BörsG Rdnr. 21f.

geber möglich wäre.<sup>801</sup> Dies ist jedoch nicht anzunehmen, da der BaFin, wenn schon eine Prüfung verlangt wird, auch genügend Zeit dafür eingeräumt werden muss.<sup>802</sup> Zudem spricht die klare Formulierung der Richtlinie durchaus für das Interesse des europäischen Gesetzgebers, mit der Prospektrichtlinie die Harmonisierung der Prüfungsfrist in allen Mitgliedstaaten zu erreichen. Allerdings ist es für den Emittenten möglich, die BaFin bereits frühzeitig informell zu kontaktieren und ihr bereits vorab einen Entwurf des Nachtrages zukommen lassen.<sup>803</sup> So wird es in der Regel möglich sein, eine Reduzierung der siebentägigen Frist zu erwirken.<sup>804</sup> Dies würde eine etwaige negative Wirkung für den Emittenten in den meisten Fällen zumindest abschwächen.

## 2. Verzicht auf Prüfung der Nachträge

Des Weiteren wird aus Anlegerschutzgründen gefordert, ganz auf die Prüfung der Nachträge zu verzichten.<sup>805</sup> Dieses Ansinnen kann im ersten Moment für Verwirrung sorgen, da gerade die Prüfung durch die BaFin ein Aspekt des Anlegerschutzes ist. Bei genauerer Betrachtung der Prüfung der Nachträge durch die BaFin, zeigt sich jedoch, dass die BaFin – wie oben festgestellt – den Nachtrag nur auf Kohärenz und auf Verständlichkeit prüft. Somit ist die Meinung, für den Anleger wäre es besser, wenn er die Information ohne Prüfung, aber dafür früher bekommen würde, vertretbar.

Allerdings ist nicht ersichtlich, dass dem Anleger Nachteile dadurch entstehen, dass er bis zu sieben Tage auf die Information warten muss. Zum einen werden gewisse Informationen durch Ad-hoc-Mitteilungen sofort bekannt gemacht. Zum anderen hat er, nachdem der Nachtrag bekannt gemacht wurde, ein Widerrufsrecht. Somit entsteht dem Anleger durch die Prüfung der BaFin kein Schaden. Im Gegenteil ist für ihn die Prüfung der BaFin hinsichtlich der Verständlichkeit des Nachtrages wichtig. Denn nur so ist sicherzustellen, dass der Anleger die erhaltenen Information auch verstehen kann. Nur dadurch ist er in der Lage, zu entscheiden, ob er sein Widerrufsrecht ausüben will.

---

<sup>801</sup> *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 510 Fn. 122.

<sup>802</sup> S. auch *Crüwell*, AG 2003, 243, 251.

<sup>803</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 86.

<sup>804</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 86.

<sup>805</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 251; *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 510.

Auch der Vorschlag, Nachträge nur zu prüfen, wenn sie auf Grund von neuen wichtigen Umständen erfolgen und darauf zu verzichten, wenn der Grund eine wesentliche Unrichtigkeit des Prospektes ist<sup>806</sup>, vermag nicht zu überzeugen. Es ist kein triftiger Grund ersichtlich, warum in diesen Fällen ein Unterschied gemacht werden sollte. In beiden Varianten ist es für den Anleger wichtig, die Botschaft des Nachtrages zu verstehen und gerade das soll die BaFin prüfen.

#### E. Widerrufsrecht der Anleger

Erstmals wird durch die Prospektrichtlinie ein EWR-weites Widerrufsrecht für Anleger begründet. Auf dieses muss im Nachtrag an prominenter Stelle hingewiesen werden.<sup>807</sup>

Den Anlegern steht das Recht zu, wenn ein Nachtrag während der Angebotsfrist veröffentlicht wurde und die angebotenen Wertpapiere vor der Veröffentlichung des Nachtrags gezeichnet wurden, den Kauf zu widerrufen.<sup>808</sup> Dies gilt allerdings üblicherweise<sup>809</sup> nicht für die Veröffentlichung des endgültigen Emissionspreises und des Emissionsvolumens, da dies keine Nachträge im eigentlichen Sinn sind.

Die Anleger können dieses Widerrufsrecht innerhalb einer Frist von zwei Werktagen nach Veröffentlichung des Nachtrags nutzen, sofern noch keine Erfüllung eingetreten ist.<sup>810</sup> Diese gilt als eingetreten, wenn die Zahlung und die Lieferung der Wertpapiere erfolgt sind.<sup>811</sup> Darüber hinaus wäre es unzulässig, das Widerrufsrecht an sonstige Bedingungen, wie etwa ein sich negatives Auswirken des Nachtrages auf den Preis, zu knüpfen.<sup>812</sup>

Das Widerrufsrecht für Anleger stößt jedoch mitunter auf Widerspruch.<sup>813</sup> Dieser basiert auf der Behauptung, durch das zweitägige Widerrufsrecht des Anle-

---

<sup>806</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 252.

<sup>807</sup> § 16 III S. 3 WpPG.

<sup>808</sup> § 16 III WpPG.

<sup>809</sup> Ausnahme siehe § 8 I WpPG.

<sup>810</sup> § 16 III WpPG.

<sup>811</sup> *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1075; *Holzborn/Israel*, ZIP 2005, 1668, 1674.

<sup>812</sup> *Apfelbacher/Metzner*, BKR 2006, 81, 86.

<sup>813</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 252.

gers verschiebe sich das Angebot und es könne in Extremfällen sogar zu einem Abbruch des Angebotes kommen.

### I. Verzögerung des Angebotsbeginns

Tatsächlich wird es in gewissen Fällen für den Emittenten besser sein, das Angebot zumindest zu verschieben, wenn er das Zusammenfallen von Widerrufsrechts und Angebotsbeginn vermeiden will.

Diesbezüglich muss jedoch der Anlegerschutz vor dem Emittenteninteresse stehen. Denn der Grund für den Nachtrag entsteht in der Sphäre des Emittenten: Die Feststellung einer wesentlichen Unrichtigkeit im Prospekt ist ihm zuzurechnen. Dasselbe gilt, wenn ein wichtiger neuer Umstand eintritt. Dem Anleger hingegen ist keinerlei Vorwurf zu machen. Er hat keinen Einfluss auf das Entstehen einer Nachtragspflicht. Demnach ist er der Schutzwürdigere.

### II. Venire contra factum proprium

Von dem Recht zum Widerruf soll allerdings eine Ausnahme gelten. Sollte der Anleger ein Wertpapier gezeichnet haben, nachdem eine Ad-hoc-Mitteilung, aber noch bevor ein Nachtrag bzw. eine Hinweisbekanntmachung veröffentlicht wurde, soll ihm kein Widerrufsrecht zustehen, da er nicht schutzwürdig sei und den Einwand des venire contra factum proprium gegen sich gelten lassen müsse.<sup>814</sup>

Ob dies allerdings uneingeschränkt gelten kann, ist zweifelhaft. Gerade der Nachtrag bzw. der Hinweis auf die Ad-hoc-Mitteilung im Prospekt hat die Aufgabe, den Anleger auf die Neuerung hinzuweisen. Deshalb müssen sie auf dieselbe Art bekannt gemacht werden wie der Prospekt.<sup>815</sup> Dies soll sicherstellen, dass dem Anleger der Zugang zu den im Nachtrag oder dem Hinweis enthaltenen Informationen gleichermaßen offensteht.<sup>816</sup>

---

<sup>814</sup> S. auch Müller/Oulds, WM 2007, 573, 576; Schlitt/Schäfer, AG 2005, 498, 507.

<sup>815</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 36.

<sup>816</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 36.

Demnach wäre es falsch, dem Anleger das Recht auf den Widerruf abzusprechen, solange er noch nicht auf die Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung hingewiesen wurde. Von einem durchschnittlichen Anleger kann nicht erwartet werden, dass er, während das öffentliche Angebot läuft, sich darüber auf dem Laufenden hält, ob Ad-hoc-Mitteilungen zu dem Anlageobjekt veröffentlicht wurden. Zuzumuten ist es ihm hingegen, auf Nachträge bzw. Hinweise zum Prospekt zu achten, die auf die gleiche Art wie der Prospekt veröffentlicht werden.

Zudem hat der Gesetzgeber mit Absicht darauf bestanden, dass auch bei Ad-hoc-Mitteilungen nochmals ein gesonderter Hinweis an den Anleger ergeht. Dies zeigt, der Gesetzgeber will den Anleger besonderes schützen. Er soll auf einen Umstand, der zu einer Ad-hoc-Pflicht führt, so hingewiesen werden, wie er unter normalen Umständen davon Kenntnis erlangen kann.

Nur wenn der Anleger positive Kenntnis von der Ad-hoc-Mitteilung erhalten hat, bevor ein Nachtrag oder Hinweis erfolgt ist, und er sich dennoch für die Zeichnung der Wertpapiere entscheidet, kann ihm ein Widerruf mit dem Argument des *venire contra factum proprium* versagt werden.

#### F. Nachtrag bei periodischen Finanzinformationen

Zweifelhaft ist, ob periodische Finanzinformationen ebenfalls eine Nachtragspflicht auslösen können und wovon dies abhängig ist.<sup>817</sup>

So könnte die Veröffentlichung eines Finanzberichtes, wie etwa eines Jahresabschlusses oder eines Zwischenberichtes, einen Nachtrag nach sich ziehen. Hierzu hat der CESR Stellung genommen. Er ist zu der Auffassung gekommen, von einer grundsätzlichen Nachtragspflicht in diesen Fällen nicht auszugehen.<sup>818</sup> Denn bei der Bewertung, ob ein Jahresabschluss eine Nachtragspflicht auslösen kann, muss berücksichtigt werden, dass Jahresabschlüsse schon die Pflicht auslösen, ein jährliches Dokument zu veröffentlichen, das dann auch auf den Jahresabschluss hinweist.<sup>819</sup> Damit ist eine hinreichende Transparenz für das Publikum erreicht. So kann in den meisten Fällen von einem Nachtrag

---

<sup>817</sup> *Heidelbach/Preuß*, BKR 2006, 316, 320; auch *Müller/Oulds*, WM 2007, 573, 576.

<sup>818</sup> *CESR/06-296d*, S. 8.

<sup>819</sup> *Kaum/Zimmermann*, BB 2005, 1466, 1466ff.

abgesehen werden, da auch nach dem Willen des Gesetzgebers die Regelpublizität nicht generell mit der Nachtragspflicht verknüpft werden soll.<sup>820</sup>

Allerdings muss laut CESR mitunter eine Einzelfallbetrachtung erfolgen. In diese muss einfließen, inwieweit eine Abweichung des Finanzberichtes von früheren Finanzinformationen besteht. Sollte eine signifikante Abweichung vorliegen, ist von einer Nachtragspflicht auszugehen.

Bei der Bewertung ist § 5 I S. 1 WpPG als Maßstab heranzuziehen. Dabei ist, wie bereits angesprochen, in die Bewertung, ob eine signifikante Abweichung zwischen dem Jahresabschluss oder dem Zwischenbericht und dem Prospekt vorliegt, eine Abwägung hinsichtlich der Wertpapierart einzubeziehen. Die Schwelle wird bei Aktien grundsätzlich früher überschritten sein als bei Schuldverschreibungen.

Eine einheitliche Marktpraxis, an der sich ein Emittent orientieren könnte, gibt es diesbezüglich jedoch noch nicht.<sup>821</sup>

#### § 7: Jährliches Dokument nach § 10 WpPG

Die Einführung eines jährlichen Dokuments war eine Vorgabe der Prospekttrichtlinie. Durch dieses Dokument zwingt der Gesetzgeber den Emittenten dazu, einen im jährlichen Zyklus zu aktualisierenden Katalog wesentlicher kapitalmarktrechtlicher Informationen aus den vergangenen zwölf Monaten zu erstellen.<sup>822</sup>

Diese Pflicht ist eine selbständige Börsenzulassungsfolgepflicht und von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospektes zu trennen.<sup>823</sup> Es ist durchaus überraschend, eine solche Regelung, die eine Informationspflicht über vorher veröffentlichte Informationen darstellt, im Wertpapierprospektgesetz bzw. in der Prospekttrichtlinie zu finden, da sie kein Instrument der Emissionspublizität ist.<sup>824</sup> Eine solche Regelung wäre eher im Börsengesetz oder in der Börsenzulassungsverordnung als im Wertpapierprospektgesetz zu erwarten gewesen, da

---

<sup>820</sup> *Heidelbach/Preuße*, BKR 2006, 316, 320.

<sup>821</sup> S. auch *Müller/Oulds*, WM 2007, 573, 577.

<sup>822</sup> § 10 I WpPG.

<sup>823</sup> *Leuring*, Der Konzern 2006, 4, 10.

<sup>824</sup> *Götze*, NZG 2007, 570, 570.

sie nicht innerhalb des von § 1 I WpPG beschriebenen Aufgabenbereich des Gesetzes liegt.<sup>825</sup>

#### A. Adressaten

Art. 10 ProspRL verlangt, dass jedes Unternehmen ein jährliches Dokument veröffentlicht, dessen Wertpapiere an einer EWR-Börse notiert sind, welche die Voraussetzungen eines organisierten Marktes<sup>826</sup> erfüllt. Für Unternehmen, die ihren Herkunftsstaat<sup>827</sup> in Deutschland haben, ist diese Pflicht in § 10 WpPG geregelt.

Sollte ein Emittent verschiedene Wertpapiere in verschiedenen Staaten emittieren und dabei unterschiedliche Herkunftsstaaten haben, wird er verpflichtet sein, ein jährliches Dokument in allen betroffenen EWR-Mitgliedstaaten zu veröffentlichen.<sup>828</sup>

Eine Ausnahme von der Pflicht, ein jährliches Dokument zu veröffentlichen, gilt allerdings für Emittenten, die Nichtdividendenwerte mit einer Mindeststückelung von 50.000 Euro anbieten.<sup>829</sup> Die Entscheidung des europäischen Gesetzgebers, diese Emittenten zu privilegieren, lässt sich vermutlich auf dem jährlichen Dokument zugrunde liegende Anlegerschutzgesichtspunkte zurückführen. Anleger, die Anlageobjekte mit einer derart hohen Mindeststückelung erwerben können, müssen vom Gesetz nicht in der Form geschützt werden. Ihnen wird ein größerer Einblick in das Geschehen am Finanzmarkt zugetraut als dem durchschnittlichen Anleger. Deshalb ist es nicht notwendig, dem Emittenten solcher Nichtdividendenwerte die Pflicht zur Veröffentlichung eines Dokumentes aufzuerlegen, in dem ausschließlich bereits veröffentlichte Informationen nochmals zusammengefasst werden.

---

<sup>825</sup> *Leuering*, Der Konzern 2006, 4, 10.

<sup>826</sup> Art. 2 lit. j Richtlinie (2003/71/EG); § 2 Nr. 16 WpPG.

<sup>827</sup> § 2 Nr. 13 WpPG.

<sup>828</sup> *Götze*, NZG 2007, 570, 571.

<sup>829</sup> § 10 III WpPG.

## B. Inhalt

Die inhaltlichen Anforderungen, die der europäische Gesetzgeber an das jährliche Dokument stellt, ergeben sich aus dem abschließenden Katalog des § 10 I S. 1 Nr. 1, 3, 4 WpPG. So sind unter anderem Ad-hoc-Mitteilungen<sup>830</sup>, die Veröffentlichungen von Wertpapiergeschäften von Führungskräften<sup>831</sup> und Zwischenberichte<sup>832</sup> aufzunehmen.<sup>833</sup> Darüber hinaus sind gewisse Informationen aufzuführen, die vom Börsengesetz bzw. der Börsenordnung vorgegeben werden.<sup>834</sup> Denn in § 42 I BörsG wird die Börsenordnung ermächtigt, für Teilbereiche des regulierten Markts zusätzliche Unterrichtungspflichten zum Schutz der Anleger vorzusehen. Des Weiteren müssen alle Dokumente aufgenommen werden, die auf ausländischen Vorschriften basierend, die denen des § 10 I S. 1 Nr. 1-3 WpPG entsprechen.<sup>835</sup>

Es müssen jedoch keineswegs alle das Geschäftsjahr betreffenden Informationen in das jährliche Dokument aufgenommen werden, sondern nur die veröffentlichten.<sup>836</sup> Damit sind die Angaben, die der Emittent der BaFin gegenüber gemacht hat, nicht mit eingeschlossen. Dies befreit ihn davon, den Anlegern Informationen offenzulegen, die für die Anlageentscheidung unwesentlich sind, jedoch für die Konkurrenz interessant sein könnten.

## C. Kontroversen zur Formulierung des § 10 WpPG

Eine Frage, die immer wieder aufkommt, ist, ob auch zum Handelsregister oder einem entsprechenden ausländischem Register anzumeldende Tatsachen oder einzureichende Unterlagen in das Dokument aufgenommen werden müssen. Zunächst war dies im Regierungsentwurf zum Wertpapierprospektgesetz vorgesehen, solange der Emittent die Informationen nicht bereits nach den Vorschriften des § 10 I S. 1 WpPG veröffentlicht oder den Anlegern zur Verfü-

---

<sup>830</sup> § 15 WpHG.

<sup>831</sup> § 15a WpHG.

<sup>832</sup> § 37 v-y WpHG.

<sup>833</sup> § 10 I S. 1 Nr. 1 WpPG.

<sup>834</sup> § 10 I S. 1 Nr. 3 WpPG.

<sup>835</sup> § 10 I S. 1 Nr. 4 WpPG.

<sup>836</sup> § 10 I S. 1 WpPG.

gung gestellt hat.<sup>837</sup> Letztendlich wurde dies aber nicht in die endgültige Fassung des Gesetzes aufgenommen.

Auf Grund dieser Tatsache wird behauptet, die Richtlinie sei nur unzureichend in deutsches Recht umgesetzt worden.<sup>838</sup> Diese Behauptung stützt sich auf den Verweis des Art. 10 I S. 2 ProspRL auf die Gesellschaftsrechtsrichtlinien. Demnach soll die Streichung der entsprechenden Passage in der deutschen Umsetzung zu einem Zurückbleiben der Umsetzung hinter den Anforderungen der Richtlinie geführt haben.<sup>839</sup>

Dies ist allerdings umstritten.<sup>840</sup> Der Grund für die Streichung der Pflicht zur Aufnahme von Informationen, die im Zusammenhang mit dem Handelsregister stehen, beruht auf der Einsicht des deutschen Gesetzgebers, die im WpPG-Entwurf angedachte Regelung sei zu weitgehend gewesen.<sup>841</sup> Dies begründet sich folgendermaßen<sup>842</sup>: Ins Handelsregister aufzunehmende Informationen, die, für den Fall, dass sie öffentlich bekannt werden, einen Einfluss auf den Börsenpreis haben können, sind bereits nach § 15 WpHG zu veröffentlichen. Somit besteht keine Notwendigkeit, diese Informationen auch noch in das jährliche Dokument aufzunehmen. Folgt man der Auffassung des deutschen Gesetzgebers, so muss man zu dem Schluss kommen, das Wertpapierprospektgesetz bleibt nicht hinter den Anforderungen der Prospektrichtlinie zurück.

Allerdings muss die Auffassung des deutschen Gesetzgebers als unrichtig betrachtet werden.<sup>843</sup> Denn aus der Formulierung der Prospektrichtlinie wird der Wille des europäischen Gesetzgebers ersichtlich, die Aufnahme aller Informationen, die nach den Gesellschaftsrechtsrichtlinien gefordert werden, zu verlangen und nicht nur diejenigen, die bereits nach § 15 WpHG eine Ad-hoc-Pflicht auslösen. Es mag sein, dass die im WpPG-Entwurf getroffene Regelung zu weitgehend war. Allerdings hätte sie nicht gänzlich gestrichen, sondern ihr Inhalt nur etwas angepasst werden müssen.

Letztendlich ist davon auszugehen, dass der deutsche Gesetzgeber, unter Zeitdruck stehend, bei der Änderung des WpPG-Entwurfes zu weit gegangen ist

---

<sup>837</sup> BT-Drs. 15/4999, S. 11.

<sup>838</sup> *Kaum/Zimmermann*, BB 2005, 1466, 1467; *Leuring*, Der Konzern 2006, 4, 10.

<sup>839</sup> *Leuring*, Der Konzern 2006, 4, 10.

<sup>840</sup> *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1074.

<sup>841</sup> BT-Drs. 15/5373, S. 50.

<sup>842</sup> BT-Drs. 15/5373, S. 50.

<sup>843</sup> *Götze*, NZG 2007, 570, 572.

und den Art. 10 I S. 2 ProspRL nicht umgesetzt hat.<sup>844</sup> Da in diesem Fall eine horizontale Direktwirkung in Übereinstimmung mit der ständigen Rechtsprechung des EuGH abgelehnt werden muss<sup>845</sup>, muss der Emittent trotzdem nur den Vorschriften des § 10 WpPG Rechnung tragen und nicht auch den darüber hinausgehenden des Art. 10 ProspRL.

#### D. Sprache

Der Emittent muss das jährliche Dokument auf Deutsch verfassen, aber die Informationen, die ursprünglich in einer anderen Sprache veröffentlicht wurden, müssen nicht übersetzt werden, wenn sie im jährlichen Dokument enthalten sind oder auf sie verwiesen wird.<sup>846</sup> Dies ist nicht nur im Bezug auf § 10 I 1 Nr. 4 WpPG, sondern auch im Hinblick darauf wichtig, dass generell die Zulässigkeit englischsprachiger Veröffentlichungen im deutschen Kapitalmarktrecht stark erweitert wurde.<sup>847</sup> Sollte der Emittent beispielsweise, um dem Anleger das Verständnis der im jährlichen Dokument enthaltenen Informationen zu erleichtern, das Dokument freiwillig übersetzen, so steht ihm dieses frei und er ist nicht verpflichtet, die Übersetzung bei der BaFin zu hinterlegen.<sup>848</sup>

#### E. Verweise im jährlichen Dokument

Laut § 10 WpPG müssen ins jährliche Dokument aufzunehmende Informationen entweder im Dokument selbst enthalten sein oder auf sie verwiesen werden. Die erste Alternative verlangt somit eine erneute Wiedergabe der Information.<sup>849</sup> Nach der zweiten Alternative muss die Information nicht in den Prospekt aufgenommen werden, sondern kann durch Verweis Aufnahme ins jährli-

---

<sup>844</sup> *Kaum/Zimmermann*, BB 2005, 1466, 1467.

<sup>845</sup> *Kaum/Zimmermann*, BB 2005, 1466, 1467 Fn. 9; zur innerstaatlichen Wirkung von Richtlinien: *Scherzberg*, Jura 1993, 225ff.

<sup>846</sup> *BaFin*, Häufig gestellte Fragen zum jährlichen Dokument, Punkt IV 4; online unter [http://www.bafin.de/cln\\_042/nn\\_977080/SharedDocs/Artikel/DE/Unternehmen/AllgemeinePflichten/ProspekteFuerWertpapiere/AlteRechtslage/faq\\_\\_10wppg.html](http://www.bafin.de/cln_042/nn_977080/SharedDocs/Artikel/DE/Unternehmen/AllgemeinePflichten/ProspekteFuerWertpapiere/AlteRechtslage/faq__10wppg.html).

<sup>847</sup> *Götze*, NZG 2007, 570, 573.

<sup>848</sup> *BaFin*, Häufig gestellte Fragen zum jährlichen Dokument, Punkt IV 4.

<sup>849</sup> *Leuering*, Der Konzern 2006, 4, 11.

che Dokument finden. Dies kann im Extremfall so weit gehen, dass das jährliche Dokument nur noch aus Verweisen besteht<sup>850</sup>, denn ein Hinweis auf die Fundstelle ist ausreichend.<sup>851</sup>

### I. Anwendung des § 11 WpPG

Ob bei diesen Verweisen die Regelung des § 11 WpPG auch auf das jährliche Dokument angewendet werden muss, wonach nur auf bereits von der BaFin gebilligte bzw. bei dieser hinterlegte Dokumente verwiesen werden darf, ist strittig.

Dagegen steht der Wortlaut der Norm, der nur für eine Anwendung bezüglich des Prospekts spricht.<sup>852</sup> Darüber hinaus ist die Anwendung des § 11 WpPG im Bezug auf den § 10 WpPG nicht zweckmäßig, da es in diesem Fall aus Anlegerschutzgründen nicht notwendig ist, die Verweismöglichkeiten auf zuvor gebilligte bzw. hinterlegte Dokumente zu beschränken, da die in das jährliche Dokument aufzunehmenden Informationen alle bereits veröffentlicht wurden und dem Markt bekannt sind.<sup>853</sup> Damit sind diese bereits in der Preisbildung berücksichtigt worden; neue Informationen enthält das jährliche Dokument nicht.<sup>854</sup>

Die Nichtanwendung des § 11 WpPG auf das Dokument führt dazu, dass der Anleger eine Übersicht über die vom Emittenten in den letzten zwölf Monaten veröffentlichten Informationen erhält und gleichzeitig wird für den Emittenten unnötiger Aufwand vermieden.<sup>855</sup> Dies ist die Aufgabe, die der europäische Gesetzgeber dem jährlichen Dokument zugedacht hat.

---

<sup>850</sup> *Kaum/Zimmermann*, BB 2005, 1466, 1467.

<sup>851</sup> *Götze*, NZG 2007, 570, 574.

<sup>852</sup> *Kaum/Zimmermann*, BB 2005, 1466, 1467.

<sup>853</sup> *Leuering*, *Der Konzern* 2006, 4, 11.

<sup>854</sup> *Leuering*, *Der Konzern* 2006, 4, 11.

<sup>855</sup> *Kaum/Zimmermann*, BB 2005, 1466, 1467.

## II. Der Kettenverweis

Nichtsdestotrotz könnte es notwendig sein, in gewissen Fällen den § 11 WpPG, beziehungsweise den Anlegerschutzgedanken, den § 11 WpPG verfolgt, auf das jährliche Dokument anzuwenden. Denn durch Kettenverweise, die einen doppelten Verweis darstellen<sup>856</sup>, könnte der Emittent unter Umgehung der Regelungen des § 11 WpPG versuchen, im Prospekt auf Dokumente zu verweisen, die nicht bei der BaFin hinterlegt bzw. von dieser gebilligt wurden.

Der Emittent würde dabei wie folgt vorgehen: Im Prospekt würde er auf das jährliche Dokument verweisen und im jährlichen Dokument auf eine Information weiterverweisen, die bei der BaFin nicht hinterlegt bzw. von dieser nicht gebilligt wurde. Somit hätte er mittelbar auf Informationen verwiesen, auf die er unmittelbar nicht verweisen darf.<sup>857</sup> Auf diese Weise hätte er den Schutzzweck des § 11 WpPG umgangen, der die Verweismöglichkeiten des Emittenten auf Informationen beschränken soll, die für den Anleger kein bzw. ein überschaubares Risiko darstellen. Um dies zu vermeiden könnte es nötig sein, § 11 WpPG auch auf das jährliche Dokument anzuwenden, wenn es keine andere Möglichkeit gibt, Kettenverweise zu unterbinden.

Allerdings soll es möglich sein, den Kettenverweis mit der Begründung zu untersagen, dies widerspreche dem Grundsatz der leichten Analysierbarkeit nach § 5 I S. 1 WpPG.<sup>858</sup> Diesem Argument muss zugestimmt werden, da ein doppelter Verweis nicht zu Vereinfachung der Verständlichkeit beiträgt und damit der Anleger benachteiligt würde. Insofern kann der Kettenverweis bereits aus diesem Grund ausgeschlossen werden und es ist nicht nötig, den § 11 WpPG auf das jährliche Dokument anzuwenden.<sup>859</sup>

Letztlich ist es für den Anlegerschutz von großem Vorteil, wenn Kettenverweise nicht gestattet sind. Zum einen würden sie wohl nur von Emittenten genutzt werden, die durch diese Art des Verweises Informationen verschleiern wollen. Zum anderen würde dem Emittenten die Möglichkeit gegeben, die BaFin, als Kontrollinstitution zumindest teilweise zu umgehen.

---

<sup>856</sup> Schlitt/Schäfer, AG 2005, 498, 503.

<sup>857</sup> Leuering, Der Konzern 2006, 4, 11.

<sup>858</sup> Leuering, Der Konzern 2006, 4, 11.

<sup>859</sup> Kaum/Zimmermann, BB 2005, 1466, 1467; Leuering, Der Konzern 2006, 4, 11.

## F. Veröffentlichung

Nachdem der Emittent das jährliche Dokument verfasst hat, trifft ihn die Pflicht, es dem Publikum zur Verfügung zu stellen. Zu diesem Punkt ist zu klären, in welcher Art und Weise die Veröffentlichung zu erfolgen hat, in welchem Zeitpunkt die Veröffentlichung erfolgen muss und wie lange das jährliche Dokument für das Publikum bereitzuhalten ist.

### I. Art der Veröffentlichung

Bezüglich der Art der Veröffentlichung des jährlichen Dokumentes wird auf § 14 II WpPG verwiesen.<sup>860</sup> Dies bedeutet, dass das Dokument wie ein Prospekt veröffentlicht werden muss.

Theoretisch wäre demnach der Abdruck in der Zeitung eine Möglichkeit, die dem Emittenten offensteht, um den Anlegern die Informationen zukommen zu lassen.<sup>861</sup> Regelmäßig wird der Emittent aber auf die durch die Prospektrichtlinie neu eingeführte elektronische Veröffentlichung zurückgreifen und das jährliche Dokument auf seiner Webseite online stellen.<sup>862</sup> Dies ist besonders emittentenfreundlich, da die Informationen, die im jährlichen Dokument aufzunehmen sind, ebenfalls auf deren Webseite einsehbar sein werden.<sup>863</sup>

In diesem Zusammenhang soll die Arbeit mit Hyperlinks zulässig sein, da es keinen ersichtlichen Grund gibt, warum der Art. 29 I ProspVO nicht auch für das jährliche Dokument gelten sollte.<sup>864</sup> Die BaFin schlägt zu Hyperlinks vor<sup>865</sup>, zum einen zu den Links auch die Pfade aufzunehmen, da Hyperlinks nicht immer funktionieren, es aber sichergestellt sein muss, dass der Anleger jederzeit auf die Informationen zugreifen kann. Zum anderen untersagt sie Pauschalverweise, bei denen bezüglich der Informationen zu einem Themengebiet auf eine bestimmte Webseite verwiesen wird. Verweise auf Webseiten Dritter, sollen, wenn der Verweis nahe an die betreffende Information heranführt und

---

<sup>860</sup> § 10 I S. 2 WpPG.

<sup>861</sup> § 14 II Nr. 1 WpPG.

<sup>862</sup> § 14 II Nr. 3 WpPG.

<sup>863</sup> *Kaum/Zimmermann*, BB 2005, 1466, 1468.

<sup>864</sup> *Kaum/Zimmermann*, BB 2005, 1466, 1468.

<sup>865</sup> *BaFin*, Häufig gestellte Fragen zum jährlichen Dokument, Punkt IV 1.

nicht nur eine Start- oder Suchseite angegeben wird, erlaubt sein. Da diese Art der Veröffentlichung in der Praxis vorherrscht und die meisten DAX-Unternehmen diese Veröffentlichungsform nutzen<sup>866</sup>, wird dies ausführlich angesprochen.

Ob darüber hinaus eine gedruckte Fassung des Dokumentes auf Anfrage kostenlos zur Verfügung gestellt werden muss, wie dies bei der elektronischen Veröffentlichung des Prospektes nach § 14 V WpPG vorgeschrieben ist, ist fraglich. Da § 10 I S. 2 WpPG nur auf § 14 II WpPG verweist, ist davon auszugehen, dass keine gedruckte Fassung bereitgehalten werden muss.<sup>867</sup>

Ein kurzer Blick soll darauf geworfen werden, ob die Bereithaltung einer kostenlosen gedruckten Fassung aus Anlegerschutz Gesichtspunkten als verpflichtend betrachtet werden sollte. Da jedoch die meisten Anleger, sofern sie sich überhaupt für das jährliche Dokument interessieren, die Möglichkeit haben werden, sich die Informationen auch zu besorgen, wenn sie nur online zur Verfügung stehen, ist aus Anlegerschutz Gesichtspunkten gegen die Regelung, keine gedruckte Version bereithalten zu müssen, nichts einzuwenden.

## II. Zeitpunkt und Dauer der Veröffentlichung

Der europäische Gesetzgeber hat sich entschieden, nicht alle Voraussetzungen bezüglich der Veröffentlichung des Dokumentes in der Richtlinie selbst, sondern einen Teil in der Prospektverordnung zu regeln. So ist in Art. 27 II ProspRL bestimmt, dass die Veröffentlichung spätestens 20 Arbeitstage nach der Veröffentlichung des Jahresabschlusses im Herkunftsmitgliedstaat des Emittenten erfolgt sein muss.

Da in diesem Zusammenhang fraglich ist, was unter der Veröffentlichung des Jahresabschlusses und den Arbeitstagen zu verstehen ist, hat die BaFin sich diesbezüglich geäußert. Ihrer Auffassung nach sind Arbeitstage nur Montag bis einschließlich Freitag, nicht jedoch Sams- oder Sonntage.<sup>868</sup>

---

<sup>866</sup> Götze, NZG 2007, 570, 573.

<sup>867</sup> Kaum/Zimmermann, BB 2005, 1466, 1468.

<sup>868</sup> BaFin, Häufig gestellte Fragen zum jährlichen Dokument, Punkt III 3.

Unter der Veröffentlichung von Jahresabschlüssen ist nicht etwa die Veröffentlichung vorläufiger Zahlen, sondern nur die des vollständigen Jahresabschlusses zu verstehen.<sup>869</sup> Dies bedeutet für Emittenten, deren Geschäftsjahr mit dem Kalenderjahr übereinstimmt, dass das jährliche Dokument dem Publikum bis spätestens Ende Mai zur Verfügung gestellt sein muss.<sup>870</sup>

Wie lange der Emittent das jährliche Dokument dem Publikum zur Verfügung stellen muss, ist nicht explizit geregelt. Es wird angenommen, dass die Pflicht, das Dokument bereitzuhalten, wenn eine Veröffentlichung nicht in der Zeitung, sondern auf der Webseite des Emittenten erfolgt ist, mindestens solange gilt, bis die Veröffentlichung des nächsten jährlichen Dokumentes erfolgt ist.<sup>871</sup>

Sollte die BaFin zu dem Schluss kommen, ein Emittent erfülle die Pflicht aus § 10 WpPG nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise bzw. nicht rechtzeitig, so hat sie das Recht, ein Bußgeld von bis zu 50.000 Euro zu verhängen.<sup>872</sup>

## G. Hinterlegung

Letztendlich ist das jährliche Dokument bei der BaFin zu hinterlegen. Die BaFin lässt dabei eine „Übermittlung des Ausdrucks der Internetseite, auf der das jährliche Dokument veröffentlicht wurde und die Übersendung dieses Ausdrucks“<sup>873</sup> genügen. Eine darüber hinausgehende Hinterlegung von Informationen, die durch Verweis in das jährliche Dokument Aufnahme gefunden haben, ist nicht erforderlich.<sup>874</sup>

Schließlich eröffnet die Hinterlegung bei der BaFin für den Emittenten die Möglichkeit<sup>875</sup>, auf das jährliche Dokument in einem zu veröffentlichenden Prospekt zu verweisen.

---

<sup>869</sup> BaFin, Häufig gestellte Fragen zum jährlichen Dokument, Punkt III 1, 2.

<sup>870</sup> Götze, NZG 2007, 570, 573.

<sup>871</sup> BaFin, Häufig gestellte Fragen zum jährlichen Dokument, Punkt III 4.

<sup>872</sup> § 30 I Nr. 4, III, IV WpPG.

<sup>873</sup> BaFin, Häufig gestellte Fragen zum jährlichen Dokument, Punkt V 1.

<sup>874</sup> BaFin, Häufig gestellte Fragen zum jährlichen Dokument, Punkt V 1.

<sup>875</sup> § 11 I WpPG.

## 5. Teil: Die Prospekthaftung

In der Entstehungsphase der Prospektrichtlinie war nicht von Anfang an klar, ob eine Regelung zur Prospekthaftung aufgenommen werden sollte. Zunächst wurde eine zivilrechtliche Prospekthaftung im Kommissionsvorschlag ausgespart.<sup>876</sup> Letztlich wurde auf Anregung Deutschlands und einiger anderer Mitgliedstaaten in die endgültige Fassung der Richtlinie eine Regelung zur Prospekthaftung aufgenommen. Vor dem Hintergrund, dass in Deutschland bereits 2002 auf dem 64. Juristentag in Berlin eine Angleichung der Grundzüge der Prospekthaftung auf Gemeinschaftsebene einstimmig für gut befunden wurde<sup>877</sup>, wird der Einsatz von deutscher Seite erklärlich.

Bemerkenswert erscheint dennoch, wie viel Aufhebens um diese wenig aussagekräftige Regelung gemacht wurde. Denn durch die unspezifische Ausgestaltung des Art. 6 Prospektrichtlinie kann und soll keine Vollharmonisierung der europäischen Haftungsvoraussetzungen entstehen. Es wird allein geregelt, dass überhaupt eine Prospekthaftung in den Mitgliedstaaten vorgeschrieben werden muss. Somit wird lediglich eine Mindestharmonisierung angestrebt.

Dennoch ist die Aufnahme einer Haftungsregelung in die Richtlinie bedeutungsvoll und als Erfolg für die deutschen Bemühungen um eine Prospekthaftungsregelung zu werten.<sup>878</sup> Denn in vielen Staaten wurde die Haftung für fehlerhafte Prospekte weniger als Frage der zivilrechtlichen Haftung gesehen, als vielmehr als Frage der Haftung der zuständigen Prüfungsbehörde.<sup>879</sup> Diese Auffassung der Prospekthaftung als Amtshaftung ist seit der Einführung des Art. 6 ProspRL nicht mehr aufrechtzuerhalten. Alle Mitgliedstaaten werden nun gezwungen, eine zivilrechtliche Prospekthaftung zu normieren, die sich an den durch die Richtlinie vorgegebenen Mindestanforderungen orientiert.

---

<sup>876</sup> *Criüwell*, AG 2003, 243, 252.

<sup>877</sup> 64. Deutscher Juristentag Berlin: die Beschlüsse, NZG 2002, 1006, 1006.

<sup>878</sup> *Criüwell*, AG 2003, 243, 252.

<sup>879</sup> *Criüwell*, AG 2003, 243, 252.

## § 1: Art. 6 Prospektrichtlinie

Demnach werden für die Angaben im Prospekt „je nach Fall zumindest der Emittent oder dessen Verwaltungs-, Management- bzw. Aufsichtsstellen, der Anbieter, die Person, welche die Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt beantragt, oder der Garantiegeber“<sup>880</sup> zu haften haben. Die Formulierung weist durch das Wort „zumindest“ darauf hin, dass den nationalen Gesetzgebern die Freiheit gelassen werden soll, auch noch weitere Personengruppen wie etwa Wirtschaftsprüfer unter die Haftung zu ziehen.<sup>881</sup>

Zudem können die nationalen Gesetzgeber für sich entscheiden, ob sie die für den Prospekt verantwortlichen Personen nebeneinander oder einzeln haften lassen wollen, ob bezüglich des Prospektes eine Gesamtverantwortung der verantwortlichen Personen festgelegt werden soll, oder ob nur eine Haftung für den Prospektteil, für dessen Inhalt die Person hauptsächlich verantwortlich ist, bestehen soll.<sup>882</sup> Darüber hinaus sind die Staaten auch bezüglich der Regelungen des Anspruchsumfangs, der Kausalität, etwaiger Ausschlussfristen und der Verjährung vollkommen frei.<sup>883</sup>

Vorgeschrieben ist lediglich, um dem Anleger die Durchsetzung etwaiger Haftungsansprüche zu erleichtern, die Verantwortlichen im Prospekt mit Angabe des Namens und der Stellung bzw. des Sitzes, bei juristischen Personen, aufzuführen.<sup>884</sup> Des Weiteren ist eine Erklärung dieser Personen anzufügen, dass die Angaben im Prospekt richtig sind und nichts verschwiegen wurde, was die Aussage des Prospektes verändern würde.<sup>885</sup>

### A. Prospekthaftung in Deutschland

In Deutschland besteht eine Prospekthaftung, die das Vertrauen der Investoren in die Richtigkeit der Informationen im Prospekt schützen soll, bereits seit

---

<sup>880</sup> Art. 6 I S. 1 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>881</sup> *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 511.

<sup>882</sup> *König*, GPR 2004, 152, 154.

<sup>883</sup> *Mattil/Möslein*, WM 2007, 819, 825.

<sup>884</sup> Art. 6 I S. 2 Richtlinie (2003/71/EG).

<sup>885</sup> Art. 6 I S. 2 Richtlinie (2003/71/EG).

1897.<sup>886</sup> Der Art. 6 ProspRL hat auf Grund der Tatsache, dass die Regelung keine Harmonisierung nach sich zieht, zu keiner Änderung im Prospekthaftungsrecht geführt, weil die bereits bestehenden deutschen Regelungen den Ansprüchen der Richtlinie gerecht werden. Durch die bereits vor Einführung der Prospektrichtlinie erfolgte Kodifikation der § 13 VerkProspG und §§ 44 ff. BörsG im deutschen Recht, konnte die unbefriedigende Zweigleisigkeit im deutschen Recht zwischen der allgemeinen zivilrechtlichen und der spezialgesetzlichen Prospekthaftung als überkommen betrachtet werden.<sup>887</sup> Auch die mitunter diskutierte Frage, ob eine fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilung eine Prospekthaftung auslösen könne, ist endgültig zu verneinen.<sup>888</sup> Da die Mindeststandards, die durch die Prospektrichtlinie festgesetzt worden sind, sehr viel Spielraum lassen, ist nicht anzunehmen, dass es in den anderen Mitgliedstaaten zu weitreichenden Änderungen der Haftungsregime kommen wird<sup>889</sup>, mit Ausnahme der Staaten, die bisher die Prospekthaftung nur als Amtshaftung der Prüfungs- und Billigungsbehörde gesehen haben.

### I. Fehlerhafter Prospekt

Erstaunlich ist, dass im Bereich der Prospekthaftung im deutschen Recht nach wie vor zwischen Verkaufs- und Börsenzulassungsprospekten unterschieden wird. Die Prospektrichtlinie hat in fast allen Bereichen die Trennung zwischen Verkaufs- und Börsenzulassungsprospekt abgeschafft, nicht jedoch für die Prospekthaftung. Deshalb richtet sich in Deutschland die Haftung für fehlerhafte Prospekte bei der Börsenzulassung nach wie vor nach den §§ 44 ff. BörsG. Für öffentliche Angebote gilt der § 13 VerkProspG. Da der § 13 VerkProspG auf die §§ 44-47 BörsG verweist, ist jedoch nur noch ein Namensunterschied zwischen den beiden Prospektarten vorhanden, nicht auch unterschiedliche Tatbestandsvoraussetzungen.

Demzufolge kommt es für das Entstehen einer Prospekthaftung auf die Unrichtigkeit beziehungsweise auf die Unvollständigkeit des Prospektes an. Dies lässt

---

<sup>886</sup> *Stephan*, AG 2002, 3, 4.

<sup>887</sup> *Hopt/Voigt*, WM 2004, 1801, 1803.

<sup>888</sup> *Spindler/Christoph*, BB 2004, 2197, 2197.

<sup>889</sup> *König*, GPR 2004, 152, 154.

sich danach beurteilen, ob der Prospekt alle Vorgaben nach dem Wertpapierprospektgesetz erfüllt. Dabei ist darauf zu achten, dass über alle tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse Auskunft erteilt wird, die zur Beurteilung des Wertpapiers, des Emittenten und der Garantiegeber wichtig sind.<sup>890</sup> Die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit kann sich allerdings nicht nur im Hinblick auf Einzelangaben ergeben, sondern vielmehr auch aus dem Gesamteindruck den der Prospekt über die Lage des Emittenten zeichnet.<sup>891</sup>

### 1. Haftende Personen

Sollte der Prospekt unrichtig oder unvollständig sein, so steht dem Anleger ein Prospekthaftungsanspruch gegen die Prospektverantwortlichen oder die Personen, die den Erlass des Prospekts vorangetrieben haben, zu.<sup>892</sup>

Als haftende Personen kommen demnach neben den sog. Prospekterlassern wie z. B. den Emittenten und den Emissionsbanken auch noch die Prospektveranlasser, wie etwa die Muttergesellschaft oder auch der hinter dem Emittenten stehende Vorstand oder Gründer in Betracht.<sup>893</sup>

Berater und Rechtsanwälte werden regelmäßig nicht als Prospektveranlasser gesehen und fallen deshalb nicht unter die Prospekthaftung.<sup>894</sup> Die Haftung beruflicher Sachkenner liegt allerdings in der Richtung der europäischen und internationalen Rechtsentwicklung und wird in Deutschland *de lege ferenda* gefordert.<sup>895</sup>

Es gibt jedoch auch Stimmen, die der Auffassung sind, sie wäre bereits *de lege lata* aus der zivilrechtlichen Prospekthaftung zu konstruieren.<sup>896</sup> Indes wäre deren Haftung nicht auf den gesamten Prospekt bezogen, sondern nur auf die Aussagen, mit denen sie im Prospekt auftreten.<sup>897</sup> Dies würde eine Abkehr vom Konzept der Gesamtverantwortung nach § 44 BörsG bedeuten.<sup>898</sup> In diesem

---

<sup>890</sup> § 5 I WpPG.

<sup>891</sup> *Holzborn/Foelsch*, NJW 2003, 932, 933.

<sup>892</sup> § 44 I Nr. 1, 2 BörsG.

<sup>893</sup> *Holzborn/Foelsch*, NJW 2003, 932, 933.

<sup>894</sup> *Holzborn/Foelsch*, NJW 2003, 932, 933.

<sup>895</sup> *Hopt/Voigt*, WM 2004, 1801, 1803.

<sup>896</sup> *Assmann*, AG 2004, 435, 435.

<sup>897</sup> *Assmann*, AG 2004, 435, 435.

<sup>898</sup> *Meyer*, WM 2003, 1301, 1311.

Fall wäre zudem als Haftungsmaßstab bereits einfache Fahrlässigkeit anzunehmen.<sup>899</sup>

Ob eine Expertenhaftung tatsächlich aus den allgemeinen bürgerlichrechtlichen Haftungsnormen konstruiert werden kann, ist jedoch fraglich. Dafür spräche, dass die Haftungsnormen des BGB ein probates Mittel sind, um Regelungslücken zu schließen und um Fälle, die außerhalb der spezialgesetzlichen Prospekthaftung liegen, zu interessengerechten Ergebnissen zu führen.<sup>900</sup>

Letztendlich wäre eine derartige Regelungslücke aus ökonomischer Sicht nicht erstrebenswert, da die potentiellen Schädiger nicht hinreichend abgeschreckt werden und somit die angestrebte Lenkungswirkung entfällt.<sup>901</sup>

## 2. Anspruch

Die verantwortlichen Personen haften dem Anleger als Gesamtschuldner für die Erstattung des Erwerbspreises bis hin zur Obergrenze des ersten Ausgabepreises und für die mit dem Erwerb verbundenen üblichen Aufwendungen, wenn der Erwerb des Anlageobjekts innerhalb von sechs Monaten nach erstmaliger Einführung der Wertpapiere erfolgt ist.<sup>902</sup> Folglich haften die verantwortlichen Personen dem Anleger auf den Kursdifferenzschaden<sup>903</sup>, nicht jedoch für den vollen Vertrauensschaden.<sup>904</sup>

Für den Prospekthaftungsanspruch ist nicht wichtig, dass der Anleger noch der Inhaber der Wertpapiere ist.<sup>905</sup> Folglich muss sich der Anleger nicht zwischen der Eindämmung der Verluste durch Verkauf des Papiers und einem Haftungsanspruch entscheiden, vielmehr kann ihn sogar die Verantwortung treffen, seiner allgemeinen Pflicht zur Schadensminderung nachzukommen und bei sinkenden Kursen die Anlageobjekte innerhalb eines angemessenen Entscheidungszeitraumes zu verkaufen.<sup>906</sup>

---

<sup>899</sup> Meyer, WM 2003, 1301, 1303.

<sup>900</sup> Meyer, WM 2003, 1301, 1304.

<sup>901</sup> S. auch Möllers, AcP 2008, 1, 30.

<sup>902</sup> § 44 I BörsG.

<sup>903</sup> Hopt/Voigt, WM 2004, 1801, 1804.

<sup>904</sup> Mülbart/Steup, WM 2005, 1633, 1650.

<sup>905</sup> § 44 II BörsG.

<sup>906</sup> Holzborn/Foelsch, NJW 2003, 932, 934.

### 3. Haftungsmaßstab

Als Haftungsmaßstab sind Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit anzusetzen.<sup>907</sup> Hierbei müssen die schadensersatzpflichtigen Personen beweisen, dass sie die Unrichtigkeit bzw. Unvollständigkeit nicht kannten und ihre Unkenntnis nicht auf grobfahrlässigem Verhalten beruht. Dies stellt eine Beweislastumkehr für das Verschulden dar.<sup>908</sup>

Die Emissionsbanken werden sich dabei zumeist mit einem Hinweis auf die Prüfung durch den Wirtschaftsprüfer exculpieren können.<sup>909</sup> Denn es ist nicht ihre Aufgabe, einen geprüften Prospekt nochmals als eine Art Oberwirtschaftsprüfer zu kontrollieren; sie können lediglich nochmals eine Plausibilitätskontrolle vornehmen.<sup>910</sup>

### 4. Haftungsausschluss

Es darf jedoch kein Haftungsausschluss nach § 45 BörsG greifen. So besteht beispielsweise kein Anspruch, wenn der Anleger das Wertpapier nicht aufgrund des Prospektes gekauft hat oder von der Unrichtigkeit bzw. Unvollständigkeit des Prospektes wusste.<sup>911</sup>

Dies bedeutet, die Fehlerhaftigkeit des Prospektes muss kausal für den Schadenseintritt sein. In diesem Bereich hat eine Beweislastumkehr stattgefunden. Der Emittent hat zu beweisen, dass der Fehler im Prospekt nicht zum Schaden beim Anleger geführt hat. In der Vergangenheit sind einige Klagen gescheitert, da es dem Anleger nicht gelungen ist, den Nachweis der haftungsbegründenden Kausalität zu liefern.<sup>912</sup> Deshalb ist die Neuregelung begrüßenswert.

---

<sup>907</sup> § 45 I BörsG.

<sup>908</sup> *Barta*, NZG 2005, 305, 306.

<sup>909</sup> *Meyer*, WM 2003, 1301, 1307.

<sup>910</sup> *Meyer*, WM 2003, 1301, 1307.

<sup>911</sup> § 45 II Nr. 1, 3 BörsG.

<sup>912</sup> *Hopt/Voigt*, WM 2004, 1801, 1804.

## 5. Verjährung

Ein Jahr, nachdem der Anleger von der Unrichtigkeit bzw. Unvollständigkeit des Prospektes Kenntnis erlangt hat, bzw. spätestens drei Jahre nach Veröffentlichung des Prospektes, setzt die Verjährung ein.<sup>913</sup> Somit gilt für die Verjährung der Prospekthaftungsansprüche eine andere Regelung als die allgemeine Verjährung nach BGB. Der Anspruch erlischt durch die Verjährung nicht, der Schuldner erhält lediglich ein Leistungsverweigerungsrecht. Dies führt dazu, dass der Anleger den Anspruch nicht mehr durchsetzen kann, wenn der Schuldner von der Einrede der Verjährung Gebrauch macht.

### II. Fehlender Prospekt

Sollte der Emittent die Pflicht zur Erstellung eines Prospektes komplett vernachlässigt haben, so ist § 13a VerkProspG einschlägig. Allerdings kann dieses Problem nur bei nicht börsennotierten Titeln entstehen, da nach §§ 30 III Nr. 2, 51 I Nr. 2 BörsG ohne einen Prospekt oder Unternehmensbericht keine Zulassung zum Börsenhandel erfolgen kann.

Mit der Einführung des § 13a VerkProspG durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz wurde eine Regelungslücke geschlossen.<sup>914</sup> Da das amerikanische Recht seit Langem eine Haftungsregel für fehlende Prospekte kennt, war sec. 12(a)(1) des US-amerikanischen Securities Act 1933, nach der sich ein Emittent, der Vermögensanlagen vertreibt, ohne der gesetzlichen Prospektspflicht zu genügen, schadensersatzpflichtig macht, Vorbild für § 13a VerkProspG.<sup>915</sup>

Vor Einführung der neuen Regelung bestand keine spezialgesetzliche zivilrechtliche Anspruchsgrundlage im deutschen Recht für den Fall, dass der Emittent keinen Prospekt veröffentlicht hat, obwohl ihn diese Pflicht getroffen hätte. Lediglich eine Bußgeldandrohung nach § 17 I Nr. 1 VerkProspG war vorgesehen. Da nach Auffassung der herrschenden Lehre § 13 VerkProspG nicht auf

---

<sup>913</sup> § 46 BörsG.

<sup>914</sup> Barta, NZG 2005, 305, 305.

<sup>915</sup> Fleischer, BKR 2004, 339, 346.

den fehlenden Prospekt herangezogen werden konnte<sup>916</sup>, war es notwendig, § 13a ProspVerkG zu schaffen, um diese Regelungslücke, die bisher über die deliktische Haftung nach § 823 II BGB i.V.m. § 1 VerkProspG zu schließen versucht wurde<sup>917</sup>, endgültig abzudecken.

Nun regelt § 13a VerkProspG die Ansprüche des Anlegers als spezialgesetzliche Norm, nach welcher der Erwerber von Anlageobjekten, von dem Emittenten und dem Anbieter als Gesamtschuldern die Übernahme der Vermögensanlage gegen Erstattung des Erwerbspreises verlangen kann, wenn ein Verkaufsprospekt entgegen § 8f VerkProspG nicht veröffentlicht wurde.

Die Anspruchsvoraussetzungen sind laut der Regierungsbegründung denen der Haftung bei fehlerhaftem Prospekt nachgebildet<sup>918</sup>, sodass für die Tatbestandsvoraussetzungen auf das oben Gesagte verwiesen werden kann.

Ein Problem, das durch die neue Regelung des § 13a VerkProspG entsteht, ist, dass der Anleger auf Kosten des Emittenten spekulieren kann, da er den Unterschiedsbetrag zwischen Erwerbspreis und Veräußerungspreis des Anlageobjekts verlangen kann und darüber hinaus die mit dem Erwerb und der Veräußerung verbundenen üblichen Kosten ersetzt werden.<sup>919</sup> Der hierin enthaltene pönale Effekt ist sonst im deutschen Schadensersatzrecht eher unbekannt.<sup>920</sup>

### III. Abgrenzung fehlender und fehlerhafter Prospekt

Eine gewisse Erläuterung erfordert die Abgrenzung zwischen fehlendem und fehlerhaftem Prospekt. Zunächst würde man meinen, dieser Unterschied sei leicht auszumachen, in der Praxis stellt sich diese Auffassung aber mitunter als falsch heraus.

Deshalb wird empfohlen, einen Prospekt als fehlerhaft zu betrachten, wenn er nach Inhalt und Zielrichtung erkennen lässt, dass er zur Erfüllung der in § 8g VerkProspG vorgesehenen Prospektangaben erstellt wurde, auch wenn er

---

<sup>916</sup> Assmann, in Assmann/Lenz/Ritz, Verkaufsprospektgesetz, 2001, § 13 VerkProspG Rdnr. 12; Ellenberger, Prospekthaftung im Wertpapierhandel, 2001, S. 111; Groß, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2002, § 13 VerkProspG Rdnr. 8; Heidelberg, in Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 1 VerkProspG Rdnr. 45.

<sup>917</sup> Ellenberger, Prospekthaftung im Wertpapierhandel, 2001, S. 111f.

<sup>918</sup> BT-Drs. 15/3174, S. 44.

<sup>919</sup> Fleischer, WM 2004, 1897,1902.

<sup>920</sup> Fleischer, WM 2004, 1897,1902.

hinter dem gesetzlichen Pflichtenprogramm zurückbleibt.<sup>921</sup> Sollte man nach dieser funktionalen Betrachtung zu dem Schluss kommen, das Schriftstück erfülle nicht einmal annähernd die Vorgaben des § 8g VerkProspG, so wird man davon auszugehen haben, es liege kein Prospekt vor. Dies wird regelmäßig der Fall sein, wenn der Emittent nur Werbemittel ausgibt. Da gewisse Stimmen in der Literatur vertreten, für den fehlerhaften und den fehlenden Prospekt würden unterschiedliche Haftungsvoraussetzungen gelten<sup>922</sup>, ist diese Abgrenzung erheblich.

So muss für den fehlerhaften Prospekt vom Emittenten nur Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit vertreten werden, wonach nicht haftet, wer die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit nicht gekannt hat und diese Unkenntnis nicht auf grober Fahrlässigkeit beruht.<sup>923</sup> Wird allerdings das gänzliche Fehlen des Prospektes konstatiert, so soll der Emittent entweder verschuldensunabhängig oder doch zumindest nach den allgemeinen haftungsrechtlichen Grundsätzen haften. Folglich würde den Emittenten die strengere Haftung des § 13a I S.1 VerkProspG treffen, wenn man davon ausgeht, die von ihm veröffentlichten Schriften stellten keinen Prospekt dar.

Folgt man dieser Auffassung nicht, sondern schließt sich der Meinung an, der § 13a sehe aufgrund des Gleichlaufs der Normen, genau wie § 13 VerkProspG, eine verschuldensabhängige Haftung nur für Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit vor<sup>924</sup>, so verliert die Abgrenzung von fehlenden und fehlerhaften Prospekten einen Teil ihrer Brisanz.

## B. Prospekthaftung in anderen EWR-Staaten

Die Prospekthaftung ist jedoch auf Grund der Mindestharmonisierung nicht in allen Mitgliedstaaten so geregelt; vielmehr ist sie in Grundlage und Reichweite höchst unterschiedlich ausgestaltet. Im Folgenden sollen einige Beispiele genannt werden, um dies zu verdeutlichen.

---

<sup>921</sup> *Groß*, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2002, § 1 VerkProspG Rdnr. 38.

<sup>922</sup> *Fleischer*, BKR 2004, 339, 346.

<sup>923</sup> *Hutter/Leppert*, NJW 2002, 2208, 2211.

<sup>924</sup> *Spindler*, NJW 2004, 3449, 3455; *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633, 1650.

So besteht in Dänemark keine spezielle gesetzliche Prospekthaftungsnorm und für eine Rückabwicklung genügt der fehlerhafte Prospekt nicht, sondern es muss noch Verschulden seitens der prospektverantwortlichen Personen hinzutreten.<sup>925</sup> Auch in Frankreich mangelt es an spezialgesetzlichen Haftungsgrundlagen, es finden vielmehr die vertraglichen und deliktischen allgemeingesetzlichen Anspruchsgrundlagen Anwendung.<sup>926</sup>

Während eine Haftung beispielsweise in Portugal und in England<sup>927</sup> auch ohne Verschulden angenommen wird, ist in den meisten Mitgliedstaaten einfache Fahrlässigkeit ausreichend.<sup>928</sup> Zudem besteht in Portugal ausdrücklich eine Haftung der Organmitglieder sowie des Wirtschaftsprüfers gegenüber den Anlegern.<sup>929</sup>

In Italien spielt die zivilrechtliche Haftung der für den Prospekt verantwortlichen Personen eine weitaus geringere Rolle als die Amtshaftung der Behörde.<sup>930</sup>

Darüber hinaus wird in einigen Mitgliedstaaten, anders als in Deutschland, für die prospektverantwortlichen Personen keine Gesamthaftung, sondern nur eine Verantwortlichkeit für Prospektteile vorgesehen.

### C. Anzuwendendes Recht

Diese uneinheitliche Regelung des Haftungsmaßstabes, die eine Auswirkung der fehlenden Harmonisierung in der Prospekthaftung darstellt<sup>931</sup>, führt zu unterschiedlich strengen Haftungsregelungen in den verschiedenen Staaten. Dies wirft die Frage auf, welches Recht bezüglich der Haftung anzuwenden ist, sofern der Herkunftsstaat und der Aufnahmestaat verschieden sind.

Nach einer Auffassung könnte in allen EWR-Staaten das Recht des Herkunftsstaates des Emittenten Anwendung finden, auch wenn dieser seine Anlageob-

---

<sup>925</sup> Andersen, in Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, S. 401, 408.

<sup>926</sup> Mattil/Möslein, WM 2007, 819, 825.

<sup>927</sup> Holzborn/Schwarz-Gondek, BKR 2003, 927, 934.

<sup>928</sup> Weber, NZG 2004, 360, 366.

<sup>929</sup> Böckel/Grünwald, in Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, 2005, S. 897, 907.

<sup>930</sup> Kunold/Schlitt, BB 2004, 501, 511.

<sup>931</sup> Weber, NZG 2004, 360, 366.

jekte in mehreren Staaten anbietet. Dies birgt die Gefahr eines „race to the bottom“, bei dem Emittenten versuchen könnten, Genehmigungsbehörden eines Landes mit den niedrigsten Haftungsstandards zu wählen, um das Wertpapier an allen europäischen Börsen zu handeln, was durch die Idee des Europäischen Passes möglich ist.<sup>932</sup> Als Haftungsparadies im Bereich des Bank- und Kapitalmarktrechts wird mitunter Luxemburg bezeichnet.<sup>933</sup>

Ob man deutschen Anlegern allerdings raten muss, auf den Kauf von Anlageobjekten zu verzichten, sobald der Emittent nicht Deutschland als Herkunftsstaat hat, ist fraglich. Denn nach anderer Ansicht wird regelmäßig das Recht des Aufnahme Staates anzuwenden sein, da sich dies nach internationalem Privatrecht (IPR) so ergibt.<sup>934</sup> Zumindest nach deutschem IPR ist dies im Sinn von Art. 40 EGBGB so, da sowohl Tat- als auch Erfolgsort im Aufnahme Staat liegt, weil in diesem der Prospekt veröffentlicht wird und der Anleger seine Investition tätigt.<sup>935</sup> Somit wird das Recht, an welches das Opfer eine engere Bindung hat, nach dem Marktortprinzip, als maßgeblich erklärt.<sup>936</sup>

Sollte das jeweilige Recht des Aufnahme Staates Anwendung finden, so wäre die Gefahr des „race to the bottom“ gebannt. Allerdings würde dies im Gegenzug dazu führen, dass die Vielfalt der Haftungsregime ein Hindernis für die grenzüberschreitende Kapitalaufnahme darstellt, da sich die prospektverantwortlichen Personen einem deutlich erhöhten Haftungsrisiko ausgesetzt sehen.<sup>937</sup>

## § 2: Haftung bezüglich der Zusammenfassung

Grundsätzlich kann auch die Zusammenfassung der Prospekthaftung unterliegen. Namentlich, wenn sie im Vergleich zu anderen Teilen des Prospekts irre-

---

<sup>932</sup> Holzborn/Schwarz-Gondek, BKR 2003, 927, 934; a.A. Kuntz, WM 2007, 432, 438.

<sup>933</sup> Holzborn/Schwarz-Gondek, BKR 2003, 927, 934 Fn. 67.

<sup>934</sup> König, ZEuS 2004, 251, 285.

<sup>935</sup> König, ZEuS 2004, 251, 285 Fn. 164.

<sup>936</sup> Kuntz, WM 2007, 432, 434.

<sup>937</sup> König, ZEuS 2004, 251, 285.

führend, unrichtig oder widersprüchlich ist.<sup>938</sup> In diesem Fall kann auch die Haftungserleichterung des Art. 5 II lit. d ProspRL nicht greifen.

Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass die Zusammenfassung – wie oben bereits erwähnt – nicht allein aufgrund der Tatsache, dass sie reduzierte Informationen enthält als irreführend oder widersprüchlich gewertet werden darf, und dass es bei der Bewertung, ob die Zusammenfassung fehlerhaft oder irreführend ist, immer auf die ex-ante und nicht auf die ex-post Sicht ankommt.<sup>939</sup>

Zwar ist nach Art. 6 II ProspRL in allen Mitgliedstaaten eine Haftungserleichterung für die Zusammenfassung festzulegen. Allerdings bleibt den Staaten genau wie bei der Haftung für den Prospekt aufgrund der Formulierung des Art. 6 II ProspRL ein erheblicher gestalterischer Spielraum. Denn dem nationalen Gesetzgeber, beziehungsweise den Gerichten obliegt die Beurteilung, ob eine Irreführung, Unrichtigkeit oder ein Widerspruch in Zusammenhang mit den anderen Prospektteilen vorliegt.<sup>940</sup> Zudem ist durch den Art. 6 II ProspRL nur die zivilrechtliche Haftung betroffen, nicht aber eine strafrechtliche oder ordnungsrechtliche Verantwortlichkeit der prospektverantwortlichen Personen.<sup>941</sup>

Folglich kann auch in diesem Teilbereich der Prospekthaftung keine Harmonisierung erreicht werden. Deshalb gilt bezüglich der Zusammenfassung ebenso wie für die restlichen Teile des Prospektes, dass sich der Emittent auf eine Vielzahl von unterschiedlichen rechtlichen Regelungen einstellen muss, wenn er seine Wertpapiere in mehreren EWR-Staaten anbieten will.

Da bezüglich der haftungsrechtlichen Regelungen im Bereich der Zusammenfassung im Vergleich zum Prospekt eher eine noch vielfältigere Auslegung zu erwarten ist, läuft die fehlende Harmonisierung dem Zweck der Richtlinie, die EWR-weite Kapitalaufnahme zu erleichtern, zuwider.

---

<sup>938</sup> *Christ*, Der Einfluss der EU-Prospektrichtlinie auf das Wertpapierprospekthaftungsrecht in der Bundesrepublik Deutschland, Baden-Baden, 2007, S. 80.

<sup>939</sup> *Crüwell*, AG 2003, 243, 248.

<sup>940</sup> *König*, GPR 2004, 152, 155.

<sup>941</sup> *König*, GPR 2004, 152, 155.

### § 3: Haftung bei der incorporation by reference

Durch die Möglichkeit der incorporation by reference, die oben bereits ausführlicher erörtert wurde, entsteht für den Emittenten eine zusätzliche Gefahr. So könnte er nicht nur für Aussagen, die im Prospekt selbst gemacht werden, zur Verantwortung gezogen werden, sondern auch für Angaben, die in anderen Dokumenten im Rahmen der incorporation by reference Eingang in den Prospekt gefunden haben.

So kann im Prospekt unter anderem auf Jahres- und Zwischenberichte, Prüfungsberichte und Abschlüsse, Gründungsurkunden und Satzungen sowie Rundschreiben an die Wertpapierinhaber verwiesen werden. Da die Informationen, die in diesen Dokumenten enthalten sind, durch den Verweis Bestandteil des Prospektes werden, werden sich die Anleger bei der Geltendmachung ihrer Ansprüche auch auf fehlerhafte bzw. fehlende Angaben in diesen Dokumenten berufen können.<sup>942</sup>

Dem Emittenten ist somit zu raten, genau zu prüfen, ob die Informationen, die er mittels Verweises in den Prospekt aufnimmt, den Standards entsprechen, die hinsichtlich der Richtigkeit und Vollständigkeit an den Prospekt gestellt werden.

### § 4: Bewertung der Prospekthaftungsregeln

Das Fehlen einer einheitlichen Prospekthaftung läuft dem Ziel der erleichterten Kapitalaufnahme im EWR zuwider. Bedauerlicherweise wird den Emittenten, durch die unterschiedlichen Haftungsregelungen in den Mitgliedstaaten, ein Hindernis für die Kapitalaufnahme in den Weg gestellt. Dieses Hindernis ist zudem höchst unnötig, da es keinen Vorteil bringt, wenn die einzelnen Staaten die Haftungsnormen selbst regeln können bzw. dürfen. Es wäre nicht nur für den Emittenten, sondern auch für den Anleger von Vorteil, wenn einheitliche Regeln im Bereich der Prospekthaftung bestünden. Denn so wäre es möglich, dem Anleger im gesamten EWR ein gleich hohes Schutzniveau angedeihen zu lassen.

---

<sup>942</sup> Holzborn/Schwarz-Gondek, BKR 2003, 927, 934.

Warum die Mitgliedstaaten sich gegen eine Vereinheitlichung des Haftungsrechtes wehren, ist unverständlich. Höchstwahrscheinlich ist es auf eine gewisse Skepsis gegenüber dem europäischen Gesetzgeber zurückzuführen und durch den Willen beseelt, möglichst wenige Kompetenzen an diesen abzugeben.

Allerdings ist davon auszugehen, dass aufgrund der Bemühungen zur Vereinheitlichung des europäischen Kapitalmarktrechtes zukünftig die Forderung nach einem einheitlichen EWR-weiten Haftungsregime bezüglich wertpapierbezogener Informationen lauter wird.<sup>943</sup> Ob sich die Mitgliedstaaten im Endeffekt dem Ansinnen der Literatur und der Interessenverbände beugen werden, bleibt abzuwarten.

---

<sup>943</sup> König, GPR 2004, 152, 155.

## 6. Teil: Schluss

Um diese Arbeit abzuschließen, soll in einem ersten Schritt noch einmal die Entstehungsgeschichte der Richtlinie und des Wertpapierprospektgesetzes kurz Revue passieren. Denn als im Jahr 2003 die Prospektrichtlinie erlassen wurde, geschah dies in einer turbulenten Zeit an den europäischen und internationalen Börsen.

### § 1: Bewertung der Erreichung der Ziele

Diese Phase der Kurseinbrüche, die bereits kurz nach der Jahrtausendwende eingesetzt hatte, hat den europäischen Gesetzgeber dazu genötigt die Umsetzung des FSAP zu beschleunigen und die Art der europäischen Gesetzgebung durch die Lamfalussy-Kommission überprüfen zu lassen. Vorrangiger Wunsch des Gesetzgebers war es, die Kursverluste schnellstmöglich wieder auszugleichen. Dafür war es nötig, das verlorene Vertrauen der Anleger in die Märkte zurückzugewinnen und gleichzeitig den Emittenten die Kapitalaufnahme über die europäischen Ländergrenzen hinweg zu erleichtern. Nur so war es möglich, genügend Geld an die Börsen zu locken, um die vorangegangenen Verluste wieder aufzuholen.

Folglich waren die wichtigsten Punkte, die durch die Prospektrichtlinie verfolgt wurden, wie bereits zu Beginn dieser Arbeit gezeigt, die Steigerung der Markteffizienz unter gleichzeitiger Berücksichtigung der Anlegerinteressen.

#### A. Markteffizienz

Im Bereich der Markteffizienz hat sich gezeigt, dass das vor Einführung der Prospektrichtlinie geltende Prinzip der gegenseitigen Anerkennung nicht den gewünschten Effekt gebracht hat. Dies kann hauptsächlich auf die zu große Zahl unterschiedlicher nationaler Sonderregelungen zurückgeführt werden.

Deshalb versuchte der europäische Gesetzgeber mit der Prospektrichtlinie einen neuen Weg zu gehen: Weg von der gegenseitigen Anerkennung, hin zum

Europäischen Pass. Durch das damit verbundene System der Notifizierung wird den nationalen Prüfungs- und Billigungsbehörden, die Kontrolle über einen einmal von einer zuständigen Behörde eines Mitgliedstaates gebilligten und notifizierten Prospekt, entzogen. So muss der Emittent nur noch eine Prüfung in seinem Herkunftsstaat über sich ergehen lassen, um seinen Prospekt EWR-weit einsetzen zu können.

Da dieses System nur funktionieren kann, wenn im gesamten EWR hinsichtlich der Form und der Sprache des Prospektes die gleichen Regelungen gelten, musste diesbezüglich die Prospektrichtlinie weitgehende Vorgaben machen. Nationalen Sonderregelungen musste vorgebeugt werden. Sie konnten nur dort erlaubt werden, wo sie dem grenzüberschreitenden Gebrauch des Prospektes nicht im Wege standen.

Diese weitgehenden Regelungen wären durch eine Richtlinie „alter Art“ nicht möglich gewesen, da das Gesetzgebungsverfahren nicht für eine derartige Regelungstiefe geeignet war. Erst durch das für die Umsetzung des FSAP neu entwickelten Lamfalussy-Verfahren würden die ins Detail gehenden Regelungen der Prospektrichtlinie möglich.

## I. Stellungnahmen deutscher Interessenverbände

In der Entstehungsphase des Wertpapierprospektgesetzes sind von Seiten deutscher Interessenverbände einige Stellungnahmen verfasst worden. Diese zeigen deutlich die Furcht der Verbände, durch die Neuregelung der Prospektrichtlinie und durch die Einführung des WpPG am Finanzplatz Deutschland an Markteffizienz zu verlieren. So befürchteten sie, Deutschland könnte als Finanzplatz unattraktiv werden, wodurch Arbeitsplätze verloren gehen könnten.<sup>944</sup>

Dies, so war die Befürchtung, wäre leicht der Fall, wenn Deutschland durch zu restriktive Regelungen in den Bereichen, in denen die Prospektrichtlinie den Mitgliedstaaten Freiräume lässt, im Wettbewerb der europäischen Finanzplätze in Hintertreffen geraten würde.<sup>945</sup> Die Punkte, die einhellig kritisiert wurden und an denen sich die Furcht aufhängte, gegenüber anderen europäischen Fi-

---

<sup>944</sup> ZKA, Stellungnahme v. Januar 2005, S. 2f.; DAI/BDI, Stellungnahme v. 3.1.2005, S. 15; DDI, Stellungnahme v. 13.4.2005, S. 2.

<sup>945</sup> DAI/BDI, Stellungnahme v. 3.1.2005, S. 2; s. auch Meyer, WM 2003, 1349, 1355.

nanzplätzen vor allem im Bereich der Derivate<sup>946</sup> an Boden zu verlieren, sind die Regelungen der §§ 6 I Nr. 2, 19 I WpPG.<sup>947</sup>

So kritisiert der Zentrale Kreditausschuss die Einschränkung in § 6 I Nr. 2 WpPG auf Einlagekreditinstitute, die von der Prospektrichtlinie so nicht vorgesehen war. Er forderte die Streichung dieser Einschränkung und die Ausweitung auf alle Kreditinstitute.

Der BDI fordert die Freiheit für deutsche Emittenten, auch im Inland einen Prospekt in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache dem Publikum vorlegen zu dürfen. Die Einschränkung in § 19 I WpPG würde zu Umgehungsversuchen der deutschen Emittenten führen, die letztendlich dem deutschen Finanzplatz schaden ohne den Anlegerschutz zu fördern.

## II. Fazit zur Markteffizienz

Im Ergebnis hat die Prospektrichtlinie für den Emittenten eine erhebliche Erleichterung mit sich gebracht. Durch die europaweite Vereinheitlichung der Prospektvorschriften wird es ihm erspart, für jeden Mitgliedstaat aufgrund der Vielfalt der nationalen Sonderregelungen einen eigenen Prospekt zu erstellen. Es ist nun möglich, mit einem (englischsprachigen) Prospekt Wertpapiere im ganzen Europäischen Wirtschaftsraum anzubieten. Damit wird die Kapitalaufnahme erheblich erleichtert. Die damit verbundenen Kosten werden gesenkt.

Im Gegenzug wurde es auch für Anleger leichter, Geld in Anlageobjekte aus anderen EWR-Mitgliedstaaten zu investieren. Dadurch wurden ihre Auswahlmöglichkeiten deutlich erhöht.

Die Steigerung der Markteffizienz durch die Prospektrichtlinie hat auch auf dem deutschen Kapitalmarkt Einzug gehalten. So ist es für deutsche Emittenten nun leichter, an Kapital aus dem EWR-Ausland heranzukommen. Für deutsche Anleger ist es erheblich einfacher, ihr Geld in anderen EWR-Staaten zu investieren.

Dennoch ist den Auffassungen der Interessenverbände Recht zu geben. Für den Finanzplatz Deutschland als Ganzes kann es nicht gut sein, wenn der deutsche

---

<sup>946</sup> Dazu *DAI/BDI*, Stellungnahme v. 3.1.2005, S. 2.

<sup>947</sup> *ZKA*, Stellungnahme v. Januar 2005, S. 9; *DAI/BDI*, Stellungnahme v. 3.1.2005, S. 3, 14-15.

Gesetzgeber restriktivere Regelungen vorsieht als andere Mitgliedstaaten. Denn die Gefahr, dass Emittenten - soweit möglich - den Herkunftsstaat mit den angenehmsten Regelungen wählen, ist latent vorhanden.

## B. Anlegerschutz

Da die Markteffizienz erhöht wurde, hat auch das Gefahrenpotential für den Anleger zugenommen. Fraglich ist allerdings, ob die Interessen des Anlegers in hinreichender Form durch gesetzliche Vorgaben des Richtliniengesetzgebers geschützt werden oder ob die Erleichterung auf Seiten der Emittenten auf Kosten der Anleger gehen.

Dies zu vermeiden, ist bereits im Gesetzgebungsverfahren der Kommission vonseiten des Parlaments aufgetragen worden.<sup>948</sup> Auch die Stellungnahmen einiger europäischer Institutionen, wie etwa der Europäischen Zentralbank und des Wirtschafts- und Sozialausschusses, gehen in diese Richtung.

So plädieren die EZB für die Erhöhung der Offenlegungsstandards<sup>949</sup>, der Sozialausschuss befürchtete, dass in der Entstehungsphase der Prospektrichtlinie die Marktteilnehmer nicht hinreichend konsultiert wurden<sup>950</sup> und dies dem Ziel des Anlegerschutzes entgegenlaufen würde.

## I. Individualschutz

Neben dem zivilrechtlichen Haftungsanspruch der Anleger gegen die Emittenten, der durch die Prospektrichtlinie erstmals europaweit eingeführt wurde, sind noch andere Individualschutzmaßnahmen im Prospektrecht geregelt.

Zunächst sei hier die Regelung bezüglich Werbung und Gewinnprognosen angesprochen. Diese untersagen es dem Emittenten, das Anlageobjekt zu schillernd darzustellen und mit seinen Aussagen den Anleger in die Irre zu führen. Der in diesem Zusammenhang geltende Grundsatz, alle Anleger, ob nun groß

---

<sup>948</sup> *Europäisches Parlament*, Stellungnahme v. 2.7.2003, ABl. C 47 E v. 24.3.2004, S. 257, Punkt 41.

<sup>949</sup> *Europäische Zentralbank*, Stellungnahme v. 16.11.2001, ABl. C 344 v. 6.12.2001, S. 4-5.

<sup>950</sup> *Wirtschafts- und Sozialausschuss*, Stellungnahme v. 17.1.2002, ABl. C 80 v. 3.4.2002, S. 53.

oder klein, gleich zu behandeln, ist ein weiterer Aspekt, mit dem der Richtliniengesetzgeber versucht das Anlegerschutzniveau vor allem für kleine und mittlere Anleger anzuheben.

Ein weiterer Versuch, die Erleichterungen für den Emittenten durch Anlegerschutzregelungen zu kompensieren, ist die Änderung der Bedeutung der Prospektzusammenfassung. Sie war früher ein Marketinginstrument innerhalb des Prospekts. Nun ist sie ein Prospektteil, der vorrangig dem Anlegerschutz dient. In ihr müssen die Gefahren des Anlageobjektes zusammenfassend dargestellt und für besondere Gefahren Warnhinweise aufgenommen werden.

Einen herben Rückschlag für den Anlegerschutz stellt allerdings die durch den Europäischen Pass notwendig gewordene Sprachregelung dar. Denn nun ist faktisch ein englischer Prospekt in allen EWR-Staaten anzuerkennen. Nicht alle Anleger, deren Muttersprache nicht Englisch ist, werden die Angaben, die im Prospekt gemacht werden, erfassen können. Die Aufwertung der Zusammenfassung vermag dies nicht zu kompensieren.

## II. Funktionsschutz

Die eigentliche Aufgabe der BaFin liegt – wie bereits festgestellt – nicht im Bereich des Individual-, sondern im Bereich des Funktionsschutzes. Ihr obliegt es, die Funktionsfähigkeit des Marktes sicherzustellen. Nur in einer Art Reflex wird bei ihrer Arbeit der Anlegerschutz mitumfasst.

So wird durch die BaFin die formale und in begrenzten Rahmen auch die inhaltliche Richtigkeit des Prospektes sichergestellt. Folglich wird erreicht, dass der Anleger den Prospektinhalt erfassen kann.

Zudem kommt es der BaFin zu, den Emittenten in gewissen Bereichen zu kontrollieren, etwa bezüglich der Einhaltung der Vorschriften zur Werbung.

Festzuhalten bleibt, dass die BaFin für den Anlegerschutz nicht unerheblich ist. Leider kann jedoch auch durch ihre Arbeit die inhaltliche Richtigkeit des Prospektes nicht garantiert werden. Der Anleger weiß demnach nicht, ob die ihm gegenüber gemachten Angaben richtig oder falsch sind. Bei einem fehlerhaften Prospekt bleibt ihm im Nachhinein nur die Prospekthaftungsklage und wie im Hauptteil der Arbeit bereits dargestellt, lauern hier einige Gefahren. So treffen

den Anleger in jedem Fall die Übersetzungskosten für den Prospekt. Ihm können Gerichtsstands- und Rechtswahlklauseln die Klage erschweren. Nicht zuletzt hat er das Problem, dass in den EWR-Staaten unterschiedliche Prospekthaftungsregeln bestehen, da die Prospektrichtlinie in diesem Bereich keine Vollharmonisierung zu erreichen vermag.

## § 2: Resümee

Letztendlich kann die Prospektrichtlinie durchaus als gelungen betrachtet werden. Obwohl sie nach einem neuen, schnelleren Rechtssetzungsverfahren erlassen wurde, hat sie keine unbeheblichen Fehler. Die Auslegungsfragen, die jedes neue Gesetz hervorruft, sind zu einem nicht unerheblichen Teil auf der dritten Stufe des Komitologie-Verfahrens durch den CESR beantwortet worden. Die richtige Anwendung der Richtlinie wird durch die Kommission auf der vierten Stufe selbst überprüft. Lediglich in Teilbereichen wie etwa den Mitarbeiterprogrammen sind noch Fragen offen.

Die Aufgabe, die Markteffizienz zu steigern, hat sie zweifelsohne erreicht. Innerhalb weniger Jahre, wurde durch sie das über Jahrzehnte gebräuchliche und fehlerhafte System der gegenseitigen Anerkennung über Bord geworfen und ein neues geschaffen. Durch dieses neue System des Europäischen Passes ist die EWR-weite Kapitalaufnahme für den Emittenten erheblich erleichtert worden und auch die Anleger können ihr Geld nun leichter in anderen Mitgliedstaaten anlegen.

Allerdings kommt die Prospektrichtlinie den Emittenten mehr zugute als den Anlegern. Dies liegt hauptsächlich daran, dass die Anlegerschutzvorschriften hinter den Anforderungen, die durch die Erleichterung der EWR-weiten Einsetzbarkeit des Prospektes entstanden sind, zurückbleiben. Die Aufnahme des Art. 6 in die Prospektrichtlinie, die nicht zuletzt durch die Bemühungen von deutscher Seite überhaupt erst erfolgt ist, ist zwar ein Erfolg, aber dennoch nicht ausreichend. Um einen der Effizienzsteigerung des Marktes equivalenten Anlegerschutz zu erreichen, muss eine für alle EWR-Staaten verbindliche, einheitliche Prospekthaftung geschaffen werden. Zu hoffen bleibt, dass die Staa-

ten ihre Blockadehaltung diesbezüglich, zum Wohle der Anleger bald aufgeben werden.

## Bibliographie

### Teil 1: Aufsätze, Kommentare und Dissertationen

- Apfelbacher, Gabriele / Metzner, Manuel*, Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, S. 81-90.
- Armbrüster, Christian*, Kapitalanleger als Verbraucher? Zur Reichweite des europäischen Verbraucherschutzrechts, ZIP 2006, S. 406-415.
- Assmann, Heinz-Dieter*, Die Prospekthaftung beruflicher Sachkenner de lege lata und de lege ferenda, AG 2004, S. 435-448.
- Assmann, Heinz-Dieter / Lenz, Jürgen / Ritz, Corinna*, Verkaufsprospektgesetz, 1. Auflage, Köln, 2001 (zitiert: Assmann/Lenz/Ritz, Verkaufsprospektgesetz).
- Assmann, Heinz-Dieter / Schütze, Rolf A.*, Handbuch des Kapitalmarktrechts, 2. Auflage, München, 1997 (zitiert: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalmarktrechts, 2. Aufl. 1997).
- Ballwieser, Wolfgang*, Handbuch der Rechnungslegung und Prüfung, 3. Auflage, Stuttgart, 2002.
- Barta, Sebastian*, Der Prospektbegriff in der neuen Verkaufsprospekthaftung, NZG 2005, S. 305-309.
- Boos, Karl-Heinz / Preuße, Thomas*, Die Umsetzung der EU-Prospektrichtlinie in Deutschland – Folgen für daueremittierende Banken, Kreditwesen 2005, S. 523-525.
- Caspari, Karl-Burkhard*, Anlegerschutz in Deutschland im Lichte der Brüsseler Richtlinien, NZG 2005, S. 98-103.
- Christ, Britta*, Der Einfluss der EU-Prospektrichtlinie auf das Wertpapierprospekthaftungsrecht in der Bundesrepublik Deutschland, 1. Auflage, Baden-Baden, 2007, (Diss.).
- Claßen, Ruth / Heegemann, Volker*, Das Lamfalussy-Verfahren – Bestandsaufnahme, Bewertung und Ausblick, Kreditwesen 2003, S. 1200-1203.
- Crüwell, Christoph*, Die europäische Prospektrichtlinie – auf dem Weg zu einem europäischen Kapitalmarkt, AG 2003, S. 243-253.
- Doerfert, Carsten*, Europarecht – Die Grundlagen der Europäischen Union mit ihren politischen und wirtschaftlichen Bezügen, 2. Auflage, München, 2004.

- Ekkenga, Jens*, Änderungs- und Ergänzungsvorschläge zum Regierungsentwurf eines neuen Wertpapierprospektgesetzes, BB 2005, S. 561-564.
- Ellenberger, Jürgen*, Prospekthaftung im Wertpapierhandel, 1. Auflage, Berlin, 2001.
- Eyles, Uwe*, Das Niederlassungsrecht der Kapitalgesellschaften in der Europäischen Gemeinschaft, 1. Auflage, Baden-Baden, 1990, (Diss.).
- Fleischer, Holger*, Prospektpflicht und Prospekthaftung für Vermögensanlagen des Grauen Kapitalmarkts nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, S. 339-347.
- Fleischer, Holger*, Zur Haftung bei fehlendem Verkaufsprospekt im deutschen und US-amerikanischen Kapitalmarktrecht, WM 2004, S. 1897-1903.
- Fleischer, Holger*, Prognoseberichterstattung im Kapitalmarktrecht und Haftung für fehlerhafte Prognosen, AG 2006, S. 2-16.
- Fleischer, Holger*, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln? – Gutachten F für den 64. Deutschen Juristentag, 1. Auflage, Stuttgart, 2002 (zitiert: *Fleischer*, Gutachten F, 64. Deutscher Juristentag 2002).
- Foelsch, Eberhard*, EU-Aktionsplan für Finanzdienstleistungen und nationale Kapitalmarktreform – Die Entwicklung des Kapitalmarktaufsichtsrechts in den Jahren 2003 bis 2006, BKR 2007, S. 94-101.
- Fürhoff, Jens / Schuster, Gunnar*, Entwicklung des Kapitalmarktaufsichtsrechts im Jahr 2002, BKR 2003, S. 134-141.
- Fürhoff, Jens / Ritz, Corinna*, Richtlinienentwurf der Kommission über den Europäischen Pass für Emittenten, WM 2001, S. 2280-2288.
- Götze, Cornelius*, Das jährliche Dokument nach § 10 WpPG – eine Bestandsaufnahme, NZG 2007, S. 570-574.
- Groß, Wolfgang*, Kapitalmarktrecht, 2. Auflage, München, 2002.
- Groß, Wolfgang*, Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, München, 2006.
- Grub, Maximilian / Thiem, Ulrich*, Das neue Wertpapierprospektgesetz – Anlegerschutz und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland, NZG 2005, S. 750-752.
- Habersack, Mathias / Mülbart, Peter O. / Schlitt, Michael*, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 1. Auflage, Köln, 2005.

- Hadding, Walther / Hopt, Klaus J. / Schimansky, Herbert*, Deutsches und europäisches Bank- und Börsenrecht, 1. Auflage, Berlin, New York, 1994.
- Heidelberg, Anna / Preuße, Thomas*, Einzelfragen in der praktischen Arbeit mit dem neuen Wertpapierprospektregime, BKR 2006, S. 316-323.
- Holzborn, Timo / Schwarz-Gondek, Nicolai*, Die neue EU-Prospektrichtlinie, BKR 2003, S. 927-935.
- Holzborn, Timo / Foelsch, Eberhart*, Schadensersatzpflicht von Aktiengesellschaften und deren Management bei Anlegerverlusten – Ein Überblick, NJW 2003, S. 932-940.
- Holzborn, Timo / Israel, Alexander*, Das neue Wertpapierprospektrecht, ZIP 2005, S. 1668-1675.
- Hopt, Klaus J. / Voigt, Hans-Christoph*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, WM 2004, S. 1801-1804.
- Hopt, Klaus J. / Voigt, Hans-Christoph*, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA, 1. Auflage, Tübingen, 2005 (zitiert: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung).
- Hopt, Klaus J.*, Europäisches Gesellschaftsrecht und deutsche Unternehmensverfassung – Aktionsplan und Interdependenzen, ZIP 2005, S. 461-474.
- Hopt, Klaus J.*, Inwieweit empfiehlt sich eine allgemeine gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes? Gutachten G für den 51. Deutschen Juristentag, 1. Auflage, München, 1976. (zitiert: Gutachten G, 51. Deutscher Juristentag 1976)
- Hutter, Stephan / Leppert, Michael*, Reformbedarf im deutschen Kapitalmarkt- und Börsenrecht, NJW 2002, S. 2208-2213.
- Ilberg, Philipp von / Neises, Michael*, Die Richtlinien-Vorschläge der EU-Kommission zum „Einheitlichen Europäischen Prospekt“ und zum „Marktmissbrauch“ aus Sicht der Praxis – Hintergrund, Inhalt und Kritik, WM 2002, S. 635-647.
- Kafsack, Hendrik*, Stoppschild für Lamfalussy, FAZ v. 29.3.2005, S. 19.
- Kaum, Markus / Zimmermann, Martin*, Das „jährliche Dokument“ nach § 10 WpPG, BB 2005, S. 1466-1468.

- Keller, Christoph / Langner, Julian*, Überblick über EU-Gesetzgebungsvorhaben im Finanzbereich, BKR 2003, S. 616-619.
- Klosa, Annette / Auberle, Anette*, Duden, Deutsches Universalwörterbuch, 4. Auflage, Mannheim, 2001 (zitiert: Duden, Universalwörterbuch).
- Kopp-Colomb, Wolf von / Lenz, Jürgen*, Der europäische Pass für Emittenten – der „Lamfalussy-Bericht“ über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte und der Vorschlag einer neuen Prospektrichtlinie, AG 2002, S. 24-29.
- Köhler, Anette G. / Meyer, Stephanie / Mauelshagen, Jan*, BB-Gesetzgebungsreport: Umsetzungsstand des 10-Punkte-Plans der Bundesregierung zur Stärkung des Anlegerschutzes und der Unternehmensintegrität, BB 2004, S. 2623-2631.
- Kollmorgen, Alexander / Feldhaus, Heiner*, Ungelöste Fragen der Anwendung des neuen Wertpapierprospektgesetzes, BB 2007, S. 225-230.
- König, Kai-Michael*, Die neue europäische Prospektrichtlinie – Eine kritische Analyse und Überlegungen zur Umsetzung in das deutsche Kapitalmarktrecht, ZEuS 2004, S. 251-288.
- König, Kai-Michael*, Die neue EU-Prospektrichtlinie aus gemeinschaftsprivatrechtlicher Perspektive, GPR 2003-2004, S. 152-155.
- Krimphove, Dieter*, Aktuelle Entwicklungen im europäischen Bank- und Kapitalmarktrecht, Kreditwesen 2005, S. 97-105.
- Kullmann, Walburga / Sester, Peter*, Das Wertpapierprospektgesetz (WpPG) – Zentrale Punkte des neuen Regimes für Wertpapieremissionen, WM 2005, S. 1068-1076.
- Kullmann, Walburga / Sester, Peter*, Inhalt und Format von Emissionsprospekten nach dem WpPG, ZBB 2005, S. 209-215.
- Kunold, Uta / Schlitt, Michael*, Die neue EU-Prospektrichtlinie – Inhalt und Auswirkungen auf das deutsche Kapitalmarktrecht, BB 2004, S. 501-512.
- Kunold, Uta / Schlitt, Michael*, Wertpapieremittenten bekommen einen Europass – Die Börsen müssen die Zulassung von Prospekten abgeben, FAZ v. 6.8.2003, S. 19.
- Kuntz, Thilo*, Internationale Prospekthaftung nach Inkrafttreten des Wertpapierprospektgesetzes, WM 2007, S. 432-440.

- Leuering, Dieter*, Prospektpflichtige Anlässe im WpPG, Der Konzern 2006, S. 4-11.
- Leuering, Dieter / Simon, Stefan*, Der Freiverkehr als Börsensegment für kleine und mittlere Unternehmen, NJW-Spezial 2006, S. 27-28.
- Lenz, Jürgen / Ritz, Corinna*, Die Bekanntmachungen des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel zum Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz und zur Verordnung über Wertpapier-Verkaufsprospektgesetze, WM 2000, S. 904-910.
- Mattil, Peter / Möslin, Florian*, Die Sprache des Emissionsprospekts – Europäisierung des Prospektrechts und Anlegerschutzes, WM 2007, S. 819-826.
- Martiny, Dieter*, in Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch Band 10, Einführungsgesetz zum bürgerlichen Gesetzbuche (Art. 1-46), Internationales Privatrecht, 4. Auflage, München, 2006 (zitiert: MünchKomm zum BGB, 4. Aufl. 2006)
- Meyer, Andreas*, Aspekte einer Reform der Prospekthaftung – Eine Würdigung der Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentages – Teil 1, WM 2003, S. 1301-1313.
- Meyer, Andreas*, Aspekte einer Reform der Prospekthaftung – Eine Würdigung der Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentages – Teil 2, WM 2003, S.1349-1355.
- Meyer, Wilhelm*, Dokumentation – Beschleunigendes Ausschussverfahren bei Wertpapiermärkten, WM 2001, S. 926-927.
- Montier, James*, Geringe Trefferquote bei Gewinnprognosen, FAZ v. 14.9.2005, S. 23.
- Möllers, Thomas M. J.*, Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht – Harmonisierungsmöglichkeiten nach geltendem und künftigem Recht, NZG 1997, S. 334-367.
- Möllers, Thomas M. J.*, Effizienz als Maßstab des Kapitalmarktrechts – Die Verwendung empirischer und ökonomischer Argumente zur Begründung zivil-, straf- und öffentlich-rechtlicher Sanktionen, AcP 2008, S. 1-36.
- Möllers, Thomas M. J.*, Europäische Methoden- und Gesetzgebungslehre im Kapitalmarktrecht – Vollharmonisierung, Generalklauseln und soft law

- im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens als Mittel zur Etablierung von Standards, ZEuP 2008, S. 480-505.
- Möllers, Thomas M. J. / Voß, Thorsten*, Schlaglicht Wertpapierprospektrecht: Der Wegfall des Daueremittentenprivilegs erfordert schnelles Handeln, BB 2008, S. 1131-1132.
- Möslein, Florian*, Richtlinienkonforme Auslegung im Zivilverfahrensrecht? GPR 2003-2004, S. 59-66.
- Mülbart, Peter O. / Steup, Steffen*, Emittentenhaftung für Fehlerhafte Kapitalmarktinformationen am Beispiel der fehlerhaften Regelpublizität – das System der Kapitalmarktinformationshaftung nach AnSVG und WpPG mit Ausblick auf die Transparenzrichtlinie, WM 2005, S. 1633-1655.
- Müller, Robert / Oulds, Mark K.*, Transparenz im europäischen Fremdkapitalmarkt, WM 2007, S. 573-580.
- Müller-Michaels, Olaf / Wecker, Johannes*, Freiverkehr: gesetzliche Rahmenbedingungen und Börsenordnungen, FB 2005, S. 736-743.
- Pfeiffer, Gero F. / Buchinger, Daniel*, Prospektpflicht bei Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen US-amerikanischer Arbeitgeber, NZG 2006, S. 449-451.
- Portner, Rosemarie*, Bedeutet das neue Wertpapierprospektgesetz das Aus für ausländisch initiierte aktienbasierte Mitarbeiterbeteiligungsprogramme? IStR 2005, S. 739-740.
- Sandberger, Christoph*, Die EU-Prospektrichtlinie – „Europäischer Pass für Emittenten“, EWS 2004, S. 297-303.
- Scherzberg, Arno*, Die innerstaatliche Wirkung von EG-Richtlinien, Jura 1993, S. 225-232.
- Schäfer, Frank A.*, Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV, 1. Auflage, Stuttgart, 1999 (zitiert: Schäfer, Kapitalmarktgesetze, 1999).
- Schäfer, Frank A.*, Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV, 2. Auflage, Stuttgart, 2006 (zitiert: Schäfer, Kapitalmarktgesetze, 2006).
- Schlitt, Michael / Schäfer, Susanne*, Auswirkungen des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes auf Aktien- und Equity-linked Emissionen, AG 2005, S. 498-511.

- Schlitt, Michael / Singhof, Bernd / Schäfer, Susanne*, Aktuelle Rechtsfragen und neue Entwicklungen im Zusammenhang mit Börsengängen, BKR 2005, S. 251-264.
- Schlitt, Michael*, Für Wertpapierprospekte gelten bald neue Regeln – Europäischer Pass für deutsche Emittenten, FAZ v. 22.12.2004, S. 23.
- Schlitt, Michael / Smith, Philip D. / Werlen, Thomas*, Die Going-Public-Grundsätze der Deutschen Börse AG, AG 2002, S. 478-489.
- Schmolke, Ulrich*, Der Lamfalussy-Prozess im Europäischen Kapitalmarktrecht – eine Zwischenbilanz, NZG 2005, S. 912-919.
- Schneider, Uwe H.*, Internationales Kapitalmarktrecht, AG 2001, S. 269-278.
- Schwark, Eberhart*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Auflage, München, 2004.
- Seitz, Jochen*, Die Integration der europäischen Wertpapiermärkte und die Finanzmarktgesetzgebung in Deutschland, BKR 2002, S. 340-347.
- Seitz, Jochen*, Das neue Wertpapierprospektrecht – Auswirkungen auf die Emissionen von Schuldverschreibungen, AG 2005, S. 678-689.
- Siebel, Ulf R./ Gebauer, Stefan*, Prognosen im Aktien- und Kapitalmarktrecht, WM 2001, S. 118-134.
- Spindler, Gerald*, Kapitalmarktreform in Permanenz – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, NJW 2004, S. 3449-3455.
- Spindler, Gerald*, Neuregelungen des Kapitalmarkt- und Börsenrechts zum Anlegerschutz? – Zur gesellschafts- und wirtschaftsrechtlichen Abteilung des 64. Deutschen Juristentages, DStR 2002, S. 1576-1587.
- Spindler, Gerald / Christoph, Fabian L.*, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts in den Jahren 2003/2004, BB 2004, S. 2197-2205.
- Stephan, Klaus-Dieter*, Prospektaktualisierung, AG 2002, S. 3-14.
- Sudmeyer, Jan / Rückert, Susanne / Kuthe, Thorsten*, Entry Standart – Das neue Börsensegment für den Mittelstand, BB 2005, S. 2703-2706.
- Wagner, Oliver*, Der Europäische Pass für Emittenten – die neue Prospekt-richtlinie, Die Bank 2003, S. 680-685.
- Wagner, Klaus-R.*, Sind Kapitalanleger Verbraucher? BKR 2003, S. 649-656.
- Weber, Martin*, Deutsches Kapitalmarktrecht im Umbruch – Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz, NJW 1994, S. 2849-2912.

- Weber, Martin*, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 2001/2002, NJW 2003, S. 18-26.
- Weber, Martin*, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2003, NJW 2004, S. 28-38
- Weber, Martin*, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2004, NJW 2004, S. 3674-3681.
- Weber, Martin*, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2005, NJW 2005, S. 3682-3691.
- Weber, Martin*, Unterwegs zu einer europäischen Prospektkultur – Vorgaben der neuen Wertpapierprospektrichtlinie vom 4.11.2003, NZG 2004, S. 360-366.
- Wienecke, Laurenz*, Emissionspublizität – Praktische Anforderungen und rechtliche Grenzen, NZG 2005, S. 109-115.
- Ohne Autor*, 64. Deutscher Juristentag Berlin 2002: Die Beschlüsse, NZG 2002, S. 1006-1008.

## Teil 2: Rechtsquellen und sonstige Quellen:

*Ausschuss der Weisen*, Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte v. 15.2.2001, (zitiert: *Lamfalussy-Bericht*), online unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemn/final-report-wise-men\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemn/final-report-wise-men_de.pdf).

*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)*, Häufig gestellte Fragen zum jährlichen Dokument, online unter [http://www.bafin.de/clin\\_042/nm\\_977080/SharedDocs/Artikel/DE/Unternehmen/AllgemeinPflichten/ProspekteFuerWertpapiere/AlteRechtslage/faq\\_\\_10wppg.html](http://www.bafin.de/clin_042/nm_977080/SharedDocs/Artikel/DE/Unternehmen/AllgemeinPflichten/ProspekteFuerWertpapiere/AlteRechtslage/faq__10wppg.html).

*Bundestag Drucksache*, (BT-Drs.) 13/8933, Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz), (zitiert: BT-Drs. 13/8933).

*Bundestag Drucksache*, (BT-Drs.) 15/3174, Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), v. 24.5.2004, (zitiert: BT-Drs. 15/3174).

*Bundestag Drucksache*, (BT-Drs.) 15/4999, Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz), v. 3.3.2005, (zitiert: BT-Drs. 15/4999).

*Bundestag Drucksache*, (BT-Drs.) 15/5373, Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss) zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung Drucksachen 15/4999, 15/5219, v. 21.4.2005, (zitiert: BT-Drs. 15/5373).

*Committee of European Securities Regulators (CESR)*, CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the Proposed Prospectus Directive, v. April 2003, (zitiert: *CESR/03-066b*).

*Committee of European Securities Regulators (CESR)*, CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the Prospectus Directive, v. Juli 2003, (zitiert: *CESR/03-208*).

- Committee of European Securities Regulators (CESR)*, CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the Prospectus Directive, September 2003, (zitiert: *CESR/03-300*).
- Committee of European Securities Regulators (CESR)*, CESR's recommendations for the consistent implementation of the European Commission's Regulation on Prospectuses n° 809/2004, Januar 2005, (zitiert: *CESR/05-054b*).
- Committee of European Securities Regulators (CESR)*, Formal Mandate to CESR for technical advice on a possible amendment to the requirements in Commission Regulation (EC) 809/2004 regarding the historical financial information which must be included in a prospectus Call for Evidence, 3. Juli 2005, (zitiert: *CESR/05-384*).
- Committee of European Securities Regulators (CESR)*, Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members, v. 18. Juli 2006, (zitiert: *CESR/06-296d*).
- Committee of European Securities Regulators (CESR)*, Report on CESR Members' Power under the Prospectus Directive and its Implementing Measures, v. Juni 2007 (zitiert: *CESR/07-383*).
- Deutsches Aktieninstitut (DAI)*, Stellungnahme zu dem Vorschlag der Europäischen Kommission für die Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, v. 2.9.2002, NZG 2002, S. 1100-1103, (zitiert: *DAI, NZG 2002*).
- Deutsches Aktieninstitut (DAI)*, Response to CESR's Call for Evidence relating to the Formal Mandate to CESR for Technical Advice on a Possible Amendment to the Requirements in Commission Regulation (EC) 809/2004 regarding the Historical Financial Information which Must Be Included in a Prospectus, (zitiert: *DAI, Response to CESR/05-384*).
- Deutsches Aktieninstitut (DAI) / Bund der Deutschen Industrie (BDI)*, Stellungnahme zu dem Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Finanzen für ein Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung

der Richtlinie 2001/34/EG (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz) 3. Januar 2005, (zitiert: *DAI/BDI*, Stellungnahme v. 3.1.2005), online unter [http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040\\_deutsche\\_gesetzgebungsgeschichte/prospektril\\_umsetzungsgesetz\\_wppg\\_geschichte/prospektril\\_umsetzungsg\\_pdfs/stnahme\\_dai.pdf](http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040_deutsche_gesetzgebungsgeschichte/prospektril_umsetzungsgesetz_wppg_geschichte/prospektril_umsetzungsg_pdfs/stnahme_dai.pdf).

*Deutsches Derivate Institut (DDI)*, Stellungnahme für die öffentliche Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages zu dem Regierungsentwurf des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes am 13. April 2005, (zitiert: *DDI*, Stellungnahme v. 13.4.2005), online unter [http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040\\_deutsche\\_gesetzgebungsgeschichte/prospektril\\_umsetzungsgesetz\\_wppg\\_geschichte/prospektril\\_umsetzungsg\\_pdfs/stnahme\\_ddi.pdf](http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040_deutsche_gesetzgebungsgeschichte/prospektril_umsetzungsgesetz_wppg_geschichte/prospektril_umsetzungsg_pdfs/stnahme_ddi.pdf).

*Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW)*, Stellungnahme v. 5.1.2005, (zitiert: *DWS*, Stellungnahme v. 5.1.2005) online unter [http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040\\_deutsche\\_gesetzgebungsgeschichte/prospektril\\_umsetzungsgesetz\\_wppg\\_geschichte/prospektril\\_umsetzungsg\\_pdfs/stnahme\\_dsw.pdf](http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040_deutsche_gesetzgebungsgeschichte/prospektril_umsetzungsgesetz_wppg_geschichte/prospektril_umsetzungsg_pdfs/stnahme_dsw.pdf).

*Europäische Kommission*, 10. Fortschrittsbericht v. 2.6.2004, Finanzdienstleistungen über den Berg, Vorbereitung für die nächste Phase der europäischen Kapitalmarktintegration, (zitiert: *KOM*, 10. Fortschrittsbericht) online unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/progress10\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/progress10_de.pdf).

*Europäische Kommission*, FSAP-Evaluation, Part I: Process and implementation v. 24.1.2007, (zitiert: *KOM*, FSAP-Evaluation, Part I) online unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/070124\\_part1\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/070124_part1_en.pdf).

*Europäische Kommission*, Vollendung des Binnenmarktes, Weißbuch der Kommission an den Europäischen Rat 28./29. Juni 1985, *KOM* (85) 310 endg. v. 14. Juni 1985, (zitiert: *KOM* (85) 310 endg.) online unter [http://europa.eu/documents/comm/white\\_papers/pdf/com1985\\_0310\\_f\\_de.pdf](http://europa.eu/documents/comm/white_papers/pdf/com1985_0310_f_de.pdf).

*Europäische Kommission*, Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan, Mitteilung der Kommission, *KOM* (1999) 232 v. 11. Mai 1999, (zitiert: *KOM* (1999) 232).

*Europäische Kommission*, Formeller, dem Europäischen Wertpapierausschuss (ESC) zur Abstimmung vorgelegter Kommissionsentwurf zur Durchführung der Prospektrichtlinie 2003/71/EG, KOM (2004) v. 20.1.2004, (zitiert: KOM (2004) v. 20.1.2004) online unter [http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/029\\_ESC\\_Working\\_Documents/ProspektRil\\_pdf/formal\\_commission\\_draft\\_de.pdf](http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/029_ESC_Working_Documents/ProspektRil_pdf/formal_commission_draft_de.pdf)

*Europäische Kommission*, Geänderter Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, KOM (2002) 460, ABl. C 20 E v. 28. Januar 2003, S. 122, (zitiert: KOM (2002) 460, S. 122)

*Europäische Kommission*, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, KOM (2001) 280 v. 30. Mai 2001, ABl. C 240 E v. 28.8.2001, S. 272, (zitiert: KOM (2001) 280, S. 272)

*Europäische Zentralbank*, Stellungnahme v. 16.11.2001, ABl. C 344 v. 6.12.2001.

*Europäischer Rat (Cardiff)*, 15.-16. Juni 1998, Schlussfolgerungen des Vorsitzes, online unter [http://www.europarl.europa.eu/summits/car1\\_de.htm](http://www.europarl.europa.eu/summits/car1_de.htm).

*Europäischer Rat (Wien)*, 11.-12. Dezember 1998, Schlussfolgerungen des Vorsitzes, online unter [http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms\\_Data/docs/pressData/de/ec/00300-R1.D8.htm](http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/de/ec/00300-R1.D8.htm).

*Europäischer Rat (Lissabon)*, 23.-24. März 2000, Schlussfolgerungen des Vorsitzes, online unter [http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1\\_de.htm](http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1_de.htm).

*Europäischer Rat (Stockholm)*, 23.-24. März 2001, Schlussfolgerungen des Vorsitzes, online unter <http://www.bmwa.gv.at/NR/rdonlyres/868789B-D-F2BB-4CAF-9375-1A99C4D7B188/0/SchlussfStockholm2001.pdf>.

*Europäischer Rat (Stockholm)*, 23.-24. März 2001, Entschließung des Europäischen Rates von Stockholm v. 23.03.2001 über eine wirksamere Regulierung der Wertpapiermärkte in der Europäischen Union, ABl. C

- 138 v. 11.05.2001, (zitiert: *Europäischer Rat (Stockholm)*, 23.-24.3.2001 EntschlieÙung, ABl. C 138).
- Europäisches Parlament*, Stellungnahme v. 14.3.2002, ABl. C 47 E v. 27.2.2003.
- Europäisches Parlament*, EntschlieÙung des Europäischen Parlaments zu der Mitteilung der Kommission „Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan“ v. 13.4.2000, ABl. C 40 v. 7.2.2001, (zitiert: *Europäisches Parlament*, EntschlieÙung, ABl. C 40) online unter <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2001:040:0453:0459:DE:PDF>.
- Forum Group on Market Manipulation*, Issues Paper for the First Meeting of the Group, online unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/forumgroups/manipulation1\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/forumgroups/manipulation1_en.pdf).
- Frankfurter Wertpapierbörse (FWB)*, Rundschreiben Listing 01/2005 v. 2.6.2005, „Umsetzung der Richtlinie (2003/71/EG)“, (zitiert: *FWB*, Rundschreiben Listing 01/2005), online unter [http://www1.deutscheboerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/KIR+Web+Publikationen/CPOL-6CYD7L/\\$FILE/2005\\_01\\_Richtlinie\(2003/71/EG\)\\_dt.pdf?OpenElement](http://www1.deutscheboerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/KIR+Web+Publikationen/CPOL-6CYD7L/$FILE/2005_01_Richtlinie(2003/71/EG)_dt.pdf?OpenElement).
- Frankfurter Wertpapierbörse (FWB)*, Rundschreiben Listing 4/2004 v. 17.5.2004, (zitiert: *FWB*, Rundschreiben Listing 4/2004).
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, international disclosure standards for cross-border offering and initial listings by foreign issuers, v. September 1998, (zitiert: *IOSCO*, international disclosure standards, v. September 1998) online unter [http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia\\_corpfin/crossborder.pdf](http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_corpfin/crossborder.pdf).
- Wirtschafts- und Sozialausschuss*, Stellungnahme v. 17.1.2002, ABl. C 80 v. 3.4.2002.
- Zentraler Kreditausschuss (ZKA)*, Stellungnahme zum Diskussionsentwurf eines Prospekttrichtlinie-Umsetzungsgesetzes v. Januar 2005, (zitiert: *ZKA*, Stellungnahme v. Januar 2005), online unter [http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040\\_deutsche\\_gesetzgebungsgeschichte/prospektril\\_umsetzungsgesetz\\_wppg\\_geschichte/prospektril\\_umsetzungsg\\_pdfs/stnahme\\_zka.pdf](http://www.jura.uni-augsburg.de/prof/moellers/materialien/materialdateien/040_deutsche_gesetzgebungsgeschichte/prospektril_umsetzungsgesetz_wppg_geschichte/prospektril_umsetzungsg_pdfs/stnahme_zka.pdf).

*Ohne Autor*, Gemeinsamer Standpunkt (EG) Nr. 25/2003, vom Rat festgelegt am 24.03.2003, im Hinblick auf den Erlass der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. C 125 E v. 27.05.2003, S. 21.