

---

# Die neue europäische Prospektrichtlinie

## Eine kritische Analyse und Überlegungen zur Umsetzung in das deutsche Kapitalmarktrecht

Kai-Michael König\*

### Inhalt

I. Einführung	252
1. Hintergrund und Gegenstand der Neuregelung	253
2. Rechtsetzungsverfahren	255
II. Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Prospekts	256
1. Einheitliche Definition des öffentlichen Angebots	257
2. Umfang der Prospektpflicht	258
a) Prospektpflicht bei Zulassung zum Börsenhandel	258
b) Prospektpflicht bei öffentlichen Angeboten	258
3. Ausnahmen vom Anwendungsbereich	261
4. Ausnahmen von der Prospektpflicht	262
a) Ausnahmen für begrenzte öffentliche Angebote	263
b) Ausnahmetatbestände für bestimmte Emissionssituationen	264
c) Europapass für an geregelten Märkten gehandelte Wertpapiere	266
III. Der Europapass für Prospekte	267
1. Zentralisiertes Genehmigungsverfahren	267
2. Die Definition des Herkunftsmitgliedstaates	267
a) Der Herkunftsmitgliedstaat für Emittenten aus der EU	268
b) Der Herkunftsmitgliedstaat für Emittenten aus Drittstaaten	269
3. Das Billigungsverfahren	271
IV. Prospektformat und Prospektinhalt	272
1. Prospektformat	272
a) Einteiliger oder dreiteiliger Prospekt	272
b) Die Zusammenfassung	272

---

\* Dr. Kai-Michael König, Rechtsanwalt in Düsseldorf.

c) Die Sprachenregelung	273
d) Angaben in Form von Verweisen	274
e) Prospektnachträge	274
2. Der Prospektinhalt	275
a) Der „building block approach“	275
b) Die Mindestangaben	276
c) Angaben über die finanziellen Verhältnisse des Emittenten	278
3. Veröffentlichung unvollständiger Prospekte	280
a) Basisprospekt	280
b) Nichtaufnahme von Angaben	281
V. Veröffentlichung des Prospekts	282
VI. Sonstige Bestimmungen	283
1. Werbung	283
2. Jährliche Informationspflicht	284
VII. Haftungsfragen	284
1. Haftung der für den Prospekt verantwortlichen Personen	284
2. Ausschluss der Haftung für Zusammenfassungen	285
VIII. Umsetzung der Richtlinie	286
IX. Schlussfolgerungen	287

## I. Einführung

Am 31. Dezember 2003 ist die neue europäische Prospekttrichtlinie<sup>1</sup> in Kraft getreten. Die Richtlinie ist Teil der Aktionspläne Risikokapital<sup>2</sup> und Finanzdienstleistungen<sup>3</sup>, welche die Kommission im Juni 1998 bzw. im Mai 1999 aufgelegt hat,

---

<sup>1</sup> Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 4.11.2003 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 (nachfolgend „Prospektrichtlinie“), ABL. L 345 v. 31.12.2003, S. 64, im Internet unter [http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2003/l\\_345/l\\_34520031231de00640089.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2003/l_345/l_34520031231de00640089.pdf) abrufbar (alle nachfolgend im Artikel zitierten Internetseiten haben das Zugriffsdatum 8.6.2004).

<sup>2</sup> „Risikokapital: Schlüssel zur Schaffung von Arbeitsplätzen in der Europäischen Union“, SEK(1998) 552, [http://europa.eu.int/comm/economy\\_finance/publications/risk\\_capital/1998/risk\\_cap\\_act\\_plan\\_de.pdf](http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/risk_capital/1998/risk_cap_act_plan_de.pdf).

und stellt neben der im April 2003 in Kraft getretenen Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>4</sup>, der geplanten Transparenzrichtlinie<sup>5</sup> und der kürzlich in Kraft getretenen Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente<sup>6</sup> einen Eckpunkt des Programms zur Schaffung einheitlicher Rahmenbedingungen auf dem europäischen Kapitalmarkt dar. Sie ersetzt die bisherige Richtlinie 89/298/EWG über die Veröffentlichung von Prospekten bei Wertpapieremissionen (nachfolgend „Verkaufsprospektrichtlinie 1989“)<sup>7</sup> und die Bestimmungen über Offenlegungspflichten bei Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung in der Richtlinie 2001/34/EG über die Zulassung von Wertpapieren zum amtlichen Handel (nachfolgend „Börsenzulassungsrichtlinie“)<sup>8</sup>. Die Richtlinie ist von den Mitgliedstaaten bis zum 1. Juli 2005 umzusetzen. Sie wird grundlegende Anpassungen des deutschen Kapitalmarktrechts erforderlich machen.

## 1. Hintergrund und Gegenstand der Neuregelung

Im Zentrum der neuen Richtlinie steht die Einführung einer europaweiten Verkehrsfähigkeit von Verkaufs- und Börsenzulassungsprospekten (auch als „Europapass“<sup>9</sup> bezeichnet). Zwar sehen bereits die Verkaufsprospektrichtlinie 1989 und die Börsenzulassungsrichtlinie eine generelle Pflicht zur gegenseitigen Anerkennung

<sup>3</sup> Finanzdienstleistungen: Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan (nachfolgend „Aktionsplan Finanzdienstleistungen“), KOM (1999) 232, [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/general/actionde.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/actionde.pdf).

<sup>4</sup> Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16, [http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2003/l\\_096/l\\_09620030412de00160025.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2003/l_096/l_09620030412de00160025.pdf).

<sup>5</sup> Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, KOM(2003) 138 endg., [http://europa.eu.int/eur-lex/de/com/pdf/2003/com2003\\_0138de01.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/de/com/pdf/2003/com2003_0138de01.pdf) (eine nichtoffizielle aktuelle Fassung der Richtlinie, in welche die vom Europäischen Parlament beschlossenen Änderungen eingearbeitet worden sind, ist im Internet unter [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/docs/transparency/directive/2004-05-unofficial\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/transparency/directive/2004-05-unofficial_en.pdf) abrufbar).

<sup>6</sup> Richtlinie 2004/39/EG des europäischen Parlaments und des Rates v. 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG u. 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, ABl. Nr. L 145 v. 30.4.2004, S. 1.

<sup>7</sup> Richtlinie 89/298/EWG zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, Kontrolle und Verbreitung des Prospekts, der im Falle öffentlicher Angebote von Wertpapieren zu veröffentlichen ist, ABl. Nr. L 124 v. 5.5.1989, S. 8.

<sup>8</sup> Richtlinie 2001/34/EG v. 28.5.2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen, ABl. Nr. L 217 v. 6.7.2001, S. 18.

<sup>9</sup> Diese Bezeichnung geht zurück auf ein Konsultationspapier des Forums europäischer Wertpapieraufsichtsbehörden (FESCO), in der die Einführung eines „Europapasses für Emittenten“ gefordert wurde: A European Passport for Issuers, Konsultationspapier der FESCO v. 10.5.2000, Ref. FESCO/ 99-098e, <http://www.europefesco.org/DOCUMENTS/CONSULTATIVE/99-098E.pdf>.

von Prospekten vor. Da die Richtlinien aber einen weiten Spielraum für nationale Ausnahmen zulassen und die Anforderungen an Prospekte in den einzelnen Mitgliedstaaten mangels einer Harmonisierung der Voraussetzungen erheblich voneinander abweichen, ist die Verwendung einheitlicher Wertpapierprospekte zur grenzüberschreitenden Kapitalaufnahme in mehreren EU-Mitgliedstaaten bisher mit erheblichen praktischen Schwierigkeiten verbunden.<sup>10</sup> Der „Aktionsplan Finanzdienstleistungen“ von 1999 sah daher die „Überwindung der bestehenden Hindernisse für die effektive gegenseitige Anerkennung von Prospekten“ als einen vordringlichen Schritt zur Schaffung eines europäischen Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen an.<sup>11</sup> Zur Erreichung dieses Ziels sieht die neue Prospekttrichtlinie im wesentlichen die folgenden Maßnahmen vor:

- die Harmonisierung der Prospektspflicht, insbesondere durch eine einheitliche Definition des „öffentlichen Angebots von Wertpapieren“ und Einführung verbindlicher Ausnahmeregelungen,
- die Vereinheitlichung der formalen und inhaltlichen Anforderungen an Prospekte und
- die Einführung eines einheitlichen Autorisierungsverfahrens und einer zentralen, gemeinschaftsweit gültigen Billigung des Prospekts durch die zuständige Behörde des jeweiligen Herkunftsmitgliedstaats.

Darüber hinaus verfolgt die Richtlinie das Ziel, in Übereinstimmung mit internationalen Standards, den Anlegerschutz zu verbessern.<sup>12</sup> Zu diesem Zweck sieht die Richtlinie die Einführung einheitlicher Prospektanforderungen vor, die sich an internationalen Standards, namentlich den von der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO)<sup>13</sup> ausgearbeiteten Regeln, orientieren. Die Offenlegungsstandards gelten dabei einheitlich für die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an geregelten Märkten in der EU und für öffentliche Angebote. Die bisherigen Unterschiede zwischen Verkaufs- und Börsenzulassungsprospekten entfallen.

---

<sup>10</sup> Zu den bestehenden Problemen im Einzelnen: v. *Ilberg/Neises*, Die Richtlinien-Vorschläge der EU Kommission zum Einheitlichen Europäischen Prospekt und zum Marktmissbrauch aus Sicht der Praxis, WM 2002, S. 635, 638 f.; vgl. a. *Crüwell*, Die europäische Prospekttrichtlinie, AG 2003, S. 243, 244; *Fürhoff/Ritz*, Richtlinienentwurf der Kommission über den Europäischen Paß für Emittenten, WM 2001, S. 2280, 2282 f.; *Kunold/Schlitt*, Die neue EU-Prospektrichtlinie, BB 2004, S. 501, 502; der Aktionsplan Finanzdienstleistungen, S. 6, stellt hierzu fest, dass „die gegenseitige Anerkennung, die mit der Prospekttrichtlinie von 1989 erreicht werden sollte, [...] bislang an zusätzlichen nationalen Auflagen gescheitert“ ist.

<sup>11</sup> Aktionsplan Finanzdienstleistungen, s. Fn. 3, S. 22.

<sup>12</sup> Vgl. Erwägungsgrund 10 der Richtlinie.

<sup>13</sup> Die Abkürzung steht für *International Organisation of Securities Commissions*.

## 2. Rechtsetzungsverfahren

Die Kommission hat einen ersten Vorschlag für eine neue Prospektrichtlinie bereits am 30. Mai 2001 vorgelegt.<sup>14</sup> Dieser wurde aber vor allem vom Europäischen Parlament sehr kritisch aufgenommen, das zahlreiche Änderungen der Richtlinie verlangte.<sup>15</sup> Die Kommission hat daraufhin am 9. August 2002 einen überarbeiteten Vorschlag vorgestellt,<sup>16</sup> den der Rat mit einigen Änderungen in seinem Gemeinsamen Standpunkt vom 24. März 2003<sup>17</sup> akzeptiert hat. Das Europäische Parlament hat am 2. Juli 2003 in zweiter Lesung gegenüber dem gemeinsamen Standpunkt des Rates nochmals einige Änderungen vorgenommen, die von der Kommission am 10. Juli<sup>18</sup> und vom Rat am 15. Juli 2003<sup>19</sup> gebilligt wurden.

Die Prospektrichtlinie beruht auf einem neuen Rechtsetzungskonzept, das von einem Expertenausschuss für die Neuregulierung der europäischen Wertpapiermärkte vorgeschlagen wurde.<sup>20</sup> Dieses Rechtsetzungsverfahren (auch „Lamfalussy-Verfahren“ genannt) besteht aus insgesamt vier Stufen: Danach wird zunächst eine Richtlinie erlassen, die lediglich allgemeine Grundsätze festschreibt (Stufe 1). Diese werden durch technische Durchführungsmaßnahmen konkretisiert, die von der Kommission und dem europäischen Wertpapierausschuss (ESC)<sup>21</sup> auf Grundlage der Empfehlungen des Ausschusses der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden (CESR) erlassen werden (Stufe 2). Die einheitliche Umsetzung der Richtlinie soll durch unverbindliche Empfehlungen von CESR zu Auslegungsfragen, durch die Verabschiedung von Leitlinien für das Verwaltungsverfahren und gemeinsame Standards (Stufe 3) sowie durch eine intensivierte Überwachung der Umsetzung und Anwendung des einschlägigen Gemeinschaftsrechts durch die Kommission (Stufe 4) sichergestellt werden.

Stufe 1 des Rechtsetzungsverfahrens ist mit dem Inkrafttreten der Richtlinie abgeschlossen. Auf Stufe 2 des Rechtsetzungsverfahrens hat die Kommission im April

<sup>14</sup> KOM (2001) 280 endgültig, [http://europa.eu.int/eur-lex/de/com/pdf/2001/de\\_501PC0280.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/de/com/pdf/2001/de_501PC0280.pdf).

<sup>15</sup> Stellungnahme des Europäischen Parlaments v. 14.3.2002, ABl. Nr. C 47 E v. 27.2.2003, S. 524, <http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2003/ce047/ce04720030227de05250542.pdf>.

<sup>16</sup> ABl. Nr. C 20 E v. 28.1.2003, S. 122, <http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2003/ce020/ce02020030128de01220159.pdf>.

<sup>17</sup> Gemeinsamer Standpunkt (EG) Nr. 25/2003 v. 24.3.2003, ABl. C 125 E v. 27.5.2003, S. 21, <http://europa.eu.int/eur-lex/pri/de/oj/dat/2003/ce125/ce12520030527de00210057.pdf>.

<sup>18</sup> Stellungnahme der Kommission v. 10.7.2003, KOM (2003) 432 endgültig, [http://europa.eu.int/eur-lex/de/com/pdf/2003/com2003\\_0432de01.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/de/com/pdf/2003/com2003_0432de01.pdf).

<sup>19</sup> Bulletin EU 7/8-2003, <http://europa.eu.int/abc/doc/off/bull/de/200307/p103046.htm>.

<sup>20</sup> Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der Europäischen Wertpapiermärkte v. 15.2.2001, [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/general/lamfalussyde.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/lamfalussyde.pdf), allgemein nach dem Ausschussvorsitzenden *Alexandre Lamfalussy* als „Lamfalussy-Bericht“ bezeichnet.

<sup>21</sup> *European Securities Committee*. Der ESC ist ein Regelungsausschuss gemäß Artikel 202 EGV, der sich aus Delegierten der Mitgliedstaaten und dem für Wertpapierfragen zuständigen Kommissionsmitglied zusammensetzt.

2004 auf Grundlage der vom CESR veröffentlichten Konsultationen und Berichte eine Verordnung mit Durchführungsmaßnahmen zur Prospektrichtlinie (nachfolgend „Durchführungsverordnung“) erlassen.<sup>22</sup> Die Verordnung enthält Detailregelung zu Prospektinhalt und -format, für die in der Richtlinie lediglich ein allgemeiner Rahmen vorgegeben wird. Sie ist am 20. Mai 2004 in Kraft getreten, gilt aber erst ab dem 1. Juli 2005. Im Rahmen von Stufe 3 hat CESR am 4. März mit der Arbeit an einem Leitfaden mit Empfehlungen zur Interpretation verschiedener Offenlegungsverpflichtungen der Durchführungsverordnung begonnen.<sup>23</sup> Dagegen scheint CESR bisher keine Veröffentlichung von Empfehlungen zur Umsetzung der Richtlinie zu beabsichtigen. Angesichts verschiedener Unklarheiten und Widersprüche im Text der Richtlinie, die im folgenden näher beleuchtet werden, wäre es jedoch wünschenswert, wenn auf Stufe 3 des Rechtsetzungsverfahrens auch Empfehlungen zur Interpretation der Richtlinie verabschiedet würden, um ihre einheitliche Umsetzung in den Mitgliedstaaten zu gewährleisten.

## II. Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Prospekts

Die Richtlinie sieht eine Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Prospekts in zwei Fällen vor: bei Abgabe eines öffentlichen Angebots von Wertpapieren<sup>24</sup> (Art. 3 Abs. 1<sup>25</sup>) und bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem geregelten Markt (Art. 3 Abs. 3). Für beide Fälle gilt eine einheitliche Regelung, so dass die bisherige Unterscheidung zwischen Verkaufs- und Börsenzulassungsprospekt aufgehoben wird. Die in Deutschland bestehende Aufspaltung der Materie

---

<sup>22</sup> Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission v. 29.4.2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Informationen sowie das Format, die Aufnahme von Informationen mittels Verweis und die Veröffentlichung solcher Prospekte und die Verbreitung von Werbung, ABl. Nr. L 149 v. 30.4.2004, S. 1, [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/docs/prospectus/reg-2004-809/reg-2004-809\\_de.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/prospectus/reg-2004-809/reg-2004-809_de.pdf).

<sup>23</sup> CESR Press Release v. 4.3.2004, Ref. CESR/04-060.

<sup>24</sup> Der Begriff des Wertpapiers ist in Art. 2 Abs. 1 lit. a durch Verweis auf die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie 93/22/EWG definiert. Die Definition erfasst „Aktien und andere, Aktien gleichzustellende Wertpapiere, Schuldverschreibungen und sonstige verbriefte Schuldtitel, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, und alle anderen üblicherweise gehandelten Titel, die zum Erwerb solcher Wertpapiere durch Zeichnung oder Austausch berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, mit Ausnahme von Zahlungsmitteln“. Es bestehen gewisse Zweifel, ob diese Definition sämtliche Typen von Derivaten und Aktienhinterlegungsscheinen umfasst. In Erwägungsgrund 12 wird ausdrücklich klar gestellt, dass die Definition auch Zertifikate und indexbasierte Derivate erfasst. Die neue Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente, die eine erweiterte Wertpapierdefinition enthält, löst am 30.4.2006 die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ab. Die Verweisung in Art. 2 Abs. 1 der Prospektrichtlinie bezieht sich dann automatisch auf die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (vgl. dort Art. 69).

<sup>25</sup> Artikel-Angaben ohne Bezeichnung des Rechtsakts beziehen sich auf die Prospektrichtlinie.

in Verkaufsprospektgesetz und Börsengesetz dürfte daher mit der Umsetzung der Prospektrichtlinie entfallen.<sup>26</sup>

## 1. Einheitliche Definition des öffentlichen Angebots

Erstmals wird in der Prospektrichtlinie der Begriff des öffentlichen Angebots definiert.<sup>27</sup> Öffentliches Angebot ist danach „eine 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, sich für den Kauf oder die Zeichnung dieser Papiere zu entscheiden“<sup>28</sup>. Diese Definition dürfte zwar eine durchaus vernünftige Grundlage für die Abgrenzung eines Angebots von Werbemaßnahmen bieten, ist jedoch im Übrigen sehr weit. So enthält sie keine eindeutige Aussage darüber, wann ein Angebot öffentlich ist. Zwar könnte die Formulierung „an das Publikum“ dahingehend zu verstehen sein, das eine nicht näher begrenzte Anzahl von Personen angesprochen werden muss. Ein Blick auf andere Sprachfassungen der Richtlinie, wie etwa die englische oder französische Fassung, in denen lediglich von „Personen“ die Rede ist,<sup>29</sup> legt jedoch nahe, dass der Begriff „Publikum“ hier wohl eher im Sinne von „Personenmehrheit“ zu verstehen ist. Dies stimmt auch damit überein, dass die Abgrenzung zu Angeboten an einen beschränkten Investorenkreis im Rahmen der Ausnahmenvorschriften geregelt worden ist. Danach sind Angebote, die sich an weniger als einhundert nicht-qualifizierte Anleger<sup>30</sup> richten, von der Prospektpflicht befreit.<sup>31</sup>

Verzichtet wurde auch auf eine nähere Eingrenzung des Begriffs „Angebot“. Anders als nach der bisherigen Rechtslage in Deutschland,<sup>32</sup> verlangt die Definition

<sup>26</sup> Kunold/Schlitt, (Fn. 10), S. 502. Für eine Übergangszeit von 8 Jahren kann in Deutschland allerdings die unterschiedliche Zuständigkeit für Verkaufsprospekte (BaFin) und Börsenzulassungsprospekte (Börse) bestehen bleiben.

<sup>27</sup> Die Verkaufsprospektrichtlinie 1989 stellte hierzu lediglich in den Erwägungsgründen fest, dass es zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht möglich sei, eine gemeinsame Definition für den Begriff „öffentliches Angebot“ festzulegen.

<sup>28</sup> Art. 2 Abs.1 lit. d.

<sup>29</sup> So heißt es in der englischen Fassung „to persons“ und in der französischen Fassung „à des personnes“, im gleichen Sinne auch der Begriff in der italienischen, spanischen, niederländischen, schwedischen und dänischen Fassung. Der Begriff „Publikum“ findet sich dagegen neben der deutschen auch in der portugiesischen Fassung.

<sup>30</sup> Der Begriff des qualifizierten Anlegers wird in Art. 2 Abs. 1 lit. e definiert. Danach fallen bestimmte professionelle und institutionelle Anleger wie Kreditinstitute oder Versicherungen, staatliche und internationale Investoren und Großunternehmen per se unter den Begriff des qualifizierten Anlegers und kleine und mittlere Unternehmen sowie Privatpersonen, wenn diese bestimmte Kriterien erfüllen und als qualifizierte Anleger ausdrücklich von einem Mitgliedstaat zugelassen werden.

<sup>31</sup> Art. 3 Abs. 2 lit. b.

<sup>32</sup> Vgl. die Mitteilung des BAWe v. 6.9.1999, S. 3, [http://www.bafin.de/cgi-bin/bafin.pl?sprache=0&verz=04\\_\\$R\\$echtliche\\_Grundlagen\\_amp\\_Verlautbarungen\\*06\\_\\$B\\$ekanntmachungen\\_amp\\_Verlautbarun](http://www.bafin.de/cgi-bin/bafin.pl?sprache=0&verz=04_$R$echtliche_Grundlagen_amp_Verlautbarungen*06_$B$ekanntmachungen_amp_Verlautbarun)

nicht, dass bereits eine konkrete Möglichkeit zum Erwerb der Wertpapiere besteht.<sup>33</sup> Allerdings setzt die Definition voraus, dass ein Angebot Informationen darüber enthält, wann und wie der Anleger die Wertpapiere erwerben kann, da er ansonsten nicht in die Lage versetzt wird, sich für den Erwerb der Wertpapiere zu entscheiden.

## 2. Umfang der Prospektpflicht

### a) Prospektpflicht bei Zulassung zum Börsenhandel

Anders als die Börsenzulassungsrichtlinie, deren Anwendungsbereich sich auf die Zulassung zum amtlichen Handel beschränkte, bezieht sich die Prospektpflicht nach der neuen Prospektrichtlinie auf jede Zulassung an einem geregelten Markt<sup>34</sup>. Für Emissionen am geregelten Markt an den deutschen Börsen, die bislang lediglich einen Prospekt nach den Anforderungen der Verkaufsprospektverordnung voraussetzten,<sup>35</sup> werden demnach künftig die gleichen Prospektanforderungen gelten wie bei der Zulassung zum amtlichen Handel.

### b) Prospektpflicht bei öffentlichen Angeboten

Unklar ist der Umfang der Prospektpflicht bei öffentlichen Angeboten. Nach der Verkaufsprospektrichtlinie 1989 gilt eine Prospektpflicht lediglich für „Wertpapiere, die *zum ersten Mal* in einem Mitgliedstaat Gegenstand eines öffentlichen Angebots sind und die *nicht bereits* an einer in diesem Mitgliedstaat gelegenen oder tätigen Wertpapierbörse *notiert* werden“.<sup>36</sup> Artikel 3 Abs. 1 der Prospektrichtlinie sieht dagegen weder eine Beschränkung der Prospektpflicht auf erstmalige Angebote, noch eine Ausnahme für bereits zum amtlichen Handel zugelassene Wertpapiere vor. Auf den ersten Blick scheint daraus zu folgen, dass künftig auch die Weiterveräußerung von Wertpapieren bzw. öffentliche Angebote von zum Handel am geregelten Markt zugelassenen Wertpapieren die vorherige Veröffentlichung eines Prospektes voraussetzen.

---

gen\*03\_Bekanntmachungen\_amp\_Verlautbarungen\_§W\$ertpapieraufsicht&nofr=1&site=0&filter=&ntick=0.

<sup>33</sup> Kunold/Schliitt, (Fn. 10), S. 503.

<sup>34</sup> Die Definition des geregelten Marktes in Art. 2 Abs. 1 lit. j verweist auf Art. 1 Abs. 13 der Richtlinie 93/22/EWG (Wertpapierdienstleistungsrichtlinie). Welche Märkte unter den Begriff fallen, hängt danach im wesentlichen davon ab, was von den Mitgliedstaaten im Verzeichnis der geregelten Märkte, das jährlich im Amtsblatt C veröffentlicht wird, eingetragen wurde. In Deutschland fallen unter den Begriff des geregelten Marktes: der amtliche Handel und geregelte Markt an den acht Wertpapierbörsen sowie die Eurex Deutschland.

<sup>35</sup> § 51 Abs. 1 Nr. 2 BörsenG.

<sup>36</sup> Vgl. Art. 1 Verkaufsprospektrichtlinie 1989 (Hervorhebungen des Verf.).



Dieses Ergebnis begegnet jedoch in mehrerlei Hinsicht Bedenken. Bei öffentlichen Angeboten bereits zum Börsenhandel zugelassener Wertpapiere erscheint eine Prospektpflicht schon deshalb überflüssig, weil für diese Wertpapiere durch den bereits vorhandenen Börsenzulassungsspekt und die an die Zulassung gebundenen fortlaufenden Veröffentlichungs- und Marktinformationspflichten<sup>37</sup> regelmäßig eine hinreichende Publizität gegeben sein dürfte. Ferner könnten die Papiere in diesem Falle ohnehin jederzeit alternativ über die Börse verkauft werden, ohne dass dadurch zusätzliche Offenlegungspflichten ausgelöst würden. Auch bei der Weiterveräußerung von nicht an geregelten Märkten gehandelten Wertpapieren im Wege eines öffentlichen Angebots stellt sich die Frage, ob eine nochmalige Prospektpublikation aus Gründen des Anlegerschutzes erforderlich ist, wenn bereits bei der Emission dieser Wertpapiere ein Prospekt veröffentlicht wurde.<sup>38</sup>

Hinzu kommt, dass eine Prospektpflicht für Zweitangebote Anbieter vor erhebliche Schwierigkeiten stellt, da sie regelmäßig nicht über die zur Prospekterstellung erforderlichen Informationen verfügen und daher auf die Kooperation mit dem Emittenten angewiesen sind. Erwerber von Wertpapieren, die diese im Wege eines öffentlichen Angebots weiterveräußern wollen, werden daher bereits bei Übernahme der Wertpapiere versuchen müssen, mit dem Emittenten eine Vereinbarung zu treffen, die den für die Prospekterstellung erforderlichen Informationsfluss sichert.<sup>39</sup> Derartige, in den USA als „*registration rights agreements*“ bekannte Vereinbarungen, dürften jedoch in Deutschland wegen ihrer potentiell nachteiligen Haftungsfolgen für den Emittenten und bei Aktien wegen § 53a AktG nicht unproblematisch sein.

Schließlich ist festzustellen, dass die nicht unerhebliche Erweiterung der Prospektpflicht bei öffentlichen Angeboten, soweit ersichtlich, zu keinem Zeitpunkt des Rechtsetzungsverfahrens Gegenstand näherer Erörterung gewesen ist.<sup>40</sup> Auch die Erwägungsgründe der Prospektrichtlinie schweigen sich hierzu weitgehend aus. Lediglich Erwägungsgrund Nr. 16 weist ausdrücklich darauf hin, dass „bei Weiterveräußerung an das Publikum oder öffentlichem Handel mittels der Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt die Veröffentlichung eines Prospektes erforderlich“ ist. Dies bezieht sich jedoch lediglich auf den Fall der Weiterver-

<sup>37</sup> Vgl. Titel IV und V der Börsenzulassungsrichtlinie bzw. das zweite Kapitel (§§ 53 ff.) der BörsZulVO.

<sup>38</sup> Davon ist der Fall zu unterscheiden, dass Wertpapiere weiterveräußert werden, für die noch niemals zuvor ein Prospekt veröffentlicht wurde. Die Verkaufsprospektrichtlinie 1989 ist insoweit nicht ganz eindeutig, da diese ausdrücklich nur erstmalige öffentliche Angebote erfasst. In Deutschland ist zumindest seit der Änderung von § 1 VerkProspG durch das vierte Finanzmarktförderungsgesetz klar gestellt, dass in diesem Fall ein Prospekt zu veröffentlichen ist.

<sup>39</sup> Vgl. hierzu schon *Hamann*, in: Schäfer (Hrsg.), WpHG/BörsG/VerkProspG, 1999, § 1 VerkProspG, Rdnr. 24.

<sup>40</sup> Dagegen hat die Kommission die Ausdehnung der Prospektpflicht auf die Zulassung an geregelten Märkten über die Zulassung zum amtlichen Handel hinaus in den Anmerkungen zum ursprünglichen Entwurf explizit erläutert, COM (2001) 280 endgültig, S. 4, s. Fn. 14.

äußerung oder Zulassung von Wertpapieren, die zunächst qualifizierten Anlegern angeboten wurden und für die daher noch kein Prospekt veröffentlicht wurde.<sup>41</sup> Es scheint daher der Schluss gerechtfertigt, dass der Gesetzgeber eine Erweiterung der Prospektpflicht auf öffentliche Angebote von Wertpapieren, für die bereits anlässlich eines früheren öffentlichen Angebots oder der Zulassung zum geregelten Markt ein Prospekt veröffentlicht wurde, nicht beabsichtigt hat.

Richtigerweise ist daher die Formulierung „ohne vorherige Veröffentlichung eines Prospekts“ in Art. 3 Abs. 1 der Prospekttrichtlinie dahingehend zu verstehen, dass eine Prospektpflicht nur dann besteht, wenn für die angebotenen Wertpapiere bisher noch niemals ein Prospekt veröffentlicht worden ist. Diese Lesart entspräche in etwa § 1 VerkProspG in der Fassung des vierten Finanzmarktförderungsgesetzes<sup>42</sup>, der bei einer Wiederveräußerung die Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts fordert, wenn bisher noch kein Prospekt für die angebotenen Wertpapiere veröffentlicht wurde. Allerdings sind nach § 1 VerkProspG bereits zum Börsenhandel zugelassene Wertpapiere generell von der Prospektpflicht ausgenommen. Da eine solche allgemeine Ausnahme in Art. 3 Abs. 1 fehlt, muss nach der Prospekttrichtlinie ein Prospekt wohl auch dann veröffentlicht werden, wenn zum Handel an einem geregelten Markt zugelassene Wertpapiere öffentlich angeboten werden, für die bei Zulassung zum Börsenhandel ausnahmsweise kein Prospekt veröffentlicht wurde.

Die hier vertretene Interpretation von Art. 3 Abs. 1 bietet auch eine Erklärung für die unterschiedliche Formulierung der Prospektpflicht in Art. 3 Abs. 1 und Art. 3 Abs. 3. Während Art. 3 Abs. 1 darauf abstellt, dass kein öffentliches Angebot gestattet werden darf „ohne vorherige Veröffentlichung eines Prospekts“, heißt es in Art. 3 Abs. 3, dass jede Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel „an die Veröffentlichung eines Prospekts gebunden ist“. Schließlich steht die einschränkende Auslegung von Art. 3 Abs. 1 auch im Einklang mit Art. 3 Abs. 2 Satz 2. Danach ist nämlich eine Weiterveräußerung von Wertpapieren nur dann ein gesondertes öffentliches Angebot, das der Prospektpflicht unterliegt, wenn diese Wertpapiere zuvor Gegenstand einer Befreiung von der Prospektpflicht gemäß Art. 3 Abs. 2 Satz 1 waren.

Gegen die hier vorgeschlagene Interpretation von Art. 3 Abs. 1 könnte allenfalls vorgebracht werden, dass ein Prospekt nach Art. 9 Abs. 1 nur zwölf Monate lang für öffentliche Angebote gültig ist und daher nach Überschreiten dieser Frist bei einer Wiederveräußerung der Wertpapiere im Wege eines öffentlichen Angebots ein neuer Prospekt vorgelegt werden muss. Angesichts der vorgenannten Argumente ist jedoch davon auszugehen, dass sich die Gültigkeitsregelung des Art. 9 Abs. 1 lediglich auf erstmalige Angebote, nicht jedoch auf Zweitangebote oder

---

<sup>41</sup> S. auch Art. 3 Abs. 2 S. 2.

<sup>42</sup> BGBl. 2002 I, S. 2010.

Angebote bereits zum Börsenhandel zugelassener Wertpapiere bezieht. Dennoch erscheint eine Klarstellung im Rahmen der auf Stufe 3 des Lamfalussy-Verfahrens zu veröffentlichenden Interpretationsempfehlungen geboten, um eine widersprüchliche Umsetzung der Richtlinie und eine Verunsicherung des Kapitalmarkts zu vermeiden.

### 3. Ausnahmen vom Anwendungsbereich

Nach Art. 1 Abs. 2 lit. a bis j sind bestimmte Wertpapiere vom Anwendungsbereich der Richtlinie ausgeschlossen. Diese Wertpapiere unterliegen demnach nicht der gemeinschaftsrechtlichen Prospektpflicht, den Mitgliedstaaten steht es jedoch frei, in diesen Fällen eine Prospektpflicht aufgrund innerstaatlicher Vorschriften vorzusehen.<sup>43</sup> Dies bedeutet jedoch auch, dass Emittenten und Anbieter dieser Wertpapiere grundsätzlich nicht die Vorteile des durch die Richtlinie eingeführten Europapasses genießen. Um dies zu ermöglichen, sieht Art. 1 Abs. 3 ein *Opting in* vor, das Anbietern bestimmter, vom Anwendungsbereich ausgenommener Wertpapiere erlaubt, freiwillig einen europaweit verkehrsfähigen Prospekt im Sinne der Richtlinie zu erstellen.

Der überwiegende Teil der Ausnahmen betrifft Wertpapiere, die von öffentlich-rechtlichen, internationalen oder gemeinnützigen Einrichtungen ausgegeben oder garantiert werden, oder besondere nationale Wertpapiertypen. Ausgeschlossen sind ferner Anteile an offenen Investmentfonds und Schuldverschreibungsemissionsprogramme von Kreditinstituten, die einen Gegenwert von weniger als 50 Mio. Euro haben oder den Empfang rückzahlbarer, durch ein Einlagensicherungssystem gedeckter Einlagen vergegenständlichen. Die bisher in § 4 VerkProspG aufgeführten Ausnahmen können daher im Wesentlichen beibehalten werden.

Die praktisch wohl bedeutendste Ausnahme vom Anwendungsbereich, findet sich in Art. 1 Abs. 2 lit. h. Danach findet die Richtlinie keine Anwendung auf Wertpapiere, die Teil eines Angebots mit einem jährlichen Gesamtvolumen von weniger als 2,5 Mio. Euro sind. Damit wurde die Grenze für kleine Angebote im Vergleich zur bisherigen Regelung (40.000 Euro)<sup>44</sup> um ein Vielfaches angehoben. Allerdings bedeutet dies nicht, dass Angebote mit einem Volumen von unter 2,5 Mio. Euro automatisch von jeglicher Prospektpflicht befreit sind. Vielmehr liegt es im Ermessen der Mitgliedstaaten festzulegen, wo unterhalb eines Volumens von 2,5 Mio. Euro die Grenze für eine Befreiung des Angebots von der Prospektpflicht liegen soll.<sup>45</sup> Es ist teilweise gefordert worden, der Gesetzgeber möge den ihm einge-

---

<sup>43</sup> Vgl. a. *Crüwell*, (Fn. 10), S. 245; *Kunold/Schlitt*, (Fn. 10), S. 503.

<sup>44</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. c der Verkaufsprospektrichtlinie 1989, § 2 Nr. 4 VerkProspG.

<sup>45</sup> Angebote mit einem Volumen von weniger als 100.000 Euro müssen dagegen in allen Mitgliedstaaten von jeder Prospektpflicht ausgenommen werden (s. dazu unten Abschnitt 4.a).

räumten Spielraum möglichst weitgehend ausschöpfen, da die Schutzbedürftigkeit der Anleger bei kleinen Angeboten nicht geringer sei.<sup>46</sup> Dabei sollte jedoch berücksichtigt werden, dass durch die Prospektrichtlinie die inhaltlichen Anforderungen an Verkaufsprospekte erheblich verschärft werden. Die in der Durchführungsverordnung formulierten Offenlegungsstandards orientieren sich eher an größeren Emittenten und sehen – entgegen den Vorgaben der Richtlinie – bisher keine Erleichterungen für kleinere und mittlere Unternehmen vor. Eine pauschale Ausdehnung der durch die Prospektrichtlinie inhaltlich bestimmten Prospektpflicht auf kleinere Angebote, dürfte solche Angebote völlig unrentabel werden lassen. Im Übrigen dürften Angebote in einer Größenordnung von weniger als 2,5 Mio. Euro ein Marktsegment betreffen, dass durch einen insgesamt höheren Risikograd und generell ein höheres Risikobewusstsein der Anleger geprägt ist.<sup>47</sup> Der Gesetzgeber muss daher bei der Ausübung seines Ermessens zwischen dem gesamtwirtschaftlichen Interesse an einem funktionierenden Kapitalmarkt und dem Schutzbedürfnis der Anleger abwägen. Das Ergebnis könnte möglicherweise eine abgestufte Regelung sein, die dem Emittenten bis zu einer gewissen Untergrenze im Vergleich zu den Anforderungen der Prospektrichtlinie zwar geringere, aber dem grundlegenden Schutzbedürfnis des Anlegers genügende Offenlegungspflichten auferlegt.<sup>48</sup>

#### 4. Ausnahmen von der Prospektpflicht

Von einigen Ausnahmen abgesehen, entsprechen die Ausnahmetatbestände grundsätzlich den in der Verkaufsprospektrichtlinie 1989 und der Börsenzulassungsrichtlinie enthaltenen Ausnahmen. Neu ist jedoch, dass diese nicht mehr der Disposition der Mitgliedstaaten unterliegen, sondern von diesen zwingend in nationales Recht umgesetzt werden müssen.<sup>49</sup> Darüber hinaus sind die Ausnahmen insgesamt präziser, teilweise aber auch erheblich enger gefasst worden.

---

<sup>46</sup> So etwa *Crüwell*, (Fn. 10), S. 245; *Holzborn/Schwarz-Gondek*, Die neue EU-Prospektrichtlinie, BKR 2003, S. 927, 928.

<sup>47</sup> A.A. *Holzborn/Schwarz-Gondek*, (Fn. 46), S. 928.

<sup>48</sup> Dies ließe das Opting-in-Recht gemäß Art. 1 Abs. 3 der Richtlinie selbstverständlich unberührt, d.h. Anbieter kleiner Angebote hätten in diesem Fall ein Wahlrecht, ob sie die erleichterten innerstaatlichen Offenlegungspflichten erfüllen oder einen Prospekt nach europarechtlichen Vorgaben erstellen, um in den Genuss der Vorzüge der Richtlinie (Europapass) zu gelangen.

<sup>49</sup> Vgl. *Crüwell*, (Fn. 10), S. 245; *Holzborn/Schwarz-Gondek*, (Fn. 46), S. 929; *Kunold/Schlitt*, (Fn. 10), S. 503.

### a) Ausnahmen für begrenzte öffentliche Angebote

Artikel 3 Abs. 2 enthält Ausnahmen von der Prospektpflicht bei öffentlichen Angeboten, die entweder eine bestimmte Größe nicht überschreiten<sup>50</sup> oder sich explizit an qualifizierte Anleger bzw. aufgrund ihres Volumens nur an professionelle Investoren richten.<sup>51</sup>

Widersprüchlich ist allerdings, dass nach Art. 3 Abs. 2 lit. e Wertpapierangebote über einen Gesamtgegenwert von weniger als 100.000 Euro pro Jahr von der Prospektpflicht ausgenommen sind, obgleich Angebote mit einem Gesamtvolumen von weniger als 2,5 Mio. Euro gemäß Art. 1 Abs. 2 lit. h bereits vom Anwendungsbereich der Richtlinie ausgeschlossen sind. Diese Regelung beruht auf dem gemeinsamen Standpunkt des Rats vom 24. März 2003<sup>52</sup>, nach dessen Begründung Art. 3 Abs. 2 lit. e einen Ausnahmetatbestand für Anbieter kleiner Angebote mit einem Volumen von weniger als 2,5 Mio. Euro schaffen soll, wenn diese von ihrem Opting-in-Recht nach Art. 1 Abs. 3 Gebrauch machen. Ziel der Regelung ist, Anbieter sehr kleiner Angebote mit einem Volumen von unter 100.000 Euro pro Jahr im Falle eines *Opting in* europaweit von der Prospektpflicht zu befreien.<sup>53</sup> Dabei wird allerdings übersehen, dass ein *Opting in* nach dem Wortlaut von Art. 1 Abs. 3 nur durch freiwillige Erstellung eines Prospekts nach den Vorgaben der Richtlinie möglich ist. Eine Ausnahme von der Prospektpflicht kann daher in diesem Fall nicht greifen. Im Hinblick auf die offensichtliche Intention des Richtliniengebers wird man Art. 3 Abs. 2 lit. e jedoch teleologisch dahingehend auslegen können, dass öffentliche Angebote mit einem Volumen von unter 100.000 Euro in keinem Mitgliedstaat einer Prospektpflicht unterworfen werden dürfen, obgleich Angebote von unter 2,5 Mio. Euro jährlich im Übrigen nicht in den Anwendungsbereich der Richtlinie fallen und insofern Gegenstand innerstaatlicher Regelungen sein können.<sup>54</sup> Auch hier wäre eine Klarstellung auf Stufe 3 des Lamfalussy-Verfahrens empfehlenswert, um Widersprüche bei der nationalen Umsetzung der Richtlinie zu vermeiden.

<sup>50</sup> Ausgenommen sind Angebote, die an weniger als 100 Personen pro Mitgliedstaat gerichtet sind, oder einen Gesamtgegenwert von über 100.000 Euro pro Jahr nicht überschreiten (Art. 3 Abs. 2, lit. b und e).

<sup>51</sup> Ausgenommen sind Angebote, die ausschließlich an qualifizierte Anleger oder Anleger, die pro Angebot einen Mindestbetrag von 50.000 Euro erwerben, gerichtet sind, oder Angebote von Wertpapieren mit einer Mindeststückelung von 50.000 Euro (Art. 3 Abs. 2 lit. a, c und d).

<sup>52</sup> Gemeinsamer Standpunkt (EG) Nr. 25/2003, ABl. C 125 v. 27.5.2003, S. 21/48, s. Fn. 17.

<sup>53</sup> Ibid.

<sup>54</sup> Vgl. Holzborn/Schwarz-Gondek, (Fn. 46), S. 929; Kunold/Schlitt, (Fn. 10), S. 504.

## b) Ausnahmetatbestände für bestimmte Emissionssituationen

Artikel 4 enthält Ausnahmeregelungen von der Prospektpflicht, die sich auf Wertpapierangebote in spezifischen Situationen beziehen, in denen entweder kein Informationsbedürfnis der Anleger besteht oder diesem bereits anderweitig genügt worden ist.<sup>55</sup> Auch diese Ausnahmetatbestände sind grundsätzlich nicht neu. Allerdings wurden insbesondere die Ausnahmeregelungen für öffentliche Angebote gegenüber den entsprechenden Vorschriften in der Verkaufsprospektrichtlinie 1989 deutlich eingengt.

So werden verschiedene Ausnahmen nur noch gewährt, wenn den Investoren bestimmte Dokumentationen zugänglich gemacht werden. Wertpapiere, die anlässlich einer Übernahme oder einer Verschmelzung angeboten werden, sind nur noch von der Prospektpflicht ausgenommen, „sofern ein Dokument verfügbar ist, dessen Angaben nach Ansicht der zuständigen Behörde denen des Prospekts gleichwertig sind“.<sup>56</sup> Eine entsprechende Voraussetzung galt bisher nur im Hinblick auf die Prospektpflicht bei der Börsenzulassung.<sup>57</sup> Hinsichtlich öffentlicher Übernahmeangebote, bei denen Wertpapiere als Gegenleistung angeboten werden, dürfte die deutsche Rechtslage den neuen Vorgaben bereits entsprechen. Nach § 2 Abs. 1 WpÜG i.V.m. § 2 Nr. 2 WpÜG-Angebotsverordnung sind in diesem Fall die Angaben eines Verkaufsprospekts in die Angebotsunterlage aufzunehmen, sofern für diese Wertpapiere nicht bereits innerhalb von 12 Monaten vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage ein Prospekt veröffentlicht wurde. Für Verschmelzungen wäre eine Prospektpflicht dagegen neu. Allerdings dürfte eine Verschmelzung i.S.v. § 2 UmwG nicht unter die Definition des öffentlichen Angebots i.S.v. Art. 2 Abs. 1 lit. d fallen, da Anlegern bei einer Verschmelzung Wertpapiere weder zum Kauf noch zur Zeichnung angeboten werden, sondern der Wechsel der Anteilsinhaberschaft gesetzliche Folge der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister des übernehmenden Rechtsträgers ist (§ 20 Abs. 1 Nr. 3 UmwG).<sup>58</sup> Das gilt nach Ansicht des Verfassers auch dann, wenn Anteilsinhabern eine Barabfindung nach § 29 UmwG angeboten wird. Die Anleger haben zwar in diesem Fall das Recht, anstelle der Anteilsgewährung eine Barabfindung zu wählen, ein Angebot zum Kauf oder zur Zeichnung der Anteile am übernehmenden Rechtsträger liegt aber auch in diesem Fall nicht vor. Die Neuregelung des Ausnahmetatbestands dürfte daher Verschmelzungen nach dem UmwG unberührt lassen.

---

<sup>55</sup> Art. 4 Abs. 1 bezieht sich auf öffentliche Angebote und Art. 4 Abs. 2 auf die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem regulierten Markt.

<sup>56</sup> Art. 4 Abs. 1 lit. b und c, Abs. 2 lit. c und d.

<sup>57</sup> Art. 23 Abs. 1 Börsenzulassungsrichtlinie. § 45 Nr. 1 lit. b BörsenZulVO sieht in diesem Fall eine Befreiung vor, wenn innerhalb von 12 Monaten vor Börsenzulassung eine Darstellung in Textform veröffentlicht wird, die den für einen Prospekt vorgeschriebenen Angaben entspricht.

<sup>58</sup> Vgl. *Groß*, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2002, § 4 VerkProspG, Rdnr. 12.

Der Befreiungstatbestand für Wertpapiere, die Arbeitnehmern oder Führungskräften<sup>59</sup> von ihrem Arbeitgeber oder einem mit diesem verbundenen Unternehmen angeboten werden, wird künftig nur noch Arbeitgebern zur Verfügung stehen, deren Wertpapiere bereits zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind.<sup>60</sup> Die Einschränkung, die erst im Rahmen des gemeinsamen Standpunkts des Ministerrats in die Vorschrift eingefügt wurde, ist damit gerechtfertigt worden, dass Führungskräfte und Angestellte eines Unternehmens, das nicht bereits den Publizitätspflichten des geregelten Markts unterliegt, möglicherweise nicht ausreichend über ihren Arbeitgeber informiert seien, um eine Ausnahme von der Prospektpflicht zu rechtfertigen.<sup>61</sup> Für kleine Aktiengesellschaften, deren Aktien nicht an einem geregelten Markt notiert sind, werden damit Mitarbeiterbeteiligungsprogramme erheblich erschwert, wenn diese sich an mehr als 100 Arbeitnehmer und Führungskräfte richten. Häufig werden diese Angebote aber ein Volumen von 2,5 Mio. Euro nicht übersteigen und können daher nach den Bestimmungen des jeweiligen Mitgliedstaats von der Prospektpflicht ganz oder teilweise befreit werden.

Vollständig entfallen sind die bisherigen Ausnahmen für kleine Angebote von Aktien einer bereits zum amtlichen Handel zugelassenen Aktiengattung.<sup>62</sup> Zwar können Aktien, die weniger als 10 Prozent p.a. der bereits zum Handel an einem geregelten Markt zugelassenen Aktien derselben Gattung ausmachen, weiterhin prospektfrei zum Handel an demselben Markt zugelassen werden. Da eine entsprechende Ausnahme von der Prospektpflicht für öffentliche Angebote jedoch nicht gewährt wird und anders als bisher die Regelungen für Börsenzulassungsprospekte keinen Vorrang beanspruchen,<sup>63</sup> gilt die Befreiung nur für die Börsenzulassung. Sobald die Aktien auch öffentlich angeboten werden und keine sonstige Ausnahme von der Prospektpflicht bei öffentlichen Angeboten einschlägig ist, muss daher künftig ein Prospekt veröffentlicht werden.<sup>64</sup>

Ferner wurde die Ausnahme von der Prospektpflicht bei öffentlichen Angeboten für Wertpapiere, die aufgrund von Umtausch- oder Optionsrechten ausgegeben werden, ersatzlos gestrichen.<sup>65</sup> Eine Änderung der Rechtslage dürfte damit jedoch nicht verbunden sein, da die Wertpapiere, die bei Ausübung des Umtausch- oder

<sup>59</sup> Im Gegensatz zur bisherigen Regelung in Art. 2 Abs. 2 lit. h der Verkaufsprospektrichtlinie 1989 und Art. 23 Abs. 3 lit. d der Börsenzulassungsrichtlinie sind nunmehr ausdrücklich auch Angebote an Führungskräfte vom Ausnahmetatbestand umfasst.

<sup>60</sup> Art. 4 Abs. 1 lit. e.

<sup>61</sup> Gemeinsamer Standpunkt (EG) Nr. 25/2003, ABL Nr. C 125, S. 21 u. 51, s. Fn. 17.

<sup>62</sup> Bisher § 4 Abs. 1 Nr. 2 und 3 VerkProspG.

<sup>63</sup> So zutreffend *Kunold/Schlitt*, (Fn. 10), S. 504 f.

<sup>64</sup> *Kunold/Schlitt*, (Fn. 10), S. 505; *Holzborn/Schwarz-Gondek*, (Fn. 46), S. 930 f.

<sup>65</sup> Bisher Art. 2 Abs. 2 lit. I Verkaufsprospektrichtlinie 1989; § 4 Abs. 1 Nr. 6 VerkProspG.

Optionsrechts ausgegeben werden, regelmäßig nicht öffentlich angeboten werden.<sup>66</sup> Aktien, die bei Umwandlung oder Tausch von anderen Wertpapieren oder infolge der Ausübung von mit anderen Wertpapieren verbundenen Rechten ausgegeben werden, können weiterhin prospektfrei zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen werden, wenn Aktien derselben Gattung bereits zum Handel an diesem Markt zugelassen sind.<sup>67</sup> Vollständig entfallen ist die Ausnahme für Euro-Wertpapiere, die nicht beworben werden.<sup>68</sup>

### c) Europapass für an geregelten Märkten gehandelte Wertpapiere

Nach Art. 4 Abs. 2 lit. h können Wertpapiere, die bereits seit mindestens 18 Monaten an einem anderen geregelten Markt in der EU zugelassen sind, ohne vorherige Veröffentlichung eines Prospekts zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen werden, vorausgesetzt, dass für diese Papiere ein Börsenzulassungsprospekt nach der Prospektrichtlinie oder der Börsenzulassungsrichtlinie veröffentlicht wurde und der Emittent seine laufenden Publikationspflichten erfüllt hat. In diesem Fall ist lediglich ein einer Prospektzusammenfassung entsprechendes Dokument zu veröffentlichen. Auch diese Regelung ist nicht völlig neu, sondern entspricht im Grundsatz der Ausnahmenvorschrift in Art. 23 Abs. 4 der Börsenzulassungsrichtlinie, die mit zusätzlichen Auflagen in § 45a BörsZulVO umgesetzt wurde. Die Regelung gewinnt aber durch die Prospektrichtlinie erheblich an Bedeutung, da sie auf alle geregelten Märkte ausgedehnt wird und der Disposition der Mitgliedstaaten entzogen wird. Etwas versteckt als Ausnahmeregelung wird damit über die Verkehrsfähigkeit von Prospekten hinaus eine weitere Liberalisierung des europäischen Kapitalmarkts eingeführt.<sup>69</sup> Wertpapiere, die einmal auf Grundlage eines nach der Prospektrichtlinie oder der Börsenzulassungsrichtlinie veröffentlichten Prospekts an einem geregelten Markt zugelassen wurden, können grundsätzlich ohne aktuellen Prospekt an jedem anderen geregelten Markt in der Union zugelassen werden.

---

<sup>66</sup> Vgl. die Erläuterungen zum Regierungsentwurf des Verkaufsprospektgesetzes, BT-Drucks. 11/6340, S. 12.

<sup>67</sup> Art. 4 Abs. 2 lit. g.

<sup>68</sup> Art. 2 Abs. 2 lit. 1 Verkaufsprospektrichtlinie 1989.

<sup>69</sup> Die Regelung geht über eine Altfallregelung hinaus, da auch künftig einmal zugelassene Wertpapiere nachträglich (also auch nach Ablauf der Gültigkeit des Prospekts) Wertpapiere ohne weitere Prospektveröffentlichung an einem anderen geregelten Markt zugelassen werden können. Damit bleibt regelmäßig lediglich ein Zeitraum von 6 Monaten (zwischen Ablauf der Prospektgültigkeit und Ablauf der 18-Monate-Frist), während dessen Wertpapiere nicht prospektfrei an einem anderen geregelten Markt zum Handel zugelassen werden können.



### III. Der Europapass für Prospekte

#### 1. Zentralisiertes Genehmigungsverfahren

Um grenzüberschreitende öffentliche Angebote und Zulassungen zum Börsenhandel zu vereinfachen, sieht die Prospektrichtlinie ein zentralisiertes Genehmigungsverfahren durch die zuständige Behörde des jeweiligen Herkunftsmitgliedstaats vor. Jeder Mitgliedstaat muss daher eine zentrale Behörde benennen, die zur Billigung von Prospekten für grenzüberschreitende Emissionen ermächtigt ist. Die in Deutschland zur Zeit bestehende Arbeitsteilung zwischen BaFin und Börsen kann demnach nicht aufrecht erhalten werden. Der Bundesrepublik Deutschland ist aber eine Übergangsfrist bis 31. Dezember 2008 eingeräumt worden, um diesem Erfordernis nachzukommen.<sup>70</sup> Darüber hinaus können bis 31. Dezember 2011 Aufgaben von der zentralen Behörde an andere Verwaltungsbehörden delegiert werden.<sup>71</sup>

Der durch die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats gebilligte Prospekt ist, vorbehaltlich einer Notifizierung der Aufsichtsbehörde des Aufnahmemitgliedstaats durch die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats und gegebenenfalls einer Übersetzung des Prospekts<sup>72</sup>, 12 Monate<sup>73</sup> lang in der gesamten Union für öffentliche Angebote und zur Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt gültig.<sup>74</sup> Den anderen Mitgliedstaaten, in denen Wertpapiere öffentlich angeboten werden bzw. zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen werden, ist es nicht gestattet, an die Veröffentlichung des Prospektes weitere Billigungs- oder Verwaltungsverfahren zu knüpfen.<sup>75</sup>

#### 2. Die Definition des Herkunftsmitgliedstaates

Ein Schlüsselement des zentralisierten Genehmigungsverfahrens ist die Bestimmung des Herkunftsmitgliedstaates. Dadurch wird festgelegt, welche Behörde in der EU für die Prüfung und Billigung des Prospekts verantwortlich ist. Die Definition des Herkunftsmitgliedstaats in Art. 2 Abs. 1 lit. m ist das Ergebnis eines mühsamen politischen Kompromisses<sup>76</sup> und ist daher insgesamt recht kompliziert

---

<sup>70</sup> Art. 30 Abs. 3.

<sup>71</sup> Art. 21 Abs. 2. Diese Möglichkeit ist Gegenstand einer Überprüfung zum 31.12.2008.

<sup>72</sup> Zum Sprachenregime s.u. Abschnitt IV.1.c.

<sup>73</sup> Art. 9 Abs. 1.

<sup>74</sup> Art. 17 Abs. 1.

<sup>75</sup> Art. 17 Abs. 1 S. 2.

<sup>76</sup> Vgl. hierzu *Wagner*, Der Europäische Pass für Emittenten – die neue Prospektrichtlinie, Die Bank 2003, S. 680, 681 f. Streitig war insbesondere, inwieweit Emittenten ein Wahlrecht bei der Bestimmung der zuständigen Behörde eingeräumt und dadurch ein Wettbewerb zwischen den Mitgliedstaaten und ihren Märkten ermöglicht werden soll.

geraten. Die Bestimmung des Herkunftsmitgliedstaates knüpft primär an die Art der Wertpapiere an und unterscheidet zwischen Dividenden- und Nichtdividendenwerten. „Dividendenwerte“ sind Aktien und Aktien gleichzustellende Wertpapiere sowie Wertpapiere, die das Recht verbriefen, Aktien des Emittenten oder eines Konzernunternehmens zu erwerben.<sup>77</sup> „Nichtdividendenwerte“ sind alle übrigen Wertpapiere,<sup>78</sup> also vor allem Schuldverschreibungen und Derivate, die sich nicht auf Aktien des Emittenten oder seiner Konzernunternehmen beziehen. Darüber hinaus wird zwischen Emittenten mit Sitz in einem EU-Mitgliedstaat und Emittenten mit Sitz in Drittstaaten unterschieden.

#### a) Der Herkunftsmitgliedstaat für Emittenten aus der EU

Emittenten von Nichtdividendenwerten mit einer Mindeststückelung von 1.000 Euro und von Nichtdividendenwerten, die das Recht verbriefen bei Umwandlung des Wertpapiers oder Ausübung des verbrieften Rechts übertragbare Wertpapiere zu erwerben oder einen Barbetrag in Empfang zu nehmen,<sup>79</sup> sofern die zugrundeliegenden Wertpapiere nicht vom Emittenten oder einem Konzernunternehmen ausgegeben werden, können entweder den Mitgliedstaat, in dem der Emittent seinen Sitz hat, den Mitgliedstaat, in dem die Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind oder zugelassen werden sollen, oder den Mitgliedstaat, in dem die Wertpapiere öffentlich angeboten werden sollen, als Herkunftsmitgliedstaat wählen.<sup>80</sup> Im Übrigen, also vor allem bei Aktien und Schuldverschreibungen mit einem Nennwert von weniger als 1.000 Euro, ist der Herkunftsmitgliedstaat immer der Mitgliedstaat, in dem der Emittent seinen Sitz hat.<sup>81</sup> Bei Nichtdividendenwerten, die auf andere Währungen als Euro lauten, kommt es zur Abgrenzung darauf an, ob der Wert der Mindeststückelung annähernd 1.000 Euro entspricht.<sup>82</sup> Da der Begriff „annähernd“ nicht weiter erläutert wird, bleibt unklar, wo die Wertuntergrenze liegen soll. Angesichts schwankender Wechselkurse stellt sich ferner die Frage, zu welchem Zeitpunkt die Stückelung annähernd 1.000 Euro betragen muss. Für die geplante Transparenzrichtlinie hat das Europäische Parlament vorgeschlagen, auf den Tag der Ausgabe der Wertpapiere abzustellen.<sup>83</sup> Für die Zwecke der Prospektrichtlinie ist diese Anknüpfung jedoch nicht geeignet, da die Ausgabe der Wertpapiere regelmäßig erst nach

---

<sup>77</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. b.

<sup>78</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. c.

<sup>79</sup> Darunter fallen primär Wandel- und Optionsanleihen sowie Derivate.

<sup>80</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. m Ziff. ii.

<sup>81</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. m Ziff. i.

<sup>82</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. m Ziff. ii S. 2.

<sup>83</sup> Änderungsantrag 37, Bericht des Europäischen Parlaments v. 20.02.2004, A5-0079/2004.

Durchführung des Billigungsverfahrens erfolgt. Um eine nachträgliche Zuständigkeitsänderung zu vermeiden, erscheint es angebracht auf den Zeitpunkt des Antrags bei der zuständigen Behörde abzustellen. Auch diese Frage sollte nach Möglichkeit auf Stufe 3 des Rechtsetzungsverfahrens angesprochen werden, um eine einheitliche Behandlung von nicht auf Euro lautenden Wertpapieren zu gewährleisten.

## b) Der Herkunftsmitgliedstaat für Emittenten aus Drittstaaten

Komplizierter ist die Bestimmung des Herkunftsmitgliedstaates bei Emittenten, die ihren Sitz nicht in der EU haben. Grundsätzlich gilt für diese ebenfalls das Wahlrecht nach Art. 2 Abs. 1 lit. m Ziff. ii. Im Übrigen ist der Herkunftsmitgliedstaat nach Wahl des Emittenten, der Mitgliedstaat, in dem seine Wertpapiere nach dem Inkrafttreten der Richtlinie erstmals öffentlich angeboten werden sollen oder zum ersten Mal ein Antrag zum Handel an einem geregelten Markt gestellt wird.

Diese Regelung ist in vielerlei Hinsicht unglücklich. Die Methode, unmittelbar an das Inkrafttreten der Richtlinie irreversible Rechtsfolgen mit erheblicher Bedeutung für einzelne Marktteilnehmer zu knüpfen, erscheint generell bedenklich und dürfte gerade im Bereich des Kapitalmarktrechts, dessen Sicherheit und Voraussehbarkeit Grundlage für die Attraktivität und Wettbewerbsfähigkeit der Märkte ist, wenig geeignet sein. Problematisch ist ferner, dass die Bestimmung des Herkunftsmitgliedstaats nicht an eine Willensäußerung, sondern weitgehend an ein tatsächliches Verhalten der Drittstaatsmittenten anknüpft und diese daher Gefahr laufen, unbewusst einen Herkunftsmitgliedstaat auszuwählen, zu dem vielleicht nur eine untergeordnete Beziehung besteht.<sup>84</sup> Dies dürfte zu erheblicher Verunsicherung bei Drittstaatsmittenten führen. Darüber hinaus enthält die Regelung mehrere unklare Formulierungen, deren Bedeutung sich nicht ohne weiteres erschließt.

Fraglich ist z.B., was die Formulierung „je nach Wahl des Emittenten“ in Art. 2 Abs. 1 lit. m Ziff. iii bedeutet. Kann ein Emittent, der zunächst in einem Mitgliedstaat Wertpapiere öffentlich anbietet und zu einem späteren Zeitpunkt Wertpapiere in einem anderen Mitgliedstaat zur Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt anmeldet, zwischen den beiden Mitgliedstaaten wählen, mit der Folge, dass er dann, möglicherweise noch Jahre später, sein Wahlrecht ausüben

---

<sup>84</sup> Beispiel: Ein Drittstaatsmittent mit Zweigstellen in Großbritannien, Deutschland und Portugal gibt im Rahmen eines Mitarbeiterbeteiligungsprogramms regelmäßige Belegschaftsaktien aus. Zufällig werden nach dem 31.12.2003 zuerst Belegschaftsaktien im Wert von über 2,5 Mio. Euro den Beschäftigten in Portugal angeboten. Dann ist Portugal der Herkunftsmitgliedstaat, auch wenn der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit und der für den Emittenten bedeutendste Kapitalmarkt in Großbritannien liegt. Die portugiesische Aufsichtsbehörde bleibt auch dann zuständig, wenn der Drittstaatsmittent nach Umsetzung der Richtlinie die Zulassung zur Londoner Börse beantragt.

kann? Dieses Ergebnis scheint, obgleich mit dem Wortlaut der Regelung vereinbar, nicht beabsichtigt zu sein, da mit der Regelung offenbar eine frühzeitige und unwiderrufliche Bestimmung des Herkunftsmitgliedstaates angestrebt wird. Es spricht daher einiges dafür, dass das erstmalige Angebot von Wertpapieren bzw. die erstmalige Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat, diesen endgültig als Herkunftsmitgliedstaat festlegt<sup>85</sup> und ein Wahlrecht nur besteht, wenn gleichzeitig Wertpapiere in einem Staat angeboten und in einem anderen zum Handel zugelassen werden.

Zweifelhaft ist außerdem, was damit gemeint sein soll, dass „Wertpapiere erstmals nach dem Inkrafttreten öffentlich angeboten werden *sollen*“.<sup>86</sup> Für die Bestimmung des Herkunftsmitgliedstaates ist demnach nicht erforderlich, dass tatsächlich Wertpapiere öffentlich angeboten werden. Ausreichend ist die Absicht des Anbieters, Wertpapiere öffentlich anzubieten. Man wird zumindest eine gewisse äußere Manifestierung dieser Absicht verlangen müssen, die tatsächlichen Anforderungen bleiben aber ungewiss. Zu bedenken ist überdies, dass die Regelung an den sehr weiten Begriff des öffentlichen Angebots i.S.v. Art. 2 Abs. 1 lit. d anknüpft. Es ist daher für die Festlegung des Herkunftsmitgliedstaats unerheblich, ob das Angebot einer Prospektpflicht im Sinne der Richtlinie unterläge, oder nach Art. 3 Abs. 2 bzw. Art. 4 Abs. 1 von der Prospektpflicht befreit wäre.<sup>87</sup>

Ebenfalls unklar ist die Übergangsregelung in Art. 30 Abs. 1, die Emittenten aus Drittstaaten, deren Wertpapiere bereits zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, erlaubt, die für sie zuständige Behörde im Sinne von Art. 2 Abs. 1 lit. m Ziff. iii zu wählen und diese Entscheidung der gewählten Behörde bis zum 31. Dezember 2005 mitzuteilen. Offenbar soll diesen Emittenten ermöglicht werden, durch Notifizierung gegenüber der zuständigen Behörde den Mitgliedstaat, in dem sie bereits Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen haben, als Herkunftsmitgliedstaat im Sinne der Richtlinie auszuwählen, ohne dass sie weitere Wertpapiere öffentlich anbieten oder zum Handel an einem geregelten Markt zulassen müssen.<sup>88</sup> Eindeutig ist dies allerdings nicht.

Gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. m Ziff. iii kann ein Drittstaatenemittent seinen Herkunftsmitgliedstaat ferner auch noch zu einem späteren Zeitpunkt wählen, „wenn

---

<sup>85</sup> Davon ist auch die Deutsche Börse in ihrer Mitteilung an Nicht-EU-Emittenten v. 16.12.2003 ausgegangen, [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/s/2FF24195DD96AF8E4E109644FC46385D/de/binary/gdb\\_content\\_pool/imported\\_files/public\\_files/10\\_downloads/33\\_going\\_being\\_public/50\\_others/Prospectus\\_directive\\_letter\\_issuers.pdf](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/s/2FF24195DD96AF8E4E109644FC46385D/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/50_others/Prospectus_directive_letter_issuers.pdf).

<sup>86</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. m Ziff. iii (Hervorhebung durch den Verfasser).

<sup>87</sup> Entgegen *Holzborn/Schwarz-Gondek*, (Fn. 46), S. 929, sind die Ausnahmetatbestände nicht Bestandteil der Definition des öffentlichen Angebots. Dies entspricht der ausdrücklichen Entscheidung des Ministerrats (vgl. die Begründung zum Gemeinsamen Standpunkt v. 24.3.2003, ABl. Nr. C 125 v. 27.5.2003, S. 21 u. 50).

<sup>88</sup> Die Deutsche Börse hat dies in ihrer Mitteilung an Nicht-EU-Emittenten unterstellt.

der Herkunftsmitgliedstaat nicht gemäß seiner Wahl bestimmt wurde“. Auch diese Regelung ist nicht ohne weiteres zu verstehen. Nach der Begründung des gemeinsamen Standpunkts des Rates vom 24. März 2003 bezieht sich diese auf den Fall, dass nicht der Emittent, sondern ein Dritter die Wertpapiere des Emittenten anbietet oder die Zulassung dieser Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt beantragt.<sup>89</sup> Die Regelung sagt allerdings nichts darüber aus, auf welche Weise der Herkunftsmitgliedstaat nachträglich ausgewählt werden kann. Es liegt jedoch nahe, dass die Wahl auch hier durch die in bestimmter Weise manifestierte Absicht eines öffentlichen Angebots oder die Zulassung von Wertpapieren in dem ausgewählten Mitgliedstaat getroffen werden muss.

### 3. Das Billigungsverfahren

Die Veröffentlichung des Prospekts setzt dessen vorherige Billigung durch die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats voraus.<sup>90</sup> Der Behörde stehen grundsätzlich zehn Tage, bei erstmaliger Emission von Wertpapieren eines Emittenten zwanzig Tage zur Prüfung des Prospekts zur Verfügung.<sup>91</sup> Die Frist verlängert sich jeweils, wenn die Behörde Ergänzungen des Prospekts verlangt. Eine Verkürzung der Fristen bei der Umsetzung der Richtlinie durch den nationalen Gesetzgeber dürfte möglich sein, da die Richtlinie nur einen generellen zeitlichen Rahmen für die Prüfung vorgibt.<sup>92</sup> Eine Billigungsfiktion bei nicht rechtzeitiger Entscheidung der Behörde, wie bisher in § 8a VerkProspG vorgesehen, wird durch die Prospekttrichtlinie ausdrücklich untersagt.<sup>93</sup>

Die zuständige Behörde prüft die Vollständigkeit des Prospekts und die Kohärenz und Verständlichkeit seines Inhalts.<sup>94</sup> Ob die Behörde über die formelle Vollständigkeitsprüfung und eine inhaltliche Verständlichkeits- und Kohärenzprüfung hinaus eine materielle Kontrolle des Prospekts vorzunehmen hat, lässt sich dem nicht entnehmen. Die in Art. 21 Abs. 3 genannten Mindestbefugnisse der zuständigen Behörde legen allerdings nahe, dass die Behörde zumindest in Einzelfällen auch in der Lage sein soll, eine Prüfung der Prospektangaben auf ihre Richtigkeit durchzuführen. Für Verkaufsprospekte, die bisher nur einer rein formellen Vollständigkeitskontrolle durch die BaFin unterlagen,<sup>95</sup> wird daher künftig ein er-

---

<sup>89</sup> Gemeinsamer Standpunkt (EC) No 25/2003 des Ministerrats v. 24.3.2003, ABl. Nr. C 125 v. 27.5.2003, S. 21, 50, s. Fn. 17.

<sup>90</sup> Art. 13 Abs. 1.

<sup>91</sup> Art. 13 Abs. 2 und 3.

<sup>92</sup> *Crüwell*, (Fn. 10), S. 251.

<sup>93</sup> Art. 13 Abs. 2.

<sup>94</sup> Art. 2 Abs. 1 lit. q.

<sup>95</sup> Darauf hat der Gesetzgeber in der Regierungsbegründung zum Dritten Finanzmarktförderungsgesetz ausdrücklich hingewiesen, BT-Drucks. 13/8933, S. 54, 87.

weiterer Prüfungsmaßstab gelten, der auch eine beschränkt materielle Kontrolle umfasst.<sup>96</sup> Dagegen dürfte sich im Hinblick auf Börsenzulassungsprospekte keine Änderung zur bisherigen Rechtslage ergeben.<sup>97</sup>

## IV. Prospektformat und Prospektinhalt

### 1. Prospektformat

#### a) Einteiliger oder dreiteiliger Prospekt

Neu ist, dass anstelle eines Prospekts in Form eines Einzeldokuments auch ein aus drei Dokumenten bestehender Prospekt veröffentlicht werden kann.<sup>98</sup> Im letzteren Falle setzt sich der Prospekt aus einem Registrierformular, in dem die Angaben zum Emittenten enthalten sind, einer Wertpapierbeschreibung und einer Zusammenfassung zusammen. Der Vorteil des dreiteiligen Prospekts ist, dass das Registrierformular vorab gebilligt und veröffentlicht werden kann. Es ist dann 12 Monate gültig und kann während dieser Zeit mit verschiedenen Wertpapierbeschreibungen und Zusammenfassungen für beliebig viele öffentliche Angebote oder Börsenzulassungen verwandt werden. Diese Option dürfte vor allem für Vielmittenten wie Banken interessant sein, die durch die jährliche Veröffentlichung eines Registrierformulars individuelle Emissionen möglicherweise beschleunigen können.<sup>99</sup> Allerdings wird in diesen Fällen meistens auch die Veröffentlichung eines Basisprospekts<sup>100</sup> in Betracht kommen, der für regelmäßige Emissionen von Schuldverschreibungen die praktikablere Alternative sein dürfte.<sup>101</sup>

#### b) Die Zusammenfassung

Der Prospekt muss in jedem Fall eine Zusammenfassung enthalten, in der kurz und allgemein verständlich die wesentlichen Merkmale und Risiken des Emittenten, der Wertpapiere und der Garantiegeber genannt sind.<sup>102</sup> In der Regel soll die

---

<sup>96</sup> *Crüwell*, (Fn. 10), S. 250 f.; *Kunold/Schlitt*, (Fn. 10), S. 509.

<sup>97</sup> Hier galt bereits bisher nach ganz h.M. ein beschränkt materieller Prüfungsmaßstab, vgl. hierzu *Schäfer/Hamann*, (Fn. 39), § 36 BörsG, Rdnr. 28.

<sup>98</sup> Art. 5 Abs. 3.

<sup>99</sup> *Seitz*, Die Integration der europäischen Wertpapiermärkte und die Finanzmarktgesetzgebung in Deutschland, BKR 2002, S. 340 u. 345 weist allerdings darauf hin, dass eine entsprechende Option in Großbritannien bisher kaum genutzt worden ist.

<sup>100</sup> Zum Begriff des Basisprospekts s.u. Abschnitt IV.3.a).

<sup>101</sup> *Kunold/Schlitt*, (Fn. 10), S. 505.

<sup>102</sup> Art. 5 Abs. 2.

Zusammenfassung nicht mehr als 2.500 Wörter umfassen<sup>103</sup> und dem Prospekt als Einleitung vorausgehen.<sup>104</sup> Die Aufnahme einer Zusammenfassung in den Prospekt dürfte bereits jetzt der allgemeinen Marktpraxis entsprechen. Neu ist allerdings, dass die Zusammenfassung auch die wesentlichen Risiken enthalten soll, was Emittenten vor nicht unerhebliche Probleme stellen dürfte.<sup>105</sup> Außerdem wird die Zusammenfassung bei grenzüberschreitenden Angeboten häufig der einzige Teil des Prospekts sein, der in die Heimatsprache des AufnahmeStaats übersetzt wird.<sup>106</sup> Vor diesem Hintergrund dürfte der für Angaben in der Zusammenfassung vorgesehene Haftungsbegrenzung erhebliche Bedeutung zukommen.<sup>107</sup>

### c) Die Sprachenregelung

Als eines der schwierigsten Hindernisse für die grenzüberschreitende Verwendung von Prospekten galt bisher die Notwendigkeit der Übersetzung des Prospektes in die Sprache des Aufnahmemitgliedstaats.<sup>108</sup> Die Sprachenregelung in Art. 19 der Prospekttrichtlinie versucht diese Hürde zu erleichtern, indem sie für die Verwendung des Prospektes im Aufnahmemitgliedstaat erlaubt, den Prospekt entweder in einer von der zuständigen Behörde des Aufnahmemitgliedstaats anerkannten Sprache oder einer „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“, womit Englisch gemeint ist,<sup>109</sup> zu erstellen. Wird der Prospekt allerdings für öffentliche Angebote oder Börsenzulassungen im Herkunftsmitgliedstaat verwandt, ist er in einer von der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats anerkannten Sprache zu verfassen. Hiervon ausgenommen sind lediglich Börsenzulassungsprospekte über Nichtdividendenwerte mit einer Mindeststückelung von 50.000 Euro, die immer in Englisch verfasst werden können. Das Sprachenregime benachteiligt mithin grundsätzlich öffentliche Angebote und Börsenzulassungen im Herkunftsmitgliedstaat, da die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats englischsprachige Prospekte nicht akzeptieren muss. Allerdings sollte für Mitgliedstaaten ein gewisser Anreiz bestehen, englischsprachige Prospekte auch zur Verwendung im Herkunftsstaat zu erlauben, da sich eine zu restriktive Sprachenregelung als Standortnachteil erweisen könnte.<sup>110</sup> In der Praxis dürften sich Emit-

<sup>103</sup> Erwägungsgrund 21.

<sup>104</sup> Art. 5 Abs. 2 Prospekttrichtlinie; Art. 25 Abs. 1 und 26 Abs. 1 Durchführungsverordnung.

<sup>105</sup> Vgl. auch *Crüwell*, (Fn. 10), S. 247 f.

<sup>106</sup> S.u. Abschnitt c).

<sup>107</sup> Zur Haftungsbeschränkung s.u. Abschnitt VII.2.

<sup>108</sup> Vgl. *Crüwell*, (Fn. 10), S. 248.

<sup>109</sup> Vgl. die Begründung der Kommission zum revidierten Richtlinienvorschlag, ABl. Nr. C 20 E v. 28.1.2003, S. 122 u. 125, s. Fn. 16.

<sup>110</sup> In Deutschland kann bisher nur Emittenten mit Sitz im Ausland gestattet werden, den Prospekt in Englisch zu verfassen (§ 2 Abs. 1 VerkProspVO bzw. § 13 Abs. 1 BörsZulVO).

tenten aber auch in Zukunft häufig für eine Übersetzung des gesamten Prospekts in die Sprache des Aufnahmemitgliedstaats entscheiden, um mit dem Prospekt ein breiteres Publikum anzusprechen und eine bessere Wirkung im Aufnahmemitgliedstaat zu erzielen. Ob englischsprachige Prospekte künftig zum europaweiten Standard werden, bleibt daher abzuwarten.

In jedem Fall können die zuständigen Behörden der Aufnahmemitgliedstaaten eine Übersetzung der Zusammenfassung in eine Amtssprache des Aufnahmemitgliedstaats verlangen. Dies ändert jedoch nichts daran, dass Anleger ihre Investitionsentscheidung immer auf den gesamten Prospekt stützen müssen.<sup>111</sup> Eine Übersetzung des gesamten Prospekts wird wegen § 184 GVG notwendig, wenn der Prospekt Gegenstand eines Rechtsstreits wird.<sup>112</sup> Auf das dadurch erhöhte Prozesskostenrisiko sind Anleger gemäß Art. 5 Abs. 2 lit. c in der Zusammenfassung ausdrücklich hinzuweisen.

#### d) Angaben in Form von Verweisen

Durch die Prospekttrichtlinie neu eingeführt wird die Möglichkeit, externe Dokumente durch Verweisung in den Prospekt einzubeziehen.<sup>113</sup> Dafür gelten allerdings enge Grenzen. So darf nur auf Dokumente verwiesen werden, die zuvor oder gleichzeitig veröffentlicht wurden und von der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats nach der Prospekttrichtlinie oder den Titeln IV und V der Börsenzulassungsrichtlinie gebilligt oder bei ihr hinterlegt wurden. Außerdem müssen diese Dokumente in einer nach Art. 19 zulässigen Prospektsprache verfasst worden sein.<sup>114</sup> Dies schließt Dokumente ein, die im Rahmen der laufenden Informationspflicht gemäß Art. 10 Abs. 1<sup>115</sup> der zuständigen Behörde zur Verfügung gestellt werden. Es ist allerdings unklar, ob ein Verweis auch dann zulässig sein soll, wenn, wie nach Art. 10 möglich, der Aufsichtsbehörde lediglich eine Liste mit Verweisen auf Dokumente vorgelegt wurden.

#### e) Prospektnachträge

Ein Nachtrag zum Prospekt ist zu veröffentlichen, wenn zwischen der Billigung des Prospekts und dem endgültigen Schluss des öffentlichen Angebots wichtige

---

<sup>111</sup> Darauf ist in der Zusammenfassung ausdrücklich hinzuweisen (Art. 5 Abs. 2 lit. b).

<sup>112</sup> Vgl. *Crüwell*, (Fn. 10), S. 249.

<sup>113</sup> Art. 11 Abs. 1.

<sup>114</sup> Der Verweis in Art. 28 Abs. 2 der Durchführungsverordnung auf Art. 19 der Richtlinie ist allerdings nicht ganz klar, da Art. 19 nur eine Sprachenregelungen für den Prospekt, aber nicht für sonstige Dokumente enthält. Im Ergebnis dürfte dies wohl bedeuten, dass das Dokument, auf welches verwiesen wird, grundsätzlich in der Sprache des jeweiligen Prospekts verfasst sein muss, oder in Englisch, soweit Englisch als Prospektsprache zugelassen ist.

<sup>115</sup> S. hierzu unten Abschnitt VI.2.



neue Umstände oder wesentliche Unrichtigkeiten oder Ungenauigkeiten des Prospektinhalts, die die Beurteilung der Wertpapiere beeinflussen können, zutage treten.<sup>116</sup> Anders als nach der bisherigen Regelung in § 11 VerkProspG darf ein Nachtrag aber erst nach Billigung durch die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaates veröffentlicht werden. Für die Billigung des Nachtrags kann das nationale Recht der Behörde eine Frist von bis zu sieben Arbeitstagen gewähren. Eine derart lange Periode erscheint bedenklich, da es im Falle eines Nachtrags darauf ankommen sollte, die Investoren möglichst zügig zu informieren. Für Anbieter ist jede Verzögerung der Veröffentlichung des Nachtrags aber vor allem deshalb problematisch, weil Art. 16 Abs. 2 Anlegern, die vor Veröffentlichung des Nachtrags einen Erwerb oder eine Zeichnung von Wertpapieren zugesagt haben, das Recht einräumt, ihre Zusage innerhalb einer Mindestfrist von zwei Tagen nach Veröffentlichung des Nachtrags zurückzuziehen. Vor diesem Hintergrund erscheint es von erheblicher Bedeutung, dass für die Prüfung von Nachträgen eine möglichst kurze Frist vorgesehen wird.

## 2. Der Prospektinhalt

Die Prospekttrichtlinie sieht eine vollständige Harmonisierung der formellen und inhaltlichen Anforderungen an Prospekte vor. Den Mitgliedstaaten ist es demnach nicht länger gestattet, über die Richtlinie hinausgehende Anforderungen an Wertpapierprospekte zu stellen. Dies gilt auch bei rein nationalen Wertpapieremissionen oder Börsenzulassungen.

### a) Der „building block approach“

Während die Richtlinie lediglich allgemeine Grundsätze für den Prospektinhalt vorgibt, enthält die Durchführungsverordnung detaillierte Prospektanforderungen. Art und Umfang der im Prospekt offenzulegenden Mindestangaben hängen dabei vor allem von der Art der angebotenen Wertpapiere ab. Teilweise wird auch nach dem Typus des Emittenten differenziert. Zu diesem Zweck enthält die Verordnung eine Reihe von Anhängen, die verschiedene Listen mit Mindestangaben für die unterschiedlichen Wertpapierarten und Emittententypen enthalten. Diese werden ergänzt durch sogenannte Bausteine („*building blocks*“), in denen zusätzliche Mindestangaben für Sonderfälle aufgeführt werden. Zur Erstellung des Prospekts müssen die jeweils einschlägigen Anhänge miteinander kombiniert werden, um die für die Art der angebotenen Wertpapiere und den Emittenten spezifischen Prospektanforderungen zu ermitteln (sogenannter „*building block approach*“). Sollen neue Wertpapierarten angeboten oder zum Börsenhandel zugelassen werden, die in der Verordnung nicht berücksichtigt sind, so hat der Emittent den Anhang

---

<sup>116</sup> Art. 16 Abs. 1.

heranzuziehen, der sich auf vergleichbare Wertpapiere bezieht, und muss gegebenenfalls weitere Angaben aus anderen Anhängen hinzufügen.<sup>117</sup> Passt das Wertpapier zu keiner der in der Verordnung behandelten Kategorien, so sind die in den Prospekt aufzunehmenden Angaben im Einzelnen mit der zuständigen Behörde abzustimmen.<sup>118</sup>

Die Durchführungsverordnung differenziert allerdings kaum zwischen verschiedenen Emittententypen. Lediglich für Kreditinstitute, Investmentfonds und öffentliche Anbieter sieht die Verordnung eigene Anhänge mit spezifischen Kriterien vor. Artikel 23 Abs. 1 der Verordnung erlaubt der zuständigen Behörde Anpassungen der Prospektanforderungen für spezifische Emittenten wie Immobilien-, Investment-, Forschungs-, Start-up-Gesellschaften, Reedereien oder Bergbaugesellschaften. Allerdings darf die zuständige Behörde an diese Gesellschaften nur über die in den Anhängen der Verordnung aufgeführten Mindestangaben hinausgehende Anforderungen stellen. Dies erscheint in den genannten Fällen nicht ganz unproblematisch, da viele der speziellen Prospektanforderungen gerade für diese Emittenten nicht einschlägig sein dürften. Im Übrigen gefährdet diese Regelung die von der Richtlinie erstrebte Rechtsvereinheitlichung. Nach Art. 23 Abs. 4 der Verordnung kann jedoch auf die Angabe von Pflichtinformationen verzichtet werden, wenn diese im Hinblick auf den Emittenten, den Anbieter oder die Wertpapiere nicht zweckmäßig sind. Ferner kann die zuständige Behörde in Ausnahmefällen dem Emittenten erlauben, bestimmte Angaben wegzulassen, wenn deren Veröffentlichung dem öffentlichen Interesse zuwiderläuft, die Bekanntmachung dem Emittenten ernsthaft schadet und das Publikum durch die Nichtaufnahme der Angaben nicht irreführt wird, oder diese Informationen für das jeweilige öffentliche Angebot oder die Börsenzulassung lediglich untergeordnete Bedeutung haben und die Entscheidung der Investoren nicht beeinflussen werden.<sup>119</sup> Es ist fraglich, ob diese Mechanismen genügen, um eine ausreichende Differenzierung nach Tätigkeit und Größe der Emittenten zu ermöglichen, wie dieses ausdrücklich in Art. 7 Abs. 2 lit. e der Richtlinie gefordert wird.

## b) Die Mindestangaben

Die Durchführungsverordnung sieht zwar eine ganze Reihe von Mindestangaben vor, die in Deutschland bisher nicht zum gesetzlichen Mindestinhalt von Wertpapierprospekten gehörten. Allerdings setzen die meisten neuen Prospektanforderungen lediglich um, was schon bisher überwiegend Marktpraxis bei Börsenzulas-

---

<sup>117</sup> Art. 23 Abs. 2 der Durchführungsverordnung.

<sup>118</sup> Art. 23 Abs. 3 der Durchführungsverordnung. Die zuständige Behörde muss in diesem Fall die Kommission benachrichtigen, damit diese ggf. die Durchführungsverordnung ergänzen kann.

<sup>119</sup> Art. 8 Abs. 2.

sungsprospekten ist und z.B. in den Going-Public-Grundsätzen der Deutschen Börse AG<sup>120</sup> als „best practice“ beschrieben wird. Zu den bereits jetzt weitgehend üblichen Angaben dürften z.B. die Angabe von Risikofaktoren<sup>121</sup>, die Beschreibung der Märkte, auf denen der Emittent tätig ist,<sup>122</sup> Angaben über den beruflichen Werdegang, frühere Ämter und etwaiger Sanktionen von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern,<sup>123</sup> Angaben zu Geschäften mit nahestehenden Personen,<sup>124</sup> die Aufnahme von Pro-forma-Finanzdaten bei wesentlichen Änderungen im Geschäftsbetrieb des Emittenten,<sup>125</sup> Angaben zur Besetzung von Finanz- und Personalausschüssen und die Angabe, ob die Gesellschaft dem Corporate-Governance-Kodex entspricht,<sup>126</sup> gehören. Von der Durchführungsverordnung geforderte Mindestangaben, die bisher noch nicht unbedingt allgemeine Marktpraxis darstellen dürften, sind z.B. Angaben zu wesentlichen Gegenständen des Sachanlagevermögens,<sup>127</sup> die Aufnahme von vierteljährlichen oder halbjährlichen Zwischenberichten seit dem letzten geprüften Jahresabschluss, soweit vorhanden;<sup>128</sup> eine Beschreibung der Satzungs- und Geschäftsordnungsbestimmungen, die strengere Vorschriften als die gesetzlichen Bestimmungen enthalten<sup>129</sup> und die Zusammenfassung aller wesentlichen Verträge, die nicht im Rahmen der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit geschlossen wurden<sup>130</sup>.

<sup>120</sup> Going-Public-Grundsätze in der Fassung v. 15.7.2002, [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\\_going\\_public\\_grundsaeetze\\_160702.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_going_public_grundsaeetze_160702.pdf).

<sup>121</sup> Art. 25 Abs. 1 und 2 der Durchführungsverordnung.

<sup>122</sup> Ziffer 6.2-6.5 Anhang I; Ziffer 6.1 Anhang IV; Ziffer 6.1 Anhang X; Ziffer 5.1.3 Anhang XI der Durchführungsverordnung.

<sup>123</sup> Ziffer 14.1 Anhang I; Ziffer 14.1 Anhang X der Durchführungsverordnung. Die Verpflichtungen erstrecken sich ggf. auch auf persönlich haftende Gesellschafter oder leitende Angestellte, deren Kenntnisse Voraussetzung für den Nachweis sind, dass der Emittent die notwendigen Kenntnisse und Erfahrungen zur Ausübung seines Gewerbes hat. Neu dürfte sein, dass auch Familienbeziehungen zwischen diesen Personen offengelegt werden müssen.

<sup>124</sup> Ziffer 19 Anhang I; Ziffer 19 Anhang X der Durchführungsverordnung.

<sup>125</sup> Ziffer 20.1 Anhang I der Durchführungsverordnung.

<sup>126</sup> Ziffer 16 Anhang I; Ziffer 11 Anhang IV; Ziffer 16 Anhang X der Durchführungsverordnung.

<sup>127</sup> Nur bei Emittenten von Aktien und Aktienhinterlegungsscheine (*depository receipts*), Ziffer 8 Anhang I; Ziffer 8 Annex X der Durchführungsverordnung.

<sup>128</sup> Ziffer 20.6.1 Anhang I; Ziffer 13.5.1 Anhang IV; Ziffer 20.5.1 Anhang X; Ziffer 11.5.1 Anhang XI der Durchführungsverordnung.

<sup>129</sup> Ziffer 21.2.2-21.2.8 Anhang I; Ziffer 21.2.2-21.2.8 Anhang X der Durchführungsverordnung.

<sup>130</sup> Ziffer 22 Anhang I; Ziffer 15 Anhang IV; Ziffer 12 Anhang IX; Ziffer 22 Anhang X; Ziffer 12 Anhang XI der Durchführungsverordnung, wobei unterschiedlich strenge Voraussetzungen für Aktien und aktiengleiche Wertpapiere einerseits und Schuldverschreibungen und Derivate andererseits bestehen.

### c) Angaben über die finanziellen Verhältnisse des Emittenten

Von besonderer Bedeutung für Drittstaatenemittenten aber auch für Emittenten mit Sitz in der EU, die ihre Rechnungslegung von nationalen Rechnungsstandards auf *International Accounting Standards* (IAS) bzw. *International Financial Reporting Standards* (IFRS) umstellen, sind die nach der Durchführungsverordnung vorgeschriebenen Mindestangaben über die finanziellen Verhältnisse des Emittenten. Diese sind grundsätzlich auf Grundlage von IFRS nach der Verordnung (EG) 1606/2002 (im folgenden „IFRS-Verordnung“) zu erstellen.<sup>131</sup> Emittenten mit Sitz in der EU dürfen allerdings weiterhin nationale Rechnungslegungsstandards verwenden, soweit diese nach der IFRS-Verordnung zugelassen sind.<sup>132</sup> Probleme entstehen aber, wenn Wertpapiere im Jahr der Umstellung auf IFRS öffentlich angeboten oder zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen werden, da die Durchführungsverordnung vorsieht, dass, je nach Art des Wertpapiers, entweder die letzten zwei<sup>133</sup> oder der letzte geprüfte Jahresabschluss<sup>134</sup> auf Grundlage derselben Rechnungslegungsstandards wie der nächste zu veröffentlichende Jahresabschluss aufgestellt sein müssen. Nach Umstellung auf IFRS müssten daher die letzten zwei Jahresabschlüsse bzw. der letzte Jahresabschluss neu aufgestellt und geprüft werden. Um diese Übergangsschwierigkeiten zu erleichtern, sieht Art. 35 Abs. 1 der Durchführungsverordnung vor, dass Jahresabschlüsse für Rechnungszeiträume vor dem 1. Januar 2004 nicht nach IFRS neu gefasst werden müssen. War der Emittent aufgrund nationaler Übergangsvorschriften für Geschäftsjahre bis zum 31. Dezember 2006 nicht zur Erstellung von Konzernabschlüssen auf Grundlage von IFRS verpflichtet, gilt die Befreiung für alle Rechnungszeiträume vor dem 1. Januar 2006. Emittenten müssen daher grundsätzlich nur einen Jahresabschluss neu aufstellen und prüfen lassen, wenn sie im Jahr der Umstellung auf

<sup>131</sup> Eine generelle Ausnahme gilt für Prospekte, die sich auf Schuldverschreibungen, *Asset Backed Securities* und Derivate mit einer Mindeststückelung von 50.000 Euro beziehen. In diesem Fall können die finanziellen Verhältnisse des Emittenten auf Grundlage nationaler Rechnungslegungsstandards dargestellt werden, wenn in dem Prospekt an prominenter Stelle darauf hingewiesen wird, dass die Angaben nicht IFRS entsprechen und eine Erläuterung der Unterschiede zwischen IFRS und den angewandten Rechnungslegungsstandards beigefügt wird.

<sup>132</sup> IFRS ist nur für konsolidierte Jahresabschlüsse von Gesellschaften, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, ab dem 1.1.2005 verpflichtend. Darüber hinaus können Mitgliedstaaten in bestimmten Fällen bis zum 31.12.2006 Ausnahmen erlauben. Einzelabschlüsse oder konsolidierte Jahresabschlüsse von Gesellschaften, die keine Wertpapiere an einem geregelten Markt zugelassen haben, können daher weiterhin auf Grundlage nationaler Rechnungslegungsstandards erstellt werden.

<sup>133</sup> Für Emittenten von Aktien und aktienähnlichen Papieren sowie Aktienhinterlegungsscheinen (*depository receipts*).

<sup>134</sup> Für Emittenten von Schuldverschreibungen, Derivaten und *Asset Backed Securities*.

<sup>135</sup> Diese Regelung greift jedoch nicht für Emittenten von Aktien und Aktien gleichgestellten Wertpapieren, deren Geschäftsjahr nicht mit dem Kalenderjahr übereinstimmt. In diesem Fall müssen u.U. zwei Jahresabschlüsse neu gefasst und geprüft werden.

<sup>136</sup> Dies folgt daraus, dass nach Art. 35 Abs. 1 der Zeitraum, für den die Befreiung von der Neuaufstellung gilt, erst mit der Aufstellung des ersten IFRS-Abschlusses enden soll. Jedenfalls folgt dies ein-

IFRS einen Prospekt erstellen wollen.<sup>135</sup> Emittenten, die am 1. Juli 2005 Wertpapiere an einem geregelten Markt zugelassen haben, sind allerdings von der Verpflichtung zur Neuauflistung der Jahresabschlüsse nach IFRS befreit.<sup>136</sup> Dies führt zu einer nur schwer nachvollziehbaren Benachteiligung von Emittenten, die erst in der zweiten Hälfte des Jahres 2005 die Zulassung ihrer Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt beantragen. Für Emittenten, die erst zu einem späteren Zeitpunkt auf IFRS umstellen, weil sie zuvor keine Wertpapiere an einem geregelten Markt zugelassen hatten oder keinen Konzernabschluss aufstellen mussten, besteht keine Übergangsregelung.

Die Verpflichtung, Jahresabschlüsse nach IFRS in den Prospekt aufzunehmen, trifft auch nicht in der EU ansässige Emittenten. Bis zum 1. Januar 2007 dürfen diese jedoch ihre Finanzdaten auf Grundlage ihrer jeweiligen nationalen Rechnungslegungsstandards erstellen, sofern sie am 1. Januar 2007 Wertpapiere an einem geregelten Markt in der EU zugelassen haben.<sup>137</sup> Allerdings müssen sie weitere Informationen vorlegen, wenn die in den Prospekt aufgenommenen Jahresabschlüsse kein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten vermitteln.<sup>138</sup> Emittenten, die ihre Finanzdaten entsprechend international anerkannten Rechnungslegungsstandards (d.h. US GAAP) erstellen, sind bis zum 1. Januar 2007 generell von der Pflicht, ihre Abschlüsse nach IFRS neu aufzustellen, befreit.<sup>139</sup> Nach dem 1. Januar 2007 müssen Emittenten aus Drittstaaten ihre Finanzdaten entweder auf der Grundlage von IFRS oder nach nationalen Rechnungslegungsstandards, die mit IFRS gleichwertig sind, erstellen. Die Verordnung legt keine Kriterien für die Gleichwertigkeit fest, sondern enthält lediglich den Auftrag im Rahmen weiterer Durchführungsmaßnahmen auf Stufe 2 des Rechtsetzungsverfahrens einen Mechanismus zur Feststellung der Gleichwertigkeit festzusetzen. Um Irritationen bei Emittenten aus Drittstaaten zu vermeiden, erscheint es allerdings geboten, möglichst frühzeitig die Kriterien für die Anerkennung der Jahresabschlüsse festzulegen.

Wenn die Angaben über die finanziellen Verhältnisse des Emittenten auf Grundlage nationaler Rechnungslegungsstandards erstellt wurden, sind neben der Bilanz, der Gewinn- und Verlustrechnung, und des Anhangs auch eine geprüfte Kapitalflussrechnung und ein geprüfter Eigenkapitalspiegel zu veröffentlichen. Emittenten, die nach HGB bilanzieren und nicht unter § 297 Abs. 1 S. 2 HGB fallen,

---

deutig aus der ursprünglichen englischen Fassung der Verordnung; die deutsche Fassung von Art. 35 trägt dies nicht.

<sup>137</sup> Art. 35 Abs. 3 der Durchführungsverordnung.

<sup>138</sup> Art. 35 Abs. 3 der Durchführungsverordnung.

<sup>139</sup> Art. 35 Abs. 4 der Durchführungsverordnung. Da die Verordnung keine weiteren Angaben hierzu enthält, wird die Beurteilung, ob die vorgelegten Finanzdaten ausreichend sind und durch welche weiteren Informationen sie gegebenenfalls zu ergänzen sind, der zuständigen Behörde obliegen.

müssen daher zusätzlich eine Kapitalflussrechnung und einen Eigenkapitalspiegel aufstellen und prüfen lassen.

### 3. Veröffentlichung unvollständiger Prospekte

#### a) Basisprospekt

Wenn Nichtdividendenwerte oder Optionsscheine, die auch auf vom Emittenten selbst ausgegebene Dividendenwerte bezogen sein können,<sup>140</sup> im Rahmen von Angebotsprogrammen angeboten werden, oder Kreditinstitute Wertpapiere dauerhaft und wiederholt begeben, kann ein sogenannter Basisprospekt veröffentlicht werden.<sup>141</sup> Der Basisprospekt entspricht im Grundsatz einem unvollständigen Verkaufsprospekt i.S.v. § 10 VerkProspG, d.h. Pflichtangaben können zunächst ausgelassen und zu einem späteren Zeitpunkt separat veröffentlicht werden.<sup>142</sup> Anders als nach § 10 VerkProspG ist diese Möglichkeit jedoch auf Angebotsprogramme und Daueremissionen durch Kreditinstitute beschränkt. Dies dürfte allerdings nicht zu wesentlichen Einschränkungen führen, da es nach der Prospekttrichtlinie im Einzelfall ausreichend ist, wenn der Prospekt am ersten Tag des Angebots veröffentlicht wird.

Der Basisprospekt i.S.v. Art. 5 Abs. 4 zielt vor allem auf die Besonderheiten von Angebotsprogrammen ab. Er ermöglicht, zunächst die allgemeinen Bedingungen des Angebotsprogramms in einem Basisprospekt zu veröffentlichen, während die spezifischen Bedingungen der einzelnen Angebote kurz vor Beginn der jeweiligen Angebotsfrist bekannt gemacht werden können.

Der Basisprospekt ist grundsätzlich in der Form eines einteiligen Dokuments zu veröffentlichen, ein bereits zuvor veröffentlichtes Registrierungsformular kann jedoch durch Verweis in einen Basisprospekt aufgenommen werden.<sup>143</sup> Von den inhaltlichen Anforderungen unterscheidet sich der Basisprospekt nicht von dem herkömmlichen Prospekt, außer dass die endgültigen Bedingungen erst zu einem späteren Zeitpunkt bekannt gemacht werden.

Die Prospekttrichtlinie enthält jedoch keine Hinweise darauf, wie Angebotsprogramme mit mehreren Emittenten zu behandeln sind. Die Durchführungsverordnung stellt jedoch klar, dass mehrere Basisprospekte zu einem Dokument ver-

---

<sup>140</sup> So zu Recht *Kunold/Schliitt*, (Fn. 10), S. 506 unter Verweis auf Art. 22 Abs. 6 Ziff. 2 der Durchführungsverordnung.

<sup>141</sup> Art. 5 Abs. 4.

<sup>142</sup> Die endgültigen Bedingungen sind entweder in einem separaten Dokument oder durch Einbeziehung in den entsprechend vervollständigten Basisprospekt zu veröffentlichen (Art. 26 Abs. 5 der Durchführungsverordnung).

<sup>143</sup> Art. 26 Abs. 4 der Durchführungsverordnung.

bunden werden können.<sup>144</sup> Probleme bestehen jedoch weiterhin, wenn an einem Angebotsprogramm Emittenten mit verschiedenen Herkunftsmitgliedstaaten beteiligt sind. In diesem Fall bedürfte nämlich, das aus mehreren Basisprospekten bestehende Dokument der Billigung verschiedener Aufsichtsbehörden – ein Ergebnis, das im Widerspruch zur Zielsetzung der Richtlinie stünde. In Erwägungsgrund 27 der Durchführungsverordnung wird daher vorgeschlagen, dass die Aufsichtsbehörden sich in diesem Fall miteinander verständigen und gegebenenfalls gemäß Art. 13 Abs. 5 der Richtlinie die Billigung des Prospektes einer zuständigen Behörde übertragen, damit für das ganze Dokument die Billigung einer einzigen zuständigen Behörde ausreicht. Es handelt sich hierbei aber lediglich um eine unverbindliche Empfehlung und es bleibt abzuwarten, ob die beteiligten Behörden zu einer solchen Kompetenzübertragung bereit sind.

## b) Nichtaufnahme von Angaben

Auch wenn die Voraussetzungen für die Veröffentlichung eines Basisprospekts nicht vorliegen, können in einem Prospekt der endgültige Emissionskurs und das Emissionsvolumen eines Angebots offengelassen werden. Dies setzt voraus, dass die Kriterien für die Ermittlung dieser Werte oder<sup>145</sup> im Falle des Emissionskurses ein Höchstpreis im Prospekt genannt werden.<sup>146</sup> Andernfalls können die Investoren eine bereits abgegebene Zusage zum Erwerb oder Zeichnung der Wertpapiere innerhalb einer vom nationalen Gesetzgeber zu bestimmenden Frist von mindestens 2 Tagen nach Bekanntgabe der endgültigen Angebotsbedingungen zurückziehen.<sup>147</sup> Der endgültige Emissionskurs und das Emissionsvolumen sind bei der zuständigen Behörde zu hinterlegen und nach den Vorschriften der Prospektbekanntmachung zu veröffentlichen.

Die Regelung stellt sicher, dass auch künftig Wertpapiere im Bookbuilding-Verfahren, bei dem der Emissionspreis erst durch die innerhalb einer bestimmten Frist abgegebenen Angebote endgültig bestimmt wird, angeboten werden können.<sup>148</sup> Anders als die bisherige Regelung in § 16 Abs. 1 Nr. 5 BörsZulVO und § 4 Nr. 12 VerkProspVO erlaubt die Prospektrichtlinie, auch das Emissionsvolumen offenzulassen.

---

<sup>144</sup> Art. 26 Abs. 8 der Durchführungsverordnung.

<sup>145</sup> In Art. 8 Abs. 1 heißt es wörtlich „bzw. im Falle des Emissionskurses ein Höchstkurs“, woraus sich nicht ganz eindeutig ergibt, ob der Höchstkurs kumulativ oder alternativ zu den Kriterien für seine Bestimmung anzugeben ist. In der englischen und französischen Fassung der Richtlinie steht hier jedoch ein „oder“.

<sup>146</sup> Art. 8 Abs. 1 lit. a.

<sup>147</sup> Art. 8 Abs. 1 lit. b.

<sup>148</sup> Kritisch *Crüwell*, (Fn. 10), S. 247.

## V. Veröffentlichung des Prospekts

Die Regelung zur Veröffentlichungsfrist wirkt etwas verwirrend. Danach ist der Prospekt gemäß Art. 14 Abs. 1 „sobald wie praktisch möglich zur Verfügung zu stellen, auf jeden Fall aber rechtzeitig vor und spätestens mit Beginn des öffentlichen Angebots bzw. der Zulassung der betreffenden Wertpapiere zum Handel.“ Dies bedeutet, dass es im Regelfall geboten ist, den Prospekt so frühzeitig wie möglich nach der Billigung zu veröffentlichen.<sup>149</sup> In berechtigten Einzelfällen, wenn die Billigung eines vollständigen Prospekts erst kurz vor dem öffentlichen Angebot durchgeführt wird, kann es jedoch auch zulässig sein, den Prospekt am ersten Tag der Angebotsfrist zu veröffentlichen.

Die bisher im deutschen Recht allein vorgesehenen Veröffentlichungsformen, Abdruck in den Börsenpflichtblättern und Bereithalten zur kostenlosen Ausgabe an den im Prospekt genannten Zahl- und Zulassungsstellen,<sup>150</sup> lässt die Prospekttrichtlinie im Wesentlichen unangetastet. Allerdings wird die Beschränkung des Veröffentlichungsmediums auf die Börsenpflichtblätter nicht mehr zulässig sein, da die geeigneten Zeitungen durch objektive Kriterien bestimmt werden.<sup>151</sup> Neben den herkömmlichen Veröffentlichungsformen sieht die Prospekttrichtlinie verschiedene Arten der Veröffentlichung im Internet vor.<sup>152</sup> Die Mitgliedstaaten können außerdem eine Veröffentlichung des Prospekts auf der Website des Emittenten zusätzlich zur Veröffentlichung in Papierform zwingend vorschreiben.<sup>153</sup> Wird der Prospekt ausschließlich in elektronischer Form veröffentlicht, so muss dem Anleger auf Verlangen eine Papierversion zur Verfügung gestellt werden.<sup>154</sup> Ob die Möglichkeit der elektronischen Veröffentlichung zu einer effektiven Reduzierung der Emissionskosten führt, bleibt daher abzuwarten.

Artikel 29 der Durchführungsverordnung enthält detaillierte Vorgaben für die Veröffentlichung in elektronischer Form, die neben Fragen der Sicherheit und der Verfügbarkeit der elektronisch veröffentlichten Informationen auch die Gefahr der Verletzung des Rechts von Drittstaaten ansprechen; denn eine Verbreitung des

---

<sup>149</sup> Vgl. *Kunold/Schnitt*, (Fn. 10), S. 510.

<sup>150</sup> § 9 Abs. 2 VerkProspG und § 30 Abs. 5 BörsenG.

<sup>151</sup> Nach Art. 14 Abs. 2 lit. a ergänzt durch Art. 30 der Durchführungsverordnung. Danach hat die zuständige Behörde aber das Recht, eine Zeitung als ungeeignet abzulehnen und an deren Stelle eine andere zu bestimmen.

<sup>152</sup> Art. 14 Abs. 2 unterscheidet zwischen der Veröffentlichung auf der Website des Emittenten und ggf. auf der Website der Finanzintermediäre, auf der Website des geregelten Marktes, für den die Zulassung zum Handel beantragt wird, oder auf der Website der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaates, sofern die Behörde diese Dienstleistung anbietet. Letzteres entspricht der schon bisher in § 30 Abs. 5 S. 2 BörsG vorgesehenen Veröffentlichung durch die Börse, die allerdings bisher nur zusätzlich zu einer der herkömmlichen Veröffentlichungsformen erfolgt.

<sup>153</sup> Art. 14 Abs. 2 a.E.

<sup>154</sup> Art. 14 Abs. 7.



Prospekts über das Internet begründet die Gefahr, dass auf den Prospekt auch in Drittstaaten zugegriffen wird, in denen kein Angebot unterbreitet wird und dadurch die Vorschriften für Wertpapierangebote in diesen Staaten verletzt werden. Die Durchführungsverordnung schreibt daher vor, dass Maßnahmen ergriffen werden müssen, um zu vermeiden, dass Bewohner von Drittstaaten angesprochen werden, und schlägt vor, einen Vorbehalt bezüglich des Adressatenkreises auf die Website zu stellen. Es ist jedoch fraglich, ob das Recht des betreffenden Drittstaates einen solchen Vorbehalt als ausreichend ansieht, um ein Angebot in diesem Staat auszuschließen. Es erscheint daher empfehlenswert, den Internetauftritt so zu gestalten, dass der Prospekt nur von Interessenten abgerufen werden kann, die sich zuvor als Bewohner eines Staates identifiziert haben, auf den sich das Angebot erstreckt.

## VI. Sonstige Bestimmungen

### 1. Werbung

Artikel 15 der Richtlinie enthält Grundsätze zur Veröffentlichung von Werbung, die sich auf ein öffentliches Angebot oder eine Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt bezieht. Wie bereits bisher,<sup>155</sup> muss solche Werbung einen Hinweis auf den Prospekt enthalten.<sup>156</sup> Darüber hinaus muss angegeben werden, wo die Anleger den Prospekt erhalten können. Ferner dürfen Werbeanzeigen nicht irreführend sein und im Widerspruch zu den Angaben im Prospekt stehen. Letzteres gilt im Übrigen für alle mündlich oder schriftlich verbreiteten Informationen über das Angebot oder die Zulassung.<sup>157</sup> So sind z.B. Präsentationen im Rahmen von *Roadshows* mit den Angaben des Prospekts abzustimmen. Unterliegt das Angebot oder die Zulassung zum Handel gemäß Art. 3 Abs. 2 oder 4 nicht der Prospektpflicht, ist darauf zu achten, dass wesentliche Informationen des Emittenten allen qualifizierten Anlegern oder besonderen Anlegergruppen, an die sich das Angebot richtet, mitgeteilt wird. Die Kontrolle der Einhaltung der Grundsätze ist der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaates übertragen. Anders als bisher in § 68 BörsZulVO vorgesehen, sieht die Richtlinie jedoch keine Verpflichtung vor, Werbeveröffentlichungen der zuständigen Behörde vorzulegen.

Es ist nicht ganz klar, ob Art. 15 lediglich Mindestanforderungen an Werbung regelt, oder ob damit eine Harmonisierung der Werbebestimmungen verbunden

---

<sup>155</sup> § 12 VerkProspG und § 68 BörsZulVO.

<sup>156</sup> Art. 15 Abs. 2.

<sup>157</sup> Art. 15 Abs. 5.

ist. Im letzteren Falle wäre es den Mitgliedstaaten nicht gestattet, im Regelungsbereich des Art. 15 strengere Anforderungen an Werbung zu stellen.

## 2. Jährliche Informationspflicht

Die Prospektrichtlinie enthält grundsätzlich nur anfängliche Offenlegungspflichten, während laufende Informationspflichten in der Börsenzulassungsrichtlinie (und künftig in der geplanten Transparenzrichtlinie) geregelt sind. Eine Ausnahme hiervon macht jedoch Art. 10. Danach sind Emittenten von Wertpapieren mit einer Stückelung von unter 50.000 Euro verpflichtet, mindestens einmal jährlich ein Dokument zu veröffentlichen und bei der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaates zu hinterlegen, das alle Informationen enthält oder auf sie verweist, die der Emittent in den vergangenen 12 Monaten aufgrund bestehender Verpflichtungen nach dem Gemeinschaftsrecht sowie dem einzelstaatlichen Wertpapieraufsichtsrecht oder Kapitalmarktrecht<sup>158</sup> veröffentlicht hat. Die jährliche Hinterlegung einer Liste, die auf die Veröffentlichung der letzten 12 Monate verweist, ist danach ausreichend. Die Vorschriften über Angaben in Form von Verweisungen gemäß Art. 11 der Richtlinie finden hierauf keine Anwendung.<sup>159</sup> Um eine Irreführung von Anlegern durch die Veröffentlichung oder den Verweis auf zwischenzeitlich veraltete Informationen zu verhindern, verlangt die Durchführungsverordnung gegebenenfalls die Aufnahme eines Hinweises in das Dokument, dass einige Informationen nicht mehr aktuell sind.<sup>160</sup> Es muss zwar offenbar nicht spezifiziert werden, welche Information veraltet ist. Dieses dürfte sich jedoch im Regelfall empfehlen, um einer Irreführung von Anlegern vorzubeugen.

# VII. Haftungsfragen

## 1. Haftung der für den Prospekt verantwortlichen Personen

Obgleich dies vielfach gefordert wurde,<sup>161</sup> sieht die Prospektrichtlinie keine Harmonisierung der Prospekthaftung vor. In Art. 6 findet sich lediglich ein eher vage formulierter Mindeststandard, der die Mitgliedstaaten verpflichtet sicherzustellen, dass zumindest der Emittent oder dessen Organe, der Anbieter, die Person, die die Zulassung zum Börsenhandel beantragt, oder der Garantiegeber für die Angaben

---

<sup>158</sup> Dies schließt das Recht von Drittstaaten ein.

<sup>159</sup> Dies folgt bereits aus dem eindeutigen Wortlaut des Art. 11, der sich ausschließlich auf Angaben eines Prospekts bezieht.

<sup>160</sup> Art. 27 Abs. 3 der Durchführungsverordnung.

<sup>161</sup> Vgl. *v. Ilberg/Neises*, (Fn. 10), S. 643; *Crüwell*, (Fn. 10), S. 252 mit Hinweisen zur Haltung der Bundesregierung; vgl. a. *König*, Die neue EU-Prospektrichtlinie aus gemeinschaftsprivatrechtlicher Perspektive, GRP 2004, S. 153.

des Prospekts haftet. Es bleibt jedoch den Mitgliedstaaten überlassen zu bestimmen, welche der genannten Personen oder Personengruppen für den Prospekt haften sollen und wie diese Haftung im Einzelfall ausgestaltet sein soll. Ob etwa Emittent und Anbieter, sofern personenverschieden, nebeneinander haften oder nur einer von beiden, ob sie für den Prospekt gesamtverantwortlich sind, oder jeder nur für einen bestimmten Teil des Prospekts, ist allein Gegenstand des nationalen Rechts. Darüber hinaus steht es den Mitgliedstaaten frei, die Haftung auf weitere Personen auszudehnen.<sup>162</sup> Für die bestehenden Regelungen zur Prospekthaftung in §§ 44, 45 BörsG und § 13 VerkProspG folgt daher aus der Prospekttrichtlinie kein unmittelbarer Anpassungsbedarf.

Die Vielfalt der Haftungsregime in Europa wird damit weiterhin ein bedeutendes Hindernis für die grenzüberschreitende Kapitalaufnahme in der EU bleiben. Obgleich ein Emittent für die Kapitalbeschaffung in mehreren Mitgliedstaaten künftig nur noch einen einzigen Prospekt auf Grundlage harmonisierter Prospektstandards anfertigen muss, sieht er sich weiterhin mit einer Vielzahl unterschiedlicher Haftungssysteme konfrontiert; denn die Prospekthaftung dürfte sich regelmäßig nicht etwa einheitlich nach dem Recht des Herkunftsmitgliedstaats richten,<sup>163</sup> sondern eher nach dem Recht der Staaten, in denen das Angebot unterbreitet wird bzw. Zulassung zum Börsenhandel beantragt wird.<sup>164</sup> Zur Abschätzung der Haftungsrisiken werden der Emittent und alle für den Prospekt verantwortlichen Personen sich daher weiterhin mit unterschiedlichen einzelstaatlichen Haftungssystemen und den daraus resultierenden Haftungsrisiken auseinandersetzen müssen.

## 2. Ausschluss der Haftung für Zusammenfassungen

Besondere Bedeutung kommt der in Art. 6 Abs. 2 der Prospekttrichtlinie vorgesehenen Haftungsbeschränkung für die Prospektzusammenfassung zu. Zum einen wird die Zusammenfassung oftmals der einzige Teil des Prospekts sein, der in die Sprache eines Mitgliedstaats übersetzt wird. Zum anderen begründet die Zusammenfassung, deren Wesen es ist, Informationen auszulassen bzw. auf das Wesentliche zu reduzieren, in besonderem Maße die Gefahr, dass Anleger zu voreiligen

<sup>162</sup> Daher wurde durch den Gemeinsamen Standpunkt des Rates v. 24.3.2003 das Wort „zumindest“ hinzugefügt, ABl. Nr. C 125 v. 27.5.2003, 21 u. 52.

<sup>163</sup> So offenbar *Holzborn/Schwarz-Gondek*, (Fn. 46), S. 934.

<sup>164</sup> Dies hängt von dem Anknüpfungspunkt des jeweiligen internationalen Privatrechts ab. Nach deutschem IPR ist regelmäßig das Recht des Tatorts oder nach Wahl des Geschädigten das Rechte des Erfolgsorts anzuwenden, wenn man mit der h.M. annimmt, dass die börsengesetzliche Prospekthaftung dem Deliktstatut i.S.v. Art. 40 EGBGB unterliegt. Im Regelfall ist der Aufnahmemitgliedstaat sowohl Tatort (weil der Prospekt hier veröffentlicht wird), als auch Erfolgsort (weil der Anleger hier investiert). Nach a.A. ist an das Recht des Platzierungsmarkts anzuknüpfen (*Hamann*, in: Schäfer, [Fn. 39], § 45, 46 BörsenG a.F., Rdnr. 35). Auch dies dürfte regelmäßig zur Anwendung des Rechts des Aufnahmemitgliedstaats führen.

oder falschen Schlüssen verleitet werden. Allerdings sind auch im Hinblick auf die haftungsrechtliche Behandlung der Zusammenfassung erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Rechtsordnungen zu erwarten; denn der Haftungsauschluss gemäß Art. 6 Abs. 2 gilt nur, soweit die Zusammenfassung nicht „irreführend, unrichtig oder widersprüchlich [ist], wenn sie zusammen mit anderen Teilen des Prospekts gelesen wird“. Diese Formulierung lässt dem nationalen Gesetzgeber bzw. der gerichtlichen Praxis erheblichen Spielraum bei der Beurteilung von Abweichungen zwischen der Zusammenfassung und den übrigen Teilen des Prospekts. Ausserdem bezieht sich Art. 6 Abs. 2 lediglich auf die zivilrechtliche Haftung (in der englischen Fassung heißt es ausdrücklich „civil liability“). Eine straf- oder ordnungsrechtliche Verantwortung für die Angaben in der Zusammenfassung ist demnach nicht ausgeschlossen. Im Übrigen scheint die Regelung auch sonstige zivilrechtliche Rechtsbehelfe, wie etwa Rücktritt vom Vertrag, nicht zu erfassen.

## VIII. Umsetzung der Richtlinie

Die Richtlinie ist von den Mitgliedstaaten bis zum 1. Juli 2005 in das innerstaatliche Recht umzusetzen. Mangels anderer Vorgaben könnten Mitgliedstaaten die Richtlinie bereits jetzt umsetzen. Allerdings setzt der Mechanismus der zentralen Billigung und europaweiten Verkehrsfähigkeit von Prospekten voraus, dass die Regelungen der Richtlinie in allen Mitgliedstaaten gleichzeitig Anwendung findet. Wäre beispielsweise die Richtlinie in Deutschland bereits umgesetzt, während in Großbritannien die Umsetzung noch ausstünde, müsste ein Emittent, der seine Aktien an der Londoner Börse zulassen will, sowohl in seinem Herkunftsmitgliedstaat Deutschland als auch in Großbritannien den Prospekt zur Billigung vorlegen. Das Problem würde dadurch verschärft, dass der Prospekt sowohl den Vorgaben der Durchführungsverordnung als auch den bisher in Großbritannien vorgeschriebenen Standards entsprechen müsste.

Die Kommission hat daher vorgesehen, dass die Durchführungsverordnung erst ab dem 1. Juli 2005 gelten soll. Damit wird den Mitgliedstaaten gleichsam vorgegeben, auch die Richtlinie erst mit Wirkung zu diesem Datum in innerstaatliches Recht umzusetzen; denn das durch die Richtlinie vorgegebene Regulationssystem ist ohne die Durchführungsverordnung nicht funktionsfähig. Probleme werden aber entstehen, wenn Mitgliedstaaten eine rechtzeitige Umsetzung versäumen. Es spricht einiges dafür, dass in diesem Fall nach den Grundsätzen der Rechtsprechung des EuGH<sup>165</sup> von einer direkten Anwendbarkeit der Richtlinie

---

<sup>165</sup> EuGH, Rs. 8/1981, *Ursula Becker/Finanzamt Münster-Innenstadt*, Slg. 1982, 52; zur unmittelbaren Anwendung eines Prüfungsverfahrens durch die Verwaltung: vgl. EuGH, Rs. C-431/92, *Kommission/Bundesrepublik Deutschland (Großkrotzenburg)*, Slg. 1995, I-2189 ff.

ausgegangen werden kann, da der Inhalt der Richtlinie in Verbindung mit der unmittelbar anwendbaren Durchführungsverordnung unbedingt und hinreichend konkret ist, um im Einzelfall unmittelbar angewandt zu werden. In der Praxis dürfte eine solche Situation Emittenten jedoch erhebliche Schwierigkeiten bereiten, da innerstaatliche Behörden ohne ausdrückliche Rechtsgrundlage im nationalen Recht kaum bereit sein dürften, die Vorgaben der Richtlinie unmittelbar anzuwenden.

## IX. Schlussfolgerungen

Die neue Prospektrichtlinie stellt einen wichtigen Schritt auf dem Weg zu einem einheitlichen europäischen Kapitalmarkt dar. Die Schaffung eines Europapasses für Emittenten, d.h. eines in der gesamten EU verkehrsfähigen Wertpapierprospekts für öffentliche Angebote und die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an geregelten Märkten, dürfte die grenzüberschreitende Kapitalaufnahme innerhalb der EU deutlich erleichtern. Ein Hindernis bleibt allerdings die fehlende Harmonisierung der Prospekthaftung. Da Prospektrichtlinie und Durchführungsverordnung sich an den von der IOSCO ausgearbeiteten internationalen Offenlegungsstandards für grenzüberschreitende Kapitalaufnahmen orientieren, werden die europäischen Vorgaben den internationalen Standards angenähert, wodurch die Verwendung von EU-Prospekten auch für die Kapitalaufnahme in Drittstaaten erleichtert werden dürfte.

Kehrseite der Neuregelung ist jedoch ein erhöhter Aufwand für außerbörsliche öffentliche Angebote und die Zulassung von Wertpapieren zum Handel am nicht-amtlichen geregelten Markt, die den gleichen Anforderungen wie der amtliche Handel unterworfen werden.<sup>166</sup> Dies dürfte vor allem kleineren und mittleren Unternehmen (KMU) den Zugang zum Kapitalmarkt erschweren. Trotz entsprechender Vorgaben der Richtlinie sieht die Durchführungsverordnung bisher keine konkreten Erleichterungen für KMU vor.

Das deutsche Kapitalmarktrecht wird durch die Prospektrichtlinie grundlegende Veränderungen erfahren. Die bisherige Trennung zwischen Verkaufs- und Börsenzulassungsprospekten wird aufgehoben. Ebenso wird die bestehende Kompetenzverteilung zwischen BaFin und Börsen voraussichtlich nur noch für eine Übergangszeit von acht Jahren existieren. Die inhaltlichen Anforderungen an Wertpapierprospekte werden dagegen künftig nicht mehr durch das deutsche Recht, sondern unmittelbar durch die Durchführungsverordnung bestimmt. Dennoch

---

<sup>166</sup> So schon das Fazit von *von Kopp-Colomb/Lenz*, Der europäische Pass für Emittenten, AG 2002, S. 24, 29.

wird der deutsche Gesetzgeber bei der Umsetzung der Richtlinie einige grundlegende Entscheidungen zu treffen haben. Insbesondere ist zu klären, inwieweit auch über den Anwendungsbereich der Richtlinie hinaus eine Prospektpflicht gelten soll (insbesondere im Hinblick auf öffentliche Angebote mit einem Volumen von weniger als 2,5 Mio. Euro) und ob Englisch als Prospektsprache auch dann zugelassen wird, wenn Deutschland der Herkunftsmitgliedstaat ist.

Schließlich lässt die Richtlinie einige Fragen offen, die im Rahmen der Implementierung zu lösen sind. Hierzu gehört insbesondere die Frage der Behandlung öffentlicher Angebote von bereits an einem geregelten Markt gehandelten Wertpapieren und der Wiederverkauf von Wertpapieren im Wege des öffentlichen Angebots, wenn bereits ein Prospekt für diese Wertpapiere veröffentlicht wurde. Außerdem sind die Zweifelsfragen bei der Bestimmung des Herkunftsmitgliedstaats von Emittenten aus Drittstaaten zu klären. Um anhaltender Rechtsunsicherheit entgegenzuwirken und eine widersprüchliche Umsetzung der Richtlinie in den Mitgliedstaaten zu verhindern, sollten diese Fragen soweit wie möglich im Vorfeld durch Interpretationsempfehlungen auf Stufe 3 des Lamfalussy-Verfahrens geklärt werden.