

ZENTRALER KREDITAUSSCHUSS

MITGLIEDER: BUNDESVERBAND DER DEUTSCHEN VOLKSBANKEN UND RAIFFEISENBANKEN E.V. BERLIN · BUNDESVERBAND DEUTSCHER BANKEN E. V. BERLIN · BUNDESVERBAND ÖFFENTLICHER BANKEN DEUTSCHLANDS E. V. BERLIN · DEUTSCHER SPARKASSEN- UND GIROVERBAND E. V. BERLIN-BONN · VERBAND DEUTSCHER HYPOTHEKENBANKEN E. V. BERLIN

Stellungnahme

zum Regierungsentwurf

eines Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes

11. April 2005

Das Emissionsgeschäft in Deutschland wird im Zuge der Umsetzung der EU-Prospektrichtlinie (2003/71/EG) durch das Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz auf eine völlig neue Grundlage gestellt. Der neue Rechtsrahmen für die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung von Wertpapierprospekten stellt nicht nur alle Marktteilnehmer, sondern auch die Aufsicht vor eine große Herausforderung, deren Bewältigung nicht zusätzlich dadurch erschwert werden sollte, dass im Rahmen der Umsetzung Vorgaben des deutschen Gesetzgebers erfolgen, die über den nach der Prospektrichtlinie erforderlichen Rahmen hinausgehen. Zudem sollten nicht Vorzüge des deutschen Finanzmarkts gegenüber anderen Standorten vorschnell aufgegeben werden, wenn sie auch bei der Umsetzung der Prospektrichtlinie weiterhin bestehen bleiben könnten.

- **Der deutsche Finanzplatz im Wettbewerb der europäischen Finanzplätze**

Da es der mit der Prospektrichtlinie geschaffene europäische Pass Emittenten erleichtern wird, grenzüberschreitend Emissionen zu begeben, steht Deutschland im Wettbewerb mit anderen Mitgliedstaaten, so dass bei der Umsetzung gewährleistet werden sollte, dass Deutschland die größtmögliche Attraktivität als Standort für Emissionen bietet. Da die Prospektrichtlinie selbst und die hierzu erlassene Durchführungsverordnung der EU-Kommission Nr. 809/2004 hohe Anforderungen des Anlegerschutzes aufstellen, sollten keine zusätzlichen Belastungen für deutsche und ausländische Emittenten, die sich für den Finanzplatz Deutschland entscheiden wollen, eingeführt werden. Die von der Richtlinie gewährten Spielräume und Wahlrechte sollten entsprechend genutzt werden. Ferner sollten im Gesetz identifizierte Unklarheiten, die teilweise auf Unklarheiten in der Richtlinie zurückgehen, klargestellt werden.

Der Bundesrat hat in seiner Stellungnahme vom 18. März 2005 (BR-Drucksache 85/05) zahlreiche Änderungsvorschläge unterbreitet, die diesem Ziel dienen und um deren Berücksichtigung wir daher den Finanzausschuss des Bundestages bei seinen Beratungen bitten. Beispielsweise erachten wir die Petiten des Bundesrats bezüglich der weiteren Durchführbarkeit des Bookbuilding-Verfahrens, der Definition des Terminus „öffentliches Angebot“ und der Änderungsvorschläge zu Konkretisierung der Nachtragspflichten für außerordentlich wichtig. Von erheblicher Bedeutung sind aber auch eher „technische“ Vorschläge zur Vermeidung von Doppelprüfungen des Prospekts durch Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und Zulassungsbehörden oder die die Fortführbarkeit von Rahmenezulassungen.

Im einzelnen hervorheben möchten wir in diesem Zusammenhang folgende Punkte, die neben anderen Vorschlägen im Anhang näher ausgeführt sowie mit Änderungsvorschlägen unterlegt werden:

- **Dauer des öffentlichen Angebots, § 2 WpPG/§ 9 WpPG**

Die nicht befriedigende Definition des Terminus „öffentliches Angebot“ sowie die hierfür vorgeschlagene Transformation in das deutsche Recht führen zu erheblichen Unsicherheiten bei den Kapitalmarktteilnehmern. Da zahlreiche Pflichten nach dem Wertpapierprospektgesetz an das Vorliegen eines „öffentlichen Angebots“ anknüpfen, sollte sicher gestellt werden, dass zumindest dann von einem Ende des öffentlichen Angebots ausgegangen werden kann, wenn die Zulassung oder Einbeziehung des öffentlich angebotenen Wertpapiers zum Handel erfolgt.

Ebenso darf das öffentliche Angebot nicht in seiner Dauer auf die Gültigkeit des Prospektes beschränkt bleiben, wie in § 9 Abs. 5 WpPG vorgesehen. Eine derartige Regelung wird nicht von der Prospektrichtlinie vorgegeben und war auch nie intendiert. Im Zweifel kann diese Vorschrift zu der verwirrenden Folge mehrerer Prospekte für dieselbe Emission führen.

- **Hinweisbekanntmachungen**

Der Gesetzentwurf sieht an verschiedenen Stellen die Obliegenheit des Prospektspflichtigen vor, Hinweisbekanntmachungen zu schalten. Angesichts der nicht nur im Wertpapierprospektgesetz, sondern auch in vielen anderen neuen Gesetzen vorgesehenen Nutzung elektronischer Medien sollte dies überprüft werden. Insbesondere im Hinblick auf die Veröffentlichung der endgültigen Bedingungen bei Emissionen mit Hilfe eines Basisprospekts nach § 6 Abs. 3 WpPG-E sind wir der Ansicht, dass die Kosten für die Hinweisbekanntmachungen und der organisatorische Aufwand für den Emittenten außer Verhältnis zu dem Nutzen für den Anleger stehen.

Hinweisbekanntmachungen waren ursprünglich eingeführt worden, um den vollumfänglichen (und sehr kostspieligen) Abdruck eines Prospektes in einer Zeitung vermeiden zu können. Der Investor sollte darüber informiert werden, wo er den jeweiligen Prospekt sowie eventuelle Nachträge einsehen beziehungsweise erhalten kann. Elektronische Veröffentlichungsmedien existierten bei Schaffung der Vorschriften nicht. Bei der Vielzahl von Emissionen ist daher eine solche Bekanntmachung bezüglich der Auffindbarkeit der endgültigen Bedingungen entbehrlich, da sie keinen zusätzlichen Informationsgehalt für den Anleger enthält, zumal auch bereits im Prospekt selbst bereits darüber informiert wird, wo der Emittent die endgültigen Bedingungen veröffentlichen wird.

- **Undurchführbarkeit des Bookbuilding-Verfahrens, § 8 WpPG**

Mit der im Kabinettsentwurf vorgenommenen Änderung von § 8 Abs. 1 Wertpapierprospektgesetz (WpPG) wird einer der wesentlichen Bestandteile bei Aktien-IPOs in Deutschland, nämlich das Bookbuilding-Verfahren, undurchführbar werden. Dieses

Verfahren, das dem Emittenten ermöglicht, einen den Marktverhältnissen entsprechenden Preis festzusetzen, schiefe nach der aktuellen Fassung von § 8 Abs. 1 WpPG aus. Der im Wege eines Bookbuilding-Verfahrens ermittelte endgültige Verkaufskurs kann wegen der Wirkungsweise dieses Verfahrens auf keinen Fall bereits zu Beginn der Zeichnungsphase durch den Emittenten festgelegt werden, wie derzeit im Entwurf vorgesehen. Ein international übliches und als sinnvoll anerkanntes Preisermittlungsverfahren, das dazu dient, den Emissionspreis marktnah festzulegen, würde damit ohne Not unmöglich gemacht. Dies wäre konträr zu den bisher vom deutschen Gesetzgeber verfolgten Zielen, die dieses Verfahren bei anderen Gesetzgebungsakten berücksichtigt und infolgedessen flexiblere Gestaltungsmöglichkeiten gerade gefördert hatte. Als Beispiel mag die im Rahmen des TransPuG erfolgte Änderung des § 186 Abs. 2 Aktiengesetz dienen. Insofern möchten wir auf unseren Änderungsvorschlag zu § 8 WpPG verweisen, wonach die gegenüber dem Diskussionsentwurf vorgenommenen Ergänzungen wieder gestrichen werden sollten.

- **Nachträge, § 16 WpPG**

Angesichts des in § 16 enthaltenen Erfordernisses, bis zum Schluss eines öffentlichen Angebots oder der Eröffnung des Handels an einem organisierten Markt jeden wichtigen neuen Umstand oder jede wesentliche Unrichtigkeit in Bezug auf die im Prospekt enthaltenen Angaben, die die Beurteilung der Wertpapiere beeinflussen können, in Form eines zuvor von der BaFin gebilligten Nachtrags zum Prospekt zu veröffentlichen, ändert sich in Deutschland die bisherige Praxis in zweifacher Hinsicht: Nachträge müssen gebilligt werden und dem Anleger steht ein Widerrufsrecht zu.

Beides hat erhebliche Auswirkungen auf die Emissionspraxis. Billigungen führen zu Verzögerungen; aus Widerrufsrechten resultiert Unsicherheit auf Seiten der Emittenten. Ein Ausgleich der Interessen beider Marktseiten erscheint uns in diesem Zusammenhang daher dringend erforderlich. Der Emittent muss Rechtssicherheit haben, wie lange er noch in der Nachtragspflicht ist und unter welchen Umständen ein Widerrufsrecht des Anlegers besteht. Der Anleger muss rechtssicher beurteilen können, wann für ihn ein Widerrufsrecht besteht.

Die in der Gesetzesbegründung der Bundesregierung enthaltenen Ausführungen zum Verhältnis von Ad-hoc-Meldepflichten und Nachtragspflichten sind dabei eine erste Hilfe; geklärt werden sollte zum einen aber auch noch, dass die Nachtragspflicht bei öffentlichen Angeboten zumindest immer dann endet, wenn eine Zulassung zum Handel erfolgt. Zum anderen erscheint es uns erforderlich, dass das Widerrufsrecht dann nicht mehr besteht, wenn das Rechtsgeschäft zwischen den Parteien bereits abgeschlossen wurde. Betrachtet man die Historie der Diskussion über die Richtlinie, wurde die in Art. 16 der Richtlinie

respektive § 16 WpPG konzipierte Nachtragspflicht vor dem Hintergrund der Zeichnung von Wertpapieren, insbesondere für Dividendenwerte, während einer Zeichnungsfrist geschaffen. In diesem Zeitraum soll es Anlegern möglich sein, gegenüber dem Emittenten von ihrem Angebot zum Kauf Abstand zu nehmen, wenn neue Umstände vorliegen, die eine andere Beurteilung des Wertpapiers erlauben. In diesem Stadium erscheint ein Widerrufsrecht sinnvoll, da ohne ein aufwändiges Verfahren für beide Seiten eine Stornierung des Angebots des Anlegers erfolgen kann.

- **Sprachenregelung, § 19 WpPG**

Ein wesentliches Kriterium für die Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland ist dessen Einbettung in den europäischen Kapitalmarkt. Insbesondere grenzüberschreitend tätige Emittenten haben ein erhebliches Interesse daran, ohne große Zeitverzögerungen und Kostenbelastungen im gesamten europäischen Raum mit einmal gebilligten Prospekten Emissionen begeben zu können. Erforderlich ist hierfür ein wesentlich liberales Sprachenregime, bei dem der Gesetzgeber zumindest auf die aufsichtsrechtliche Verpflichtung verzichten sollte, bei grenzüberschreitend tätigen Emittenten die Erstellung des deutschen Prospekts als Regelfall zu verankern. Zum einen ist zu beachten, dass die Übersetzung von Prospekten mit erheblichen Kosten und mit einem zeitlichen Mehraufwand verbunden ist. Beide Aspekte stellen ein erhebliches Hindernis dar. Zum anderen ist auf Grund der tatsächlichen Gegebenheiten im europäischen Kapitalmarkt zu konstatieren, dass sich Englisch als allgemein anerkannte Finanzsprache seit vielen Jahren in Europa etabliert hat. Weiterhin ist festzuhalten, dass auch schon nach der bisherigen Rechtslage in Deutschland englischsprachige Prospekte geprüft und gebilligt worden sind – sowohl für die Zulassung zum Handel als auch bei öffentlichen Angeboten. Viele ausländische Emittenten sowie auch namhafte deutsche Emittenten unter Einbeziehung ihrer im Ausland ansässigen Tochtergesellschaften treten deshalb schon heute an die Anleger mit englischsprachigen Prospekten heran. Hieraus resultierende Schwierigkeiten in Hinblick auf den Anlegerschutz sind uns nicht bekannt.

Wir würden daher ein Signal des Gesetzgebers an den deutschen und europäischen Kapitalmarkt begrüßen, die englische Sprache grundsätzlich als gleichberechtigt anzuerkennen und damit allen grenzüberschreitend tätigen Emittenten ein flexibles Instrument an die Hand zu geben, über dessen Einsatz sie je nach Emission entscheiden können.

- **Übergangsbestimmungen, § 31 WpPG**

Es ist zu begrüßen, dass die Bundesregierung von dem durch die Richtlinie eingeräumten Mitgliedstaatenwahlrecht Gebrauch macht, eine Übergangsregelung für Daueremissionen von Schuldverschreibungen zu schaffen. Sowohl nach der Vorlage des Diskussionsentwurfs als auch des Regierungsentwurfs herrscht jedoch bei den Emittenten nach wie vor Unklarheit

darüber, inwieweit die vorgesehene Übergangsregelung sowohl öffentliche Angebote von Wertpapieren als auch eine (gleichzeitige oder anschließende) Zulassung dieser Wertpapiere zum Börsenhandel umfasst. Um das gesetzgeberische Ziel, die bislang bestehenden Erleichterungen für Daueremittenten zu erhalten, scheint uns eine entsprechende Klarstellung unbedingt erforderlich; auch andere Mitgliedstaaten nehmen unseres Wissens entsprechende Präzisierungen des Richtlinientextes in ihren nationalen Gesetzen vor (zum Beispiel Luxemburg).

- **Rahmenezulassungen, Abschaffung des § 44 Börsenzulassungsverordnung**

Ein weiteres Problem stellt die von der Bundesregierung beabsichtigte Streichung von § 44 BörsZulVO dar. § 44 BörsZulVO erlaubte seit der entsprechenden Novelle durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz – insbesondere im Falle von Emissionsprogrammen – eine vereinfachte Zulassung von Schuldverschreibungen im Wege so genannter Rahmenezulassungen und gestattete damit den Börsen, Wertpapiere auch bereits dann zuzulassen, wenn der für die Zulassung erforderliche Prospekt nicht nur auf die Nennung einiger weniger Ausgabebedingungen verzichtete, sondern die Beschreibung der konkreten Ausstattung der Emissionen in der Gesamtheit auf einen späteren Zeitpunkt verlagert wurde. Faktisch erfolgt hiermit bereits eine Zulassung von Wertpapieren, die im Rechtssinne noch nicht existieren.

Der Gesetzgeber hatte 1998 hiermit insbesondere auf ein starkes Bedürfnis von Emittenten von MTN-Programmen (Medium-Term-Notes) reagiert und für diese eine, im europäischen Vergleich gesehen, vorteilhafte Regelung geschaffen, die es ermöglichte, mit einer hohen Flexibilität sowie mit geringen Emissionskosten zu agieren, da darauf verzichtet wurde, dass der Emittent bei jeder unter dem Programm gezogenen Tranche jeweils ein gesondertes Börsenzulassungsverfahren für das „neue“ Wertpapier betreiben musste.

Um diese Flexibilität beizubehalten, schlagen wir eine Ergänzung von § 30 Abs. 3 Börsengesetz um eine neue Nummer oder alternativ eine geänderte Beibehaltung von § 44 Börsenzulassungsverordnung vor, die solche Rahmenezulassungen weiterhin ermöglichen würde.

- **Vermeidung von Doppelprüfungen**

Zentrale Billigungsbehörde für sämtliche Prospekte wird künftig die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sein. Dennoch sind die Marktteilnehmer erheblich verunsichert, ob auch im Rahmen des Zulassungsverfahrens an den Börsen eine weitere Prüfung der Prospekte mit der denkbaren Konsequenz stattfindet, dass der von der BaFin bereits gebilligte Prospekt von den Zulassungsstellen nicht akzeptiert wird. Dies würde eine erneute Vorlage des auf Grund der Korrekturwünsche der Zulassungsbehörde geänderten Prospekts bei der BaFin erforderlich machen, was nicht nur **unpraktikabel**, sondern auch im Hinblick

auf die grenzüberschreitende Geltung eines einmal gebilligten Prospekts **europarechtlich** bedenklich wäre. Ein entsprechender Vorschlag, der diese Konsequenz vermeidet, ist gleichfalls im Anhang enthalten.

- **Börsliche Zulassungsvoraussetzungen**

§ 30 Abs. 3 Nr. 2 BörsG n.F. bestimmt als eine Voraussetzung für die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im amtlichen Markt unter anderem einen nach den Vorschriften des WpPG gebilligten oder bescheinigten Prospekt. § 1 Abs. 2 WpPG gewährt jedoch für bestimmte Emissionen bzw. Emittenten eine Prospektfreiheit, indem diese gänzlich von der Anwendung des WpPG ausgenommen werden. Von der Erstellung eines Prospektes sind hiernach beispielsweise Emissionen von Gebietskörperschaften des öffentlichen Rechts (§ 1 Abs. 2 Nr. 2 WpPG) und von diesen garantierte Wertpapiere (§ 1 Abs. 2 Nr. 3 WpPG) befreit. Bei diesen Emissionen wird auf Grund deren besonderer Sicherheit von der Pflicht zur Erstellung und Veröffentlichung eines Prospekts abgesehen.

Diese Ausnahme bedarf jedoch ihrer konsequenten Weiterführung in § 30 Abs. 3 Nr. 2 BörsG n.F. Andernfalls liefe der Befreiungstatbestand des § 1 Abs. 2 WpPG letztlich leer, da zum Zwecke der regelmäßig erfolgenden Börsenzulassung auf Grundlage der jetzigen Fassung des § 30 Abs. 3 Nr. 2 BörsG letztlich trotzdem ein Prospekt erstellt werden muss. Entsprechendes muss auch für § 51 Abs. 1 Nr. 2 BörsG n.F. im Hinblick auf die Zulassung von Wertpapieren zum geregelten Markt gelten.

Anhang