

**Stellungnahme  
für den Finanzausschuss des Deutschen Bundestages  
zu dem Regierungsentwurf eines Gesetzes zur  
Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäi-  
schen Parlaments und des Rates vom 4. November  
2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen  
Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung  
zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung  
der Richtlinie 2001/34/EG (Prospektrichtlinie-  
Umsetzungsgesetz)**

**8. April 2005**

**Vorbemerkung**

Die Richtlinie 2003/71/EG und das diese Richtlinie umsetzende Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz werden zusammen mit der ab dem 1. Juli 2005 unmittelbar geltenden Durchführungsverordnung zur Prospektrichtlinie (EG) Nr. 809/2004 für Emittenten und Aufsichtsbehörden erhebliche Veränderungen mit sich bringen. Das primäre Ziel der Prospektrichtlinie und der Durchführungsverordnung ist die Stärkung des **Anlegerschutzes**, dem bereits durch europäische Vorgaben in erheblichem Maße Rechnung getragen wurde. Diese auf den Anlegerschutz abzielenden, die Emittenten jedoch zum Teil erheblich belastenden Vorgaben sind, soweit sie in der Richtlinie (und nicht bereits in der Durchführungsverordnung) enthalten sind, im Wertpapierprospektgesetz entsprechend umzusetzen. Es ist zu begrüßen, dass der vorliegende Regierungsentwurf diese Umsetzung in Gestalt eines einheitlich für Börsenzulassungs- und Wertpapierverkaufsprospekte geltenden Regelwerks durchführt. Dies dient der Rechtsklarheit und erleichtert die Anwendung der neuen Vorschriften, die für die Börsenzulassung und öffentliche Angebote von Wertpapieren grundsätzlich gleiche Anforderungen an den Prospekt stellen.

Neben der Stärkung des Anlegerschutzes wird mit dem durch die Prospektrichtlinie geschaffenen „europäischen Pass“ für Emittenten und insbesondere der in der Prospektrichtlinie vorgesehenen Möglichkeit des Emittenten, bei

---

Emissionen von Nichtdividendenwerten mit einer Stückelung von mindestens Euro 1.000 und derivativen Wertpapieren den Sitzstaat oder den Mitgliedstaat, in dem die Wertpapiere zugelassen bzw. angeboten werden, als Herkunftsmitgliedstaat und damit die zuständige Aufsichtsbehörde zu wählen, jedoch auch ein noch stärkerer **Wettbewerb zwischen den Finanzplätzen** und den jeweils zuständigen Aufsichtsbehörden eröffnet. Bei diesen Wertpapieren werden Emittenten diejenigen Finanzplätze wählen, die eine möglichst schnelle und flexible Emission von Wertpapieren ermöglichen.

Daher ist ein über die europäischen Vorgaben hinausgehender überzogener Anlegerschutz zu vermeiden, da dies die Emittenten zwingen würde, in andere Mitgliedstaaten auszuweichen. Ziel muss es sein, nicht nur Emittenten in Deutschland zu halten, sondern auch wettbewerbsfähige Regelungen zu schaffen, die einen Anreiz darstellen, dass bislang im Ausland zugelassene Wertpapiere deutscher Emittenten, z.B. Schuldverschreibungsprogramme, an einer deutschen Börse zugelassen werden. Der Finanzplatz Deutschland darf in seiner Wettbewerbsfähigkeit nicht geschwächt werden, sondern muss konkurrenzfähig bleiben, da andernfalls Arbeitsplätze gefährdet wären.

Die Dimensionen, um die es hier geht, sind enorm. Allein die Emission festverzinslicher Wertpapiere durch inländische Emittenten betrug nach dem statistischen Beiheft zur Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank vom März 2005 (S. 12) im Jahr 2004 knapp eine Billion Euro.

Des Weiteren ist Deutschland (noch?) das führende Land für den Einsatz von derivativen Wertpapieren in der Geldanlage privater Anleger weltweit. So gibt es etwa 56.000 verschiedene derivative Wertpapiere in Deutschland. Diese werden von rund 30 Banken emittiert. Auch bei ausländischen Banken muss dieses Geschäft von deutschen Mitarbeitern und Beratern begleitet und abgewickelt werden. Oft wird das Geschäft wegen der im globalen Vergleich hohen Bedeutung des deutschen Marktes sogar von Deutschland aus gesteuert. Diese weltweit einzigartige Stellung und die damit verbundenen Arbeitsplätze sind gefährdet, wenn der Regierungsentwurf in dieser Form Gesetz wird.

Die Stellungnahme des Bundesrates vom 18. März 2005 enthält wichtige Punkte, die aus Sicht des Deutschen Aktieninstituts noch änderungsbedürftig sind. Es gibt allerdings auch noch eine Reihe von Punkten, die darüber hinaus geändert werden müssen.

Aus dem Kreis der nachfolgend im Einzelnen ausgeführten wichtigen Punkte möchten wir folgende Regelungen, die für das Funktionieren des deutschen Kapitalmarkts unerlässlich sind bzw. bei Nichtberücksichtigung einen schwerwiegenden Wettbewerbsnachteil darstellen, besonders hervorheben:

- In § 8 Abs. 1 Satz 6 sieht der Regierungsentwurf vor, dass der endgültige Emissionspreis und das endgültige Emissionsvolumen bereits bei Beginn des öffentlichen Angebots veröffentlicht sein müssen. Diese Vorschrift

---

steht im Widerspruch zum Regelungszweck des § 8 WpPG-RegE, der gerade den besonderen Sachverhalt des erst aufgrund des öffentlichen Angebots nach Maßgabe von Angebot und Nachfrage gebildeten Emissionspreises und ermittelten Emissionsvolumens regeln soll. Würde die jetzige Regelung Bestand haben, könnte das in Deutschland etablierte und international übliche Bookbuilding-Verfahren bei Wertpapieremissionen (insbesondere Eigenkapitalemissionen) nicht mehr durchgeführt werden. Wesentlicher Vorteil dieses marktorientierten Preisfindungsverfahrens ist, dass die Investoren in den Prozess der Preisfindung einbezogen werden und dadurch Preis und Volumen marktgerecht optimiert werden können. Dies würde dem Finanzplatz Deutschland und den deutschen Emittenten erheblichen Schaden zufügen. Wir gehen davon aus, dass dieser Punkt, der vom Bundesrat in seiner Stellungnahme vom 18. März 2005 aufgegriffen und von der Gegenäußerung der Bundesregierung vom 4. April 2005 als änderungsbedürftig angesehen wurde, im weiteren Gesetzgebungsverfahren geändert wird.

- Wichtig ist ferner der vom Bundesrat ebenfalls aufgegriffene Änderungsvorschlag zu § 9 WpPG-RegE, der klarstellt, dass ein öffentliches Angebot nicht nach Ablauf von 12 Monaten abgebrochen werden muss, weil die Gültigkeit des Prospekts möglicherweise endet.
- Das durch die Prospekttrichtlinie neu eingeführte Widerrufsrecht bei Veröffentlichung eines Nachtrags gemäß § 16 Abs. 2 WpPG-RegE gefährdet den Markt für Anleihen und derivative Wertpapiere. Derartige Papiere werden häufig fortlaufend öffentlich angeboten, so dass entsprechende Geschäftsabschlüsse jederzeit (etwa aufgrund der Veröffentlichung eines Zwischenberichts) Gegenstand eines Widerrufs werden könnten. Hier muss sichergestellt sein, dass nach Erstplatzierung und anschließender Einbeziehung in einen organisierten Markt nur die für diesen Markt geltenden Informationspflichten, nicht jedoch die mit dem Widerrufsrecht verknüpfte Nachtragspflicht gem. § 16 Abs. 2 WpPG-RegE gilt, und dass bereits abgeschlossene Geschäfte nicht allein deshalb rückabgewickelt werden können, weil sich – ohne Verletzung der Prospektspflichten durch den Emittenten – die Gewinnerwartungen des Anlegers nicht realisiert haben. Ein rechtssicherer Rahmen ist hier besonders wichtig, da in Deutschland der weltweit größte und in anderen Mitgliedstaaten in dieser Form nicht vorhandene Markt für derivative Wertpapiere für Privatinvestoren besteht und dieser Markt nicht gefährdet werden darf.
- Für die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland ist schließlich die Sprachenregelung (§ 19 WpPG-RegE) von erheblicher Bedeutung. Hier muss sichergestellt sein, dass wie in Österreich einheimische Emittenten beispielsweise Wertpapiere auf der Basis eines englischsprachigen Prospekts an einer deutschen Börse zulassen und dann aufgrund desselben Prospekts einem internationalen Anlegerpublikum anbieten können.

Dieselbe Flexibilität muss erst recht für grenzüberschreitende öffentliche Angebote oder Börsenzulassungen in Deutschland und anderen Mitgliedstaaten bestehen. Hierbei geht es nicht nur darum, das Abwandern deutscher Emittenten an andere Finanzplätze zu verhindern, sondern diesen auch zu ermöglichen, bisher an anderen Finanzplätzen notierte Wertpapiere unter praktikablen Rahmenbedingungen in Deutschland zum Handel an einem organisierten Markt zuzulassen.

- Es ist sicherzustellen, dass das Zulassungsverfahren reibungslos erfolgt und keine Doppelprüfungen vorgenommen werden. Eine Änderung von § 30 Abs. 3 Nr. 3 und § 51 Abs. 1 Nr. 3 BörsG sowie eine Ergänzung des § 30 BörsG durch einen neuen Abs. 4 oder eine Beibehaltung von § 44 BörsZulV ist daher dringend erforderlich.

Im Einzelnen nehmen wir wie folgt Stellung:

## **Art. 1 Wertpapiergesetz - WpPG**

### **§ 2 WpPG-RegE - Begriffsbestimmungen**

Im Sinne dieses Gesetzes sind

1. - 3. ...

4. öffentliches Angebot von Wertpapieren: 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, über den Kauf oder die Zeichnung dieser Wertpapiere zu entscheiden; dies gilt auch für die Platzierung von Wertpapieren durch Institute im Sinne des § 1 Abs. 1b des Kreditwesengesetzes oder ein nach § 53 Abs. 1 Satz 1 oder § 53b Abs. 1 Satz 1 oder Abs. 7 des Kreditwesengesetzes tätiges Unternehmen. **Mit der Einbeziehung in den Handel oder der Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt endet das öffentliche Angebot.** ~~wobei~~ Mitteilungen auf Grund des Handels von Wertpapieren an einem organisierten Markt oder im Freiverkehr **stellen** kein öffentliches Angebot **dar.stellen;**

#### **Begründung:**

Durch die Ergänzung wird klargestellt, dass ein öffentliches Angebot nur den Primärmarkt betrifft und daher endet, wenn die Wertpapiere zum Handel zugelassen werden oder eine Einbeziehung erfolgt. Dies ist von besonderer Bedeutung für die Nachtragspflicht nach § 16 WpPG-RegE, die spätestens mit dem Schluss des öffentlichen Angebots endet. Eine Erstreckung des Begriffes des öffentlichen Angebots auch auf den Sekundärmarkt wäre für die Emittenten zusätzlich belastend und aufgrund des beim Nachtrag nach § 16 Abs. 3 WpPG-RegE vorgesehenen Widerrufsrechts letztlich nicht zumutbar. Die oben vorgeschlagene Regelung stellt klar, wann ein öffentliches Angebot endet. Sie dient daher auch der Rechtssicherheit (auch darin sollte ein Mehrwert liegen, wie ihn die Bundesregierung in ihrer Gegenäußerung für die Aufnahme dieses Vorschlags verlangt).

---

#### **§ 4 WpPG-RegE – Ausnahmen von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts im Hinblick auf bestimmte Wertpapiere**

(1) ...

(2) Die Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts gilt nicht für die Zulassung folgender Arten von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt:

1.-6. ...

7. Aktien, die bei der Umwandlung oder beim Tausch von anderen Wertpapieren oder infolge ~~nach~~ der Ausübung von mit Umtausch- oder Bezugsrechten ~~aus~~ anderen Wertpapieren verbundenen Rechten ausgegeben werden, sofern es sich dabei um Aktien derselben Gattung handelt wie die Aktien, die bereits zum Handel an demselben organisierten Markt zugelassen sind;

#### **Begründung:**

Die in § 4 Abs. 2 Nr. 7 WpPG-RegE vorgesehene Ausnahmeregelung ist unbedingt an Art. 4 Abs. 2 lit. g der Prospekttrichtlinie anzupassen und entsprechend zu ergänzen. Denn die im Regierungsentwurf vorgesehene Ausnahme für bedingtes Kapital ist enger formuliert als in der Prospekttrichtlinie vorgesehen. Der Regierungsentwurf beschränkt die Ausnahme des Nr. 7 auf Aktien, die nach der Ausübung (!) von Umtausch- bzw. Bezugsrechten ausgegeben werden. Damit stünde die Ausnahme etwa für Pflichtwandelanleihen, bei denen keine Ausübung von Umtausch- oder Bezugsrechten erfolgt, nicht zur Verfügung, obwohl die Prospekttrichtlinie die Ausnahme explizit auch für sonstige Umtauschvorgänge (ohne Ausübung) vorsieht.

#### **§ 5 WpPG-RegE – Prospekt**

(1) – (3) ...

(4) Der Prospekt muss Namen und Funktionen, bei juristischen Personen oder Gesellschaften die Firma und den Sitz der Personen oder Gesellschaften angeben, die für seinen Inhalt die Verantwortung übernehmen; er muss eine Erklärung dieser Personen oder Gesellschaften enthalten, dass ihres Wissens die Angaben richtig und keine wesentlichen Umstände ausgelassen sind. ~~Im Fall des Absatzes 3 Satz 2 hat stets auch das Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut oder nach § 53 Abs. 1 Satz 1 oder § 53b Abs. 1 Satz 1 des Kreditwe-~~

---

~~sengesetzes tätige Unternehmen, mit dem der Emittent zusammen die Zulassung der Wertpapiere beantragt, die Verantwortung zu übernehmen und muss der Prospekt dessen Erklärung nach Satz 1 enthalten.~~

**Begründung:**

§ 5 Abs. 4 Satz 2 WpPG-RegE ist zu streichen. Eine solche ausdrückliche Übernahme der Verantwortung ist in Art. 6 der Prospektrichtlinie nicht vorgesehen. Eine nur bei Börsenzulassungen in Deutschland vorgesehene ausdrückliche Verantwortungsübernahme der emissionsbegleitenden Banken würde dem Finanzplatz Deutschland schaden. Insbesondere ausländische Banken könnten abgeschreckt werden und andere Finanzplätze bevorzugen, wenn sie im Prospekt ausdrücklich die Verantwortung für dessen Richtigkeit übernehmen müssten. Von der ausdrücklichen Verantwortungsübernahme zu unterscheiden ist nach alter wie neuer Rechtslage die Frage, wer letztlich für fehlerhafte Prospekte haftet. Einer ausdrücklichen Verantwortungsübernahme bedarf es für Zwecke der deutschen Prospekthaftung nicht. Eine Haftung des die Börsenzulassung beantragenden Kreditinstituts ergibt sich bereits aus § 44 BörsG i.V. mit §§ 30 Abs. 2 BörsG, 13 Abs. 1 Satz 5 BörsZulV. Verlangt man eine dieser gesetzlichen Regelung entsprechende ausdrückliche Haftungserklärung im Prospekt, würde die deutsche Prospekthaftung überall gelten, wo der Prospekt verwendet wird, also auch in Ländern, die eine solche Haftung an sich nicht kennen.

Die Konsequenz liegt auf der Hand: Emittenten, die die Prüfungsbehörde wählen können (und das sind fast alle Emittenten von Nichtaktien) werden Deutschland als Herkunftsstaat meiden. Dieser gravierende Standortnachteil wird ohne irgendwelche Vorteile an anderer Stelle erkaufte. Insbesondere gilt die für deutsche Anleger maßgebliche gesetzliche Prospekthaftung ohnehin, unabhängig von einer entsprechenden ausdrücklichen Haftungserklärung der emissionsbegleitenden Banken im Prospekt.

**§ 8 WpPG-RegE - Nichtaufnahme von Angaben**

(1) Für den Fall, dass der Ausgabepreis der Wertpapiere (Emissionspreis) und die Gesamtzahl der öffentlich angebotenen Wertpapiere (Emissionsvolumen) im Prospekt nicht genannt werden können, muss der Prospekt die Kriterien oder die Bedingungen angeben, anhand deren die Werte ermittelt werden. Alternativ kann bBezüglich des Emissionspreises ~~soH~~ der Prospekt auch den Höchstpreis angeben. Enthält der Prospekt nicht die nach Satz 1 oder Satz 2

erforderlichen Kriterien oder Bedingungen, hat der Erwerber das Recht, seine auf den Abschluss des Vertrages gerichtete Willenserklärung innerhalb von zwei Werktagen nach Hinterlegung des endgültigen Emissionspreises und des Emissionsvolumens zu widerrufen. Der Widerruf muss keine Begründung enthalten und ist in Textform gegenüber der im Prospekt als Empfänger des Widerrufs bezeichneten Person zu erklären; zur Fristwahrung genügt die rechtzeitige Absendung. Auf die Rechtsfolgen des Widerrufs ist § 357 des Bürgerlichen Gesetzbuchs entsprechend anzuwenden. Der Anbieter oder Zulassungsantragsteller muss den endgültigen Emissionspreis und das Emissionsvolumen **spätestens am Tag des öffentlichen Angebots unverzüglich nach der Festlegung** in einer nach § 14 Abs. 2 zulässigen Art und Weise veröffentlichen. ~~Er folgt kein öffentliches Angebot, sind der endgültige Emissionspreis und das Emissionsvolumen spätestens einen Werktag vor der Einführung der Wertpapiere zu veröffentlichen. Werden Nichtdividendenwerte eingeführt, ohne dass ein öffentliches Angebot erfolgt, kann die Veröffentlichung nach Satz 6 nachträglich vorgenommen werden, wenn die Nichtdividendenwerte während einer längeren Dauer und zu veränderlichen Preisen ausgegeben werden.~~ Der endgültige Emissionspreis und das Emissionsvolumen sind zudem stets am Tag der Veröffentlichung bei der Bundesanstalt zu hinterlegen. Der Prospekt muss in den Fällen des Satzes 3 an hervorgehobener Stelle eine Belehrung über das Widerrufsrecht enthalten.

(2) – (3)...

#### **Begründung:**

##### **Abs. 1 Sätze 2 und 3**

Hierbei handelt es sich um eine richtlinienkonforme Anpassung.

##### **Abs. 1 Satz 6**

Die im Diskussionsentwurf noch nicht enthaltene und im Regierungsentwurf erstmals aufgenommene Pflicht des Anbieters oder Zulassungsantragstellers, den endgültigen Emissionspreis und das Emissionsvolumen spätestens am Tag des öffentlichen Angebots zu veröffentlichen, muss in jedem Fall wieder gestrichen werden. Bei der Aufnahme dieser Pflicht in § 8 Abs. 1 Satz 6 WpPG-RegE kann es sich nur um ein Versehen handeln.

Sollte diese auch in der Prospektrichtlinie nicht enthaltene Pflicht fortbestehen, würde in Deutschland das national und international übliche Bookbuil-



---

ding-Verfahren bei Wertpapieremissionen unmöglich. Wesentlicher Vorteil dieses marktorientierten Preisfindungsverfahrens ist, dass die Investoren in den Prozess der Preisfindung einbezogen werden und dadurch Preis und Volumen marktgerecht optimiert werden können. Dementsprechend werden bei einem solchen Verfahren Emissionspreis und/oder Emissionsvolumen erst nach Abschluss (!) des öffentlichen Angebots im Zuteilungsverfahren auf der Grundlage der abgegebenen Zeichnungserklärungen ermittelt. Demgemäß enthält der Prospekt regelmäßig neben der Angabe einer gewissen Spanne, in der sich der Emissionspreis bewegen wird, nur eine Beschreibung des Verfahrens, wie der endgültige Emissionspreis ermittelt wird. Genau für diese Fälle des bei Beginn des öffentlichen Angebots noch nicht feststehenden Emissionspreises und Emissionsvolumens ist die Ausnahmeregelung des Art. 8 der Prospektrichtlinie und der darauf beruhende § 8 WpPG-RegE gedacht. § 8 Abs. 1 Satz 1 WpPG-RegE sieht ebenso wie die Prospektrichtlinie daher vor, dass Emissionspreis und Emissionsvolumen gerade nicht in den (bei Beginn des öffentlichen Angebots bereits gebilligten und veröffentlichten) Prospekt aufzunehmen sind.

Eine Pflicht, Emissionspreis und Emissionsvolumen schon zu Beginn des öffentlichen Angebots zu veröffentlichen zu müssen, würde diesem Regelungszweck von Art. 8 der Prospektrichtlinie und § 8 WpPG-RegE vollständig widersprechen. Die Regelung des § 8 WpPG-RegE wäre in sich widersprüchlich und würde ihren Sinn verlieren. Würde § 8 WpPG-RegE in dieser Form in Kraft treten, würde daher sowohl dem Finanzplatz Deutschland als auch den deutschen Emittenten (insbesondere den Eigenkapitalemittenten) schwerer Schaden zugefügt werden. Im internationalen Vergleich würde diese Regelung zu einem erheblichen Wettbewerbsnachteil führen.

#### **Abs. 1 Sätze 7 und 8**

Regelungsgegenstand des § 8 WpPG-RegE wie auch des Art. 8 der Prospektrichtlinie (2003/71/EG) ist das öffentliche Angebot von Wertpapieren und nicht ihre Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt, so dass die Sätze 7 und 8 von Abs. 1 zu streichen sind.

Als Folgeanpassung wäre dann auch in **§ 30 Abs. 1 Nr. 1 WpPG-RegE** der **Satz 7** des **§ 8 Abs. 1 WpPG-RegE** zu streichen.

### **§ 9 WpPG-RegE - Gültigkeit des Prospekts, des Basisprospekts und des Registrierungsformulars**

(1) - (4) ...

(5) Nach Ablauf der Gültigkeit darf auf Grund dieses Prospekts kein **neues** öffentliches Angebot von Wertpapieren **erfolgen begonnen werden** oder deren Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt beantragt werden.

#### **Begründung:**

Die in der Prospektrichtlinie nicht vorgesehene Regelung des § 9 Abs. 5 WpPG-RegE könnte, wenn sie Gesetz würde, so verstanden werden, dass laufende öffentliche Angebote nach Ablauf von 12 Monaten abgebrochen werden müssen, weil wegen des Ablaufs der Gültigkeit ein neuer Prospekt einzureichen und zu billigen ist, obwohl das öffentliche Angebot auf der Grundlage eines bereits ordnungsgemäß gebilligten und veröffentlichten Prospekts erfolgt. Dass die Gefahr einer solchen praxisfernen Auslegung besteht, zeigt auch die Begründung zu § 12 Abs. 2 WpPG-RegE, wonach ein Registrierungsformular bis zum Ablauf des öffentlichen Angebots gültig sein muss. Dies kann nicht die Intention des Gesetzgebers sein und war auch im Rahmen der Beratungen auf europäischer Ebene niemals Gegenstand der Diskussion. Eine solche Regelung würde auch letztlich dazu führen, dass für ein und dasselbe öffentliche Angebot ggf. zwei Prospekte erstellt werden müssen, was weder dem Interesse des Emittenten noch der Transparenz der den Anlegern zur Verfügung gestellten Informationen dient. Notwendige Aktualisierungen erfolgen über Nachträge gem. § 16 WpPG-RegE.

Auch der Entwurf des luxemburgischen Umsetzungsgesetzes sieht hier eine flexible Handhabung vor (vgl. Art. 11 Abs. 5).

### **§ 10 WpPG-RegE - Jährliches Dokument**

(1) Ein Emittent, dessen Wertpapiere...

veröffentlicht oder dem Publikum zur Verfügung gestellt hat.

~~Soweit der Emittent zum Handelsregister oder zu einem entsprechenden ausländischen Register zur Eintragung anzumeldende Tatsachen oder einzurei-~~

---

~~ehende Unterlagen nicht bereits nach den in Satz 1 genannten Vorschriften veröffentlicht oder dem Publikum zur Verfügung gestellt hat, muss das Dokument auch diese enthalten oder auf sie verweisen.~~ Das Dokument ist dem Publikum zur Verfügung zu stellen, indem es entsprechend § 14 Abs. 2 in der dort beschriebenen Weise veröffentlicht wird.

(2) – (3) ...

**Begründung:**

Die Pflicht, über die in Nr. 1 bis 4 vorgesehenen Informationen hinaus auch Tatsachen, die zum Handelsregister anzumelden sind, in das Dokument nach § 10 WpPG-RegE aufzunehmen, ist überflüssig und würde den Kapitalmarkt mit einer Vielzahl von aus Investorensicht irrelevanten Informationen überfrachten. Konsequenz wäre, dass z.B. auch Prokurabestellungen, die für die Beurteilung des Wertpapiers unerheblich und damit auch für den Anleger nicht von Interesse sind, in das Dokument aufgenommen werden müssten. Es werden hier kapitalmarktrechtliche Transparenzpflichten ohne zwingenden Grund mit dem Registerrecht vermengt. Satzungsänderungen, die für die Beurteilung eines Wertpapiers erheblich sein können, werden bereits durch die Pflicht zur Aufnahme von Ad-hoc-Mitteilungen nach § 10 Abs. 1 Nr. 1 WpPG-RegE erfasst. Zum Handelsregister anzumeldende Vorgänge, die im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens geeignet sind, den Börsen- und Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen, sind bereits nach § 15 WpHG ad hoc zu publizieren. Hinzu kommt, dass die im Entwurf vorausgesetzten „entsprechenden ausländischen Register“ häufig nicht existieren.

Soweit in der Gegenäußerung der Bundesregierung vom 6. April 2005 zur Stellungnahme des Bundesrates vom 18. März 2005 darauf abgestellt wird, dass nach Art. 10 Abs. 1 Satz 2 der Prospektrichtlinie auf die gesellschaftsrechtlichen Richtlinien verwiesen wird, ist dies zwar grundsätzlich richtig. Mit diesem Verweis wollte die Richtlinie den Umfang der in die Liste aufzunehmenden Tatsachen aber sicher nicht über die Tatsachen hinaus erweitern, die in einen Prospekt aufzunehmen sind. Ursprünglich war statt der jetzigen Liste ein jährliches Up-date des Prospekts zugelassener Wertpapiere vorgesehen. Diese Zulassungsfolgepflicht wurde aufgrund der Kritik von Marktteilnehmern später reduziert auf das jährliche Dokument gem. Art. 10 der Prospektrichtlinie. In das Dokument sind damit keinesfalls mehr Informationen aufzunehmen als in einen Prospekt. Dies kommt auch in Satz 1 von Art. 10 Abs. 1 der Richtlinie zum Ausdruck, der ausschließlich Informationen verlangt, die nach Vorschriften über die Aufsicht von Wertpapieren, Wertpapieremittenten und Wertpapiermärkten veröffentlicht bzw. dem Publikum zur Verfügung gestellt wurden. Die gesellschaftsrechtlichen Richtlinien stellen jedoch keine Regulierung des Wertpapiermarktes dar, sondern waren durch die grenzüber-

---

schreitenden Aktivitäten von Kapitalgesellschaften (einschließlich GmbHs) veranlasst. Satz 2 von Art. 10 Abs. 1 der Richtlinie bezieht sich daher nur auf solche Informationen, die auch nach Art. 10 Abs. 1 Satz 1 erforderlich sind. Das zeigt auch die Formulierung „zumindest“, die voraussetzt, dass lediglich die wertpapierbezogenen Informationen nach Satz 1 weitergehend sein können, als die nach Satz 2 verlangten Mindestinformationen. Umgekehrt können jedoch nicht aufgrund von Satz 2 noch zusätzliche Informationen verlangt werden, die nach der Grundregel des Satz 1 nicht erforderlich sind. Andernfalls wäre Art. 10 Abs. 1 der Richtlinie in sich widersprüchlich.

### **§ 13 WpPG-RegE - Billigung des Prospekts**

(1) – (3) ...

(4) Die Bundesanstalt macht die gebilligten Prospekte auf ihrer Internetseite für jeweils zwölf Monate zugänglich.

**(5) Die Bundesanstalt kann die Billigung eines Prospekts der zuständigen Behörde eines anderen Mitgliedstaats übertragen, sofern diese Behörde damit einverstanden ist. Die Übertragung ist zudem dem Emittenten, dem Anbieter bzw. dem Zulassungsantragssteller innerhalb von drei Arbeitstagen ab dem Datum mitzuteilen, an dem die Bundesanstalt ihren Beschluss gefasst hat. Die in Absatz 2 genannte Frist gilt ab dem gleichen Datum.**

**(56)** Die Bundesanstalt kann vom Anbieter oder Zulassungsantragsteller verlangen, dass der Prospekt einschließlich der Übersetzung der Zusammenfassung ihr in elektronischer Form übermittelt wird...

#### **Begründung:**

Die vorgeschlagene Ergänzung des § 13 WpPG-RegE durch einen neuen Abs. 5 beruht auf der in Art. 13 Abs. 5 der Prospektrichtlinie (2003/71/EG) enthaltenen Möglichkeit, die Billigung auf eine andere Behörde zu übertragen. Die gesetzliche Regelung dieser Möglichkeit sieht hier kein Mitgliedstaatenwahlrecht vor. Aufgrund der zwingenden Vorgaben der Prospektrichtlinie ist dem § 13 WpPG-RegE daher ein entsprechender neuer Abs. 5 hinzuzufügen. Eine Übertragung der Billigung kann z.B. bei Medium Term Note (MTN)-Programmen mit mehreren, in verschiedenen Mitgliedstaaten ansässigen Emittenten erforderlich sein.

---

### **§ 14 WpPG-RegE – Hinterlegung und Veröffentlichung des Prospekts**

(1) Nach seiner Billigung hat der Anbieter oder Zulassungsantragsteller den Prospekt bei der Bundesanstalt zu hinterlegen und unverzüglich, spätestens **einen am** Werktag vor Beginn des öffentlichen Angebots nach Absatz 2 zu veröffentlichen. ...

#### **Begründung:**

Nach Art. 14 Abs. 1 der Prospektrichtlinie genügt es, wenn das wenn der Prospekt nach seiner Billigung und Hinterlegung bei der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats dem Publikum so bald wie praktisch möglich zur Verfügung gestellt wird, auf jeden Fall aber rechtzeitig vor und spätestens mit Beginn des öffentlichen Angebots. Entscheidend ist danach, dass der Prospekt spätestens mit Beginn des öffentlichen Angebots zur Verfügung gestellt wird. § 14 Abs. 1 WpPG-RegE sieht in Abweichung dazu und in Anlehnung an § 9 Abs. 1 VerkProspG und § 43 Abs. 1 Satz 1 BörsZulV vor, dass spätestens einen Werktag vor Beginn des öffentlichen Angebots bzw. vor der Einführung der Wertpapiere oder dem Beginn des Handels von Bezugsrechten an einem organisierten Markt der Prospekt veröffentlicht sein muss. Dies ist für sich genommen bereits eine von der Prospektrichtlinie nicht vorgesehene Verschärfung der Anforderungen an Emittenten. Hinzu kommt, dass die Auslegung der Frist „einen Werktag vor“ von der BaFin und der Zulassungsstelle der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) unterschiedlich gehandhabt. Nach der Bekanntmachung des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel (BAWe) vom 21. September 1999 ist auf die Fristberechnung § 187 Abs. 1 BGB anzuwenden. Dies bedeutet, dass zwischen der Veröffentlichung des Prospekts und dem öffentlichen Angebot sogar ein voller Werktag verbleiben muss, da bei der Berechnung der Frist der Tag nicht mitgerechnet wird, auf den das für den Beginn der Frist maßgebliche Ereignis fällt. Demgegenüber wird von der Zulassungsstelle der FWB der vorherige Ablauf eines vollen Werktags nicht verlangt und der Beginn des Tages als für den Anfang der Frist maßgeblichen Zeitpunkt erachtet (nach § 187 Abs. 2 BGB wird dann dieser Tag bei der Berechnung der Frist mitgerechnet).

Zumindest um den beschriebenen Streit zu vermeiden, ob hier § 187 Abs. 1 oder Abs. 2 BGB Anwendung findet, sollte eine klare Regelung mit dem oben vorgeschlagenen Inhalt getroffen werden.

Eine derartige Mindestfrist zur Veröffentlichung des Prospekts ist bislang auch in anderen Mitgliedstaaten nicht bekannt. Im Dritten Finanzmarktförderungsgesetz hat der Gesetzgeber die eingeführte Verkürzung der Frist von drei auf einen Werktag u.a. gerade damit begründet, dass Wettbewerbsnachteile gegenüber anderen europäischen Börsenplätzen, die keine vergleichbaren Beschränkungen vorsehen, beseitigt werden sollen (BT-Drucks. 13/8933, S. 155). Dieses Argument greift im Fall der Prospekttrichtlinie und dem dadurch eröffneten direkten Wettbewerb zwischen den Rechtsordnungen der Mitgliedstaaten umso mehr. Gesichtspunkte des Anlegerschutzes sprechen nicht dagegen, da die Richtlinie, die ausdrücklich auch dem Anlegerschutz dienen soll, eine Veröffentlichung vor Beginn des öffentlichen Angebots für ausreichend erachtet.

### **§ 16 WpPG-RegE - Nachtrag zum Prospekt**

(1) Jeder wichtige neue Umstand oder jede wesentliche Unrichtigkeit in Bezug auf die im Prospekt enthaltenen Angaben, die die Beurteilung der Wertpapiere beeinflussen könnten und die nach der Billigung des Prospekts und vor dem endgültigen Schluss des öffentlichen Angebots oder des Eröffnung des Handels an einem organisierten Markt, **je nachdem welches Ereignis früher eintritt**, auftreten oder festgestellt werden, müssen in einem Nachtrag zum Prospekt genannt werden. Der Anbieter oder Zulassungsantragsteller muss den Nachtrag bei der Bundesanstalt einreichen. Der Nachtrag ist innerhalb von höchstens sieben Werktagen nach Eingang bei der Bundesanstalt nach § 13 zu billigen. Nach der Billigung muss der Anbieter oder Zulassungsantragsteller den Nachtrag unverzüglich in derselben Art und Weise wie den ursprünglichen Prospekt nach § 14 veröffentlichen.

(2) Die Zusammenfassung und etwaige Übersetzungen davon sind um die im Nachtrag enthaltenen Informationen zu ergänzen.

(3) Anleger, die vor der Veröffentlichung des Nachtrags eine auf den Erwerb oder die Zeichnung der Wertpapiere gerichtete Willenserklärung abgegeben haben, können diese innerhalb einer Frist von zwei Werktagen nach Veröffentlichung des Nachtrags widerrufen. § 8 Abs. 1 Satz 3 bis 54 ist mit der Maßgabe entsprechend anzuwenden, dass an die Stelle der im Prospekt als Empfänger des Widerrufs bezeichneten Person die im Nachtrag als Empfänger des Widerrufs bezeichnete Person tritt. Der Nachtrag muss an hervorgehobener Stelle eine Belehrung über das Widerrufsrecht nach Satz 1 enthalten.

**Begründung:**

**Abs. 1 Satz 1**

Die vorgeschlagene Änderung in Abs. 1 Satz 1 des § 16 WpPG-RegE dient der Klarstellung, dass die Nachtragspflicht auch dann endet, wenn die betreffenden Wertpapiere neben der Einbeziehung oder Zulassung zu einem organisierten Markt weiterhin fortlaufend öffentlich angeboten werden. Denn in diesem Fall gelten die besonderen Zulassungsfolgepflichten, die eine ausreichende Information des Marktes sicherstellen, so dass es einer Nachtragspflicht nicht mehr bedarf. Bei der Alternative „endgültiger Schluss des öffentlichen Angebots“ oder „Eröffnung des Handels an einem organisierten Markt“ muss es daher auf das jeweils frühere Ereignis ankommen. Andernfalls hätte die letztgenannte Alternative auch praktisch keine eigenständige Bedeutung. Eine Klarstellung in dem oben vorgeschlagenen Sinne erscheint aus Gründen der Rechtssicherheit jedoch geboten.

Auch der luxemburgische Gesetzgeber hat in dem entsprechenden Article 16 paragraphe 2 seines Gesetzentwurfs zur Klarstellung eine dem obigen Vorschlag vergleichbare, nachfolgend drucktechnisch hervorgehobene Formulierung eingefügt: „...et la clôture définitive de l'offre au public ou, **le cas échéant**, le début de la négociation sur un marché réglementé, ....“ eingefügt.

Die Verwendung der Begriffe „Einbeziehung und Zulassung“ in dem obigen Änderungsvorschlag beruht auf der in Deutschland bestehenden Unterscheidung zwischen amtlichem und geregelter Markt (in letzteren können Wertpapiere „einbezogen“ werden).

**Abs. 3**

In Abs. 3 ist die Bezugnahme auf § 8 Abs. 1 Satz 5 WpPG-RegE zu streichen, der auf die Rücktrittsregelungen gem. § 357 BGB verweist. Die Widerrufsregelung des § 16 Abs. 3 zielt auf die bei klassischen Emissionen, insbesondere Aktienemissionen, übliche Zeichnungsfrist ab, nach deren Ablauf die Papiere

dem Anleger zugeteilt werden. Wenn während dieser Zeichnungsfrist ein Nachtrag erforderlich wird und aufgrund der in § 16 Abs. 1 WpPG-RegE vorgesehenen Billigung noch nicht veröffentlicht werden konnte, dann soll der Anleger das Recht haben, seine zwischenzeitlich abgegebene Zeichnungserklärung im Hinblick auf die neu eingetretenen Umstände zu überdenken und ggf. zu widerrufen. Im Fall eines Widerrufs wird in einem solchen Fall die Zeichnungserklärung des Anlegers einfach storniert, bevor vom Emittenten Wertpapiere geliefert werden oder der Anleger den Kaufpreis zahlen muss.

Demgegenüber soll Art. 16 der Prospektrichtlinie (2003/71/EG) nicht bereits abgewickelte Geschäfte erfassen. Andernfalls würde es zu einer kompletten Rückabwicklung durch Rückgabe der Wertpapiere und Rückzahlung des Kaufpreises kommen, was über den bloßen in Art. 16 Abs. 2 der Prospektrichtlinie vorgesehenen Widerruf weit hinausgeht. Durch den Verweis auf § 8 Abs. 1 Satz 5 WpPG-RegE und damit auf das Rücktrittsrecht des § 357 BGB wird eine solche Rückabwicklung jedoch scheinbar nahegelegt. Diese Bezugnahme ist daher zu streichen. Es geht um den Widerruf von Zusagen des Anlegers und damit einer noch nicht angenommenen Willenserklärung.

### **§ 19 WpPG-RegE - Sprachenregelung**

(1) Werden Wertpapiere, für die der Herkunftsstaat des Emittenten die Bundesrepublik Deutschland ist, im Inland öffentlich angeboten oder wird im Inland die Zulassung an einem organisierten Markt beantragt und nicht auch in einem anderen Staat oder mehreren anderen Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums, ist der Prospekt in deutscher oder einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache zu erstellen. Ist der Prospekt nicht in deutscher Sprache erstellt worden, muss er eine Übersetzung der Zusammenfassung in die deutsche Sprache enthalten.

(2) ...

(3) Werden Wertpapiere, für die der Herkunftsstaat des Emittenten die Bundesrepublik Deutschland ist, im Inland öffentlich angeboten oder wird im Inland die Zulassung an einem organisierten Markt beantragt und werden die Wertpapiere auch in einem anderen Staat oder mehreren anderen Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums öffentlich angeboten oder wird auch dort die Zulassung zum Handel beantragt, ist der Prospekt in deutscher oder in einer



---

~~**in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache zu erstellen. Ist der Prospekt nicht in deutscher Sprache erstellt worden, muss er eine Übersetzung der Zusammenfassung in die deutsche Sprache enthalten. Die Bundesanstalt kann die Erstellung eines Prospektes in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache gestatten, sofern der Prospekt auch eine Übersetzung der Zusammenfassung in die deutsche Sprache enthält und unter Berücksichtigung der Art der Wertpapiere eine ausreichende Information des Publikums gewährleistet erscheint.**~~

(4) – (5) ...

#### **Begründung:**

Der Änderungsvorschlag sieht im Gegensatz zum Regierungsentwurf sowohl für rein inländische als auch für grenzüberschreitende Angebote und Börsenzulassungen grundsätzlich die Möglichkeit vor, dass ein Prospekt in englischer Sprache erstellt werden kann. Der Änderungsvorschlag folgt damit den Entwürfen des österreichischen<sup>1</sup> und des luxemburgischen<sup>2</sup> Gesetzgebers, die ebenfalls – wie schon bisher – auch eine Prüfung von in englischer Sprache abgefassten Prospekten vorsehen. Demgegenüber vermittelt der Regierungsentwurf den Eindruck, dass eine Erstellung des Prospekts in englischer Sprache nur in wenigen Ausnahmefällen aufgrund einer entsprechenden Gestattung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zulässig sein soll. Bei Aktienemissionen soll nach dem Regierungsentwurf, ohne dass die

---

1 **§ 7b Kapitalmarktgesetz-E – Sprachenregelung: (1)** Soll ein Wertpapier nur im Inland öffentlich angeboten werden oder soll nur dort die Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt beantragt werden, so ist der Prospekt auf Deutsch oder Englisch oder in einer von der Billigungsbehörde durch Verordnung anerkannten Sprache zu erstellen. **(2)** Prospekte, die der Billigungsbehörde als zuständiger Behörde des Herkunftsmitgliedstaates vorgelegt werden sollen, können darüber hinaus nach Wahl des Emittenten, des Anbieters oder der die Zulassung beantragenden Person auch in einer sonst in den internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache erstellt werden, wenn die Wertpapiere auch in einem oder mehreren anderen EWR-Mitgliedstaaten als Österreich öffentlich angeboten werden sollen oder dort die Zulassung zum Handel beantragt werden soll. Die Billigungsbehörde kann in diesen Fällen eine Übersetzung der Zusammenfassung in Deutsch vorschreiben.

2 **Article 20 – Régime linguistique: 1.** Lorsqu'une offre au public est faite ou une admission à la négociation sur un marché réglementé sollicitée sur le territoire du Luxembourg uniquement et que le Luxembourg est Etat membre d'origine, le prospectus est établi dans une langue acceptée par la Commission. La rédaction du prospectus en langue luxembourgeoise, française, allemande ou anglaise est acceptable dans tous les cas. ...

---

Begründung (vgl. S. 102 a.E.) hier zu überzeugen vermag, selbst bei grenzüberschreitenden Angeboten immer auch dann ein deutschsprachiger Prospekt erstellt werden, wenn die Aktien ausschließlich bei (überwiegend) internationalen institutionellen Investoren platziert werden. Insgesamt bedarf es daher einer flexiblen Regelung.

Die Bestimmungen zur Sprachenregelung sind für den Finanzplatz und damit auch für das Fortbestehen von Arbeitsplätzen in Deutschland von wesentlicher Bedeutung. Die neue Prospekttrichtlinie (2003/71/EG) ermöglicht den Emittenten einen nahezu ungehinderten Zugang zu allen europäischen Kapitalmärkten, wobei bei Nichtdividendenwerten mit einer Mindeststückelung von Euro 1.000 sowie bei derivativen Wertpapieren grundsätzlich ein Wahlrecht hinsichtlich der Behörde, bei der ein Prospekt zur Prüfung eingereicht wird, besteht. Aufgrund dieser Flexibilität können Emittenten den Prospekt in Zukunft bei der zuständigen Behörde desjenigen Mitgliedstaats prüfen lassen, in dem die Prüfung mit dem geringsten Zeit- und Kostenaufwand verbunden ist. Ausländische wie auch deutsche Emittenten können in Zukunft Prospekte bei ausländischen Behörden einreichen und die Wertpapiere anschließend über das Notifizierungsverfahren gleichzeitig in mehreren Mitgliedstaaten oder auch ausschließlich in Deutschland anbieten.

Alle großen deutschen Emittenten verfügen darüber hinaus regelmäßig über MTN (Medium Term Note)- bzw. Debt Issuance-Programme, die es den Emittenten ermöglichen, schnell und ohne größeren dokumentarischen Aufwand Schuldverschreibungen zu begeben und zuzulassen. Diese Emissionen werden i.d. Regel grenzüberschreitend an internationale Investoren platziert. Schuldverschreibungsemissionen unter solchen Programmen, mit denen ein breites Publikum angesprochen werden soll, sind eher die Ausnahme. Daher ist es zwingend erforderlich, dass die Programme in englischer Sprache abgefasst werden. Selbst wenn nur bei deutschen Investoren platziert wird, kann es erforderlich sein, die englische Sprache zu wählen. Der Emittent sichert sich häufig durch derivative Geschäfte mit internationalen Investmentbanken ab. Derartige Hedging-Geschäfte werden aber in der Regel auf der Basis eines englischsprachigen ISDA (International Swaps and Derivatives Association) Master Agreements abgeschlossen. Um den erforderlichen Absicherungszweck zu erreichen, müssen die Bedingungen dieses Geschäfts mit den Anleihebedingungen identisch sein. Ein deutsche Übersetzung hat zwei gravierende Nachteile: Erstens ist aufgrund der Komplexität dieser Bestimmungen der Übersetzungsaufwand enorm. Außerdem kann selbst ein erheblicher Zeit- und Kostenaufwand für eine derartige Übersetzung Ungenauigkeiten und Fehler aufgrund der unterschiedlichen Sprachen mit möglicherweise erheblichen finanziellen Risiken für den Emittenten nicht ausschließen.

Die im Regierungsentwurf vorgesehene Regelung lässt es aufgrund der Sprachenanforderung in der Praxis daher eher unwahrscheinlich erscheinen, dass ein solches Schuldverschreibungsprogramm eines deutschen Emittenten an

---

einer deutschen Börse zugelassen wird. Denn dieses würde einen vollständigen, zweisprachigen Prospekt mit dem oben beschriebenen Aufwand und den genannten Risiken voraussetzen. Eine Ausnahme für Mindeststückelungen von Euro 50.000 hilft hier nicht, da derartige Programme ihrer Natur nach flexibel ausgestaltet und nicht auf bestimmte Stückelungen beschränkt sein sollen.

Es wird bei Schuldverschreibungsprogrammen wohl auch nicht helfen, dass zumindest einzelne Emissionen in einem anderen Mitgliedstaat notiert oder öffentlich angeboten werden. Ein Basisprospekt für ein solches Programm wird wohl nach dem Regierungsentwurf immer schon dann auch deutschsprachig sein müssen, wenn der Emittent nur eine einzige inländische Emission plant. Damit müsste im Fall einer rein inländischen Emission ein gesonderter, deutschsprachiger Prospekt erstellt werden. Der spezifische Zweck des Basisprospekts, eine Vielzahl von Emissionen aufgrund eines Angebotsprogramms (ohne eine jeweils separate Prospektprüfung pro Emission) jeweils kurzfristig zu ermöglichen, würde nicht erreicht.

Vor diesem Hintergrund darf die Zulassung an einer deutschen Börse und damit die Wahl der BaFin als Prüfungsbehörde nicht mit der zeit-, kosten- und risikoträchtigen Pflicht zur Erstellung eines zweisprachigen Prospekts verbunden sein. Nach derzeitiger Rechtslage können ausländische Emittenten einen Prospekt in Englisch erstellen, wenn sie nur in Deutschland anbieten. Ausländische Emittenten würden durch die in § 19 Abs. 1 WpPG-RegE schlechter gestellt als nach bisherigem Recht. Gem. § 15 Abs. 1 Satz 2 und Abs. 3 Satz 2 VerkProspG sowie § 2 Abs. 1 Satz 4 VerkProspV und § 13 Abs. 1 Satz 4 BörsZulV kann die BaFin bei ausländischen Emittenten grundsätzlich auf das Erfordernis der deutschen Sprache verzichten. Bei Börsenzulassungen ist die englische Sprache sogar derzeit möglich, wenn bei einem Prospekt für mehrere Emittenten nur ein ausländischer Emittent dabei ist (§ 13 Abs. 1 Satz 5 BörsZulV). Von diesen Erleichterungen wird gegenwärtig vor allem bei Schuldverschreibungsprogrammen für (inländische und ausländische) Konzerngesellschaften Gebrauch gemacht. Diese Möglichkeiten würden mit der Neuregelung entfallen mit der Folge, dass noch mehr Programme ins Ausland verlagert werden, als es in der Vergangenheit bereits der Fall war.

Bei deutschen Emittenten wird die nach geltendem Recht bereits vorhandene Tendenz, unter Verwendung ausländischer Tochtergesellschaften auf der Basis eines englischsprachigen Prospekts zu emittieren, noch weiter verstärkt werden. Deutsche Emittenten könnten im Ausland Prospekte prüfen lassen und ausgestattet mit dem EU-Pass dann in Deutschland anbieten. Werden Emissionen von ausländischen Emittenten oder ausländischen Tochtergesellschaften deutscher Unternehmen und Banken ohne Einschaltung deutscher Mitarbeiter bei ausländischen Behörden zur Prüfung eingereicht, dann fallen in der deutschen Finanzbranche (einschließlich der betreffenden Berater und sonstigen Dienstleister) weitere Arbeitsplätze weg, und es werden lediglich noch die im

Ausland vorbereiteten und geprüften Produkte in Deutschland verkauft. Deutschland ist dann nur noch Vermarktungsort und auch die BaFin hat keine Einflussmöglichkeit mehr. Damit ist auch dem Anlegerschutz in keiner Weise gedient.

Unter dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes und zur Vermeidung von Haftungsrisiken ist es vielmehr denkbar, dass bei öffentlichen Angeboten in Deutschland durch ausländische Emittenten Teile des Prospekts (Wertpapierbeschreibung/Risikofaktoren und Anleihebedingungen) ungeachtet der Anforderungen der Prospekttrichtlinie und des Wertpapierprospektgesetzes weiterhin in deutscher Sprache erstellt werden. Eine solche Teilabfassung in deutscher Sprache ist auch nach geltendem Recht überwiegende Praxis, obwohl gem. §§ 15 Abs. 1 S. 2 und Abs. 3 Satz 2 VerkProspG, 2 Abs. 1 Satz 4 VerkProspV eine rein englische Fassung regelmäßig genügen würde. Dies betrifft deutsche wie ausländische Emittenten gleichermaßen. Es macht im Hinblick auf den Anlegerschutz keinen Sinn, bei (u.U. risikoreicheren) ausländischen Emissionen einen bis auf die Zusammenfassung vollständig in englischer Sprache abgefassten Prospekt ausreichen zu lassen, während Anleger bei deutschen Emittenten durch die Erstellung eines vollständig in deutscher Sprache verfassten Prospekts stärker geschützt werden.

## § 21 WpPG-RegE - Befugnisse der Bundesanstalt

(1) – (7) ...

~~(8) Werden der Bundesanstalt Umstände bekannt, auf Grund derer begründete Anhaltspunkte für die wesentliche inhaltliche Unrichtigkeit oder wesentliche inhaltliche Unvollständigkeit eines gebilligten Prospekts bestehen, die zu einer Übervorteilung des Publikums führen, stehen ihr die Befugnisse des Absatzes 2 zu. Die Bundesanstalt kann in den Fällen des Satzes 1 vom Anbieter verlangen, das öffentliche Angebot bis zur Klärung des Sachverhalts auszusetzen. Steht die inhaltliche Unrichtigkeit oder inhaltliche Unvollständigkeit des Prospekts fest, kann die Bundesanstalt die Billigung widerrufen und das öffentliche Angebot untersagen. Die Bundesanstalt kann nach Satz 1 erhobene Daten sowie Entscheidungen nach Satz 2 und 3 der Geschäftsführung der Börse und inländischen sowie ausländischen Zulassungsstellen übermitteln, soweit diese Informationen zur Erfüllung der in der Zuständigkeit der Bundesanstalt oder des Dritten liegenden Aufgaben erforderlich sind.~~

**Begründung:**

§ 21 Abs. 8 WpPG-RegE geht in dieser Form zu weit. Eine solche Regelung ist auch in der Prospektrichtlinie (2003/71/EG) nicht vorgesehen. Aufgrund der weitreichenden Befugnisse und ggf. auch Überprüfungspflichten der BaFin besteht Unklarheit über die Reichweite dieser Regelung und der hierdurch gewährten Eingriffsbefugnisse der BaFin. Für Emittenten, deren Prospekt gebilligt wurde, muss jedoch hinsichtlich des Angebots bzw. der Zulassung von Wertpapieren Rechtssicherheit gewährleistet sein.

Die weitreichende Kontrollbefugnis und -pflicht (?) der BaFin beeinträchtigt diese Rechtssicherheit. Die vorgesehene Regelung könnte sogar dahingehend verstanden werden, dass die BaFin eine fortdauernde materielle Überwachungspflicht trifft. Dies erscheint an sich in dieser Tragweite schon problematisch. Hinzu kommt, dass aufgrund des unbestimmten Rechtsbegriffs "Übervorteilung des Publikums" die tatsächlichen Eingriffsbefugnisse und -voraussetzungen im Unklaren bleiben. Dies gilt vor allem für die über den bisherigen § 8b VerkProspG hinausgehende Überprüfung der inhaltlichen Richtigkeit, die von der BaFin bei der Prospektprüfung gerade nicht überprüft wird und für die sie gemäß der Begründung zu § 13 WpPG-RegE (vgl. S. 94) ausdrücklich keine Gewähr übernimmt.

**§ 28 WpPG oder alternativ § 32 WpPG – Geltung von Emissionsbedingungen**

**Neuer Vorschlag:**

**Werden Emissionsbedingungen auf der Internetseite des Emittenten, des Anbieters, der Zahlstelle oder der Börse, an der die Wertpapiere zum Handel einbezogen oder zugelassen werden, oder in einer Wirtschafts- oder Tageszeitung nach § 14 Abs. 2 Nr. 1 veröffentlicht oder werden sie dem Anleger ausgehändigt, so sind diese Emissionsbedingungen Bestandteil des Rechtsverhältnisses zwischen Emittent und Anleger.**

**Begründung:**

Es ist seit Jahren umstritten, ob Emissionsbedingungen als Allgemeine Geschäftsbedingungen anzusehen sind. Für die Praxis ergibt sich hieraus u.a. die Frage, inwieweit die Einbeziehung der Bedingungen den allgemeinen Grundsätzen des § 305 BGB unterliegt. Insbesondere bestehen erhebliche Rechtsunsicherheiten für den Fall des Direkterwerbs von Emissionen beim

Emittenten. Fälle, in denen zunächst ein Konsortium die Wertpapiere zwecks Vertriebs vom Emittenten erwirbt, sollen dagegen nach allgemeiner Ansicht nicht betroffen sein, da die Emissionsbedingungen Bestandteil des Begebungsvertrages zwischen Emittent und Konsortialbanken werden, durch den die Leistungsverpflichtung des Emittenten begründet wird.

Im Ergebnis ist es aus Sicht der Anleger und des Anlegerschutzes aber ohne Belang, welcher Emissionstechnik sich der Emittent bedient. Käme es bei Wertpapieren, die direkt gegenüber dem Kunden vertrieben, aber auch auf dem Sekundärmarkt gehandelt werden, zu einer Beachtlichkeit der individuellen Umstände beim Ersterwerb einzelner Papiere, wäre die Fungibilität der Wertpapiere einer solchen Emission nicht mehr gegeben. Dies würde zu dem für einen geordneten Markt inakzeptablen und auch praktisch nicht mehr handhabbaren Ergebnis führen, dass Wertpapiere einer Emission mit einer Wertpapierkennnummer mit verschiedenen Emissionsbedingungen in den Umlauf gebracht würden. Die Geltung der Emissionsbedingungen sollte daher nicht an den Maßstäben der §§ 305 ff. BGB gemessen werden.

Da der Direkterwerb von Emissionen eine überragende Bedeutung erlangt und inzwischen die Emission über Konsortialbanken bezogen auf die Anzahl der Emissionen überholt hat, wird die Einfügung eines neuen § 28 oder alternativ § 32 in das Wertpapierprospektgesetz vorgeschlagen, wonach die Emissionsbedingungen für ein Wertpapier ohne Weiteres auf das Rechtsverhältnis zwischen Emittent und Anleger Anwendung finden, wenn sie in einem Prospekt enthalten sind, der nach den Vorschriften des WpPG oder der entsprechenden Umsetzungsgesetze der Prospektrichtlinie in anderen Mitgliedstaaten veröffentlicht und hinterlegt wurden. Damit würden der dringend notwendige Gleichlauf kapitalmarktrechtlicher und zivilrechtlicher Vorgaben hinsichtlich der Zurverfügungstellung der Emissionsbedingungen erreicht und die derzeit bestehenden Unsicherheiten beseitigt.

### **§ 30 WpPG-RegE - Bußgeldvorschriften**

(1) Ordnungswidrig handelt, wer vorsätzlich oder leichtfertig

1. – 6. ...

7. entgegen § 14 Abs. 5 eine Papierversion des Prospekts nicht ~~oder nicht~~ **rechtzeitig** zur Verfügung stellt oder

8. ....

---

(2) – (4) ...

**Begründung:**

§ 14 Abs. 5 WpPG-RegE enthält keine Regelung, in welchem Zeitrahmen dem Anleger, falls er dies wünscht, eine kostenlose Papierversion des Prospekts zur Verfügung zu stellen ist. Daher ist der in § 30 Abs. 1 Nr. 7 WpPG-RegE enthaltene Ordnungswidrigkeitentatbestand nicht hinreichend bestimmt und sollte wie vorgeschlagen geändert werden.

**§ 31 WpPG-RegE - Übergangsbestimmungen**

(1) ...

(2) Bis zum 31. Dezember 2008 können Einlagenkreditinstitute und andere Kreditinstitute, die nicht unter § 1 Abs. 2 Nr. 4 fallen, weiterhin Schuldverschreibungen und andere, Schuldverschreibungen vergleichbare übertragbare Wertpapiere, die dauernd oder wiederholt begeben werden, im Inland öffentlich anbieten oder zum Handel zulassen, ohne einen Prospekt nach Maßgabe des § 3 zu veröffentlichen.

**Begründung:**

Nach dem Wortlaut des § 31 Abs. 2 WpPG-RegE, der darauf abstellt, dass von Einlagenkreditinstituten dauernd oder wiederholt begebene Schuldverschreibungen oder Schuldverschreibungen vergleichbare übertragbare Wertpapiere im Inland angeboten werden, ist unklar, ob neben dem öffentlichen Angebot von Daueremissionen der Einlagenkreditinstitute auch die Zulassung zum Handel erfasst werden soll. Art. 30 Abs. 2 der Prospektrichtlinie (2003/71/EG) verweist auf Art. 3 der Prospektrichtlinie insgesamt, ohne danach zu differenzieren, ob es sich um das öffentliche Angebot von Wertpapieren nach Abs. 1 des Art. 3 oder die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem geregelten (organisierten) Markt nach Abs. 2 handelt. Auch in dem Entwurf des luxemburgischen Umsetzungsgesetzes zur Prospektrichtlinie findet sich eine entsprechende klarstellende Regelung<sup>3</sup>. Darüber hinaus ist auch im Hinblick auf den Anlegerschutz kein Grund für

---

3 **Article 62 – Dispositions transitoires: 2.** Par dérogation à l'article 5, les offres au public des établissements de crédit ou autres établissements financiers équivalents à des établissements de crédit qui ne sont pas couvertes par les dispositions de l'article 4, paragraphe 2, point h) peuvent bénéficier des dispositions prévues à

eine Differenzierung zwischen öffentlichem Angebot und Börsenzulassung von Dauerschuldverschreibungen erkennbar.

---

l'annexe II, partie I, point B du règlement grand-ducal du 28 décembre 1990 relatif aux conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique **ou d'admission à la cote officielle** de valeurs mobilières dans le cas des titres de créance ou d'autres titres transférables équivalents à des titres de créances, émis de manière continue ou répétée au Luxembourg jusqu'au 31 décembre 2008.



---

**Art. 3 Änderung des Börsengesetzes - BörsG**

**§ 30 BörsG-RegE – Zulassungspflicht/§ 51 BörsG-RegE – Zulassungsvoraussetzungen**

**§ 30 BörsG**

(1) – (2) ...

(3) Wertpapiere sind zuzulassen:

1. ...

2. ein nach den Vorschriften des Wertpapierprospektgesetzes gebilligter oder bescheinigter Prospekt oder ein ausführlicher Verkaufsprospekt im Sinne des § 42 des Investmentgesetzes, ein Prospekt im Sinne des § 102 des Investmentgesetzes oder ein Prospekt im Sinne des § 137 Abs. 3 des Investmentgesetzes veröffentlicht worden ist, soweit nicht nach **§ 1 Abs. 2 oder** § 4 Abs. 2 des Wertpapierprospektgesetzes von der Veröffentlichung eines Prospekts abgesehen werden kann., ~~und~~

~~3. keine Umstände bekannt sind, die bei der Zulassung der Wertpapiere zu einer Übervorteilung des Publikums oder einer Schädigung erheblicher allgemeiner Interessen führen.~~

**§ 51 BörsG**

(1) Wertpapiere sind zum geregelten Markt zuzulassen, wenn

1. – 2. ...

~~3. keine Umstände bekannt sind, die bei der Zulassung der Wertpapiere zu einer Übervorteilung des Publikums oder einer Schädigung erheblicher allgemeiner Interessen führen.~~

(2) – (4) werden aufgehoben...

**Begründung:**

### **§ 30 Abs. 3 Nr. 2 BörsG-RegE**

§ 30 Abs. 3 Nr. 2 BörsG-RegE erlaubt bei bestimmten Wertpapieren eine Zulassung zum Handel, ohne dass ein Prospekt veröffentlicht werden muss. Die Ausnahmen von der Prospektspflicht sind daher an die im WpPG vorgesehenen Ausnahmen anzupassen. Zusätzlich zu dem bereits in Bezug genommenen § 4 Abs. 2 WpPG-RegE gewährt jedoch auch § 1 Abs. 2 WpPG-RegE für bestimmte Wertpapiere eine prospektfreie Börsenzulassung. Von der Prospektspflicht befreit sind dabei z.B. Emissionen von Körperschaften des öffentlichen Rechts oder Daueremissionen von Kreditinstituten mit einem jährlichen Gesamtvolumen von weniger als 50 Mio Euro. In diesen Fällen wurde auf Grund der besonderen Umstände keine Pflicht zur Erstellung und Veröffentlichung eines Prospekts vorgesehen, weil der Anlegerschutz auch ohne Prospekt gewährleistet ist.

Würde man die in § 1 Abs. 2 WpPG-RegE genannten Ausnahmen nicht in den Katalog des Abs. 2 aufnehmen, könnte für diese Emissionen keine Zulassung zu einem organisierten Markt erfolgen, ohne dass zuvor ein Prospekt erstellt wurde. Dies würde der Zielsetzung der Prospekttrichtlinie und des WpPG jedoch widersprechen, und die dort vorgesehenen Befreiungen von der Prospektspflicht würden leer laufen.

### **§ 30 Abs. 3 Nr. 3 BörsG**

§ 30 Abs. 3 Nr. 3 BörsG soll nach dem Regierungsentwurf unverändert weitergelten. Danach prüft die Zulassungsstelle einer Börse im Rahmen des Zulassungsverfahrens u.a., ob Umstände vorliegen, die bei Zulassung der Wertpapiere zu einer Übervorteilung des Publikums oder einer Schädigung allgemeiner Interessen führen. Diese materielle Prüfungspflicht der Zulassungsstelle verlangt neben der Berücksichtigung von Angaben des Emittenten bzw. des Emissionsbegleiters und sonstigen Kenntnissen der Zulassungsstelle regelmäßig insbesondere auch die Durchsicht des Prospekts, was im Hinblick auf die von der BaFin vorzunehmende Prospektprüfung zu doppeltem Personal-, Kosten- und Zeitaufwand führen würde. Dies wäre auch mit Blick auf eine erhebliche Verunsicherung der Marktteilnehmer bedenklich, die davon ausgehen müssten, dass ihr einmal von der BaFin gebilligter Prospekt im Rahmen der Börsenzulassung erneut überprüft wird. Im Sinne eines zügigen, kostengünstigen und auf dem Grundsatz der Rechtssicherheit beruhenden Zulassungsverfahrens muss daher jetzt und auch in Zukunft sichergestellt sein, dass die Prüfung nach § 30 Abs. 3 Nr. 3 BörsG und die Prüfung des Wertpapierprospekts nach dem WpPG nicht zu einem doppelten Aufwand führen.

§ 30 Abs. 3 Nr. 3 BörsG sollte daher gestrichen werden. Alternativ könnte vorgesehen werden, dass die Zulassungsstelle die Zulassung wegen Übervorteilung ausschließlich aufgrund von nicht mit dem Prospekt in Zusammenhang stehenden Gesichtspunkten versagen kann bzw. die Börse den Prospekt nur bei Vor-

liegen von außerhalb des Prospekts bekannt gewordenen besonderen Anhaltspunkten für eine Übervorteilung zur Information heranzieht.

#### **§ 51 Abs. 1 Nr. 3 BörsG-RegE**

S. Begründung zu § 30 Abs. 3 Nr. 3 BörsG.

Da auch **§§ 5 Abs. 2 Nr.1, 7 Abs. 1 Satz 3 und 8 Abs. 2 BörsZulV** die Zulassungsstellen dazu verpflichten, bei bestimmten Sachverhalten den Prospekt zu prüfen, sind auch diese im Hinblick auf eine doppelte Prüfung entsprechend **anzupassen.**

#### **Neuer Vorschlag zu § 30 Abs. 4 BörsG**

**„(4) Die Zulassung für Wertpapiere kann für den Zeitpunkt aufschiebend bedingt erfolgen, in dem die zugelassenen Wertpapiere entstehen.“**

#### **Begründung:**

Die Möglichkeit für Emittenten, Wertpapiere zuzulassen, die noch nicht entstanden sind, ermöglicht es den Zulassungsstellen nach deren pflichtgemäßem Ermessen und unter Berücksichtigung des Anlegerschutzes, Wertpapiere auch schon vor dem Zeitpunkt der Entstehung (aufschiebend bedingt) zuzulassen. Eine solche Regelung stellt sicher, dass das Verwaltungsverfahren etwa zur Billigung eines Basisprospekts und zur Zulassung eines Wertpapiers vor der Festlegung der endgültigen Angebotsbedingungen abgeschlossen werden können. Damit bleiben die Emittenten hinreichend flexibel, um - wie bisher auch schon - die endgültigen Bedingungen des Angebots erst kurz vor der Aufnahme der Börsennotiz festlegen zu können. Ähnliches gilt für die (aufschiebend bedingte) Zulassung von bedingtem Kapital im Fall von § 45 Nr. 2b) BörsZulV.

**Alternativ** kommt entsprechend dem Vorschlag des Bundesrates vom 18. März 2005 auch eine **Beibehaltung von § 44 BörsZulV** mit folgendem Wortlaut in Betracht:

**Bei Wertpapieren, für die nach § 6 Wertpapierprospektgesetz ein Basisprospekt gebilligt wurde oder eine Notifizierung eines Basisprospekts nach § 18 Wertpapierprospektgesetz vorliegt, kann die Zulassungsstelle die Zulassung der Wertpapiere auch dann gestatten, wenn die endgültigen Bedingungen erst kurz vor der Ausgabe festgesetzt werden, wenn der Basisprospekt innerhalb von 12 Monaten vor der Zulassung der Wertpapiere veröffentlicht wurde und darüber Auskunft gegeben wird, wie diese Angaben veröffentlicht werden. Diese Angaben müssen vor der Einführung der Wertpapiere gemäß § 6 Abs. 3 Wertpapierprospektgesetz veröffentlicht werden.**

#### **Art. 4 Änderung der Börsenzulassungs-Verordnung – BörsZulV**

##### **§ 72a BörsZulV-RegE – Übergangsvorschrift**

Für Schuldverschreibungen, für die ein Prospekt nach § 44 dieser Verordnung vor dem 1. Juli 2005 veröffentlicht worden ist, findet diese Verordnung in der vor dem 1. Juli 2005 geltenden Fassung weiterhin Anwendung. **Für dauernd oder wiederholt von Einlagenkreditinstituten und anderen Kreditinstituten nach § 31 Abs. 2 Wertpapierprospektgesetz begebene Schuldverschreibungen und Schuldverschreibungen vergleichbare übertragbare Wertpapiere findet § 38 dieser Verordnung in der vor dem 1. Juli 2005 geltenden Fassung bis zum 31. Dezember 2008 weiterhin Anwendung.**

##### **Begründung:**

Da die in § 31 WpPG-RegE vorgesehene Übergangsregelung auch auf die Zulassung von dauernd oder wiederholt von Kreditinstituten begebenen Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt bis zum 31. Dezember 2008 Anwendung finden soll, muss § 38 BörsZulV bis Ende 2008 weiterhin Anwendung finden.