



VERBAND DER AUSLANDSBANKEN IN DEUTSCHLAND E. V.
ASSOCIATION OF FOREIGN BANKS IN GERMANY

INTERESSENVERTRETUNG AUSLÄNDISCHER BANKEN, KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN, FINANZDIENSTLEISTUNGSINSTITUTE UND REPRÄSENTANZEN
REPRESENTATION OF INTERESTS OF FOREIGN BANKS, INVESTMENT MANAGEMENT COMPANIES, FINANCIAL SERVICES INSTITUTIONS AND REPRESENTATIVE OFFICES

Frau Christine Scheel
Vorsitzende des Finanzausschusses, MdB
Bündnis 90/Die Grünen
Deutscher Bundestag
Platz der Republik 1

11011 Berlin

8. April 2005\VA

Regierungsentwurf eines Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes
Anhörung am 13. April 2005

Sehr geehrte Frau Scheel,

für die Zusendung des Kabinettsentwurfes des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes (im Folgenden: der Gesetzentwurf) mit Schreiben vom 17. März 2005 und die Einladung zur diesbezüglichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 13. April 2005 danken wir Ihnen herzlich. An der Anhörung werden von Seiten des Verbandes beide Unterzeichner teilnehmen.

Gerne nehmen wir nachfolgend zu den aus unserer Sicht wesentlichen Punkten des Gesetzentwurfs Stellung. Wir konzentrieren uns dabei auf Aspekte der Emission von Nichtdividendenwerten. Denn bei diesen besteht für die Emittenten weitestgehend die freie Wahl des Herkunftsmitgliedstaates, also der Billigungsbehörde, was die einschlägigen Regulierungen in höchstem Maße finanzplatzrelevant macht.

I. Weichenstellungen aus der Prospektrichtlinie

Durch die Prospektrichtlinie werden wichtige Weichen für die europäische Emissionspraxis gestellt, die vom deutschen Gesetzgeber nur noch als Fakt hingenommen werden können. Erstmals werden ein EU-weit weitgehend einheitliches Prospektregime und ein Europäischer Pass für Wertpapierprospekte geschaffen: Ein Prospekt, der in einem Mitgliedsstaat gebilligt wurde, kann im Wege eines einfachen Notifizierungsverfahrens auch in den anderen Mitgliedsstaaten verwendet werden.

Die mit der Prospektbilligung betrauten nationalen Aufsichtsbehörden, im Falle Deutschlands die BaFin, verlieren wesentliche Teile ihrer bisherigen Gestaltungsmöglichkeiten mit Blick auf Prospekte von Wertpapieren, die im Ausland gebilligt werden. Sofern diese Prospekte in englischer Sprache abgefaßt sind, kann – im Rahmen des Notifizierungsverfahrens – lediglich die Übersetzung der Zusammenfassung des Prospekts in die jeweilige Landessprache noch verlangt werden, eine vollständige Übersetzung des Prospekts sowie Änderungen im Prospektinhalt dagegen nicht mehr. Deutsche Anleger werden sich deshalb zukünftig verstärkt mit im Ausland gebilligten Prospekten konfrontiert sehen, die in englischer



Sprache abgefasst sind und lediglich eine deutsche Zusammenfassung aufweisen. Diese Entwicklungen sind unumkehrbar in der Richtlinie vorgesehen.

II. Bewertung des deutschen Gesetzentwurfs (Überblick)

Mit der Umsetzung der Prospektrichtlinie sind die EU-Mitgliedstaaten in einen Wettbewerb um Emittenten bzw. deren Emissionsvolumina eingetreten. Die Ausgangslage bei der Emission von Nichtdividendenwerten stellt sich wie folgt dar:

1. Emissionen von Schuldverschreibungen

Im Bereich der Schuldverschreibungen und Anleihen besteht nach der Richtlinie eine weitgehende Wahlfreiheit des Emittenten hinsichtlich der Prospektbilligungsbehörde, und zwar unabhängig vom Sitzstaat des Emittenten. Die Emissionsvolumina, die nach heutiger und zukünftiger Praxis im Wesentlichen über Emissionsprogramme emittiert werden, sind gigantisch. Um ein Beispiel zu nennen: Allein das Emissionsvolumen, das die Kreditanstalt für Wiederaufbau jährlich begibt, belief sich 2003 auf etwa 50 Mrd. Euro (!)¹. Im selben Jahr wurden Pfandbriefe im Wert von 211 Mrd. Euro abgesetzt, und insgesamt überstieg der Absatz festverzinslicher Wertpapiere durch inländische Emittenten die Billionengrenze². Für eine europäische Betrachtung wäre diese Summe entsprechend zu multiplizieren. Vor diesem Hintergrund dürfte politische Einigkeit darüber zu erzielen sein, dass alles getan werden muss, damit Deutschland im Wettbewerb um diese Emissionsvolumina durch eine gute Gesetzgebung aussichtsreich positioniert wird. Der vorliegende Gesetzentwurf ist aber diesbezüglich an einigen Stellen völlig unzureichend und würde in seiner jetzigen Fassung genau das Gegenteil erreichen.

2. Emissionen von derivativen Wertpapieren und Zertifikaten

Im Bereich der derivativen Wertpapiere und Zertifikate besteht nach der Richtlinie ebenfalls eine weitgehende Wahlfreiheit der Prospektbilligungsbehörde. Auch in diesem Bereich wird ein Wettbewerb zwischen den EU-Mitgliedstaaten entbrennen. Deutschland hat ausgesprochen gute Voraussetzungen, denn Optionsscheine und insbesondere Zertifikate sind Exportprodukte von Weltgeltung, die der Finanzplatz hervorgebracht hat. Umso wichtiger wäre es, diese Wertschöpfung weiter in Deutschland zu halten! Auch dieses Ziel wird durch den Gesetzentwurf leider konterkariert, so dass die Gefahr besteht, dass der Markt für diese Produkte ohne Not kaputt gemacht wird. Dabei haben sich deutsche Stellen bei der Verhandlung der Prospektrichtlinie auf europäischer Ebene in besonderem Maße für die Belange der derivativen Wertpapiere und Zertifikate eingesetzt. Es kann nicht sein, dass der deutsche Gesetzgeber nunmehr durch unbedachte Regulierung zerstört, was in Brüssel noch so vehement vor unbedachter Regulierung verteidigt wurde.

III. Konsequenzen für die Umsetzung der Prospektrichtlinie in Deutschland

Die Bedeutung des neuen Prospektregimes für die Bundesrepublik als Emissionsstandort kann nicht deutlich genug betont werden! Fehler bei der Umsetzung der Richtlinie würden großen Schaden anrichten und sind deshalb unbedingt zu vermeiden.

Erfolgt eine strikte Orientierung am Wortlaut der Richtlinie und werden Gestaltungsspielräume zugunsten der Emittenten genutzt, hat Deutschland die Chance, nicht nur bestehendes Emissionsgeschäft am Finanzplatz zu halten, sondern Emissionen deutscher Emittenten, die heute noch im Ausland laufen (insbesondere als Emissionsprogramme in Luxemburg), nach Deutschland zurück zu holen.

¹ Quelle: Geschäftsbericht der KfW

² Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte zu den Monatsberichten



Werden hingegen die europäischen Vorgaben in einer Weise umgesetzt, die die bisherige Emissionspraxis unzumutbar be- oder verhindert, so wird Deutschland als Emissionsstandort für Schuldverschreibungen und derivative Wertpapiere und Zertifikate in Zukunft keine Rolle mehr spielen oder zumindest doch stark an Bedeutung verlieren. Erste Tendenzen in diese Richtung sind leider schon allein aufgrund des Gesetzentwurfs bereits zu sehen; wir beobachten dies mit äußerster Besorgnis.

Wir möchten Sie deshalb dringend auffordern, sich bei der Gestaltung des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes der Petiten der Industrieverbände anzunehmen. Im Folgenden haben wir Ihnen die Punkte zusammengefasst, die aus Sicht des Verbandes der Auslandsbanken die größten Mängel des Gesetzentwurfs adressieren.

Unter nachfolgend IV. konzentrieren wir uns ausschließlich auf solche Petiten, die Punkte betreffen, die bereits jeder für sich unweigerlich zum Stopp, zur Abwanderung bzw. zur Nichtansiedlung der jeweils betroffenen Emissionen führen könnten. Wir treten deshalb mit Nachdruck dafür ein, dass die unter IV. aufgeführten Probleme komplett gelöst werden.

Unter nachfolgend V. stellen wir Vorschläge dar, die aus unserer Sicht ebenfalls dringend umzusetzen wären, damit unnötige Emissionshemmnisse unterbleiben.

IV. Einzelne Petiten höchster Priorität

1. § 5 Abs. 4 Satz 2 E-WpPG – Haftungserklärung

***Petition:* Eine ausdrückliche Haftungserklärung der im Prospekt genannten emissionsbegleitenden Institute darf zumindest in Basisprospekten nicht gefordert werden. § 5 Abs. 4 Satz 2 E-WpPG ist infolgedessen zu streichen (Hauptpetition) oder zumindest anzupassen (Hilfspetition), um ein Abwandern von Emissionsprogrammen aus Deutschland zu verhindern.**

§ 5 Abs. 4 Satz 2 E-WpPG lautet bisher:

„ (2) [...] 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 Kreditwesengesetzes 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. “

Als Vorbemerkung zur Begründung muss zunächst festgehalten werden, dass ein Verzicht auf diesen § 5 Abs. 4 Satz 2 E-WpPG die Anleger keineswegs schutzlos stellen würde. Denn die gesetzliche Prospekthaftung sorgt in Deutschland sowieso schon für eine Haftung der Institute, die die Emission begleiten (§ 44 Abs. 1 BörsG, vgl. Schwark/Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar, § 45 BörsG Rdnr. 8).

Hinsichtlich der anstehenden Standortentscheidungen für die Emission von Nichtdividendenwerten wäre es jedoch fatal, wenn jeder in Deutschland gebilligte Prospekt diese Haftung ausdrücklich zusätzlich konstituieren müsste. Aus zwei Gründen:

- Nach § 45 Abs. 1 BörsG kann nicht in Anspruch genommen werden, wer die Unrichtigkeit eines Prospekts nicht kannte, es sei denn die Unkenntnis beruht auf grober Fahrlässigkeit. Dieser Einwand wäre den Emissionsbegleitern eines Basisprospekts für ein Emissionsprogramm infolge von § 5 Abs. 4 Satz 2 E-WpPG in Zukunft abgeschnitten. Dem Emissionsbegleiter wird durch eine unbedingte Haftungserklärung verwehrt, seine Haftung auf Umstände zu begrenzen, für die er selbst die Verantwortung trägt. Er müsste vielmehr auch für Fehler Dritter einstehen, auf die er keinen Einfluss hat. Das ergibt sich daraus, dass die Begleiter eines Basisprospekts oftmals nicht mit den Begleitern der einzelnen Emissionen, die während der folgenden 12 Monate unter dem



Basisprospekt erfolgen, identisch sind. Ein Beispiel: Ein Basisprospekt nennt die Banken A, B und C als Emissionsbegleiter. 6 Monate später kann der Emittent aber ohne weiteres mit der Bank X zusammenarbeiten, um ein Wertpapier unter diesem Basisprospekt zu emittieren. Die Banken A, B und C haben dann keinen Einfluss darauf, ob der Basisprospekt durch Vorgänge beim Emittenten inzwischen vielleicht unrichtig geworden ist, oder ob die endgültigen Bedingungen des Angebots von der Bank X fehlerfrei gefertigt werden.

- Mit einer Haftungserklärung im Prospekt wird nicht nur eine Haftung nach deutschem Recht, sondern bei internationalen Wertpapierplatzierungen auch eine weltweite Haftung konstituiert, selbst in Ländern, die diese bisher so nicht kannten. Die Emissionsbegleiter müssten willentlich dieses große zusätzliche Haftungsrisiko auf sich nehmen, wenn sie bei der Anfertigung eines Basisprospekts nach deutschem Recht beteiligt sein möchten.

Gerade bei Emissionsprogrammen wären diese Umstände Grund genug, sofort aus Deutschland abzuwandern. Denn warum sollten Emissionsbegleiter eine zusätzliche verschuldensunabhängige und weltweite Haftung freiwillig übernehmen, wenn sie diese bei Prospektbilligung in anderen EU-Ländern nicht akzeptieren müssen? Das öffentliche Angebot nach Deutschland wird dann eben mit einem anderswo gebilligten Prospekt (ohne Haftungserklärung) über den europäischen Pass organisiert.

Dies ist ein weiteres Beispiel dafür, warum es in einem rechtlich harmonisierten Binnenmarkt einem einzelnen Nationalstaat unmöglich ist, neue Anlegerschutzstandards im Alleingang herbeizuführen.

Was Emissionen von Dividendenpapieren betrifft, so muss das bisher Gesagte relativiert werden, da diese Emittenten verpflichtet sind, ihre Prospekte von der BaFin prüfen zu lassen; eine Abwanderung ist hier unmöglich. Gleichwohl bitten wir sorgfältig zu prüfen, ob eine Haftungserklärung der in § 5 Abs. 4 Satz 2 E-WpPG wirklich erforderlich ist. Wir meinen, dass dies aufgrund der ohnehin schon aufgrund §§ 44 ff. BörsG bestehenden Prospekthaftung nicht nötig ist.

Ausschließlich hilfsweise bitten wir daher, ggf. auf folgenden Formulierungsvorschlag für § 5 Abs. 4 Satz 2 E-WpPG zurückzugreifen:

„(4) [...] 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 Kreditwesengesetzes 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; dies gilt nicht für Prospekte, die die Emission von Nichtdividendenwerten betreffen.“

2. § 9 Abs. 5 E-WpPG – Dauer der Nutzbarkeit eines Prospekts

***Petition:* Es ist dringend klarzustellen, dass ein öffentliches Angebot jedenfalls während der Gültigkeitsdauer eines Prospekts zu beginnen hat, aber zeitlich auch darüber hinausgehen kann. Hierzu ist § 9 Abs. 5 E-WpPG wie folgt zu ändern:**

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

Das öffentliche Angebot darf auf keinen Fall in seiner Dauer auf die Gültigkeit des Prospektes beschränkt bleiben. Ansonsten würde die gesamte Systematik des Basisprospekts ad absurdum geführt. Denn diese besteht ja gerade darin, dass ein Basisprospekt während seiner gesamten Laufzeit von 12 Monaten immer wieder für neue Emissionen genutzt werden kann. § 9 Abs. 5 WpPG könnte aber in seiner derzeitigen Fassung in einer Weise verstanden werden, die dies mittelbar ausschließt. Denn für Emissionen gleich



nach Beginn der Laufzeit des Basisprospekts stünden zwar 12 Monate Angebotszeit zur Verfügung. Emissionen 6 Monate nach Billigung des Basisprospekts würden aber schon auf eine Angebotsdauer von 6 Monaten reduziert, und gegen Ende der Gültigkeit des Basisprospekts würde die mögliche Dauer des öffentlichen Angebots bei neuen Emissionen sich sukzessive bis auf Null reduzieren!

Eine derartige abwegige Rechtsfolge wird nicht von der Prospekttrichtlinie vorgegeben und war auch vom Richtliniengeber niemals intendiert.

Damit würde allen Wertpapieremittenten ein unüberwindliches Hindernis in den Weg gestellt, die Wertpapiere emittieren, bei denen die Dauer des öffentlichen Angebots mit der Laufzeit des Wertpapiers identisch ist. Das ist bei allen Optionsscheinen und Zertifikaten der Fall, für die der Emittent fortlaufend bis zum letzten Tag der Laufzeit Geld- und Briefkurse stellt (und meist auch außerhalb des Börsenhandels Vertrieb und Marketing betreibt). Unter einem Basisprospekt könnten nach der derzeitigen Regelung nur noch Produkte mit maximal 12 Monaten Laufzeit emittiert werden, später nur noch mit 11, 10, 9 Monaten und so fort. Im Optionsschein- und Zertifikatemarkt sind aber Produkte mit sogar längerer Laufzeit als 12 Monaten gang und gäbe.

3. § 16 Abs. 1 Satz 1, Abs. 3 E-WpPG – Sinnvolle zeitliche Abgrenzung der Nachtragspflicht und des Widerrufsrechts

Petition: Es ist klarzustellen, dass das öffentliche Angebot endet, sobald der Handel eines Wertpapiers in einem organisierten Markt eröffnet wird. Dadurch wird das Widerrufsrecht der Anleger nach § 16 Abs. 3 E-WpPG auf Zeiträume eingegrenzt, in denen er noch nicht durch die ad hoc-Veröffentlichungspflicht des Emittenten geschützt ist. Hierzu schlagen wir folgende Formulierung des § 16 Abs. 1 Satz 1 E-WpPG vor:

„(1) Jede 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 der 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. [...]„

Die bisherige Entwurfsfassung führt zu unbegrenzten Haftungsrisiken aller Emittenten, bei deren Emissionen das öffentliche Angebot und damit die Nachtragspflicht laut der Definition in § 2 Nr. 4 E-WpPG bis zum Ende der Laufzeit eines Wertpapiers reichen würde.

Damit würde dem deutschen Markt für derivative Wertpapiere und Zertifikate ein schwerer Schlag versetzt, und zwar auf folgende Weise:

- Ein Nachtrag muss genehmigt werden (bis zu sieben Tage Prüfungsfrist durch die BaFin verstreichen), anschließend wird er veröffentlicht (ein Werktag) und der Anleger erhält zwei weitere Werktage zum Widerruf. Zwischen Eintritt der nachtragspflichtigen Tatsache und Ende der Widerrufsfrist liegen also bis zu 10 Werktage. Darüber hinaus ist eine solche Tatsache bei in organisierten Märkten gehandelten Wertpapieren in der Regel ad hoc zu veröffentlichen nach § 15 WpHG. Der Emittent muss also die Tatsache sofort veröffentlichen (§ 15 WpHG) und anschließend erhalten alle Anleger ein Widerrufsrecht. Somit muss ein Anleger nur aufgrund der ad hoc-Veröffentlichung ein derivatives Wertpapier erwerben (möglichst spekulativ!), und am Ende der Widerrufsfrist entscheiden, ob er per Widerruf sein verlorenes Geld zurückverlangt oder das Wertpapier mit Gewinn an den Emittenten zurückverkauft. Das kann nicht das gesetzgeberische Ziel einer Widerrufsregelung sein.



- Bei derivativen Wertpapieren und Zertifikaten besteht zudem ein einheitliches öffentliches Angebot während der gesamten Laufzeit. Es besteht also nach der aktuellen Entwurfsfassung das Risiko, dass alle Anleger, die das betroffene Wertpapier jemals gehandelt haben, aufgrund des Eintritts eines nachtragspflichtigen Ereignisses rückwirkend ihre Transaktionen widerrufen und somit die Verluste (nicht jedoch die Gewinne!) auf den Emittenten abwälzen. Auch das kann nicht intendiert sein.

Die schlimmen Auswirkungen der geschilderten Risiken auf die Emittenten wurden bei der Anfertigung des Gesetzentwurfs gesehen und in der Begründung zu § 16 E-WpPG (s. BT-Drs. 15/4999, S. 36 f.) angesprochen. Die versuchten Klarstellungen sind jedoch völlig misslungen:

- In der Begründung zu § 16 Abs. 1 E-WpPG wird postuliert, der § 15 WpHG gehe dem § 16 WpPG vor. Außerdem wird eine Prospektergänzung durch nicht billigungspflichtigen „ergänzenden Hinweis“ angeregt, der Haftungsfolgen ausschließen soll. Das wäre natürlich beides wünschenswert, leider fehlt hierfür jegliche Grundlage im Gesetzestext. Die Prospektrichtlinie sieht einen solchen „ergänzenden Hinweis“ sui generis überhaupt nicht vor! Ob diese Auslegung daher in Haftungsprozessen von Zivilrichtern übernommen werden kann, ist äußerst zweifelhaft.
- Die Begründung zu Absatz 3 postuliert, dass das Widerrufsrecht nur solche Käuferklärungen betrifft, die nach dem Eintritt des nachtragspflichtigen Ereignisses getätigt wurden. Das ist natürlich falsch und klar richtlinienwidrig. Denn das Widerrufsrecht wurde in die Richtlinie mit Blick auf Ereignisse während einer Zeichnungsfrist aufgenommen, weil der Anleger die Möglichkeit haben soll, Wertpapierkäufe während der Zeichnungsfrist auch und gerade wegen Ereignissen zurückzunehmen, die nachträglich eintreten (deshalb heißt die Ergänzung des Prospekts richtigerweise „Nachtrag“). Auch diese Auslegung ist daher im Zweifel nicht gerichtsfest.

Nachdem also die bisherigen Reparaturversuche an der Regelung fehlgeschlagen sind, appellieren wir dringend, unser Petitum zu berücksichtigen. Es ist mit dem Text der Prospektrichtlinie in deren Art. 16 Abs. 1 Satz 1 kompatibel.

4. § 19 Abs. 1 und Abs. 3 E-WpPG – Sprachenregelung

***Petitum:* Englisch sollte gleichwertig neben Deutsch als eine von der Bundesanstalt anerkannte Sprache definiert werden. Wir schlagen vor, sowohl in § 19 Abs. 1, als auch in § 19 Abs. 3 E-WpPG jeweils den Satz 2 zu streichen und stattdessen Satz 1 am Ende und Satz 2 wie folgt zu formulieren:**

„..., 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 Zusammenfassung in deutscher Sprache enthalten.

Der Markt für Schuldverschreibungen ist vom Volumen her in erster Linie ein Markt unter institutionellen Anlegern. Im Bereich der Emissionsprogramme, aber auch der Einzelemissionen, von Schuldverschreibungen und Anleihen ist die englische Sprache bereits seit Jahrzehnten die einzige Prospektsprache, die vom Markt akzeptiert wird. Es gibt faktisch keine Emissionsprospekte mehr in deutscher Sprache. Das gilt selbstverständlich auch für deutsche Emittenten, die ihre Emissionsprogramme unter Verwendung der englischen Sprache abwickeln. Das ergibt sich schlicht daraus, dass die großen Volumina, die hier emittiert werden, in der Regel nur untergebracht werden können, wenn man zumindest auch international platziert. Eine englische Fassung genügt auch nach der bisherigen Aufsichtspraxis in Deutschland gemäß §§ 15 Abs. 1 S. 2 und Abs. 3 Satz 2 VerkProspG, 2 Abs. 1 Satz 4 VerkProspV.



Im Bereich der derivativen Wertpapiere und Zertifikate wird die englische Sprache immer wichtiger. Dies liegt daran, dass diese Produkte echte Exportartikel des Finanzplatzes Deutschland sind. Ohne englischen Prospekt ist kein Verkauf ins Ausland möglich.

Selbst wenn eine Emission 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 englischen ISDA Master Agreements abgeschlossen. Um den erforderlichen Absicherungszweck zu erreichen, müssen die Bedingungen dieses Geschäfts mit den Anleihebedingungen identisch sein.

Schuldverschreibungen, derivativen Wertpapieren und Zertifikaten ist gemeinsam, dass sie im Rahmen von Emissionsprogrammen ausgegeben werden. Ein Basisprospekt für ein Emissionsprogramm hat eine Gültigkeit von 12 Monaten. Das bringt es mit sich, dass der Emittent zum Zeitpunkt der Billigung des Basisprospekts noch gar nicht genau weiß, für welchen Markt unter diesem Programm emittieren wird. Deshalb wollen und müssen sich Emittenten durch die Verwendung der englischen Sprache im Basisprospekt einen späteren Vertrieb der entsprechenden Wertpapiere in möglichst viele Zielländer offen halten. Deshalb müssen auch beide Fälle, sowohl das öffentliche Angebot im Inland, als auch das öffentliche Angebot im Inland und Ausland, vom Gesetzgeber dem gleichen Sprachregime unterworfen werden.

Es wäre ein Missverständnis zu glauben, dass Emittenten, deren Herkunftsmitgliedstaat Deutschland ist, auch ihren Sitz in Deutschland haben. Nach der Definition in § 2 Nr. 13 E-WpPG ist der Herkunftsmitgliedstaat derjenige, bei deren Behörden der Prospekt zur Billigung vorgelegt wird. Daher würde die derzeitige Fassung des § 19 E-WpPG auch Emittenten mit Sitz im Ausland verpflichten, grundsätzlich deutsche Prospekte vorzulegen. Das wäre vollkommen unpraktikabel!

Die Zulassung von englischsprachigen Prospekten wäre auch aus Sicht des Anlegerschutzes die optimale Lösung. Denn wenn englische Prospekte von der BaFin nicht gebilligt würden, dann würden die betreffenden Prospekte dennoch in Englisch aufgesetzt und mit dem Europäischen Pass – zulässigerweise! - für den Vertrieb in Deutschland genutzt. Die BaFin hätte dann de facto keine nennenswerten Einflußmöglichkeiten mehr. Würde hingegen Englisch als Prospektsprache auch von der BaFin akzeptiert und Emittenten damit nicht an andere Standorte „gezwungen“, fielen der BaFin die Prospektprüfung weiterhin zu. Hieran sollte unter Anlegerschutz Gesichtspunkten eigentlich ein Interesse bestehen.

Aus den genannten Gründen wird der Markt nur solche Umsetzungen der Prospekttrichtlinie als ausreichend empfinden, die zumindest Englisch gleichberechtigt neben der jeweiligen Landessprache anerkennen. Es reicht nicht aus, der Behörde eine Einzelfallentscheidung zu ermöglichen, wie es die derzeitige Entwurfsfassung vorsieht. Wichtige europäische Finanzplätze haben insoweit schon Maßstäbe gesetzt. Großbritannien und Irland erkennen naturgemäß die englische Sprache an, ebenso Österreich, aber besonders aufschlussreich ist auch die Fassung des luxemburgischen Gesetzentwurfs. Dort heißt es in Art. 20 Abs. 1 und Abs. 3 an den entsprechenden Stellen:

„La rédaction du prospectus en langue luxembourgeoise, française, allemande ou anglaise est acceptable dans tous les cas.“



5. § 44 BörsZulV – vorgesehene Streichung der Rahmenezulassungen

Petition: Die Streichung von § 44 BörsZulVO (s. Art. 4 Nr. 7 Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz) darf nicht erfolgen. Stattdessen sollte er grundsätzlich beibehalten und richtlinienkonform neu formuliert werden. Eine Formulierung könnte dann wie folgt lauten:

„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.“

Nach Art. 4 Nr. 7 Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz soll der gesamte Zweite Abschnitt der Börsenzulassungsverordnung aufgehoben werden, und somit auch § 44 BörsZulVO.

§ 44 BörsZulVO erlaubte jedoch 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, Schuldverschreibungen 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 Anleihen in der Gesamtheit auf einen späteren Zeitpunkt verlagert wurde. Der Gesetzgeber hatte 1998 hiermit auf ein starkes Bedürfnis von Emittenten von MTN-Emissionsprogrammen (Medium-Term-Notes) reagiert und es ermöglicht, mit einer hohen Flexibilität sowie mit geringen Emissionskosten zu agieren, da darauf verzichtet wurde, dass der Emittent bei jeder unter dem Programm gezogenen neuen Emission („Tranche“) jeweils ein gesondertes Börsenzulassungsverfahren für das „neue“ Wertpapier betreiben musste. Heutzutage basieren nahezu die gesamten deutschen Börsenzulassungen von Schuldverschreibungen, derivativen Wertpapieren und Zertifikaten auf dieser Vorschrift. Würde sie entfallen, so drohte unmittelbar schwerer Schaden für den Finanzplatz.

Der europäische Richtliniengeber hat bei der Erstellung der Prospektrichtlinie durch die Schaffung eines Regimes für Basisprospekte und endgültige Bedingungen des Angebots gerade die Voraussetzung geschaffen, dass Börsenzulassungsverfahren wie nach § 44 BörsZulV beibehalten werden können. Umso unverständlicher ist es aus Sicht der Industrie, dass Deutschland sich nun des § 44 BörsZulV begeben will.

In der Regierungsbegründung zu § 44 BörsZulV (vgl. Bundestagsdrucksache 13/8933, S. 155 f.) wurde seinerzeit ausgeführt, dass die Belange des Anlegerschutzes in mehrfacher Hinsicht gewahrt würden, da nach Ablauf von 12 Monaten ein neuer Prospekt zu erstellen sowie weitere Nachträge auf Grund aktueller Änderungen erforderlich seien. Diese Argumente gelten fort, da auch die Prospektrichtlinie in §§ 10, 16 E-WpPG die Aktualisierung von Prospekten vorschreibt. Daher sollte die bisherige Rechtslage beibehalten und auf sämtliche Wertpapieremissionen erstreckt werden, für die ein Basisprospekt nach § 6 E-WpPG gebilligt wurde.

Für den Fall, dass Sie sich außerstande sehen, § 44 BörsZulV beizubehalten, verweisen wir auf das folgende

Hilfspetition: § 30 E-BörsG wird um einen Abs. 4 mit folgendem Wortlaut ergänzt:

„(4) Die Zulassung für Wertpapiere kann aufschiebend bedingt für die Zukunft erfolgen.“

Eine Wertpapierzulassung ist nicht bedingungsfeindlich. Die Möglichkeit für Emittenten, Wertpapiere unter der aufschiebenden Bedingung zuzulassen, dass alle gesetzlichen Voraussetzungen erfüllt sind,



ermöglicht es den Zulassungsstellen nach deren pflichtgemäßem Ermessen und unter Berücksichtigung der Schutzinteressen der Anlegerschaft, Wertpapierzulassungen auch schon vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung der endgültigen Angebotsbedingungen der Emission auszusprechen. Hiermit würde der rechtliche Rahmen geschaffen, damit die Verwaltungsverfahren 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 auf der Basis des § 44 BörsZulV - die endgültigen Bedingungen des Angebots nur wenige Arbeitstage vor der Aufnahme der Börsennotiz festlegen zu können.

V. Petiten zur Verhinderung von unnötigen Emissionshemmnissen

1. § 6 Abs. 3 Satz 3 E-WpPG – Zeitpunkt der Veröffentlichung der endgültigen Bedingungen

***Petition:* § 6 Abs. 3 Satz 3 E-WpPG sollte wie folgt gefasst werden:**

„Ist eine fristgerechte Veröffentlichung oder Hinterlegung ~~aus praktischen Gründen~~ nach gängiger Praxis nicht durchführbar, so ist sie unverzüglich nachzuholen.“

Die jetzige Entwurfsfassung ist nicht kompatibel mit den Emissionspraktiken im Bereich der Emissionsprogramme für Schuldverschreibungen und Anleihen. Wie oben ausgeführt (s o. II.1.), ist dies weitgehend ein Markt unter institutionellen Anlegern, in dem gigantische Emissionsvolumina bewegt werden. Dies bringt die Besonderheit mit sich, dass nach jahrzehntelang erprobter Praxis die endgültigen Wertpapierpreise und -bedingungen im Gespräch der Emissionsbegleiter mit möglichen Käufern der Wertpapiere ausgehandelt werden. Da wird im Prinzip um jeden Zehntel-Basispunkt gehandelt, und noch während der Verkauf der Emission schon anläuft, ergeben sich durch die Schwankungen und Trends auf den Kapitalmärkten ggf. neue Situationen, so dass die Angebotsbedingungen darauf reagieren müssen. Wegen dieser frühzeitig beginnenden Verhandlungssituation ist es praktisch völlig unüblich und nicht machbar, endgültige Bedingungen des Angebots bereits vor Beginn des öffentlichen Angebots zu erstellen.

Die jetzige Entwurfsfassung des § 6 Abs. 3 Satz 3 E-WpPG nähert sich diesem Problem bereits an, indem er auf „praktische Gründe“ verweist, aufgrund derer die Veröffentlichung und Hinterlegung der endgültigen Bedingungen später erfolgen kann. Jedoch schränkt der Entwurf in seiner für die spätere Rechtsanwendung maßgeblichen Begründung die Anwendungsfälle des Satzes 3 wieder rigide ein. Er lautet dort (RegE, BT-Drs. 15/4999, S. 32):

„Eine Veröffentlichung zeitlich nach dem in Satz 1 genannten spätesten Zeitpunkt kann lediglich in atypischen Ausnahmefällen nicht möglich sein. [...] Es kann sich daher nur um Ereignisse handeln, auf die der Emittent, der Anbieter und der Zulassungsantragsteller keinen Einfluss haben. [...]“

Damit wird die Freiheit, die die Richtlinie gewährt, wieder zurückgenommen. Da die Gesetzesbegründung im parlamentarischen Verfahren nicht mehr geändert werden kann, schlagen wir die Umformulierung laut Petition vor, damit Richtlinienvorgabe, deutsche Umsetzung und Emissionspraxis wieder in Einklang gebracht werden können.



2. §§ 48 ff. BörsZulV – Reduzierung und Modernisierung der Anforderungen

Petition: Die im Rahmen des Zulassungsverfahrens gemäß §§ 48 ff. BörsZulV einzuhaltenden Formalien und Fristen sollten vor dem Hintergrund des merklich reduzierten Prüfungsumfangs der Börsen-Zulassungsstelle deutlich reduziert und außerdem modernisiert werden. Im Einzelnen sollte wie folgt verfahren werden:

- Die Veröffentlichung des Zulassungsantrags nach § 49 BörsZulV sowie die das Verfahren in die Länge ziehende Frist nach § 50 BörsZulV sollten ersatzlos entfallen.
- Die Veröffentlichung der Zulassung nach § 51 Abs. 1 BörsZulV sollte auf den Weg der Börsenbekanntmachung beschränkt werden; dadurch wird die Einführung der zugelassenen Wertpapiere nach § 52 BörsZulV beschleunigt.

Die bisher in §§ 48 ff. BörsZulV enthaltenen Regelungen stammen aus einer Zeit, in der die Geschwindigkeit der Börsenzulassung noch keine solche herausragende Bedeutung im Wettbewerb der Emittenten hatte wie heute. Heutzutage ist jedoch gerade im Schuldverschreibungs- und Optionsscheinmarkt zu konstatieren, dass Emissionen, die nicht äußerst zeitnah zur Emission eine Börsennotiz aufweisen können, von Investoren gemieden werden. In der Praxis führt dies zur Konzentration von solchen Börsenzulassungen an Handelsplätzen, die ein schnelles und effizientes Börsenzulassungsverfahren gewährleisten.

Besonders anachronistisch mutet das Gebot der Veröffentlichung des Zulassungsantrags und die darauf folgende Wartefrist für die Zulassung nach §§ 49 f. BörsZulV an. Hier handelt es sich der Sache nach um so etwas wie das Aufgebotsverfahren bei Eheschließungen: Dem Publikum soll Gelegenheit gegeben werden, eventuell bestehende Einwände gegen die Börsenzulassung des betreffenden Wertpapiers geltend zu machen. In der Praxis jedoch macht das Publikum hiervon nie Gebrauch. Man sollte deshalb im Börsenzulassungsrecht (wie im Recht der Eheschließung, wo der Gesetzgeber ja bereits ein Einsehen gezeigt hat) auf die Veröffentlichung des Zulassungsantrags verzichten. Die Überprüfung der Rechtmäßigkeit des Börsengangs kann ohne Zweifel bedenkenlos den Aufsichtsbehörden, die den Prospekt nach der Prospektrichtlinie bzw. dem neuen WpPG genau zu prüfen haben, und der Börsenzulassungsstelle anvertraut werden.

Des Weiteren sollte die Veröffentlichung der Zulassung nach § 51 Abs. 1 BörsZulV auf den Weg der Börsenbekanntmachung beschränkt werden. Diese wäre in der Praxis sogar durch ein Einstellen auf die Homepage möglich bzw. zu begleiten. Eine zusätzliche Veröffentlichung in Bundesanzeiger und Börsenpflichtblatt ist für das Publikum, dessen Information hier ja intendiert ist, uninteressant. Als Veranschaulichung hierfür mag dienen, dass heutzutage selbst in entlegenen Gegenden ein Internetanschluss greifbar ist, jedoch der Bundesanzeiger oder gar die „Börsen-Zeitung“ nur unter größten Mühen beschafft werden können. Vor diesem Hintergrund ist gerade die Veröffentlichung in einem Börsenpflichtblatt im Grunde eine unverhältnismäßige Belastung des Emittenten und der Anleger, die die Emission gezeichnet haben, denn die Börsenzulassung und damit der Handel der Wertpapiere an der Börse werden dadurch um mindestens zwei Werkstage verzögert.



3. Direkterwerb von Wertpapieren beim Emittenten

Petition: Wir schlagen die Einfügung eines neuen § 32 WpPG mit folgendem Wortlaut vor:

„§ 32 Geltung von Emissionsbedingungen

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 veröffentlicht oder werden sie dem Anleger ausgehändigt, so sind diese Emissionsbedingungen Bestandteil des Rechtsverhältnisses zwischen Emittent und Anleger.“

Seit Jahren ist umstritten, ob Emissionsbedingungen als Allgemeine Geschäftsbedingungen anzusehen sind und es insoweit auch der Einbeziehung der Bedingungen in den Begebungsvertrag nach Maßgabe des § 305 BGB bedarf.

Im Fall des Direkterwerbs von Emissionen beim Emittenten wird in der Rechtsliteratur teilweise die Auffassung vertreten, Emissionsbedingungen würden nur dann Bestandteil des Vertragsverhältnisses zwischen Emittent und Anleger, wenn sie dem Anleger individuell ausgehändigt werden. Die Erfüllung dieses Erfordernisses ist allerdings völlig unrealistisch und widerspricht den gängigen Usancen (Telefonhandel).

In den Fällen, in denen der Emittent die Wertpapiere hingegen über ein zwischengeschaltetes Bankenkonsortium an die Anleger vertreibt, sollen nach allgemeiner Ansicht die Emissionsbedingungen Bestandteil des Begebungsvertrages zwischen Emittent und Konsortialbanken werden, durch den die Leistungsverpflichtung des Emittenten begründet wird, und dann auch für den Sekundärmarkt als vereinbart gelten.

Kommt es aber auf diese Weise bei Wertpapieren 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 nicht mehr abzuwickelnden Ergebnis führen, dass Wertpapiere derselben Emission mit derselben Wertpapierkennnummer, aber mit verschiedenen Emissionsbedingungen in den Umlauf kämen.

Daher ist es für das einwandfreie Funktionieren des Direktverkaufs von Wertpapieren durch den Emittenten erforderlich, gesetzlich klarzustellen, dass die Emissionsbedingungen auch in dieser Konstellation schon aufgrund einer Veröffentlichung Teil des Rechtsverhältnisses zwischen Emittent und Anleger werden.

Wir bitten um Berücksichtigung unserer Petiten.

Für Rückfragen stehen wir jederzeit gerne zur Verfügung, und verbleiben

mit freundlichen Grüßen

Jens Tolckmitt

Wolfgang Vahldiek