

STELLUNGNAHME FÜR DIE
ÖFFENTLICHE ANHÖRUNG
DES FINANZAUSSCHUSSES DES DEUTSCHEN BUNDESTAGES

zum

**Regierungsentwurf
eines Prospektrichtlinie-
Umsetzungsgesetzes**

13. April 2005

Dr. Hannes Schneider
HENGELER MUELLER
Partnerschaft von Rechtsanwälten

DAS PROSPEKTRICHTLINIE-UMSETZUNGSGESETZ UND ANGEBOTSPROGRAMME

A. RELEVANTE FAKTEN

Vorbemerkungen

Seit etwa 15 Jahren – und in weiter zunehmendem Maße – werden Anleihen in den internationalen Kapitalmärkten im Rahmen von Emissionsprogrammen begeben. Im Englischen werden diese Programme als “Debt Issuance Programmes” oder auch “MTN Programmes” – das heißt: “Medium Term Note programmes” – bezeichnet, ein Begriff, der insofern irreführend ist, als die im Rahmen solcher Programme begebenen Anleihen kurze, mittlere und lange Laufzeiten haben können.

Die Richtlinie und das WpPG sprechen von “Angebotsprogrammen”. Das ist eine Rahmendokumentation für die Emission von einzelnen Anleihen, die aus einem Prospekt und einer Reihe von Verträgen besteht.

Die Bedeutung der Angebotsprogramme heute

Angebotsprogramme haben eine ungeahnte Bedeutung für die Emissionspraxis in Deutschland – und in den Finanzmärkten der Welt. Marktteilnehmer schätzen den Anteil der Anleihen deutscher Emittenten, die unter Angebotsprogrammen begeben werden, auf 90% bis 95% aller begebenen Anleihen. Das deckt sich mit meiner Einschätzung. Nur etwa 5% bis 10% der Anleihen werden außerhalb von Angebotsprogrammen begeben – so genannte “stand alones” – in der Regel von Unternehmen, die den Kapitalmarkt nur sporadisch in Anspruch nehmen. Sobald der Kapitalmarkt als Refinanzierungsquelle für ein Unternehmen wichtig wird, wird ein Angebotsprogramm aufgelegt. Angebotsprogramme verbilligen nachhaltig die Kosten der Refinanzierung, halten ein weites Spektrum von Mustern für unterschiedliche Anleihearten bereit, ermöglichen flexible Gestaltungen in vielen Währungen, erlauben die schnelle Platzierung von Emissionen unterschiedlicher Art und die Ausnutzung günstiger Marktgegebenheiten des Augenblicks. Investoren erwarten Angebotsprogramme von ihren Kapitalnehmern. Anleihen im Rahmen von Angebotsprogrammen können börsennotiert oder nicht börsennotiert und öffentlich oder privat platziert werden. Das Emissionsvolumen kann im Einzelfall 5 Milliarden Euro oder auch mehr betragen, aber auch nur 10 Millionen bei einer Privatplatzierung. Anleihen unter Angebotsprogrammen werden weithin international platziert.

Die Bedeutung von Angebotsprogrammen nach Einführung des neuen Prospektrechts

Derzeit werden die Daueremissionen von Kreditinstituten und die sogenannten Jumbo-Pfandbriefe der Hypothekenbanken und öffentlich-rechtlichen Kreditinstitute nicht im Rahmen von Angebotsprogrammen begeben, Pfandbriefe nur zu einem Teil. Diese Anleihen sind in den vorgenannten Prozentsätzen ausgeklammert.

Unter dem neuen Prospektrecht wird die Bedeutung von Angebotsprogrammen weiter zunehmen, weil davon auszugehen ist, dass unter der Geltung des neuen Rechts Jumbo-Anleihen in die Angebotsprogramme einbezogen werden müssen, damit sie in den Genuss des Euro-Passes gelangen. Das Gleiche gilt für die Daueremissionen der Kreditinstitute, es sei denn, die Übergangsregelung wird nicht nur auf die Zulässigkeit öffentlicher Angebote, sondern auch auf die Börsenzulassungen an organisierten Märkten ausgedehnt, wie es der Bundesrat und die gemeinsame Stellungnahme der Bankenverbände vom Februar 2005 (die "Gemeinsame Stellungnahme") empfohlen haben.

Die Emittenten von Angebotsprogrammen

Die Emittenten von Angebotsprogrammen in Deutschland sind alle große Nachfrager am Kapitalmarkt, einige Bundesländer, öffentlich-rechtliche Kreditinstitute (insbesondere die KfW als Emittentin mit dem wohl größten Emissionsvolumen, die Landesbanken und andere), Banken, Hypothekenbanken und andere Unternehmen, die im DAX und MDAX geführt werden, auch eine erhebliche Anzahl von privatrechtlich organisierten Banken und Unternehmen, die nicht an der Börse eingeführt sind (letztere angefangen im Alphabet bei Bertelsmann AG und endend bei Württembergische Hypothekenbank AG).

Es gibt im Augenblick rund 70 Angebotsprogramme von deutschen Emittenten (häufig unter Einbeziehung ihrer deutschen und ausländischen Konzern-/Finanzierungstöchter). Meine Sozietät betreut rund 50 Programme (darunter allerdings eine Handvoll österreichische Emittenten, alphabetisch beginnend mit Aareal Bank und endend mit Volkswagen AG und WestLB AG).

Die Ausnutzung der Programme bei den verschiedenen Emittenten ist, ihren Bedürfnissen entsprechend, sehr unterschiedlich. Im Jahre 2004 etwa hat die KfW etwa 383 Anleihen unter ihrem Angebotsprogramm begeben, die Bayerische Landesbank 188 Anleihen, die Deutsche Bank 12 Anleihen und die WestLB 69 Anleihen. Das sind willkürlich herausgegriffene Beispiele.

Die überragende Marktstellung Luxemburgs

Von den rund 70 Angebotsprogrammen deutscher Emittenten sind rund 60 Programme an der Luxemburger Börse eingeführt. Von diesen 60 Luxemburger Programmen sind etwa 20 außer in Luxemburg auch in Frankfurt notiert. In Frankfurt allein sind lediglich 3 Programme eingeführt. Äußert selten domizilieren Programme deutscher Emittenten in London, Dublin oder anderen deutschen Börsenplätzen als Frankfurt.

Das neue Prospektrecht: Eine Chance für den deutschen Finanzplatz

Das neue Europa-einheitliche Prospektrecht bietet die Chance, die beherrschende Stellung Luxemburgs herauszufordern, zum Vorteil des deutschen Finanzstandorts.

Nach meinem Eindruck stehen die Aussichten dafür im Augenblick allerdings nicht gut. Die Signale, die die Marktteilnehmer (das sind Emittenten, Arrangeure und Platzeure von Programmen) im Zuge der Vorbereitung der Umsetzung der EU-Prospektrichtlinie in Deutschland bislang empfangen haben, verstärken leider – und zwar aus durchaus verständlichen Gründen – die Tendenz des Zuges nach Luxemburgs. Emittenten, die bislang ihr Angebotsprogramm sowohl in Frankfurt als auch in Luxemburg eingeführt hatten, planen jetzt vielfach, ihre Prospekte nicht der BaFin in Frankfurt, sondern der Commission Surveillance du Secteur Financier in Luxemburg zur Billigung vorzulegen. Wir Anwälte werden entsprechend instruiert.

Dieser Zug nach Luxemburg lässt sich möglicherweise anhalten und wohl auch umkehren, wenn nicht im Augenblick, so vielleicht im zweiten Jahr nach der Einführung des neuen Rechts und in den Jahren danach. Eine Voraussetzung dafür ist, dass in Deutschland die Weichen gesetzgeberisch richtig gestellt werden.

B.

VORSCHLÄGE FÜR DAS UMSETZUNGSGESETZ

Dazu ist nach meiner Überzeugung Folgendes erforderlich:

1. § 19(3) WpPG

Bei internationalen Anleihen – bei Angebotsprogrammen schlechthin – verfehlt ein deutschsprachiger Prospekt seinen Zweck. Es macht keinen Sinn, in diesen Fällen für Prospekte die deutsche Sprache als grundsätzlich verbindlich vorzuschreiben. § 19(3) WpPG sollte deshalb

die englische Sprache (in den Worten der Richtlinie und des Regierungsentwurfs: “eine in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache”) erlauben, so wie es der Bundesrat und die Gemeinsame Stellungnahme mit Nachdruck empfehlen. Die Option für das Englische darf mit keinen Zweifeln behaftet sein und nicht in die Entscheidung der Billigungsbehörde gestellt werden.

Von einer einzigen Ausnahme abgesehen, sind sämtliche gültigen Prospekte von Angebotsprogrammen deutscher Emittenten schon heute in englischer Sprache verfasst (außer den darin abgedruckten Emissionsbedingungen, die regelmäßig wegen der Anforderungen des AGB-Rechts sowohl in Deutsch als auch in Englisch geschrieben sind), und zwar auch die Prospekte von Programmen, die in Frankfurt zugelassen sind. Mit der gesetzlichen Forderung der deutschen Sprache würde – auch im Sinne eines vermeintlichen Schutzes des Publikums – nichts gewonnen: Die Prospekte würden in englischer Sprache in Luxemburg gebilligt und aufgrund des Euro-Passes in englischer Sprache (mit einer deutschen Übersetzung der Zusammenfassung) Börseneinführungen an deutschen Börsen und öffentlichen Angeboten in Deutschland zugrunde gelegt. Die an den Angebotsprogrammen beteiligten Parteien (Emittenten, Arrangeure und Platzeure) wählen im Augenblick allein schon deshalb Luxemburg, weil sie dort davon ausgehen können, dass sie den Prospekt in englischer Sprache (übrigens neben der deutschen und der französischen Sprache) schreiben können.

2. § 5(4) Satz 2 WpPG

Die Bestimmung schreibt vor, dass Institute, die mit dem Emittenten zusammen die Börsenzulassung beantragen, so wie der Emittent im Prospekt eine Erklärung abgeben müssen, dass sie die Verantwortung für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Prospekts übernehmen.

Ich bin davon überzeugt, dass diese Bestimmung eine unüberwindliche Hürde sein kann, die BaFin als Zulassungsbehörde anstelle der Commission Surveillance du Secteur Financier in Luxemburg zu wählen. Diese Bestimmung hat nichts mit den Anforderungen der Prospektrichtlinie gemein. Sie stellt für angelsächsische Arrangeure und Platzeure, die regelmäßig neben deutschen Banken die Angebotsprogramme deutscher Emittenten begleiten, eine derart ungewöhnliche Anforderung dar, dass angenommen werden muss, dass sie sich ihr nicht beugen. Diese Programmbegleiter stehen im Einklang mit ihrem heimatlichen Recht auf dem Standpunkt, dass der Prospekt der Prospekt des Emittenten ist, und dass der Emittent es ist, der für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Prospektangaben allein verantwortlich ist. Im englischen Recht und auch in Rechten anderer Länder unterliegen diese Parteien grundsätzlich keiner Prospekthaftung. Das ist in Deutschland anders: Das die Börsenzulassung beantragende Institut haftet nach allgemeinem Prospekthaftungsrecht für den Prospekt nach § 44 BörsG (vgl. Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2004, Anm. 8 zu § 45 BörsG und Anm. 14 zu § 30

BörsG). Es ist aber eine Sache, nach allgemeinem Prospektrecht der Haftung zu unterliegen, und eine andere, eine Verantwortungserklärung im Prospekt abzugeben, die von denjenigen, von denen Sie erwartet wird, als unangemessen betrachtet wird, und die sie in allen Ländern, in denen die Anleihe ganz oder teilweise platziert wird (auch in ihrem Sitzland) der Prospekthaftung unterwirft.

3. § 5 oder § 6 WpHG

Es sollte einer dieser Bestimmungen ein weiterer Absatz folgenden Inhalts angefügt werden:

“Bei einem Angebotsprogramm haften die das Programm begleitenden Institute in Ansehung einer bestimmten Emission von Schuldverschreibungen für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Prospekts nach allgemeinen Regeln der Prospekthaftung [nur], soweit sie diese Emission ganz oder teilweise übernehmen oder deren Übernahme garantieren.”

Für die Institute, die als Arrangeure und Platzeure ein Angebotsprogramm begleiten, besteht nach deutschen Prospekthaftungsgrundsätzen das Risiko, für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Prospektangaben wegen ihrer Begleiterrolle und der Nennung ihrer Namen im Prospekt auch dann zu haften, wenn sie nicht die Börsenzulassung mit beantragen und darüber hinaus auch nicht an der konkreten Emission, die die Haftung begründet, als Übernehmer oder Garanten der Übernahme beteiligt sind. Als das Programm begleitende Institute haben sie auf die Begebung solcher Emissionen und ihre sämtlichen Umstände keinen Einfluss, und sie haben von solchen Emissionen auch keinen wirtschaftlichen oder sonstigen Nutzen. Es ist deshalb rechtlich und wirtschaftlich unangemessen, sie gleichwohl unter Prospekthaftungsgesichtspunkten für Vermögenseinbußen der Investoren in Ansehung einer solchen Anleihe aufkommen zu lassen. Für solche Vermögenseinbußen der Anleger sollten nur die Institute gerade stehen, die an der konkreten Emission im Rahmen des Programms als Übernehmer oder Garanten der Übernahme beteiligt sind – sofern die Voraussetzungen der verschuldensabhängigen Haftung im Einzelfall vorliegen sollten. Das Risiko der Haftung besteht sowohl aufgrund der gesetzlich normierten Prospekthaftung als auch nach den Grundsätzen der allgemeinen zivilrechtlichen Prospekthaftung. Das WpPG ist deshalb der richtige Ort für die Klarstellung, dass bei Angebotsprogrammen die nicht an einer Emission beteiligten Institute der Prospekthaftung in Ansehung einer solchen Emission nicht ausgesetzt sind.

4. § 6(3) WpPG

§ 6(3) WpPG über die Veröffentlichung der endgültigen Angebotsbedingungen steht nicht im Einklang mit den diesbezüglichen Bestimmungen des Artikels 5(4) der Richtlinie und des

Artikels 33 der Durchführungsverordnung. Das wird besonders deutlich, wenn § 6(3) des Regierungsentwurfs im Zusammenhang mit der Begründung zu dieser Vorschrift gelesen wird.

Für die technische Abwicklung von Emissionen im Rahmen von Angebotsprogrammen – wie auch zur Wahrung des “level playing fields” unter den europäischen Finanzplätzen – ist es in hohem Maße wünschenswert, dass die Regelungen der Richtlinie und der Durchführungsverordnung im deutschen Umsetzungsgesetz nicht verschärft werden.

Im Übrigen schließe ich mich den Ausführungen der Gemeinsamen Stellungnahme zu § 6(3) WpPG an.

5. § 12(1) Satz 6 WpPG

§ 12(1) Satz 6 WpPG verbietet die Erstellung eines Basisprospekts für Angebotsprogramme in mehreren Einzeldokumenten.

Der Prospektrichtlinie und der Durchführungsverordnung sind ein derartiges Verbot nicht zu entnehmen. Es ist nicht ersichtlich, welchen höheren Zwecken die Beschneidung der von den europäischen Rechtsakten eingeräumten Möglichkeit, einen dreiteiligen Prospekt zu erstellen, dient. Zwar wird im Regelfall ein Basisprospekt für ein Angebotsprogramm als einteiliger Prospekt erstellt werden, so wie es unter dem geltenden Recht üblich ist. Es kann aber ein Interesse des Emittenten bestehen, auch bei einem Basisprospekt insbesondere auf ein hinterlegtes Registrierungsformular zu verweisen. Die in dieser Möglichkeit liegende Flexibilität der Gestaltungsformen sollte erhalten bleiben.

6. Art. 4 des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes

Die Möglichkeit von Rahmenezulassungen bei Angebotsprogrammen, die § 44 BörsZulVO derzeit noch vorsieht, sollte – den Empfehlungen des Bundesrates und der Gemeinsamen Stellungnahme entsprechend – unter allen Umständen erhalten bleiben. Sie ist von hoher praktischer Relevanz, weil sie die gewöhnliche 8-Tage-Frist von der Stellung des Zulassungsantrages bis zur Zulassung und Einführung beseitigt, eine Wohltat für Emittenten und Investoren. Die Zulassungsstelle kann im Übrigen die Rahmenezulassung unter Kautelen stellen, die möglichen unerwünschten Folgen der einmaligen Zulassung aller während der 12-monatigen Laufzeit des Basisprospektes vorgenommenen Emissionen Schranken setzt.

* *
*

Ich bin aufgrund meiner Erfahrungen in der Erstellung und Verhandlung von Angebotsprogrammen der Überzeugung, dass der deutsche Gesetzgeber mit der Erfüllung der oben ausgesprochenen Wünsche jedenfalls die rechtlichen Voraussetzungen geschaffen hätte, die deutschen Emittenten und den Instituten, die Angebotsprogramme begleiten, den Weg zur deutschen Zulassungsbehörde nahe legen sollten.