

Mattil & Kollegen

Kanzlei für Bank- und Kapitalmarktrecht

München

Stellungnahme und Vorschläge zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung, „Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2010/73/EU und zur Änderung des Börsengesetzes“ - Drucksache 17/8684 –

von Rechtsanwalt Peter Mattil, Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht

Sehr geehrte Frau Vorsitzende,
sehr geehrte Mitglieder des Finanzausschusses,

wir bedanken uns für die Gelegenheit, zu dem Gesetzentwurf Stellung nehmen zu dürfen:

Unsere Kanzlei ist seit vielen Jahren für Anleger tätig, die Verluste in Wertpapieren (bzw. Finanzinstrumenten) und am Grauen Kapitalmarkt erlitten haben. Unsere Stellungnahme berücksichtigt daher in erster Linie Aspekte des Verbraucherschutzes.

In den Erwägungsgründen 2) + 3) der Richtlinie 2010/73/EU sowie in dem Gesetzentwurf der Bundesregierung A, 1. Abs. wird die Verringerung der „Belastung für die Unternehmen in der Union“ bzw. der „bürokratische Aufwand für Emittenten und Finanzintermediäre“ als eines der Ziele der Gesetzesänderung genannt, wobei zugleich der Anlegerschutz nicht beeinträchtigt bzw. verbessert werden soll. Unserer Ansicht nach wird der Anlegerschutz an einigen wichtigen Stellen, zur Erreichung der Vollendung des Binnenmarktes, geopfert. Wir möchten dies kurz erläutern, bevor wir auf die einzelnen Vorschriften eingehen:

Die Richtlinie 2003/71/EG ging davon aus, dass ein Wertpapieremittent den im Herkunftsstaat gebilligten Prospekt in jedem anderen Mitgliedsstaat ohne dortige Billigung verwenden kann und statuierte, dass der Prospekt in einer „in Finanzkreisen üblichen Sprache“ verfasst werden darf (Art. 17 bis 19 der Richtlinie 2003/71/EG). Diese Sprache wird nicht näher bestimmt oder definiert. Lediglich eine Zusammenfassung dürfte der nationale Gesetzgeber in nationaler Sprache verlangen (Art. 19 RL 2003/71/EG, § 19 WpPG).

Wir möchten hierzu ein Beispiel schildern, das uns aus der Praxis bekannt ist: Ein Emittent mit Sitz in Frankreich verwendet einen Wertpapierprospekt (Zertifikate) ausschließlich zum Vertrieb an deutsche Kleinanleger. Die Zertifikate können ab einer Stückelung von 1.000,00 € erworben werden. Der Prospekt ist in Englisch und Französisch (!) über etwa 220 Seiten verfasst, wobei sich englische und französische Passagen abwechseln. Im Falle einer Streitigkeit muss der Anleger den Prospekt auf seine Kosten übersetzen lassen und in Frankreich nach französischem Recht klagen (!) Ein Verbraucher, der beispielsweise Zertifikate für 5.000,00 € erworben hat, muss also zigtausend Euro für die Übersetzung des Prospektes aufbringen und sich sodann einen Anwalt in Paris suchen, der sich mit ihm verständigen kann. Ein völlig aussichtsloses Unterfangen, das jeglichen Rechtsstreit im Keim erstickt. Dies ist – leider – die Rechtslage nach Inkrafttreten der Prospekttrichtlinie. An dieser Fehlstellung hat sich in der Richtlinie 2010/73/EU nichts geändert.

Zur Veranschaulichung möchten wir darauf hinweisen, dass an der Pariser EURONEXT etwa 26.000 verschiedene, strukturierte Produkte gehandelt werden, an der Deutschen Börse mehr als 800.000. Deutschland ist schon lange das Eldorado der Emittenten geworden. Die nicht-qualifizierten Anleger benötigen einen besonderen Schutz, insbesondere bei grenzüberschreitenden Angeboten.

Im Einzelnen:

Zu Art. 1 (WpPG)

Zu § 2 (qualifizierte Anleger)

§ 2 Nr. 6 verweist auf § 31 a) Abs. 2 WpHG. Dort sind als professionelle Kunden u. a. nationale und regionale Regierung genannt (§ 31 a), Abs. 2, Nr. 3 WpHG). Zu den nationalen Regierungen zählen auch Landkreise und Kommunen (RegEFruG, BT-Drucksache 16/4028, Seite 66). Aus entsprechenden Presseberichten der letzten ca. 2 Jahre ist bekannt, dass viele Kommunen Finanztermingeschäfte und/oder Wertpapiergeschäfte eingegangen sind, die von den zuständigen Beamten nicht in ihrer Tragweite erfasst wurden. Auf gut Deutsch: Kommunen können nicht ernsthaft als professionelle Anleger behandelt werden. In der Regel werden Kommunen nicht von Personen geleitet, die über auch nur die geringsten Erfahrungen in Wertpapiergeschäften verfügen.

Zu § 3 (Ausnahmen von der Prospektpflicht)

Die Anhebung der Schwelle auf 150 nichtqualifizierte Anleger (anstatt wie bisher 100) stellt eine Verschlechterung des Anlegerschutzes dar. Die Berechtigung der Prospektfreiheit war für uns nie erkennbar, auch nicht bei der Schwelle von 100 Anlegern. Ein Prospekt müsste nach unserer Ansicht immer verfasst werden, wenn er gegenüber nichtqualifizierten Anlegern verwendet wird. Aus unserer Praxis ist uns bekannt, dass Initiatoren mit solchen Kleinemissionen prospektfrei Geld von Kleinanlegern eingesammelt haben, um dann mit dem verfügbaren Kapital „teure“ Prospekte, den Vertrieb, etc. zu finanzieren.

Die Anhebung der Schwelle von 50.000,00 auf 100.000,00 € ist auf jeden Fall richtig, da auch nichtqualifizierte Anleger größere Summen anlegen, die sie beispielsweise gespart, geerbt, aus Unternehmensverkäufen, Fälligkeiten von Lebensversicherungen, etc. verfügen. Die Höhe der Anlage sagt nichts über die vermeintliche Erfahrung/Anlagekenntnis des Investors aus. Unserer Ansicht nach ist auch die Grenze von 100.000,00 € noch zu niedrig.

Zu § 3 Abs. 3 (späteres Angebot)

Der Prospekt darf von Instituten weiter verwendet werden, wenn ein gültiger Prospekt vorliegt und der Emittent bzw. die Prospektverantwortlichen eingewilligt haben. Hierzu ist uns aufgefallen, dass in den Erwägungsgründen (10) zur Richtlinie 2010/73/EU Rechtsfolgen vorgesehen sind, wenn der Emittent der Nutzung des Prospektes nicht zustimmt, insbesondere ist eine ausdrückliche Haftung der Finanzintermediäre erwähnt. In der Richtlinie, Art. 3 a) ii) ist von einer Haftung zwar keine Rede mehr, wir gehen aber davon aus, dass im Rahmen der Umsetzung eine entsprechende Haftungsregelung aufgenommen werden kann.

Zu § 5 Abs. 2 (Zusammenfassung und Schlüsselinformationen)

Die Zusammenfassung ist nach unserer Erfahrung ein wesentlicher und unverzichtbarer Teil eines Wertpapierprospektes, dessen Bedeutung nicht hoch genug eingeschätzt werden kann. Der (nichtqualifizierte) Anleger ist mit einem Prospekt in der Regel völlig überfordert und auf die Angaben in der Zusammenfassung angewiesen. Wir möchten hierzu nochmals das in der Einleitung genannte Beispiel vor Augen führen: Der in Englisch und Französisch verfasste Prospekt umfasst mehr als 220 Seiten. Mittendrin finden sich seitenweise Berechnungsformeln zur Ermittlung des Guthabens bei Fälligkeit des Zertifikates. Nach unserem Verständnis würden die Schlüsselinformationen künftig z.B. darüber aufklären müssen, dass ein Guthaben vom Emittenten berechnet wird und zur Nachprüfung der Richtigkeit ein Mathematiker beauftragt werden muss. Weiterhin müsste die Schlüsselinformation die Aussage enthalten, dass der Anleger im Verlustfalle mindestens 10.000,00 € für Übersetzungskosten aufwenden und einen Rechtsanwalt im Ausland beauftragen muss. Da die Zusammenfassung zentraler Bestandteil (unserer Ansicht nach) des Prospektes ist, müssen diese, wie im Entwurf formuliert, geeignet sein, eine Anlageentscheidung zu treffen. Die Zusammenfassung bzw. die darin enthaltenen Schlüsselinformationen müssen mindestens die Bedeutung der Kurzinformati-
onsblätter haben. Es ist auch kein Argument dagegen ersichtlich, dem Anleger Schlüssel-

formationen in der Zusammenfassung und zusätzlich ein Kurzinformativblatt zur Verfügung zu stellen. Der Emittent wird im Hinblick auf die Sprachenregelung ohnehin mehr als geschont und bevorzugt.

Nach § 5 Abs. 2, S. 2 ist die Zusammenfassung in derselben Sprache wie der ursprüngliche Prospekt zu erstellen. Art. 19 der Richtlinie 2003/71/EG und § 19 WpPG sehen verschiedene Fallkonstellationen vor:

Herkunftsstaat BRD und Angebot im Inland (§ 19 Abs. 1)

Herkunftsstaat BRD, Angebot im Inland und im EWR (§ 19 Abs. 3)

Herkunftsstaat nicht BRD, Angebot im Inland (§ 19 Abs. 4)

In allen drei Fällen muss die Zusammenfassung in deutscher Sprache verfasst sein, wenn der Prospekt nicht in Deutsch gehalten ist – unserer Ansicht nach ist die Zusammenfassung in deutscher Sprache, wenn das Wertpapier in der BRD angeboten wird, unverzichtbar. Möglicherweise ist der Entwurf iVm § 19 WpPG so zu lesen, dass zusätzlich eine Zusammenfassung in Deutsch zu erstellen ist. Dies sollte klargestellt werden.

Zu § 5, Abs. 2 b) Nr. 3

Die Aufbürdung der Übersetzungslast auf den Anleger ist eine Zumutung und eine nicht verständliche Entscheidung des Europäischen Richtliniengebers. Ein nichtqualifizierter Anleger ist finanziell nicht in der Lage, einen Prospekt übersetzen zu lassen, abgesehen von der Schwierigkeit, einen geeigneten Übersetzer zu finden (Beispiel: Schon die Übersetzung einer z.B. 50-seitigen Klageschrift für die Zustellung im Ausland erfordert Übersetzungskosten zwischen 5.000,00 und 10.000,00 €; ein mehrhundertseitiger Prospekt, der womöglich noch zweisprachig verfasst ist, dürfte Unsummen verschlingen). Wenn ein Emittent die Erleichterung in Anspruch nimmt, einen Prospekt nicht in die Sprache des Aufnahme Staates übersetzen zu müssen, sollte er hierzu zumindest im Streitfall vor Gericht verpflichtet sein. Unserer An-

sicht nach verbietet die Richtlinie dem nationalen Gesetzgeber nicht, eine entsprechende Vorschrift zu erlassen.

Gegebenenfalls müsste der Warnhinweis in § 5 Abs. 2 b) Nr. 3 (Geltendmachung von Ansprüchen vor Gericht) die zusätzlichen Warnungen enthalten, dass sich die Übersetzungskosten in einem Rahmen bewegen können, die für einen Kleinanleger in der Praxis nicht machbar sind. Außerdem sollte Nr. 3 den Hinweis aufnehmen, dass möglicherweise in Anwendung ausländischen Rechts und an einem ausländischen Gerichtsstand geklagt werden muss, was zu einem unverhältnismäßigen Aufwand im Falle eines Prozesses führt. Nach § 2 Nr. 13 b) WpPG kann der Emittent den Herkunftsstaat für bestimmte Wertpapiere (z.B. Schuldverschreibungen) wählen. Der Herkunftsstaat hat Auswirkungen auf das anwendbare Recht des Wertpapiers, so dass für den Anleger eine weitere Unsicherheit besteht.

Zu § 8, Abs. 4 (Garantie durch Mitgliedsstaat)

Diese Ergänzung erscheint im Hinblick auf die Ereignisse der jüngsten Zeit überholt. Gerade ein Kleinanleger kann die Bonität eines Staates nicht im endferntesten beurteilen, ein Emittent ist dazu eher in der Lage. Bei einer Garantie durch ein EWR-Mitgliedsstaat sollte der Emittent verpflichtet sein, Angaben oder zumindest eine Meinungsäußerung über den Garantiegeber abzugeben.

Zu § 11, Abs. 1 (Verweis auf andere Dokumente)

Die Möglichkeit, bestimmte Dokumente nicht in den Prospekt aufzunehmen, sondern darauf zu verweisen, ist ebenfalls eine Erleichterung zu Gunsten der Emittenten, die man aus Sicht der nichtqualifizierten Anleger nicht begrüßen kann. Insofern ist es unverzichtbar, dass die Dokumente zumindest bei der BaFin öffentlich zugänglich sind, § 11 Abs.1 Nr.1. Nach § 11 Abs. 1 Nr. 2 kann auf bestimmte Veröffentlichungen verwiesen werden, sofern die Dokumente beim Unternehmensregister zugänglich sind. Der Anleger muss sich also nicht nur auf bestimmte, wichtige Informationen verweisen lassen, er muss zudem die Internetseiten der

BaFin und des Unternehmensregisters durchforsten. Deswegen sollte eine Klarstellung erfolgen, dass im Prospekt hinsichtlich des Verweises präzise anzugeben ist, wo und an welcher Stelle die Dokumente auffindbar sind.

§ 11, Abs. 1, 4. Absatz sieht außerdem vor, dass der Prospekt auch auf Dokumente verweisen kann, die in einem anderen EWR-Staat gebilligt und hinterlegt wurden. Für einen Kleinanleger, der beispielsweise ein Zertifikat aus dem Eingangsbeispiel erworben hat, dürfte dies ein aussichtsloses Unterfangen sein.

Im Falle der Verwendung von Prospekten gegenüber nichtqualifizierten Anlegern halten wir diese Regelung für nicht hinnehmbar (siehe auch VO EG Nr. 809/2004 Artikel 28, Abs.5, wonach „der Anlegerschutz nicht im Hinblick auf Verständlichkeit der Angaben und ihrer Zugänglichkeit beeinträchtigt“ werden darf).

Immerhin darf die Zusammenfassung keine Angaben in Form eines Verweises enthalten.

Zu § 16 (Nachtrag und Widerruf)

Generell enthält diese Vorschrift so viele Einschränkungen hinsichtlich des Widerrufsrechts, dass kaum mit entsprechenden Widerrufserklärungen zu rechnen sein wird. So muss der neue Umstand oder die Unrichtigkeit vor dem endgültigen Schluss des öffentlichen Angebots und vor der Lieferung der Wertpapiere eingetreten sein. Das Widerrufsrecht besteht sodann nur für die Dauer von 2 Tagen ab der Veröffentlichung, nicht etwa ab Kenntnis des Erwerbers von der Nachtragsveröffentlichung. Für nichtqualifizierte Kleinanleger ist die Regelung praktisch wirkungslos. Soll das Rentnerehepaar, dem Zertifikat als Kapitalanlage empfohlen wurden, die Veröffentlichung von Nachträgen täglich beobachten und wie lange?

Der deutsche Gesetzgeber dürfte hier bei der Umsetzung leider keinen Spielraum haben. Mit den wenigen Wertpapierkäufern, die möglicherweise eine adhoc-Mitteilung zur Kenntnis nehmen (die adhoc- und Nachtragspflichten sind nicht deckungsgleich) und sodann zwei Tage auf eine Kursentwicklung spekulieren, werden die Emittenten leben müssen. Unserer Ansicht nach hätte eine andere Lösung für das Widerrufsrecht im Rahmen der Richtlinie gefunden

werden müssen. Dieses ist, im Hinblick auf die Einschränkungen und kurze Frist, nicht praxisrelevant zum Schutz von nichtqualifizierten Anlegern. Ein Haftungsrisiko für den Emittenten können wir daraus nicht erkennen.

Außerdem stellt sich die Frage, wo soll der aufgeklärte und wachsame Anleger sich informieren? Bei der BaFin, im Bundesanzeiger, im Unternehmensregister, auf der Website des Emittenten ...? Der Richtliniengeber geht davon aus, dass der nichtqualifizierte Anleger weiß, wann und wo er nachzuschauen hat. Dies ist absurd.

Zu § 32 WpPG (Auskunftspflicht)

Selbstverständlich ist aus unserer Sicht, dass die Kunden schriftlich einwilligen müssen. Wichtig erscheint uns hierzu, dass diese Einwilligung nicht formularmäßig in den AGB der Banken versteckt wird, sondern gesondert von den Kunden eingeholt werden muss.

Zusammenfassend erlauben wir uns nochmals den Hinweis, dass unserer Ansicht nach die Emittenten in der Europäischen Union bzw. im EWR Freiheiten genießen, die zu Lasten des Kleinanlegers gehen. Hier besteht kein Gleichgewicht mehr. Im Falle eines Verlustes und dem damit verbundenen Rechtsstreit ist der Anleger deutlich benachteiligt, insbesondere im Hinblick auf die Schwierigkeiten der Rechtsverfolgung.

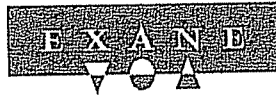
Vielen Dank.

Anlagen: Fachartikel
Auszug aus einem in der BRD verwendeten Prospekt

Mit freundlichen Grüßen

P. Mattil
Rechtsanwalt
- Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht -

Mattil & Kollegen
Thierschplatz 3
80538 München
Tel.: 089/24 29 38-0
Fax: 089/24 29 38-25
www.mattil.de



EXANE FINANCE
Programme d'Offre d'émission de Titres de Créances
Inconditionnellement et irrévocablement garantis par Exane SA

Certaines émissions bénéficieront en outre d'une garantie supplémentaire sous la forme d'un gage de compte d'instruments financiers par Exane SA

Dans le cadre du programme d'émission de titres (le "Programme d'Offre") qui fait l'objet du présent prospectus de base (le "Prospectus de Base"), Exane Finance (l'"Émetteur") peut, dans le respect des lois, règlements et directives applicables, procéder à tout moment à des émissions de titres (les "Titres").

Le Prospectus de Base est valable pour une période d'un an à partir de sa publication.

Les Titres sont soit (i) indexés sur un, plusieurs ou une combinaison d'indice(s), d'action(s), de parts, actions d'organisme(s) de placement collectifs, de contrat(s) à terme ou de taux de change (les "Certificats") soit (ii) liés à des entités de référence en ce sens que leur montant de règlement dépend de la survenance ou non d'un ou plusieurs événement(s) de crédit relatifs à une ou plusieurs entités de référence (les "TREC").

Les Titres pourront être émis ou faire l'objet d'un règlement à un montant supérieur, inférieur ou équivalent à leur valeur nominale, règlement indexé ou non à une formule. Les Titres pourront faire l'objet d'un règlement payé dans une devise ou des devises autres que la devise initiale d'émission. Les Titres pourront faire l'objet d'un règlement sous forme de versement d'espèces ou d'une livraison de sous-jacents livrables. Les Titres pourront ou non donner droit à une rémunération calculée sur la base d'un taux fixe, d'un taux variable ou d'une formule.

Les Titres seront régis par le droit français. Les Titres, qui constituent des valeurs mobilières au sens de l'article L.211-2 du Code monétaire et financier et de l'article 4.1 18 de la directive européenne 2004/39/CE. Ils ne constituent pas des obligations au sens de l'article L. 228-38 du Code de commerce

Chaque émission de Titres sera régie par les modalités (les "Modalités") figurant dans le Prospectus de Base et par les dispositions qui figureront dans les conditions définitives applicables aux Certificats ou dans les conditions définitives applicables aux TREC (les "Conditions Définitives"). Le Prospectus de Base contient deux modèles de Conditions Définitives, l'un pour les Certificats, l'autre pour les TREC.

Chaque émission de Titres sera inconditionnellement et irrévocablement garantie par Exane SA. Le modèle de cette garantie figure dans le Prospectus de Base. Certaines émissions de Titres bénéficieront en outre d'une garantie supplémentaire sous forme d'un gage de compte d'instruments financiers (le "Gage") par Exane SA en qualité de constituant tel que plus amplement décrit dans le Prospectus de Base. Le modèle de déclaration de Gage figure dans le Prospectus de Base. Les Conditions Définitives indiqueront si les Titres concernés bénéficieront d'un Gage. La déclaration de Gage indiquera notamment la créance garantie par le

EXANE FINANCE
Debt Securities Issue Offering Programme
Unconditionally and irrevocably guaranteed by Exane SA

Certain issues shall also benefit from an additional guarantee in the form of a pledge of a financial instruments account by Exane SA

Pursuant to the securities issue programme (the "Offering Programme") described in this base prospectus (the "Base Prospectus"), Exane Finance (the "Issuer") may, in accordance with the applicable laws, regulations and directives, issue securities (the "Securities") from time to time.

The Base Prospectus is valid for a period of one year from its publication.

The Securities shall be either (i) indexed to one or more or a combination of shares, indices, units or shares of collective investment schemes, futures contracts or exchange rates (the "Certificates") or (ii) linked to reference entities in the sense that the payment amount depends on the occurrence or non-occurrence of one or more credit events in respect of one or more reference entities (the "TREC").

The Securities may be issued or settled at a premium over or at a discount to their nominal value or at their nominal value, with the settlement value indexed or not to a formula. The Securities may be settled in a currency or currencies other than the original currency of issue. The Securities may be settled in cash or through the delivery of deliverable underlying assets. The Securities may bear interest on a fixed or floating rate or formula linked basis or may not bear interest at all

The Securities shall be governed by French law. The Securities are securities as defined by article L.211-2 of the monetary and financial Code (*Code monétaire et financier*) and article 4.1 18 of the European directive 2004/39/EC. They are not obligations as defined by article L.228-38 of the commercial Code (*Code de commerce*)

Each Securities issue shall be governed by the conditions (the "Conditions") set forth in the Base Prospectus and the provisions set forth in the final terms applicable to the Certificats or in the final terms applicable to the TREC (the "Final Terms"). The Base Prospectus sets out two forms for the Final Terms, one for the Certificats and the other for the TREC.

Each Securities issue shall be unconditionally and irrevocably guaranteed by Exane SA. The form of this guarantee is reproduced in the Base Prospectus. Certain issues of Securities will also benefit from an additional guarantee in the form of a pledge of a financial instruments account (the "Pledge") by Exane SA as pledgor as more fully described in this Base Prospectus. The form of the statement of Pledge is reproduced in the Base Prospectus. The Final Terms shall indicate whether the relevant Securities will benefit from a Pledge. The statement of Pledge shall indicate, in particular, the debt secured by the Pledge

**TABLEAU DE CONCORDANCE RELATIF AUX INFORMATIONS FINANCIERES DE L'EMETTEUR
AU 31 DECEMBRE 2003, 31 DECEMBRE 2004 ET 30 JUIN 2005**

		Etats financiers 2003	Etats financiers 2004	Rapport Semestriel 2005
Informations financières relatives à l'Emetteur	<u>Informations financières historiques</u>			
	a) Bilan (actif et passif)	p.2	p.2	p.3
	b) Compte de résultat	p.3	p.3	p.4
	c) Hors bilan	p.4	p.4	p.5
	d) Méthode comptable et notes explicatives	p.5 à p.8	p.5 à p.8	p.6 à p.9
	<u>Attestation : rapport des commissaires aux comptes</u>	p.9	p.9	p.2

	31 décembre 2003	31 décembre 2004	30 juin 2005
<u>Tableau de financement de l'Emetteur fourni séparément</u>	p.1	p.1	p.1

**CROSS REFERENCE LIST IN RESPECT OF THE FINANCIAL INFORMATION OF THE ISSUER
FOR THE YEARS ENDED 31 DECEMBER 2003, 31 DECEMBER 2004 AND AS OF 30 JUNE 2005**

		Financial statements 2003	Financial statements 2004	Interim Report 2005
Financial information in respect of the Issuer	<u>Historical financial information</u>			
	a) Balance sheet (asset and liabilities)	p.2 and p.3	p.2 and p.3	p.5 and p.6
	b) Profit and loss account	p.4	p.4	p.7
	c) Off-Balance sheet	p.5	p.5	p.8
	d) Notes to the financial statement	p.6 to p.10	p.6 to p.9	p.9 to 12
	<u>Attestation: report of the statutory auditors</u>	p.11 to p.13	p.10 to p.12	p.2 to 4

	31 December 2003	31 December 2004	30 June 2005
<u>Cash Flow Statement of the Issuer provided separately</u>	p.1	p.1	p.1

- ce nombre est augmenté de la fraction sur la période concernée calculée comme indiqué au premier paragraphe de cette définition ;
- this number is increased by the fraction over the relevant period, calculated as described in the first paragraph of this;
- (iii) si les termes "Exact/365" (Fixe) sont indiqués dans les Conditions Définitives, il s'agit du nombre réel de jours écoulés dans la Période de Calcul divisé par 365 ;
- (iii) if the term "Actual/365" (Fixed) is specified in the Final Terms, this is the actual number of days in the Calculation Period divided by 365;
- (iv) si les termes "Exact/360" sont indiqués dans les Conditions Définitives, il s'agit du nombre réel de jours écoulés dans la Période de Calcul divisé par 360 ;
- (iv) if the term "Actual/360" is specified in the Final Terms, this is the actual number of days in the Calculation Period divided by 360;
- (v) si les termes "30E/360-FBF" ou "Base Euro Obligataire" sont indiqués dans les Conditions Définitives concernées, il s'agit pour chaque Période de Calcul, de la fraction dont le dénominateur est 360 et le numérateur est le nombre de jours écoulés durant cette période, calculé sur une année de 12 mois de 30 jours, à l'exception du cas suivant :
- (v) if the terms "30E/360-FBF" or "Eurobond Basis" are specified in the relevant Final Terms, for each Calculation Period, this is a fraction in which the denominator is 360 and the numerator is the number of days in this period, calculated over a year of twelve 30-day months, with the following exception:

dans l'hypothèse où le dernier jour de la Période de Calcul est le dernier jour du mois de février, le nombre de jours écoulés durant ce mois est le nombre exact de jours,

if the last day of the Calculation Period is the last day of the month of February, the number of days in this month is the actual number of days,

où :

in which:

D1 (jj¹, mm¹, aa¹) est la date de début de période
D2 (jj², mm², aa²) est la date de fin de période

D1 (dd¹, mm¹, yy¹) is the period commencement date
D2 (dd², mm², yy²) is the period end date

La fraction est :

The fraction is:

$$\frac{1}{360} \times \left[(aa^2 - aa^1) \times 360 + (mm^2 - mm^1) \times 30 + \text{Min}(jj^2, 30) - \text{Min}(jj^1, 30) \right] \quad \frac{1}{360} \times \left[(yy^2 - yy^1) \times 360 + (mm^2 - mm^1) \times 30 + \text{Min}(dd^2, 30) - \text{Min}(dd^1, 30) \right]$$

(vi) si les termes "30/360 - FBF (Base Obligataire)" ou "Exact 30A/360 (Base Obligataire Américaine)" sont indiqués dans les Conditions Définitives, il s'agit pour chaque Période de Calcul, de la fraction dont le dénominateur est 360 et le numérateur le nombre de jours calculé comme pour la base 30E/360 - FBF, à l'exception du cas suivant :

(vi) if the terms "30/360 - FBF (Bond Basis)" or "Actual 30A/360 (American Bond Basis)" are specified in the Final Terms, for each Calculation Period, this is a fraction in which the denominator is 360 and the numerator is the number of days calculated as for the 30E/360 - FBF basis, with the following exception:

lorsque le dernier jour de la Période de Calcul est un 31 et le premier n'est ni un 30 ni un 31, le dernier mois de la Période de Calcul est considéré comme un mois de 31 jours ;

when the last day of the Calculation Period is a 31 and the first is neither a 30 nor a 31, the last month of the Calculation Period shall be considered to be a 31-day month;

en reprenant les mêmes définitions que celles qui figurent ci-dessous pour 30E/360 - FBF, la fraction est :

using the same definitions as below for 30E/360 - FBF, the fraction is:

si jj² = 31 et jj¹ ≠ (30, 31),

if dd² = 31 and dd¹ ≠ (30, 31),

alors :

then:

$$\frac{1}{360} \times \left[(aa^2 - aa^1) \times 360 + (mm^2 - mm^1) \times 30 + (jj^2 - jj^1) \right] \quad \frac{1}{360} \times \left[(yy^2 - yy^1) \times 360 + (mm^2 - mm^1) \times 30 + (dd^2 - dd^1) \right]$$



**MODELE DE
DECLARATION DE GAGE DE COMPTE
D'INSTRUMENTS FINANCIERS**

(soumise à l'article L. 431-4 du Code monétaire et financier et au décret n°97-509 du 21 mai 1997)

LA SOUSSIGNEE :

Exane SA, société anonyme au capital de [•] euros, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 342 040 268, ayant son siège social 16 avenue Matignon 75008 Paris, représentée par [•], dûment habilité(e)s aux fins des présentes ;

Ci-après désignée le "Constituant"

AGISSANT SELON LES DISPOSITIONS :

Du Prospectus de Base d'Exane Finance en qualité d'Emetteur et d'Exane SA en qualité de Garant et daté du [] (le "Prospectus de Base") et de les Conditions Définitives en date du [•] 200[•] (les "Conditions Définitives") relative à l'Emission du [•] 200[•] – Série [•];

CONSTITUE EN GAGE LE COMPTE D'INSTRUMENTS FINANCIERS SUIVANT :

Intitulé du compte :

Numéro :

Ci-après désigné le "Compte Gagé"

OUVERT DANS LES LIVRES DE :

[•]

Ci-après désignée le "Teneur de Compte Gagé"

2. Ajustement de la valeur du Gage

A chaque Date de Calcul du Gage jusqu'à la mainlevée du Gage, le Teneur de Compte Gagé devra procéder à la détermination de la valeur totale des instruments financiers et sommes en toutes monnaies figurant sur le Compte Gagé. Si lors d'une Date de Calcul du Gage, cette valeur totale est inférieure à la Valeur Minimale du Gage, telle qu'indiquée dans les Conditions Définitives, le Teneur de Compte Gagé devra informer le Constituant au plus tard le Jour Ouvré suivant une telle constatation.

Le Constituant sera alors tenu de créditer, au plus tard deux Jours Ouvrés après réception de la notification du Teneur de Compte Gagé, le Compte Gagé du nombre d'Instruments Financiers Eligibles ou sommes nécessaires de manière à ce que la valeur totale des instruments financiers et sommes en toutes monnaies figurant sur le Compte Gagé soit au moins égale à la Valeur Minimale du Gage. Tout manquement du Constituant relativement à cette obligation d'ajustement de la valeur du Gage sera notifié aux Porteurs par le Teneur de Compte Gagé conformément à la Modalité 13 dans les cinq Jours Ouvrés suivant sa survenance.

Inversement, si à toute Date de Calcul du Gage, la valeur totale des instruments financiers et sommes en toutes monnaies figurant sur le Compte Gagé est supérieure à la Valeur Minimale du Gage, le Teneur de Compte Gagé devra informer le Constituant au plus tard le Jour Ouvré suivant une telle constatation et lui adressera une mainlevée partielle du Gage à hauteur de la valeur correspondante de manière à permettre au Constituant de ramener la valeur totale des instruments financiers et sommes en toutes monnaies figurant sur le Compte Gagé à hauteur de la Valeur Minimale du Gage. Cette mainlevée prendra la forme d'une attestation du Teneur de Compte Gagé conforme au modèle figurant dans le Prospectus de Base. Le Constituant indiquera au plus tard le Jour Ouvré suivant au Teneur de Compte Gagé les instruments financiers ou sommes qu'il souhaite se faire attribuer de manière à ramener la valeur totale des instruments financiers et sommes en toutes monnaies figurant sur le Compte Gagé à hauteur de la Valeur Minimale du Gage.

Le Constituant ne pourra toutefois plus demander une réduction de la valeur totale des instruments financiers et sommes en toutes monnaies figurant sur le Compte Gagé à hauteur de la Valeur Minimale du Gage si un Porteur lui adresse une Mise en Demeure visée à l'article 5 ci-après.

Dans l'hypothèse de Titres faisant l'objet d'une notation par Moody's, toute évolution des conditions d'exercice de la mission du Teneur de Compte pourra donner lieu à révision des paramètres du Compte Gagé afin d'obtenir la confirmation de la notation des Titres par Moody's.

3. Opérations sur titres figurant sur le Compte Gagé

En cas d'offre publique d'achat, d'offre publique d'échange, d'offre publique de retrait, ou plus généralement de toute opération financière sur les instruments financiers figurant sur le Compte Gagé pouvant donner lieu à ajustement, le Constituant pourra substituer les instruments financiers concernés par d'autres Instruments Financiers Eligibles d'une valeur au moins égale aux instruments financiers qu'il souhaite substituer.

4. Mainlevée partielle ou totale du Gage

Dès règlement par l'Emetteur ou le cas échéant par le Garant, ou en cas d'annulation par l'Emetteur d'un Titre (suite à un achat en bourse, par voie d'offre publique ou de toute autre manière), le Constituant pourra obtenir une mainlevée totale ou partielle, selon le cas, du Gage. Cette mainlevée prendra la forme d'une attestation de bonne fin de règlement d'Euroclear France ou de l'Agent de Confirmation de Règlement conforme au modèle figurant dans le Prospectus de Base indiquant que chaque Titre concerné a bien été réglé en totalité au profit des teneurs de comptes des bénéficiaires dont la liste lui a été fourni par l'Agent Payeur Principal ou annulé par l'Emetteur.

Le Constituant devra fournir l'attestation d'Euroclear France ou de l'Agent de Confirmation de Règlement au Teneur de Compte Gagé. Dès fourniture de cette attestation au Teneur de Compte Gagé, le Constituant pourra disposer librement de l'intégralité ou d'une partie seulement, selon le cas, des instruments financiers ou sommes en toutes monnaies figurant sur le Compte Gagé de manière à ramener la valeur totale des instruments financiers et sommes en toutes monnaies figurant sur le Compte Gagé à hauteur de la Valeur Minimale du Gage.

DECLARATION DE RESPONSABILITE

PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROSPECTUS DE BASE

Après avoir pris toute mesure raisonnable à cet effet, les informations contenues dans le Prospectus de Base sont, à la connaissance de l' Emetteur et le Garant, conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.

L'Emetteur et le Garant acceptent une responsabilité solidaire des informations contenues ou incorporées par référence dans le Prospectus de Base.

DECLARATION OF RESPONSIBILITY

PERSONS ASSUMING RESPONSIBILITY FOR THE BASE PROSPECTUS

Having taken all reasonable care to ensure that such is the case the information contained in the Base Prospectus is, to the best of the knowledge of the Issuer and the Guarantor, in accordance with the facts and contains no omission likely to affect the import of such information.

The Issuer and the Guarantor accept joint responsibility for the information contained or incorporated by reference in the Base Prospectus.

L'Emetteur - The Issuer	Le Garant - The Guarantor
<p style="text-align: center;">EXANE FINANCE</p> <p style="text-align: center;">.....</p> <p>Nom : Philippe Sanlaville Titre : Directeur Général Délégué / Deputy Managing Director</p>	<p style="text-align: center;">EXANE SA</p> <p style="text-align: center;">.....</p> <p>Nom : Nicolas Chanut Titre : Président Directeur Général / Chairman and Chief Executing Officer</p>

WWM

**WERTPAPIER-
MITTEILUNGEN**

Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht

**SONDER-
DRUCK**

Redaktion:

Rechtsanwalt
Dr. Andreas Lange,
Frankfurt a. M.

Prof. Dr. Tobias Lettl,
Potsdam

Rechtsanwalt
Dr. Helmut Merkel,
Frankfurt a. M.

Rechtsanwalt
Dr. Jürgen Than,
Frankfurt a. M.

Arne Wittig,
Frankfurt a. M.

Redaktionsbeirat:

Rechtsanwalt
Dr. Wolfgang Gößmann,
Hamburg

Vors. Richter am BGH
Dr. Gero Fischer,
Karlsruhe

Rechtsanwalt
Thorsten Höche,
Berlin

Prof. Dr. Dr. Dr. h.c. mult.
Klaus J. Hopt,
Hamburg

Richter am BGH
Dr. Hans-Ulrich Joeres,
Karlsruhe

Rechtsanwalt
Jochen Lehnhoff,
Berlin

Rechtsanwalt
Prof. Dr. Hans-Jürgen Lwowski,
Hamburg

Prof. Dr. Peter O. Mülbert,
Mainz

Die Sprache des Emissions- prospekts

– Europäisierung des Prospektrechts und
Anlegerschutz –

Von Rechtsanwalt Peter Mattil, München, und
wiss. Mitarbeiter Florian Möслеin, LL.M. (London),
Berlin

**WERTPAPIER-
MITTEILUNGEN
TEIL IV**

Postverlagsort Frankfurt a. M.

Die Sprache des Emissionsprospekts

– Europäisierung des Prospektrechts und Anlegerschutz –

Von Rechtsanwalt Peter Mattil*, München, und wiss. Mitarbeiter Florian Möslein,
LL.M. (London), Berlin

A. Einführung

Am 17.2005 ist das Wertpapierprospektgesetz (WpPG) in Kraft getreten. Dieses Gesetz dient der Umsetzung der europäischen Prospekttrichtlinie aus dem Jahr 2003 (Prospectus Regulation) und regelt die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung von Prospekten für Wertpapiere, die öffentlich angeboten oder zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen¹. Es bestimmt die Voraussetzungen, unter denen ein Prospekt zu billigen und zu veröffentlichen ist, dessen Mindestinhaltsangaben sowie das so genannte Notifizierungsverfahren. Letzteres erlaubt, einen von der zuständigen Behörde des Herkunftsstaates gebilligten Prospekt in jedem anderen Staat des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) ohne erneute Billigung für ein öffentliches Angebot oder eine Börsenzulassung zu nutzen.

Ein von der zuständigen Behörde eines EWR-Staates gebilligter Prospekt ist in der Bundesrepublik oh-

* Der Autor ist Partner einer Rechtsanwaltskanzlei in München.
¹ Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. 2003 L 345/64. Richtlinie und Gesetz gelten nur für Wertpapiere, also Aktien und andere Titel, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, nicht jedoch für sog. Vermögensanlagen i.S.d. Verkaufsprospektgesetzes, also GmbH- und Genossenschaftsanteile, BGG-, OHG-, KG-Anteile, stille Gesellschaften. Der Wertpapierbegriff ist in der Prospekt- und in der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EG) typologisch, also nicht abschließend definiert; dasselbe gilt für die Begriffsbestimmung im Wertpapierhandelsgesetz und im KWG. Wertpapiere müssen an einem Markt handelbar, aber nicht unbedingt urkundlich verbrieft sein; entscheidend ist die Fungibilität. In anderen Mitgliedstaaten ist der in den nationalen Gesetzen definierte Wertpapierbegriff teilweise weiter gefasst, so dass auch neue Wertpapirtypen auf den Markt kommen und den Europäischen Pass in Anspruch nehmen können.

ne zusätzliches Billigungsverfahren gültig, sofern die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin) von der Aufsichtsbehörde des Herkunftsstaates unterrichtet wird und der Prospekt in einer von der BaFin anerkannten Sprache oder in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache erstellt wurde. Auch deutsche Anleger können daher mit Prospekten konfrontiert sein, die nicht in deutscher Sprache verfasst sind und die Rechtsstreitigkeiten im Falle von Prospektfehlern ausländischem Recht und Gerichtsstand unterwerfen. Sie müssen ggf. mehrere hundert Seiten starke Prospekte übersetzen lassen und im Ausland nach dort geltendem Recht prozessieren, um Ansprüche durchzusetzen oder deren Bestehen überhaupt nur zu überprüfen. Den Erleichterungen für Wertpapieremittenten stehen insofern beträchtliche Nachteile auf Anlegerseite gegenüber. Der nachstehende Beitrag fächert die Sprachregelung für Wertpapierprospekte auf europäischer und deutscher Ebene auf und schildert Probleme, die in der Praxis zu erwarten sind. Die Schilderung mündet schließlich in der Frage, ob die Prospekttrichtlinie den Grundsatz der Effektivität des Verbraucherschutzes ausreichend berücksichtigt hat.

B. Die Sprachenregelung europäischen und nationalen Rechts

I. Prospekttrichtlinie und Ausführungsverordnung

1. Vom Anerkennungsregime zur Notifizierung

Die Errichtung des europäischen Binnenmarktes soll ein uneingeschränktes Angebot grenzüberschreitender Finanzdienstleistungen ermöglichen. Nach Einführung des so genannten Europäischen Passes für Einlagenkreditinstitute (Einlagen und Kreditgeschäft), bestimmte Versicherungen und Investmentfonds folgte der Europäische Pass für Wertpapierdienstleistungsunternehmen.² Dieses System des Europäischen Passes hat zur Folge, dass Erlaubnisse, die ein Herkunftsstaat erteilt hat, grundsätzlich auch in den übrigen Mitgliedstaaten gelten und deshalb europaweit eine einzige Erlaubnis genügt. Mit der Prospekttrichtlinie, die bis 1.7.2005 in nationales Recht umzusetzen war, wurde der Europäische Pass auch für Wertpapierprospekte eingeführt. Zuvor galt insoweit ein Anerkennungsregime, unter dem Prospekte, die in anderen EWR-Staaten genehmigt worden waren, einer Billigung in Deutschland bedurften.³ Diese erforderte nach deutschem Recht neben der ausländischen Genehmigungsbescheinigung grundsätzlich die Übersetzung des Verkaufsprospektes.⁴

Fortan verlangt die Prospekttrichtlinie lediglich, dass der Prospekt nach seiner Billigung bei der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaates zu hinterlegen und vor Beginn des öffentlichen Angebots bzw. der Zulassung zum Handel dem Publikum zur Verfügung zu stellen ist. Nach Art. 17 ProspRL ist ein in einem Herkunftsmitgliedstaat gebilligter Prospekt einschließlich etwaiger Nachträge in beliebig vielen Aufnahmemitgliedstaaten für ein öffentliches Angebot oder für die Zulassung zum Handel gültig, sofern die zuständige Behörde des Aufnahmemitgliedstaates unterrichtet wird. Die zuständigen Behörden des Aufnahmemitgliedstaates führen folglich kein Billigungsverfahren mehr durch. Dieses System

der bloßen Notifizierung birgt die Gefahr, dass Regellungsgefälle von Emittenten bewusst ausgenutzt werden, indem die Billigung in einem EWR-Staat erwirkt wird, in dem die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen und Anforderungen geringer als in Deutschland sind. In anderem Zusammenhang hat der europäische Richtliniengeber entsprechenden Missbrauchsgefahren vorgebeugt, nicht jedoch in der Prospekttrichtlinie.⁵ Unumgebar sind immerhin die formalen Prospektanforderungen, die nämlich künftig europaweit harmonisiert sind (insbesondere Format der Prospektangaben, Verweismöglichkeit, Veröffentlichungsmodalitäten und Verbreitung von Werbung).⁶

2. Sprachenregelung (Art. 19 ProspRL)

Die Prospekttrichtlinie änderte auch die Sprachenregelung grundlegend. Diese Neuregelung ist für die Funktionsfähigkeit des europäischen Kapitalmarktes von zentraler Bedeutung. Anleger können nur bei hinreichender Information rationale Anlageentscheidungen treffen; ihr Informationsniveau hängt maßgeblich von der Verständlichkeit des Emissionsprospekts ab. Babylonische Sprachverwirrung gilt es deshalb möglichst zu vermeiden.⁷

² Vgl. für Einlagenkreditinstitute: Art. 18 der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20.3.2000, ABl. 2000 L 126/1; für Schadensversicherungen: Art. 32 der Richtlinie 92/49/EWG des Rates vom 18.6.1992 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften für die Direktversicherung (mit Ausnahme der Lebensversicherung) sowie zur Änderung der Richtlinien 73/239/EWG und 88/357/EWG (Dritte Richtlinie Schadenversicherung), ABl. 1992 L 228/1; für Lebensversicherungen: Art. 10 der Richtlinie 92/96/EWG des Rates vom 10.11.1992 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften für die Direktversicherung (Lebensversicherung) sowie zur Änderung der Richtlinien 79/267/EWG und 90/619/EWG (Dritte Richtlinie Lebensversicherung), ABl. 1992 L 360/1; für Investmentfonds: Art. 4 Abs. 1 der Richtlinie 85/611/EWG des Rates vom 20.12.1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. 1985 L 375/3; für Wertpapierdienstleistungsunternehmen: bisher Art. 14 der Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl. 1993 L 141/27 (WpDL) und künftig Art. 31 f der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. 2004 L 145/1 (MiFID).

³ Vgl. Art. 21 der Richtlinie 89/298/EWG des Rates vom 17.4.1989 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, Kontrolle und Verbreitung des Prospekts, der im Falle öffentlicher Angebote von Wertpapieren zu veröffentlichen ist, ABl. 1989 L 124/8; zu diesem Regime etwa: *Heinze*, Europäisches Recht des Primärmarktes, 1999, S. 185-187 und 240-242; *Müller*, WM 1991, 213, 215.

⁴ Die Aufsichtsbehörde konnte gem. § 15 VerkProspG vom Übersetzungserfordernis absehen (Ermessen), wenn der Verkaufsprospekt in einer Sprache abgefasst war, die „auf dem Gebiet des grenzüberschreitenden Wertpapierhandels nicht unüblich“ war; näher: *Ritz*, in: *Assmann/Lenz*, Verkaufsprospektgesetz, 2001, § 15 Rdn. 10 f.; *Heidelbach*, in: *Schwark*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl. 2004, § 15 VerkProspG Rdn. 6.

⁵ Während beispielsweise Erwägungsgrund 22 der MiFID konkrete Umstände benennt, die solchen Missbrauchsverdacht begründen können und einer Zulassung entgegenstehen (Inhalt des Geschäftsplans, geographische Ansiedlung, tatsächlich ausgeübte Tätigkeit), normiert Art. 2 lit. m) ProspRL ohne Kautelen, dass als Herkunftsmitgliedstaat derjenige Staat gilt, in dem der Emittent seinen Sitz hat.

⁶ Vgl. Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29.4.2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Angaben sowie die Aufmachung, die Aufnahme von Angaben in Form eines Verweises und die Veröffentlichung solcher Prospekte sowie die Verbreitung von Werbung, ABl. 2004 L 215/3 (AusfVO); außerdem Art. 11 ProspRL.

⁷ Zur Bedeutung effizienter Informationsmärkte für die Allokationseffizienz auf Kapitalmärkten grundlegend *Fama*, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 *Journal of Finance* 383 (1970); darauf aufbauend: *Gilson/Kraakman*, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 *Virginia Law Review* 549 (1984); vgl. außerdem: *Grundmann*, ZSR 115 n. F. (1996) 103, 114-120; *ders.*, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 2004, Rdn. 648 f.; *Hopt*, ZHR 140 (1976), 201 und 141 (1977), 389, 411-416.

a) Fallgruppen

Die Richtlinie regelt in Art 19, in welcher Sprache der Prospekt abgefasst werden muss. Für Emittenten liegt der große Vorteil der Neuregelung in der Ersparnis erheblicher Übersetzungskosten.⁸ Soweit Wertpapiere nur im Herkunftsmitgliedstaat des Emittenten öffentlich angeboten werden bzw. nur dort die Zulassung beantragt wird, ist der Prospekt gemäß Abs 1 weiterhin in einer von der dortigen Aufsichtsbehörde anerkannten Sprache zu erstellen.⁹ Bei grenzüberschreitenden Angeboten jedoch dürfen die Behörden der Aufnahmemitgliedstaaten künftig nicht mehr die Übersetzung des gesamten Prospekts, sondern nur noch der Prospektzusammenfassung in ihre Amtssprache(n) verlangen. In welcher Sprache der Prospekt selbst abgefasst werden muss, hängt demgegenüber maßgeblich davon ab, ob öffentliches Angebot bzw. Zulassungsantrag ausschließlich in anderen Mitgliedstaaten oder auch im Herkunftsstaat erfolgt. In der erstgenannten Konstellation – Angebot bzw. Zulassung ausschließlich im Ausland – haben Emittent, Anbieter oder Antragssteller ein Wahlrecht zwischen der von der ausländischen Behörde anerkannten und einer „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ (vgl. Art 19 Abs 2 ProspRL). Der Aufsichtsbehörde im Herkunftsmitgliedstaat, die gem. Art. 13 Abs 1 ProspRL für die Billigung des Prospekts zuständig ist, muss der Prospekt allerdings in einer von dieser anerkannten Sprache oder wiederum in einer „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ vorgelegt werden (Art 19 Abs 2 UAbs 2 ProspRL).¹⁰ In der anderen Konstellation – Angebot bzw. Zulassungsantrag auch im Herkunftsstaat – gilt das gleiche Wahlrecht, der Prospekt muss aber *zusätzlich* in einer von der zuständigen Behörde der Herkunftsmitgliedstaates anerkannten Sprache erstellt werden (Art 19 Abs 3 ProspRL).¹¹

b) Der Begriff der „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“

Zentralstück ist der Begriff der „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“. Nur bei Verwendung einer solchen Sprache ergibt sich der entscheidende Vorteil der Neuregelung – die Ersparnis von Übersetzungskosten, die sich in der Vergangenheit als entscheidendes Hindernis für das grenzüberschreitende Angebot von Wertpapieren und damit für einen wahrhaft europäischen Kapitalmarkt erwiesen haben.¹²

Regelmäßig und meist implizit wird unterstellt, dieser Schlüsselbegriff stehe ausschließlich für die englische Sprache.¹³ Indes spricht die Richtlinie nicht explizit von der englischen Sprache und nicht einmal von *der*, sondern von *einer* „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“. Wenn demnach Auslegungsspielraum besteht, so fragt sich vor allem, ob der Begriff unter Bezugnahme auf den gesamten Binnenmarkt oder in Abhängigkeit von der räumlichen „Streubreite“ der jeweiligen Emission zu bestimmen ist. Im zweiten Fall würde genügen, dass die fragliche Sprache in den jeweils betroffenen Mitgliedstaaten bei grenzüberschreitenden Transaktionen gebräuchlich ist.¹⁴ Wenn also etwa die luxemburgische Aufsichtsbehörde den Prospekt für ein öffentliches Angebot in Deutschland und Österreich prüft, könnten als „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprachen“ neben Englisch auch noch Französisch oder Deutsch Anerkennung finden. Die Europäische Kommission scheint in der Tat einer solchen „relativen“ Begriffsbestimmung den Vorzug zu geben

und ließ verlauten, dass für Wertpapieremissionen in Mitteleuropa durchaus auch die deutsche Sprache als „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlich“ Anerkennung finden könne.¹⁵ Dieses Abstellen auf die Aufnahmemitgliedstaaten verträgt sich allerdings schlecht mit der in Art 17 Abs 1 ProspRL vorgesehenen gemeinschaftsweiten Geltung gebilligter Prospekte, die jeglicher örtlichen Eingrenzung a limine entgegensteht.

c) Ausstrahlungswirkung der Regelung

Bedeutung entfaltet die Sprachenregelung in Art 19 ProspRL nicht nur für den Prospekt selbst, sondern auch für Dokumente, die der Prospekt in Bezug nimmt, sowie für Werbemaßnahmen und Prospektnachträge. Überdies wird die Sprachenfrage für die laufende Kapitalmarktpublizität ähnlich geregelt.

Die Prospekttrichtlinie eröffnet gem. Art 11 die Möglichkeit, auf bestimmte Dokumente außerhalb des Prospekts zu verweisen („*incorporation by reference*“).¹⁶ Ungeregt bleibt allerdings, ob diese Dokumente in der gleichen Sprache wie der Prospekt vorgehalten werden müssen. Die AusVO sieht in Art 28 Abs 2 lediglich vor, dass Referenzdokumente „nach Art 19 der Richtlinie 2003/71/EG abzufassen“ sind. Eine „gespaltene“ Sprachwahl kann dem Emittenten erhebliche Übersetzungskosten ersparen, beispielsweise wenn die Regelpublizität bisher in deutscher Sprache erfolgte, der Prospekt für eine Emission im Ausland jedoch auf Englisch verfasst werden soll. Allerdings erschwert die Zweisprachigkeit der Aufsichtsbehörde die Prüfung der Kohärenz von Prospekt- und Referenzdokumenten. Zudem verringert sich die Verständlichkeit der gemachten Angaben erheblich. Weil die AusVO den Prospekterstellern in der gleichen Vorschrift aufgibt, sich bei der Aufnahme von Angaben in Form eines Verweises zu bemühen, „den Anlegerschutz in Form von Verständlichkeit der Informationen und ihrer Zugänglichkeit nicht zu beeinträchtigen“ (Art. 28 Abs 5 AusVO), dürfte eine gespaltene Sprachwahl nur in begründeten Ausnahmefällen zulässig sein.¹⁷

⁸ Ausführlich zu Komplexität und Kosten von Prospektübersetzungen (auch aufgrund Haftungsrisiken): *Crüwell*, AG 2003, 243, 248.

⁹ Regelmäßig die Landessprache. vgl. *DAI/BDI*, Stellungnahme zu dem Diskussionsentwurf eines Prospekttrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 3.1.2005 (abrufbar unter www.dai.de), S. 16.

¹⁰ Näher zu diesem Begriff sogleich unter cc).

¹¹ Ein erleichtertes Regime gilt, wenn sich die Emission an große, meist institutionelle Investoren richtet, vgl. Art 19 Abs. 4 ProspRL. Ausführlichere Darstellungen aller Fallgruppen bei *Crüwell*, AG 2003, 243, 248 f.; *Weber*, NZG 2004, 360, 364.

¹² Vgl. Erwägungsgrund 35 ProspRL sowie übereinstimmend *Crüwell*, AG 2003, 243, 248; *von Ilberg/Neises*, WM 2002, 635, 639; *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 508.

¹³ *Holzborn/Israel*, ZIP 2005, 1668, 1673; *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1070 f.; *von Kopp-Colomb/Lenz*, AG 2002, 24, 28 („derzeit nur Englisch“); etwas vorsichtiger: *Crüwell*, AG 2003, 243, 248 (Fn 39: „grundsätzlich Englisch“); *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 508 („i.d.R. Englisch“). Allgemein zur Herausbildung des Englischen als „internationally accepted business language“: *Wymeersch*, (2003) *Journal of Corporate Law Studies* 283, 288.

¹⁴ In diese Richtung offenbar: *Crüwell*, AG 2003, 243, 248 Fn. 39, der die Formulierung mit der früheren Fassung des § 15 Abs. 1 Satz 2 bzw. Abs. 3 Satz 2 VerkProspG („in einer Sprache abgefasst“, die im Inland auf dem Gebiet des grenzüberschreitenden Wertpapierhandels nicht unüblich ist“) gleichsetzt. Zu dieser Regelung vgl. bereits bei Fn 4.

¹⁵ So die Auskunft eines Mitarbeiters der GD Binnenmarkt in einer E-Mail vom 5.4.2006.

¹⁶ Etwa auf Jahres- und Zwischenberichte, Prüfberichte oder Gründungs- bzw. Umwandlungsurkunden; detaillierte Aufzählung in Art. 28 Abs. 1 AusVO; vgl. außerdem: *Holzborn/Schwarz-Gondek*, BKR 2003, 927, 932; *Weber*, NZG 2004, 360, 363.

¹⁷ Noch strenger *Weber*, NZG 2004, 360, 363 („gleichsprachige Dokumente“); *Holzborn/Schwarz-Gondek*, BKR 2003, 927, 932; ebenso die Vorgabe in Punkt 98 und 104 des im Juli 2003 vom Committee of European Securities Regulators vorgelegten Ratschlags: CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the Prospectus Directive. Ref. CESR/03-208, abrufbar unter www.europecesco.org.

Vergleichbare Probleme werfen *Prospektnachträge und Werbeanzeigen* auf Prospektnachträge müssen zwingend in der Sprache des Prospekts verfasst sein. Denn für den Spezialfall der Zusammenfassung, die in mehreren Sprachen vorliegen kann, fordert die Richtlinie explizit entsprechende Ergänzungen in allen Sprachfassungen („Zusammenfassung und etwaige Übersetzungen“, vgl. Art 16 Abs 1 Satz 3 ProspRL). Der Richtliniengeber ging insofern vom sprachlichen Gleichlauf von Prospekt und Nachträgen aus. Etwas anderes dürfte für Werbemaßnahmen gelten, obwohl sich auch diese auf den Prospekt beziehen und die Richtlinie das Erfordernis der Konsistenz mit den Prospektangaben betont (Art 15 Abs 3 Satz 2 und Abs 4 ProspRL). Werbemaßnahmen werden jedoch in den Medien des Aufnahmemitgliedstaates verbreitet und richten sich unmittelbar an die Anleger. Emittenten müssen „deren Sprache sprechen“ dürfen, auch wenn der Prospekt in einer anderen Sprache verfasst wurde. Für die Aufsichtsbehörde des Herkunftsmitgliedstaates, die unter anderem die Übereinstimmung von Werbung und Prospektangaben zu überprüfen hat (Art 15 Abs 6 ProspRL), kann diese Mehrsprachigkeit allerdings erheblichen Übersetzungsaufwand bedeuten.

Die Sprachenfrage stellt sich schließlich gleichermaßen im Rahmen der *laufenden Kapitalmarktpublizität*¹⁸, also bei Regelpublizität (Jahres- und Halbjahresberichte sowie Zwischenmitteilungen, Art 4-6 TranspRL), Beteiligungspublizität (Art 9-16 TranspRL) und Ad-hoc-Publizität (Art 6 MarktmissbrauchsRL)¹⁹. Art 20 TranspRL statuiert eine einheitliche Regelung für alle „vorgeschriebenen“ Informationen (also gem. Art 2 Abs 1 lit k TranspRL auch für die Ad-hoc-Publizität). Abgesehen von einzelnen, eher formalen Abweichungen entspricht das Regime der Lösung der Prospektrichtlinie, indem es die gleichen Fallgruppen unterscheidet und die gleichen Spracherfordernisse und Wahlrechte vorsieht. Die Regelung führt jedoch zu einem „doppelten Wahlrecht“, weil die Sprachwahl für Emissions- und laufende Publizität nicht einheitlich auszufallen braucht: Ein ausländischer Emittent, dessen Papiere (ausschließlich) in Deutschland zugelassen sind, kann also beispielsweise den Prospekt auf Englisch verfassen, die vorgeschriebenen Informationen der laufenden Publizität hingegen auf Deutsch. Art 20 Abs 7 TranspRL spricht schließlich das prozessuale Kernproblem der Sprachenregelung an, nämlich die Frage, wer in gerichtlichen Auseinandersetzungen die Kosten für Übersetzungen streitgegenständlicher Kapitalmarktinformationen zu tragen hat. Allerdings enthält sich (auch) die Transparenzrichtlinie einer Antwort und überlässt diese Kostenverteilung stattdessen explizit den mitgliedstaatlichen Prozessrechten (bloßer Regelauftrag an die Mitgliedstaaten).

II. Umsetzung der Sprachregelung im deutschen Wertpapierprospektgesetz

Nach § 17 Abs 3 WpPG ist ein von der zuständigen Behörde eines anderen EWR-Staates gebilligter Prospekt in der Bundesrepublik Deutschland ohne zusätzliches Billigungsverfahren gültig. Die Sprachenregelung der Richtlinie ist in § 19 WpPG umgesetzt.

1. Aufbau und Inhalt im Überblick

Der Aufbau des § 19 WpPG entspricht im Wesentlichen der gemeinschaftsrechtlichen Vorgabe des Art

19 ProspRL²⁰. Die ersten drei Absätze regeln die drei von der Richtlinie vorgegebenen Fallgruppen, der letzte Absatz das erleichterte Regime bei hoher Mindeststückelung nach dem Vorbild des Art 19 Abs 4 ProspRL. Lediglich § 19 Abs 4 WpPG fällt systematisch aus der Reihe. Die Norm verlangt von ausländischen Emittenten, deren Wertpapiere in Deutschland öffentlich angeboten oder zugelassen werden sollen, eine deutsche Prospektzusammenfassung umzusetzen und ausgefüllt werden mithin die beiden Ermächtigungsnormen in Art 19 Abs 2 UAbs 1 S 2 und Abs 3 Satz 2 ProspRL²¹. Abgesehen vom unterschiedlichen systematischen Aufbau divergiert § 19 WpPG inhaltlich nicht von der Richtlinienvorgabe, sondern reproduziert weitgehend buchstabengetreu deren Wortlaut. In zwei Punkten konkretisiert der deutsche Regelgeber bestimmungsgemäß die Richtlinienvorgabe. Zum einen nutzt er das von der Richtlinie zweifach eröffnete Wahlrecht und fordert in § 19 Abs 4 WpPG von ausländischen Emittenten kategorisch eine deutsche Prospektzusammenfassung²². Zum anderen wird weitgehend gesetzlich fixiert, welche Sprachen hierzulande als „von den zuständigen Behörden anerkannt“ gelten. Obwohl die Richtlinie diesen Begriff der anerkannten Sprache einheitlich verwendet, entschied sich der deutsche Gesetzgeber für eine gespaltene Definition: Die Sprachanerkennung unterscheidet sich je nach Fallgruppe

2. Gespaltene Sprachanerkennung

Die Frage, welche Sprachen in Deutschland Anerkennung finden sollten, war im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens heftig umstritten²³. Spielraum bestand ohnehin nur, soweit die Richtlinie (wahlweise) die Abfassung „in einer von der zuständigen Behörde [des Herkunfts- bzw. Aufnahmemitgliedstaates] anerkannten Sprache“ vorsieht. Für diese Fälle hatte der deutsche Gesetzgeber zu klären, ob ausschließlich deutschsprachige oder – insoweit ohne zwingende europäische Vorgabe – auch fremdsprachige Prospekte anerkannt werden²⁴. Bei reinen Inlandsfällen (Herkunftsstaat und öffentliches Angebot bzw. Zulassung ausschließlich in Deutschland, § 19 Abs 1 WpPG) erkennt er die deutsche Sprache pauschal an, ermächtigt jedoch die BaFin, in eng definierten Ausnahmefällen Prospekte in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache zu gestatten²⁵. Dies setzt allerdings voraus, dass im konkreten Einzelfall „unter Berücksichtigung der Art der Wertpapiere eine ausreichende Information des Pu-

¹⁸ Rechtsgrundlagen: Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (TranspRL), ABl. 2004 L 390/38 sowie Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (MarktmissbrauchsRL), ABl. 2003 L 96/16.

¹⁹ Ausführlich zu allen Formen gemeinschaftsrechtlich vorgeschriebener Sekundärmarktpublizität: Grundmann, Europäisches Gesellschaftsrecht, a. a. O. (Fn. 7), Rdn. 701-735.

²⁰ Zur Systematik auch Kullmann/Sester, WM 2005, 1068, 1070 f.; Holzborn/Israel, ZIP 2005, 1668, 1673; vgl. außerdem Grub/Thiem, NZG 2005, 750, 751.

²¹ Groß, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2006, § 19 WpPG Rdn. 9.

²² Vgl. § 19 Abs. 1 Satz 2, Abs. 3 Satz 2, Abs. 4 Satz 2 WpPG.

²³ Groß, a. a. O. (Fn. 21), § 19 WpPG Rdn. 1 („wohl am stärksten umstritten“); vgl. außerdem noch Nachweise Fn. 28.

²⁴ Die Richtlinie spricht zwar von Anerkennung durch mitgliedstaatliche Behörden, was jedoch einer „Ermessensreduzierung“ auf eine einzige Sprache durch den nationalen Gesetzgeber nicht ausschließen dürfte.

²⁵ Der deutsche Gesetzgeber hatte ausschließlich Englisch im Sinn: Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks 15/5373, S. 50: „Eine in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache ist die englische Sprache.“

blikums gewährleistet erscheint“²⁶ Ohne gesetzliche Eingrenzung kann die BaFin andererseits über die anzuerkennende Sprache entscheiden, wenn Wertpapiere ausländischer Emittenten im Inland öffentlich angeboten bzw zugelassen werden sollen (§ 19 Abs 4 Satz 1 Alt 1 WpPG) oder wenn deutsche Emittenten ein öffentliches Angebot bzw eine Zulassung ausschließlich im Ausland beabsichtigen (§ 19 Abs 2 Satz 2 WpPG). Die Sprachanerkennung hat in diesen beiden Fallgruppen allerdings keine allzu große Bedeutung, weil der Emittent in beiden Fällen aufgrund der zwingenden Richtlinienvorgabe alternativ ohnehin eine in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache wählen kann und zur Vermeidung von Übersetzungskosten regelmäßig auch wählen wird.²⁷ In der umgekehrten Konstellation (Herkunftsstaat Deutschland; öffentliches Angebot bzw Zulassung sowohl in Deutschland als auch im Ausland, § 19 Abs 3 Satz 1 WpPG) beantwortet der deutsche Gesetzgeber die Sprachenfrage andererseits letztgültig – und großzügig: Der Prospekt darf in diesem Fall wahlweise auf Deutsch oder in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache verfasst werden (mit deutscher Zusammenfassung). Aufgrund des bewussten sprachlichen Gleichlaufs mit dem Richtlinienwortlaut ist insoweit jede Sprache anzuerkennen, die sich unter den gemeinschaftsrechtlich geprägten Begriff subsumieren lässt.

Die Abstufung in § 19 WpPG wurde bisher vor allem rechtspolitisch kritisiert, weil sie inländische Emissionen deutscher Emittenten gegenüber den anderen Fallgruppen diskriminiert.²⁸ Europarechtlich ist problematisch, dass ein Begriff, den die Richtlinie einheitlich verwendet („anerkannte Sprache“), für verschiedene Konstellationen unterschiedlich und teils einzelfallbezogen gesetzlich definiert wird. Der Richtlinienwortlaut der „anerkannten Sprache“ steht für eine gewisse Einheitlichkeit und Dauerhaftigkeit der Sprachanerkennung, ähnlich den Begriffen Landes- oder Amtssprache. Selbst wenn die Differenzierung in concreto ausschließlich eine grundfreiheitendogmatisch unproblematische Diskriminierung reiner Inlandsfälle zur Folge hat,²⁹ ist zweifelhaft, ob der Richtliniengeber den Mitgliedstaaten neben der Kompetenz zur Sprachanerkennung auch die Möglichkeit zu entsprechenden Differenzierungen einräumen wollte.

3. Unzulässigkeit mehrsprachiger Prospekte

Hiervon ist die Frage zu unterscheiden, ob einzelne Prospekte in unterschiedlichen oder in mehreren Sprachen verfasst sein dürfen. Eine Abfassung in unterschiedlichen Sprachen will die BaFin erlauben, wenn (1) eine Kohärenzprüfung möglich bleibt, (2) der Prospekt lesbar und verständlich ist, und (3) die Sprachunterschiede auf klar abgrenzbare Teile des Prospekts beschränkt sind (etwa Finanzteil oder Emissionsbedingungen).³⁰ Ein vollständig zweisprachiger Prospekt gilt hingegen als unzulässig und wird von der Aufsichtsbehörde wie zwei Prospekte behandelt. Eine unverbindliche Übersetzung darf dem Prospekt nach Aufsichtspraxis nur beigefügt werden, wenn sie deutlich getrennt und mit ausdrücklichem Hinweis auf die Unverbindlichkeit erscheint.³¹ Der Standpunkt der BaFin erscheint europarechtlich in allen Punkten unproblematisch, weil die Richtlinie insoweit keine Stellung nimmt, aber zumindest ebenfalls von der einen Prospektsprache spricht. Allerdings entspricht die Handhabung deutlich stärker den Interessen der Aufsichtsbehörde, die sich

bei der Prüfung auf eine Sprache konzentrieren kann, als jenen der (Klein-)Anleger, denen Ausführungen in einer zweiten Sprache, insbesondere auf Deutsch, häufig weiterhelfen würden.

4. Durchsetzungsfragen

Die Effektivität des Sprachregimes steht und fällt mit seiner Durchsetzbarkeit. Die Durchsetzungsbefugnisse der BaFin unterscheiden sich nach dem jeweiligen Herkunftsland. Denn nur Prospekte deutscher Emittenten bedürfen einer Billigung der BaFin (vgl. § 17 Abs 3 WpPG und Art 13 bzw 17 ProspRL). Diese kann versagt werden, wenn der Prospekt der Sprachenregelung des § 19 WpPG nicht genügt. Dann muss die BaFin außerdem das öffentliche Angebot gem § 21 Abs 4 Satz 1 WpPG explizit untersagen.³²

Probleme bereiten andererseits Prospekte ausländischer Emittenten, die von Aufsichtsbehörden im Herkunftsmitgliedstaat gebilligt wurden, aber gegen die Sprachenregelung in § 19 Abs 4 oder 5 WpPG verstoßen. Weil die Sprachregelungen in allen Mitgliedstaaten auf der Richtlinienvorgabe beruhen, kommt ein solcher Verstoß grundsätzlich nur in Betracht, wenn Behörden (oder Gesetzgeber) im Herkunftsstaat Fehler machen – oder den gemeinschaftsrechtlich geprägten Begriff der „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ anders interpretieren als die deutschen Rechtsanwender. So stellt sich beispielsweise die Frage nach möglichen Eingriffsbefugnissen, wenn die luxemburgische Aufsichtsbehörde einen französischsprachigen Prospekt für ein öffentliches Angebot in Deutschland geprüft und gebilligt hat, die BaFin Französisch jedoch nicht als „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlich“ akzeptieren will. Sie wird zunächst die Möglichkeit einer grenzüberschreitenden Zusammenarbeit mit der luxemburgischen Aufsichtsbehörde gem § 23 WpPG ausnutzen und eine einvernehmliche Lösung suchen. § 21 Abs 4 Satz 1 WpPG gibt ihr allerdings auch in diesem Fall die Möglichkeit, das öffentliche Angebot zu untersagen. Korrespondierend sieht § 17 Abs 3 WpPG a E vor, dass

²⁶ Nur in engen Ausnahmefällen, etwa wenn sich ein öffentliches Angebot ausschließlich an ausgewählte institutionelle Investoren richtet; vgl. Regierungsbegründung, BT-Drucks 15/4999, 25, 37; ebenso: *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1071. Kritisch *Holzborn/Israel*, ZIP 2005, 1668, 1673 (in diesem Fall schon keine Prospektspflicht).

²⁷ Dazu bereits oben unter II 1.b)cc). Andernfalls stellt sich die Frage, ob der Prospekt zusätzlich in Deutsch oder in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache (mit deutscher Zusammenfassung) erstellt werden kann (so der deutsche Gesetzeswortlaut) oder muss (so die Richtlinienvorgabe); dazu näher: *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1071.

²⁸ Befürchtet werden Umgehungen, indem etwa ausländische Tochtergesellschaften als Emittenten zwischengeschaltet werden; *DAI/BDI*, Stellungnahme zu dem Diskussionsentwurf eines Prospekttrichlinie-Umsetzungsgesetzes, a a O (Fn 9), S. 15 f.; *ZKA*, Stellungnahme zum Diskussionsentwurf vom Januar 2005 (abrufbar unter www.zentraler-kredit-ausschuss.de), S. 5 f.; zurückhaltender: *Deutsche Bundesbank*, Stellungnahme zum Regierungsentwurf vom 6.4.2005 (abrufbar unter www.bundestag.de/ausschuesse/archiv15/a07/protokolle/Anhoerungsprotokolle_13/Stellungnahmen), S. 4 („insbesondere wenn das öffentliche Angebot bzw. die Zulassung zum Handel nicht nur in Deutschland erfolgen soll“). Vgl. außerdem *Ferran*, Building an EU Securities Market, 2004, S. 203.

²⁹ Zur Inländerdiskriminierung vor allem *Epiney*, Umgekehrte Diskriminierungen, 1995, bes. S. 89-338; *Fastenrath*, JZ 1987, 170; *König*, AGR 1993, 591; a.A. (teils de lege ferenda): *Behrens*, EuR 1992, 145, 160 ff.; *Reich*, EuZW 1991, 203, 204 f.; *Bleckmann*, RIW 1985, 917.

³⁰ So *Glomb-Schmidt/von Rintelen* auf einem Workshop der BaFin unter dem Titel „Ausgewählte Rechtsfragen und neue Tendenzen in der Verwaltungspraxis“, S. 21 des Foliensatzes (abrufbar unter http://www.ba-fin.de/verkaufsprospekte/workshop_wppg_recht.pdf).

³¹ *Glomb-Schmidt/von Rintelen*, a a O. (Fn. 30), S. 22.

³² Näher zur Untersagungsbefugnis: *Groß*, a a O. (Fn. 21), § 21 WpPG Rdn 7.

die Gültigkeit im Herkunftsstaat gebilligter Prospekte davon abhängt, ob „die Sprache des Prospekts die Anforderungen des § 19 Abs 4 und 5 erfüllt“ Der Untersagungsbefugnis fehlt insoweit allerdings jede gemeinschaftsrechtliche Grundlage Denn Art 17 Abs 1 ProspRL macht die gemeinschaftsweite Geltung gebilligter Prospekte ausschließlich von der ordnungsgemäßen Notifizierung der Behörde im Aufnahmezustand gem Art 18 ProspRL abhängig³³ Bei Verstößen sieht Art 23 ProspRL hingegen ein zweistufiges Verfahren von Vorsichtsmaßnahmen vor, das sich durch gegenseitige Information und Kooperation der beiden Aufsichtsbehörden und vor allem durch vorrangige Eingriffsbefugnisse der Behörde im Herkunftsstaat auszeichnet Soweit die deutschen Regeln dieses Rangverhältnis aushebeln, verstoßen sie gegen die Richtlinienvorgabe Bei gemeinschaftsrechtskonformer Auslegung beschränkt sich die Eingriffsmöglichkeit der BaFin deshalb auf Vorsichtsmaßnahmen nach Maßgabe des § 24 WpPG³⁴

C. Sprachenregelung und Anlegerschutz

I. Praktische Probleme der Rechtsverfolgung

Die Übersetzung des Emissionsprospekts ist also jedenfalls dann nicht mehr zwingend erforderlich, wenn ein Wertpapier in anderen Mitgliedstaaten als dem Herkunftsmitgliedstaat öffentlich angeboten oder dort die Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt beantragt wird Der Prospekt kann stattdessen entweder in einer von der zuständigen Behörde des Aufnahmemitgliedstaates anerkannten oder in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache erstellt werden Dies kann allerdings zu praktischen Schwierigkeiten insbesondere für Kleinanleger führen, die folgender Beispielfall illustriert: Ein Emittent mit Sitz in Frankreich vertritt ein Zertifikat an deutsche Kleinanleger; die Mindestbeteiligungssumme beträgt 1000 €³⁵ Der Prospekt umfasst ca 220 Seiten und ist zwiespaltig in Englisch und Französisch verfasst Teilweise ist der Prospekt auch ganzseitig in Französisch oder Englisch gehalten In der 15-seitigen deutschsprachigen Zusammenfassung, die nur allgemeine Risikohinweise enthält, erfährt der Anleger unter anderem, dass er gezwungen sein kann, den Prospekt übersetzen zu lassen, dass für Rechtsstreitigkeiten französisches Recht Anwendung findet und ein Gerichtsstand in Paris besteht

1. Unverständlichkeit und Aufwand der Rechtsverfolgung

Der beispielhafte Prospekt des französischen Emittenten richtet sich an deutsche Kleinanleger (Verbraucher)³⁶ Kaum ein Anleger wird in der Lage sein, den ausführlichen Prospekt inhaltlich zu erfassen Um nachträglich beurteilen zu können, ob der Prospekt inhaltlich vollständig oder fehlerhaft ist, müssen geschädigte Anleger jedoch eine vollständige Übersetzung veranlassen Im Falle eines Zivilprozesses vor einem deutschen Gericht müsste in der Klageschrift entsprechend zum Inhalt des Prospektes vorgetragen und dieser in Übersetzung für das deutsche Gericht vorgelegt werden³⁷ Die Übersetzungskosten belaufen sich auf mindestens einen fünfstelligen Eurobetrag Wenn die Gegenseite die Richtigkeit der Übersetzung bestreitet,

muss das Gericht eine eigene Übersetzung einholen Zur Erinnerung: Die Mindestzeichnungssumme beträgt 1000 €

2. Nachteilige Rechtswahl

Für Rechtsstreitigkeiten ist in dem Beispielsprospekt die Anwendung französischen Rechts vorgesehen Nach der kostspieligen Übersetzung ist der Anspruchsinhaber aufgefordert, die Richtigkeit und Vollständigkeit des Prospektes unter Anwendung französischen Rechts zu prüfen Dies wirft die Frage auf, ob die Rechtswahl unwirksam und zwingend deutsches Recht als dem Wohnsitzrecht des Verbrauchers anwendbar ist Die Wirksamkeit der Rechtswahlklausel bestimmt sich allerdings nicht nach deutschem, sondern gemäß Artikel 31 Abs 1 EGBGB nach dem Recht, das anzuwenden wäre, wenn der Vertrag oder die Bestimmung wirksam wäre (Im Musterfall also nach französischem Recht) Der Anleger muss zumindest eine Vorabprüfung nach französischem Recht vornehmen lassen Er wird deshalb in Frankreich einen Rechtsanwalt mandattieren müssen, der sich mit ihm verständigen kann und zudem im Kapitalanlagenrecht versiert ist – ein aufwendiges Unterfangen Der Anwendung französischen Rechts könnten jedoch Art 6 bzw Art 34 EGBGB generell entgegen stehen Ein international zwingender Charakter wird der Prospekthaftung allerdings überwiegend abgesprochen, wenn auch mit unterschiedlicher Begründung^{37a} Die Rechtswahl könnte indes nach Artikel 29 Abs 1 EGBGB unwirksam sein, wenn sie dazu führt, dass dem Anleger der durch zwingende Bestimmungen des deutschen Rechts gewährte Schutz entzogen wird Zu diesen Bestimmungen gehören alle nicht abdingbaren Vorschriften, die geeignet und dazu bestimmt sind, einem Vertragspartner Schutz gegenüber dem Anderen zu gewähren³⁸ Artikel 29 Abs 1 EGBGB gilt indes nur für Verträge über die Lieferung beweglicher Sachen oder die Erbringung von Dienstleistungen, nicht jedoch für die Lieferung von Wertpapieren³⁹ Selbst wenn man die Ansicht vertritt, dass der Emittent auch Dienstleistungen (Beratung, Vermögensanlage) erbringt⁴⁰, würden diese Dienstleistungen möglicherweise in einem anderen Staate erbracht werden, als der, in dem der Verbraucher seinen gewöhnlichen Aufenthalt hat Die Anwendung französischen Rechts führt im Übrigen nicht dazu, dass zwingende Verbrau-

³³ Zum sog Europäischen Pass vgl bereits unter II 1 a)

³⁴ Groß, a.a.O (Fn 21), § 24 WpPG Rdn 1 f

³⁵ Der Beispielfall ist nicht fiktiv, sondern aktuell am Markt Es handelt sich um eine Gesellschaft in der Rechtsform der S A

³⁶ Zur Qualifikation (bestimmter) Kapitalanleger als Verbraucher vgl nur Armbrüster, ZIP 2006, 406; Wagner, BKR 2003, 649

³⁷ Zum notwendigen Inhalt eines Schriftsatzes bzw. einer Klageschrift: Zöller, Zivilprozessordnung, 25. Aufl. 2005, § 130 Rdn. 2 (Ein substantiellierter Sachvortrag ist erforderlich; „dem Gericht ist es nicht zumutbar, sich ‚das Passende‘ aus den umfangreichen Anlagen selbst herauszusuchen“)

^{37a} Näher: Kuntz, WM 2007, 432, 438 f; Floer, Internationale Reichweite der Prospekthaftung, 2002, S 135; Schneider, Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und Internationales Privatrecht, 1998, S 254; Marikowski, In: Reithmann/Martiny, Internationales Vertragsrecht, 6. Aufl. 2004, Rdn 1301; a. A. Kiel, Internationales Kapitalanlegerschutzrecht, 1994, S. 245 f

³⁸ MünchKomm/Martiny, BGB, 4. Aufl. 2006, Art. 29 EGBGB Rdn 2: Verbraucherschutz in der anderen Rechtsordnung kann auch schwächer ausgestaltet sein

³⁹ BGHZ 123, 380, 387 = WM 1994, 14 = WuB IV E. Art. 29 EGBGB 194 Thode = NJW 1994, 262; anders jedoch für frühere Börsentermingeschäfte OLG Düsseldorf IPR Z 1995 Nr 145 = IPrax 1997, 115; keine Analogie: BGHZ 135, 124 Vgl außerdem die enge Auslegung in BGH WM 2006, 373, 374 (keine Anwendung auf Verbraucherkredite)

⁴⁰ BGH WM 2005, 423; MünchKomm/Martiny, a.a.O (Fn 38), Art. 29 EGBGB Rdn 18; Soergel/von Hoffmann, BGB, 12. Aufl. 1996, Art. 29 EGBGB Rdn 26 (zu örtlichen Bank- und Brokerdienstleistungen)

cherschutzvorschriften ausgeschaltet werden⁴¹. Denn auch französisches Recht gewährt dem Anleger grundsätzlich Prospekthaftungsansprüche bei Wertpapierkäufen. Nach herrschender Meinung erfolgt keine starre Anknüpfung an den Aufenthaltsstaat; die Rechtswahl ist nicht unwirksam. Vielmehr bestimmt das Recht im Aufenthaltsstaat des Verbrauchers nur das Minimum an zu gewährendem Schutz⁴². Der Verbraucher bleibt allerdings mit der Ermittlung des ihm möglicherweise unbekannt (französischen) Rechts belastet⁴³. In jedem Fall drohen dem (Klein-)Anleger schwierige Rechtsfragen mit unverhältnismäßigem Aufwand.

3. Nachteilige Gerichtsstandsvereinbarung

Soweit die materiellrechtliche Prüfung (bei Anwendbarkeit deutschen oder französischen Rechts) ergibt, dass die Risikohinweise nicht dem geltenden Prospektrecht entsprechen, ist der Weg frei für eine entsprechende Prospekthaftungsklage. Allerdings findet der Anleger in dem Prospekt eine Gerichtsstandsklausel, wonach die Gerichte des Bezirks Paris für Rechtsstreitigkeiten zuständig sind. Eine Vereinbarung über den Gerichtsstand ist nach Artikel 17 EUGVVO grundsätzlich möglich⁴⁴, aber nur wirksam, wenn sie nach Entstehen der Streitigkeit getroffen wird oder dem Verbraucher die Befugnis einräumt, andere als die Verbrauchergerichtsstände anzurufen (wenn sie die Klagemöglichkeiten des Verbrauchers erweitert). Beides ist im Beispielfall nicht der Fall. Die Zuständigkeit bestimmt sich daher nach Artikel 15 f. EUGVVO, die eine Klageerhebung im Hoheitsgebiet des Wohnsitzes des Verbrauchers erlauben, sofern die Tätigkeit des Vertragspartners auf den Mitgliedstaat des Verbrauchers ausgerichtet ist. Hiervon ist auszugehen, da der Beispielsprospekt zur Verwendung in Deutschland bei der BaFin notifiziert wurde⁴⁵.

In der Praxis werden die Umstände, die zu einem inländischen Gerichtsstand und Anwendung deutschen Rechts führen, erfahrungsgemäß vehement bestritten. Dabei wird in Abrede gestellt, dass der Anleger Verbraucher ist oder dass die Tätigkeit des Anbieters auf den inländischen Markt ausgerichtet ist. Auch bei den Gerichten ist eine starke Tendenz vorhanden, ihre Zuständigkeit zu verneinen⁴⁶. Selbst wenn der Anleger im Musterfall eine deutsche Gerichtsbarkeit begründen kann, ist der Rechtsstreit nach französischem Recht zu entscheiden. Ungeklärt bleibt auch das Problem der Übersetzung des Prospektes. Wenn die Beklagte die Richtigkeit der Übersetzung bestreitet, muss sogar ein bei Gericht vereidigter Übersetzer beauftragt werden⁴⁷.

4. Rechtsvielfalt bei der Prospekthaftung

Der Emittent im EWR kann einen einheitlichen Prospekt in jedem Mitgliedstaat verwenden, ohne dass die mitgliedstaatlichen Regelungen zur Haftung von Prospekt herausgebern, Garanten und anderen Verantwortlichen harmonisiert wären. Die Prospekttrichlinie sieht in ihrem Artikel 6 lediglich vor, dass zumindest bestimmte Prospektverantwortliche nach den mitgliedstaatlichen Rechten haften müssen. Indes divergieren die mitgliedstaatlichen Regeln zu Anspruchsumfang, Kausalität, Ausschlussfristen und Verjährung. Nach deutschem Recht haften die Verantwortlichen nach den Grundsätzen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung und nach den entsprechenden Vorschriften des

Wertpapierprospektgesetzes, des Verkaufsprospektgesetzes und des Börsengesetzes. Der Erwerber der Wertpapiere kann die Übernahme der Wertpapiere gegen Erstattung des Erwerbspreises, soweit dieser den ersten Ausgabepreis der Wertpapiere nicht überschreitet, verlangen, sofern das Erwerbsgeschäft nach Veröffentlichung des Prospektes und innerhalb von sechs Monaten nach erstmaliger Einführung der Wertpapiere abgeschlossen wurde. Ansprüche verjähren innerhalb eines Jahres seit dem Zeitpunkt, zu dem der Erwerber von der Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Prospektangaben Kenntnis erlangt hat, spätestens jedoch in drei Jahren seit der Veröffentlichung des Prospektes. In den anderen Mitgliedstaaten gelten völlig andere Regelungen: In Dänemark bestehen beispielsweise keine Spezialvorschriften zur Prospekthaftung. Der Erwerb aufgrund eines fehlerhaften Prospektes genügt noch nicht für eine Haftung bzw. Rückabwicklung, erforderlich ist ein schuldhaftes Handeln⁴⁸. Auch in Frankreich bestehen keine spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlagen, sondern gelten die allgemeinen vertraglichen oder deliktischen Haftungsregeln. Nicht in allen Mitgliedstaaten kann gegen die Gesellschaft (Emittent) vorgegangen werden (Prinzip der Kapitalerhaltung; Gläubigerschutz, z. B. in Schweden). In Portugal beispielsweise besteht eine ausdrückliche, gesetzlich geregelte Haftung der Organmitglieder sowie der Wirtschaftsprüfer gegenüber den Anlegern⁴⁹; ganz anders in Griechenland, wo die im Prospekt erwähnten Geschäftsführer, Berater und Wirtschaftsprüfer nicht persönlich haften. In Portugal verjähren Prospekthaftungsansprüche bereits innerhalb von 6 Monaten nach Kenntnis. Teilweise gibt es in den Mitgliedstaaten eine Art Muster-(Popular-)klage, in anderen nicht⁵⁰. Die Erstattung von Anwalts- und Gerichtskosten im Falle eines Gerichtsurteils ist ebenfalls unterschiedlich geregelt⁵¹. Auch die Möglichkeit einer rangwahrenden Sicherung von Schadensersatzansprüchen im Wege des Arrestes (§§ 917 ff. ZPO) besteht zwar in Deutschland, aber in kaum einem anderen Mitgliedstaat⁵².

II. Effektivität des Anleger- bzw. Verbraucherschutzes

Die Einführung des Europäischen Passes und die neue Sprachregelung macht es demnach (Klein-)Anle-

⁴¹ Sog. Günstigkeitsprinzip, vgl. dazu etwa MünchKomm/Martiny, a. a. O. (Fn. 38), Art. 29 EGBGB Rdn. 59-61. Den Maßstab liefert die Rechtsordnung, welche aufgrund objektiver Anknüpfung gelten würde. Sie setzt sich freilich nur durch, wenn sie den Verbraucher besser schützt.

⁴² MünchKomm/Martiny, a. a. O. (Fn. 38), Art. 29 EGBGB Rdn. 59.

⁴³ In diese Richtung wohl MünchKomm/Martiny, a. a. O. (Fn. 38), Art. 29 EGBGB Rdn. 60.

⁴⁴ Verordnung (EG) Nr. 44/2001 des Rates vom 22.12.2001 über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen. ABI 2001 L 12/1.

⁴⁵ Art. 19 ProspRL, vgl. oben unter II.1.a.

⁴⁶ Vgl. Möslein, GPR 2004, 59, 63-65, bes. Fn. 70 f.

⁴⁷ Für ein gerichtlich einzuholendes Gutachten muss in der Regel der beweispflichtige Kläger die dafür erforderlichen Kosten als Vorschuss erbringen; siehe §§ 379, 402 ZPO.

⁴⁸ Krüger Andersen, in: Hopf/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung in der EU, 2005, S. 401, 408.

⁴⁹ Böckel/Grünwald, in: Hopf/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung in der EU, 2005, S. 897, 907.

⁵⁰ In Deutschland: Kapitalanlegermusterverfahrensgesetz, das aber auf bestimmte Anwendungsfälle beschränkt ist, näher etwa: Feuschle, WM 2004, 966; ders., NZG 2004, 590.

⁵¹ Nach deutschem Recht muss gem. § 91 ZPO die unterliegende Partei die Kosten des Rechtsstreits tragen.

⁵² In Großbritannien etwa kann nur mit einer Art einstweiliger Verfügung ein Vermögenswert blockiert, nicht jedoch rangwirkend gepfändet werden. Unter Umständen kann jedoch die deutsche Wirkung eines Arrestbefehls auch im Ausland anerkannt werden. Siehe hierzu Fohrer/Mattil, WM 2002, 840.

gern schwer, ihre Ansprüche geltend zu machen. Nach Artikel 3 Abs. 1 lit. t) EGV ist der europäische Gesetzgeber beim Erlass von Richtlinien und Verordnungen (Sekundärrecht) gehalten, den Gedanken des Verbraucherschutzes zu berücksichtigen. Auch Artikel 153 EGV verpflichtet die Gemeinschaftsorgane, die Verbraucherschutzforderungen in die Abwägung mit anderen betroffenen Belangen einzustellen und ausreichend zu berücksichtigen. Man mag sich fragen, ob eine solche Abwägung zwischen den Belangen von Verbrauchern (Anlegern) und Anbietern von Wertpapieren vor Erlass der Prospekttrichtlinie tatsächlich stattgefunden hat. Die Bürde der Übersetzung von Prospekten im Prozess hätte (wie bei Investmentfonds)⁵³ dem wirtschaftlich stärkeren Emittenten aufgegeben werden können, der umgekehrt davon profitiert, Kleinanleger in anderen Mitgliedstaaten ansprechen zu können. Allerdings steht kaum zu erwarten, dass der EuGH, der dem Richtliniengeber eine umfassende Einschätzungsprärogative zubilligt⁵⁴, die Prospekttrichtlinie auf dieser Grundlage für ungültig erklären wird.

Denkbar ist allerdings, dass der EuGH auf anderem Wege einige der drastischsten Praxisfolgen abmildert und effektivem Anlegerschutz damit ein Stück weit zur Geltung verhilft. Das entspräche der Rechtsprechung im AGB-Recht, wo der Gerichtshof bestimmte prozessuale Regelungen zu Gerichtsstandsklauseln und Abschlussfristen mit der Begründung verworfen hat, dass sie dem Verbraucher die Rechtsverfolgung allzu schwer gemacht hätten⁵⁵. Allgemeiner kommt der Rechtsgedanke der Transparenz und Verständlichkeit in der AGB-Richtlinie deutlich zum Ausdruck⁵⁶. Demnach müssen Verträge in klarer und verständlicher Sprache abgefasst sein⁵⁷. Verbraucher müssen die Möglichkeit haben, von allen Vertragsklauseln Kenntnis zu nehmen. Diese Regeln finden für Wertpapierprospekte zwar nicht unmittelbar Anwendung, bringen aber immerhin den Grundgedanken zum Ausdruck, dass

Verbraucher gemeinschaftsrechtlich vor nicht verständlichen Vereinbarungen geschützt werden.

D. Zusammenfassung

Die Prospekttrichtlinie erleichtert für Anbieter die europaweite Verwendung eines einheitlichen Prospektes. Dies kann jedoch den Anlegerschutz erheblich einschränken. Das Erfordernis der Übersetzung von Prospekten durch den Anleger und der mögliche Verweis auf eine ausländische Rechtsordnung erschwert die Rechtsverfolgung in bedenklichem Maße. Der Gesichtspunkt des Verbraucherschutzes hätte nahe gelegt, dass Prospekte zumindest im Rahmen von Rechtsstreitigkeiten auf Kosten des Emittenten in die Sprache des Aufnahme Staates übersetzt werden müssen und Gerichtsstand und Rechtsvorschriften des Verbraucherwohnsitzes Anwendung finden. Insofern findet der Verbraucherschutzgedanke in der Prospekttrichtlinie deutlich geringeren Niederschlag als in manch anderer Richtlinie. Kleinanleger müssen insofern befürchten, ihre Rechte in vielen Fällen nicht mehr mit verhältnismäßigem Aufwand durchsetzen zu können – es sei denn, der EuGH betont auch in diesem Zusammenhang die Effektivität des Verbraucherschutzes.

⁵³ Vgl. Art. 47 Abs. 2 der OGAW-Richtlinie (Fn. 2).

⁵⁴ Vgl. EuGH v. 22.5.1985, Rs. 13/83 – Parlament/Rat, Slg. 1985, 1513, Rdn. 49 sowie *Ulrow*, in: *Callies/Ruffert, EG-Vertrag*, 2. Aufl. 2002, Art. 3 Rdn. 3 f.; von *Bagandy*, in: *Grabitz/Hilf, Das Recht der Europäischen Union*, Loseblatt, Stand 12/2005, Art. 3 EGV Rdn. 4.

⁵⁵ EuGH v. 27.6.2000, verb. Rs. C-240/98 bis C-244/98 – *Océano Grupo*, Slg. 2000, I-4941 und EuGH v. 21.11.2002, Rs. C-473/00 – *Cofidis S.A.*, Slg. 2002, I-3193; ausführlicher zu diesen Urteilen etwa *Möslein, GPR* 2004, 59, bes. 60 f.

⁵⁶ Richtlinie 93/13/EWG des Rates vom 05.04.1993 über missbräuchliche Klauseln in Verbraucherverträgen, ABl. 1993 L 95/29.

⁵⁷ Das sprachliche Element gilt als zentraler Bestandteil der Verständlichkeit, aus dem ein Übersetzungserfordernis abgeleitet wird, vgl. *Reich*, in: *Horn, Die neuen AGB-Banken*, 1993, S. 40; *ders.*, *NJW* 1995, 1857, 1860 f.; *ders./Micklitz, Europäisches Verbraucherrecht*, 4. Aufl. 2003, Rdn. 13/17.

12 La langue du prospectus d'émission et la protection des investisseurs

Perspectives comparées des droits européen et allemand

Peter MATTIL, avocat, Mattil & Associés, Munich

et Dr. Florian MÖSLEIN, LL.M.
(London), Chargé
d'enseignement à la
Humboldt-Universität de Berlin

La Directive prospectus 2000/71/CE facilite à l'offreur l'utilisation d'un prospectus unique dans toute l'Union européenne. Cela peut cependant restreindre considérablement la protection des investisseurs. L'exigence d'une traduction du prospectus par l'investisseur et le renvoi possible à un système juridique étranger fragilise de manière inquiétante la reconnaissance de ses droits. La considération de la protection du consommateur aurait dû au moins conduire à imposer la traduction du prospectus à la charge de l'émetteur dans la langue de l'état d'accueil en cas d'action en justice ainsi que l'applicabilité du droit et la compétence des juridictions du domicile du consommateur. Aussi, la protection du consommateur reste largement ignorée dans la Directive prospectus alors même que d'autres directives lui accordent une grande attention. Par conséquent, les investisseurs non-professionnels doivent désormais craindre de ne plus pouvoir faire valoir leurs droits sans effort financier disproportionné. À moins que la CJCE ne rappelle également en la matière, l'effectivité de la protection du consommateur.

1 - Le 1^{er} juillet 2005, la loi allemande relative aux prospectus pour les valeurs mobilières (Wertpapierprospektgesetz, WpPG) est entrée en vigueur. Cette loi transpose la directive européenne de 2003 sur les prospectus (ci-après Directive prospectus)¹ et règle l'établissement, l'approbation et la publication de prospectus pour les valeurs mobilières faisant l'objet d'une offre au public ou admises à la négociation sur un marché organisé. Elle détermine les conditions sous lesquelles un prospectus doit être approuvé et publié, notamment les informations minimales à inclure dans le prospectus et la procédure dite de notification. Cette dernière permet d'utiliser dans tout autre État membre de l'espace économique européen (EEE) un prospectus approuvé par les autorités compétentes de l'État membre d'origine, aux fins d'une offre au public ou d'une admission à la négociation, sans recourir à une nouvelle approbation.

Un prospectus approuvé par les autorités compétentes d'un État membre de l'EEE est valable au sein de la République Fédérale d'Allemagne sans procédure d'approbation supplémentaire, pour autant que l'Autorité allemande des services financiers (Bundesans-

talt für Finanzdienstleistungen, BaFin) en ait reçu la notification par l'autorité de surveillance de l'État membre d'origine et que le prospectus ait été établi dans une langue acceptée par la BaFin ou dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale. Il en résulte que des investisseurs allemands peuvent également être confrontés à des prospectus qui ne sont pas rédigés en langue allemande et qui soumettent les litiges en cas de prospectus erroné, à un droit et à des juridictions étrangers. L'investisseur national peut ainsi se voir contraint de faire traduire des centaines de pages de prospectus et d'intenter un procès à l'étranger, d'après le droit en vigueur, afin de se prévaloir de ses droits ou même seulement d'en vérifier l'existence. Il apparaît par conséquent, que les investisseurs subissent des désavantages considérables qui tranchent singulièrement avec les allègements dont bénéficient les émetteurs de valeurs mobilières. Il nous appartiendra donc d'examiner le régime linguistique des prospectus de valeurs mobilières aux niveaux communautaire et allemand, ce qui nous permettra par la suite de mettre en exergue les problèmes auxquels la pratique sera confrontée. Il s'agira finalement d'en déduire si la directive sur les prospectus a suffisamment pris en compte le principe de l'effectivité de la protection des consommateurs.

1. Régime linguistique des droits européens et allemand

A. - Directive prospectus et règlement d'exécution

1^o Régime de la reconnaissance à la notification

2 - La mise en place du marché intérieur européen doit permettre une offre illimitée de prestations transfrontalières de services financiers. Après l'introduction du « passeport européen » pour les établissements de crédit et de placement (opération de crédit et de placement), certaines assurances et les fonds d'investissement, c'est au tour des services d'investissement dans le domaine des valeurs

1. Directive prospectus : PE et Cons. UE, dir. 2003/71/CE, 4 nov. 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE : JOUE n° L 345, 31 déc. 2003 p. 64-89. La directive et la loi allemande sur les prospectus pour les valeurs mobilières (Wertpapierprospektgesetz, WpPG) sont uniquement applicables aux valeurs mobilières, c'est-à-dire, les actions et autres titres pouvant être négociés sur le marché, et non pas à toutes possibilités de placement au sens de la loi allemande sur les prospectus de vente (Verkaufprospektgesetz), à savoir les investissements en parts sociales de GmbH (SARL), de sociétés coopératives, de participations dans les sociétés civiles (BGB-Gesellschaft), les sociétés en nom collectif (OHG), les sociétés en commandite (KG), les sociétés en participation (stille Gesellschaft). La notion de valeur mobilière est définie de manière typologique, donc, non exhaustive, dans la Directive prospectus et la directive sur les investissements financiers dans le domaine des valeurs mobilières (93/22/CE) ; la même chose vaut pour la définition dans la loi allemande sur les valeurs mobilières et dans celle sur le système de crédit (Kreditwesengesetz - KWG). Les valeurs mobilières doivent être librement négociables sur un marché indépendamment de leur matérialisation, ce qui est déterminant c'est leur fongibilité. Dans d'autres États membres, la notion de valeur mobilière est parfois définie plus largement, de manière que, de nouveaux types de valeurs mobilières puissent être introduits sur le marché et bénéficier du passeport européen.

mobilières² d'en bénéficier. Ce système du passeport européen a comme conséquence le fait que les autorisations accordées dans l'État d'origine sont en principe également valables dans les autres États membres. Une autorisation unique est donc valable sur l'ensemble du territoire communautaire.

La Directive prospectus, qui était à transposer en droit national jusqu'au 1^{er} juillet 2005, a donc élargit le passeport européen aux valeurs mobilières. Auparavant, ce domaine était soumis à un régime de reconnaissance sous lequel les prospectus qui avaient été acceptés dans les autres États de l'EEE nécessitaient une approbation en Allemagne³. Selon le droit allemand, une telle approbation présupposait la traduction des prospectus de vente en allemand ainsi que le certificat d'autorisation de l'organisme compétent de l'autre état⁴.

Désormais, la Directive prospectus n'exige plus que le dépôt du prospectus auprès de l'autorité compétente de l'État membre d'origine après son approbation et sa mise à la disposition du public avant le début de l'offre au public ou de l'admission à la négociation sur un marché réglementé. Selon l'Article 17 Directive prospectus, un prospectus approuvé dans l'État membre d'origine, ainsi que tout supplément éventuel, est valable aux fins d'une offre au public ou d'une admission à la négociation dans autant d'États membres d'accueil que souhaité, pour autant que l'autorité compétente de chaque État membre d'accueil en reçoive la notification. Les autorités compétentes des États membres d'accueil n'engagent, dès lors, plus aucune procédure d'approbation.

Ce système de la simple notification présente le risque que la disparité des réglementations au sein de l'EEE ne soit mise volon-

tairement à profit par les émetteurs pour obtenir l'approbation dans un État de l'EEE dans lequel les exigences et les normes de contrôle sont plus faibles qu'en Allemagne. Dans d'autres domaines, le législateur communautaire a prévu des dispositions permettant d'écarter les cas d'abus, la Directive prospectus ne prévoit pas de telles mesures préventives⁵. En raison de leur harmonisation à venir, les conditions formelles liées aux prospectus demeurent néanmoins incontournables (plus particulièrement en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnelles⁶.

2° Régime linguistique (Directive prospectus, art. 19)

3 - La Directive prospectus modifie fondamentalement le régime linguistique. Cette nouvelle réglementation est d'une importance cruciale pour la fonctionnalité du marché financier européen. Les investisseurs ne peuvent en effet, prendre des décisions rationnelles d'investissement qu'à partir du moment où ils bénéficient d'une information suffisante. Or, leur niveau d'information est largement dépendant de la compréhensibilité du prospectus d'émission. Aussi advient-il d'éviter les confusions linguistiques⁷.

a) Différentes constellations

4 - La directive détermine dans son article 19, la langue dans laquelle le prospectus doit être rédigé. L'avantage du régime édicté pour les émetteurs réside dans le fait qu'il leur évite des coûts de traduction considérables⁸. Dès lors que la valeur mobilière est proposée au public exclusivement dans l'État membre d'origine de l'émetteur ou tout du moins, si la demande d'admission est sollicitée uniquement dans cet État, le prospectus doit au sens de l'alinéa 1 être rédigé dans une langue reconnue par les autorités de contrôle de cet état⁹. En cas d'offre transfrontalière, les autorités de l'ETA membre d'accueil n'auront à l'avenir plus le droit de demander une traduction de l'ensemble du prospectus mais pourront seulement exiger un résumé du prospectus dans leur langue officielle. La langue dans laquelle devra être rédigée le prospectus lui-même dépend largement de la question de savoir si l'offre au public ou la demande d'admission s'adresse exclusivement à d'autres États membres ou si elle est également destinée à l'État membre d'origine. Dans la première constellation - offre ou admis-

2. En général : Roeges, *Quelques réflexions critiques sur le cadre légal pour la libre prestation de services bancaires et financiers* : *Revue européenne de droit bancaire et financier (EUREDIA)* 2000, p. 149. - V. pour les établissements de crédit : PE et Cons. UE, dir. 2000/12/CE, 20 mars 2000 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et son exercice, art. 18 : *JOCE* n° L 126, 26 mai 2000. - Pour l'assurance dommage : Cons. UE, dir. 92/49/CEE, 18 juin 1992, portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'assurance directe autre que l'assurance sur la vie et modifiant les directives 73/239/CEE et 88/357/CEE (troisième directive « assurance non vie »), art. 32 : *JOCE* n° L 228, 11 août 1992, p. 1-23. - Pour l'assurance vie : Cons. UE, dir. 92/96/CEE, 10 nov. 1992, portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'assurance directe sur la vie, et modifiant les directives 79/267/CEE et 90/619/CEE (troisième directive assurance vie), art. 10 : *JOCE* n° L 360, 9 déc. 1992, p. 1-27. - Pour organismes de placement collectif : Cons. UE, dir. 85/611/CEE, 20 déc. 1985 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), art. 4 al. 1 : *JOCE* n° L 375, 31 déc. 1985. - Pour les services d'investissement : par le passé, Cons. UE, dir. 93/22/CEE, 10 mai 1993, concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières, art. 14 : *JOCE* n° L 141, 11 juin 1993, p. 27-46 ; à l'avenir, PE et Cons. UE, dir. 2004/39/CE, 21 avr. 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, art. 31 et s. : *JOUE* n° L 145, 30 avr. 2004, p. 1-44 (MIFID).

3. Cons. UE, dir. 89/298/CEE, 17 avr. 1989 portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières, art. 21 : *JOCE* n° L 124, 5 mai 1989, p. 8-15. - V. à propos de ce régime, Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers* : 2^e ed. 2002, § 1007. - Ph. Lambrecht, *La reconnaissance mutuelle du prospectus et les nouvelles facultés de dispense du prospectus* : *RDAI* 1994, n° 6, p. 721. - S. Heinze, *Europäisches Recht des Primärmarktes*, 1999, p. 185-187 et 240-242. - Pour la transposition en France : G. Baranger, *Les Règlements n° 90-01 et 90-02 relatifs à la reconnaissance mutuelle des prospectus d'admission et à l'information du public* : *Bull. Joly Sociétés* 1990, n° 11 bis, § 5, p. 57.

4. L'autorité de contrôle, conformément au § 15 de la loi sur les prospectus de vente pouvait souverainement renoncer à la traduction dès lors que ledit prospectus était rédigé dans une langue qui n'est pas usuelle en matière de vente de valeurs mobilières transfrontalières, V. à ce sujet : Ritz, dans : *Assmann / Lenz, Verkaufsprospektgesetz*, 2001, § 15 note 10 et s. - Hedelbach, dans : *Schwark, Kapitalmarktrechtskommentar*, 3^e éd. 2004, § 15 de la loi sur le prospectus de vente, note 6. - Pour le régime français : Th. Bonneau et F. Drummond, *préc.*, § 995-1004. - F. Peltier, *Marchés financiers et droit commun*, 1997, p. 105.

5. Alors que dans le considérant n° 22 de la MIFID, des situations concrètes constitutives d'abus et pour lesquelles un agrément ne saurait être octroyé sont énoncées (le contenu du programme d'activité, l'implantation géographique, les activités effectivement exercées), la Directive prospectus dispose, sans autre précision, dans son article 2 que l'État membre d'origine est celui où l'émetteur a son siège statutaire.

6. Comm. CE, règl. (CE) n° 809/2004, 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les informations contenues dans les prospectus, la structure des prospectus, l'inclusion d'informations par référence, la publication des prospectus et la diffusion des communications à caractère promotionnel, *JOCE*, L n° 215 du 16.06.2004, p. 3 ; en outre, l'art. 11 Directive prospectus.

7. Concernant la significativité de l'efficacité des marchés de l'information sur l'efficacité des allocations sur les marchés de capitaux : *Fama, Efficient capital markets : A review of theory and empirical work*, 25 *Journal of finance* 383 (1970). - *Gilson et Kraakman, The mechanisms of market efficiency*, 70 *Virginia Law Review* 549 (1984). - *Grundmann et Möslin, European Company Law*, 2007, note 648. - *Peltier, préc.*, p. 105-111. - Concernant l'importance de l'information financière pour les investisseurs en général : *Couret et Tran-Thiet, L'euro-investisseur et l'information financière*, dans : *H. Vauplane et J.-J. Daigre, Droit bancaire et financier - Mélanges AEDBF-France III/2001*, p. 89 et A. Laude, M. Roussille et B. Gourisse, *L'information financière : RD Bancaire et fin.* 2000, dossier p. 383.

8. Concernant la complexité et les coûts de la traduction de prospectus (également en raison des risques de responsabilité) V. *Crüwell, Die Aktiengesellschaft (AG)* 2003, 243, 248. - Également dans ce sens (pour la Belgique) : *Feron et Tavernier, Principes généraux du droit des marchés financiers*, 1997, p. 148 et seq.

9. En principe, ce sera la langue officielle, cf. la prise de position concernant le projet de discussion de la loi de transposition de la directive prospectus de l'institut allemand des action (Deutsches Aktieninstitut, DAI) et de l'association allemande de l'industrie (Bundesverband Deutscher Industrie, BDI) du 3 janv. 2005 (Consultable sous <http://www.dai.de>, p. 16).

sion exclusivement à l'étranger – l'émetteur, l'offreur ou la personne qui sollicite l'admission a le choix entre la langue acceptée par l'autorité étrangère et « une langue usuelle dans la sphère financière internationale » (Dir. prospectus, art. 19 al. 2). Le prospectus doit cependant être présenté à l'autorité de contrôle de l'État membre d'origine, qui, selon l'article 13 al. 1 de la directive, est compétente pour l'approbation du prospectus, dans l'une des langues acceptées ou, de nouveau, dans « une langue usuelle dans la sphère financière internationale » (Dir. prospectus, art. 19 al. 2, 2^e paragraphe)¹⁰. Dans l'autre constellation – offre ou admission également dans l'État membre d'origine – le même choix existe, le prospectus doit cependant impérativement être en sus rédigé dans une des langues acceptées par l'autorité compétente de l'État membre d'origine (Dir. prospectus, art. 19 al. 3)¹¹.

b) Notion de « langue usuelle dans la sphère financière internationale »

5 - La notion de « langue usuelle dans la sphère financière internationale » est le point d'achoppement du régime linguistique. En effet, c'est seulement au travers du recours à ladite langue que se révèlent les avantages du nouveau régime – notamment l'économie des coûts de traduction lesquels, par le passé, se sont montrés être un obstacle conséquent à l'offre transfrontalière de valeurs mobilières et, de ce fait, à un véritable marché financier européen¹². Il est régulièrement rapporté, de manière souvent implicite, que cette notion-clé se référerait en fait exclusivement à la langue anglaise¹³.

Cependant, la directive n'évoque pas explicitement la langue anglaise, ni même ne traite de « la » mais d'« une langue usuelle dans la sphère financière internationale ». Si une certaine marge d'appréciation devait en résulter, encore faut-il savoir si la notion doit être déterminée en référence à la totalité du marché intérieur ou en fonction de « l'étendue » de chaque émission au sein du marché intérieur. Dans le second cas, il suffirait que l'usage de la langue en question par les États membres concernés soit habituel en cas de transactions transfrontalières¹⁴. Si par exemple, l'autorité luxembourgeoise vérifie un prospectus pour une offre au public en Allemagne et en Autriche, le français ou l'allemand pourraient alors aussi être reconnus comme « langue usuelle dans la sphère financière internationale », à côté de l'anglais. La Commission européenne semble privilégier une définition « relative » de cette notion. Elle a en tout cas récemment affirmé que la langue allemande pourrait être également reconnue comme « langue usuelle dans la sphère financière internationale » dans le cas d'émissions

de valeurs mobilières en Europe centrale¹⁵. Cette appréciation par rapport aux États membres d'accueil semble cependant être en contradiction avec l'article 17 de la directive sur les prospectus qui prévoit que l'approbation d'un prospectus est valable au niveau communautaire, ce qui s'oppose à toute limitation locale à limine.

c) Effets de la réglementation

6 - Le régime linguistique de l'article 19 Directive sur les prospectus ne se limite pas seulement au prospectus lui-même, mais s'étend également aux documents auxquels celui-ci se réfère ainsi qu'aux mesures à caractère promotionnel et aux modifications et suppléments de prospectus. En outre, la question de la langue est réglée de manière similaire en matière de publicité périodique du marché financier.

7 - La Directive prospectus donne également conformément à l'article 11, la possibilité de se référer à certains documents extérieurs au prospectus (« incorporation by reference »)¹⁶. La question de savoir si ces documents doivent être rédigés dans la même langue que celle retenue pour le prospectus reste sans réponse. Le règlement d'exécution de la directive prévoit seulement dans son article 28 alinéas 2 que ces documents de référence doivent « être rédigés d'après l'article 19 de la directive 2003/71/CE ». Un choix « multiple » de la langue peut épargner aux émetteurs des coûts de traduction considérables, par exemple, si la publicité imposée devait par le passé s'effectuer en langue allemande et que le prospectus pour une émission à l'étranger devait en revanche être rédigé en anglais. Le bilinguisme complique toutefois le contrôle de la cohérence des prospectus et des documents de référence par les autorités de contrôle. De plus, la compréhensibilité des données s'en trouve considérablement diminuée. Étant donné que, le règlement d'exécution de la directive exige de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé de « s'efforcer de ne pas compromettre la protection des investisseurs en termes de compréhensibilité et d'accessibilité desdites informations » lorsqu'ils incluent des informations par référence (Règl. d'exécution, n° 809/2004/CE, art. 28 al. 5), un tel choix multiple de la langue devrait seulement être autorisé dans des cas exceptionnels et justifiés¹⁷.

8 - Les suppléments au prospectus ainsi que les communications à caractère promotionnel soulèvent des problèmes similaires. Les suppléments au prospectus doivent, de toute évidence, impérativement être rédigés dans la langue du prospectus. En ce qui concerne le cas particulier du résumé, qui peut exister dans plusieurs langues, la directive exige une traduction desdits suppléments dans chaque langue (« Le résumé et toute traduction éventuelle », article 16 alinéa 1, 3^e phrase Directive prospectus). Ainsi, le législateur européen a entendu établir un synchronisme linguistique entre le prospectus et ses suppléments. Une solution différente devrait être retenue concernant les mesures publicitaires, bien que celles-ci soient relatives au prospectus et que la directive ait insisté sur l'exigence de concordance avec les informations fournies dans le prospectus (Dir. prospectus, art. 15 al. 3, 2^e phrase et al. 4). Les communications à caractère promotionnel sont toute-

10. Notion expliquée plus loin sous cc).

11. Un régime simplifié est applicable dès lors que les émissions par rapport à leur importance, s'adressent principalement à des investisseurs institutionnels. V. à propos de l'art. 19 al. 4 Directive prospectus, une description en profondeur des différentes constellations par Crüwell : *Die Aktiengesellschaft (AG) 2003*, 243, 248 et s. ; Weber : *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2004*, 360, 364.

12. V. *Dir. prospectus, consid. 35* ainsi que Crüwell, *Die Aktiengesellschaft (AG) 2003*, 243, 248 ; von Ilberg et Neises, *Wertpapier-Mitteilungen (WM) 2002*, 635, 639. – Kunold et Schlitt, *Betriebs-Berater (BB) 2004*, 501, 508.

13. Holzborn et Israel, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP) 2005*, 1668, 1673. – Kullmann et Sester, *Wertpapier-Mitteilungen (WM) 2005*, 1068, 1070 f. – Von Kopp-Colomb et Lenz, *Die Aktiengesellschaft (AG) 2002*, 24, 28 (actuellement seulement l'anglais). – De même évidemment la position des autorités en France, V. *Guide professionnel de l'Autorité des marchés financiers : Le prospectus 2007*, p. 13, disponible sous <http://www.amf-france.org>. Plus nuancés : Crüwell, *Die Aktiengesellschaft (AG) 2003*, 243, 248, note 39 (en principe l'anglais). – Kunold/Schlitt, *Betriebs-Berater (BB) 2004*, 501, 508 (en règle générale l'anglais). À propos en général de la cristallisation de l'anglais en tant que « internationally accepted business language » : Wymeersch, (2003) *Journal of Corporate Law Studies* 283, 288.

14. En ce sens a priori : Crüwell, *Die Aktiengesellschaft (AG) 2003*, 243, 248 (note 39), qui assimile la formulation avec l'ancienne version du § 15 al. 1 § 2 et al. 3, § 2 de la loi sur le prospectus de vente (rédigé dans une langue..., qui n'est pas usuelle sur le territoire national dans le domaine du commerce transfrontalier de valeurs mobilières). À propos de cette réglementation voir note 4.

15. Information donnée par un employé de la DG du marché intérieur par courriel en date du 5 avr. 2006.

16. Comme le rapport annuel, le rapport intermédiaire, les rapports de gestion, l'acte constitutif et les statuts. Énumération détaillée : *Comm. CE, règl. d'exécution n° 809/2004/CE*, 29 avr. 2004, art. 28 al. 1 : *JOCe n° L 149*, 30 avr. 2004, p. 17. – V. également, pour le régime français : A. Pietrancosta, *Les modifications des règlements COB relatifs aux documents d'information financière : RD bancaire et fin. 2002*, p. 143. – Pour le régime allemand : Holzborn et Schwartz-Gondek, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR) 2003*, 927, 932. – Weber, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2004*, 360, 363.

17. Plus stricts encore : Weber, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2004*, 360, 363 (documents rédigés dans la même langue). – Holzborn et Schwartz-Gondek, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR) 2003*, 927, 932. – V. également point 98 et 104 du rapport du Committee of European Securities Regulators, juill. 2003 : *CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the Prospectus Directive*, Ref. CESR/03-208, disponible sous <http://www.europafesco.org>.

fois diffusées dans les médias de l'État membre d'accueil et s'adressent directement aux investisseurs. Les émetteurs doivent donc pouvoir « parler dans la langue de ces derniers », même lorsque le prospectus a été rédigé dans une autre langue afin d'économiser des coûts de traduction. Ce plurilinguisme peut cependant entraîner des dépenses considérables de traduction pour l'autorité de contrôle de l'État membre d'origine qui doit, entre autres, vérifier la concordance des communications à caractère promotionnel avec les informations contenues dans le prospectus (Dir. prospectus, art. 15 al. 6).

Enfin, la question de la langue se pose également, de la même façon, en matière de publicité périodique des marchés financiers¹⁸, à savoir en matière de publicité régulière (rapport financier annuel, rapport financier semestriel et rapports de gestion intermédiaires, articles 4 à 6 de la directive 2004/109/CE sur la transparence), de publicité des participations détenues (art. 9 à 16 de la même directive) et de publicité ad hoc (Dir. 2003/6/CE sur les abus de marché, art. 6)¹⁹. L'article 20 de la directive sur la transparence met en place une règle homogène pour toutes les informations « réglementées » (de même pour la publicité ad hoc selon l'article 2 alinéa 1, k de la directive sur la transparence). Mis à part quelques différences ponctuelles et essentiellement formelles, le régime édicté correspond en grande partie à celui de la Directive prospectus, puisqu'il distingue à nouveau entre les mêmes constellations et prévoit respectivement les mêmes exigences quant à la langue et les facultés d'option. La réglementation conduit cependant à un « double choix », car le choix de la langue pour l'émission et celui pour la publicité périodique n'ont pas besoin d'être identiques : un émetteur étranger dont les titres sont (exclusivement) admis en Allemagne peut ainsi, par exemple, rédiger le prospectus en anglais et, à l'inverse, les informations réglementées de la publicité périodique en allemand.

Enfin, il faut encore signaler que l'article 20 alinéa 7 de la directive sur la transparence aborde également le problème des frais résultant du régime linguistique en cas d'action en justice, c'est-à-dire la question de savoir qui, lors d'un litige doit supporter les coûts de traduction des informations litigieuses. La directive sur la transparence s'abstient toutefois de donner une réponse au fond et laisse expressément la question de la répartition des coûts à la charge des différents droits des États membres (simple renvoi aux États membres).

B. - Transposition du régime linguistique par la loi allemande sur les prospectus de valeurs mobilières

9 - Selon l'article 17 alinéa 3 de la loi allemande sur les prospectus de valeurs mobilières (WpPG), un prospectus approuvé par l'autorité compétente d'un État membre de l'EEE est valable dans la République Fédérale d'Allemagne sans procédure d'approbation supplémentaire. Le régime linguistique de la directive a été transposé par le législateur allemand dans le § 19 WpPG.

1° Structure et contenu

10 - La structure du § 19 WpPG correspond pour l'essentiel aux dispositions communautaires de l'article 19 Directive prospectus²⁰. Les trois premiers alinéas règlent les trois cas prévus par la directive, le dernier alinéa, le régime simplifié en matière de valeur

nominale unitaire élevée, conformément à l'article 19 alinéa 4 de la directive. Seul le § 19 alinéa 4 WpPG repose sur une systématique différente. Cette disposition exige des émetteurs étrangers dont les valeurs mobilières doivent faire l'objet d'une offre au public ou être admises sur le marché en Allemagne, un résumé du prospectus en allemand. Les normes d'habilitation contenues dans l'article 19 alinéa 2, sous-alinéa 1, 2^e phrase et alinéa 3, 2^e phrase de la Directive prospectus sont ainsi transposées et respectées²¹. Mis à part une différence dogmatique, matériellement, le § 19 WpPG ne diverge pas de la directive mais reproduit au contraire au mot près la lettre de la directive. Le législateur allemand concrétise en conformité avec celle-ci, les dispositions de la directive, en deux points. D'une part, il recourt à la faculté de double choix ouverte par la directive et exige des émetteurs étrangers, dans le § 19 alinéa 4 WpPG, un résumé du prospectus en langue allemande²². D'autre part, le législateur réglemente en profondeur la question de savoir quelle langue tient lieu de « langue acceptée par les autorités compétentes » en Allemagne. Bien que la directive emploie cette notion de langue acceptée de manière homogène, le législateur allemand s'est prononcé pour une appréhension différenciée : la langue acceptée diffère selon les constellations en cause.

2° Régime différencié de la langue acceptée

11 - La question de savoir qu'elle langue était acceptée en Allemagne fût largement débattue au cours de la procédure législative²³. Une marge d'appréciation n'existait que dans la mesure où la directive envisageait (au choix) la rédaction « dans une des langues acceptées par les autorités compétentes (de l'État membre d'accueil ou d'origine) ». En l'occurrence, il fallait clarifier s'il y avait lieu d'accepter exclusivement les prospectus rédigés en allemand ou – à défaut de disposition impérative européenne – accepter également ceux rédigés en langue étrangère²⁴.

Dans le cadre d'une offre au public ou d'une admission exclusivement sur le territoire national en Allemagne, § 19 alinéa 1 WpPG, le législateur accepte de manière générale la langue allemande mais confie à la BaFin, la tâche de définir étroitement les cas exceptionnels pour lesquels, les prospectus rédigés dans « une langue usuelle dans la sphère financière internationale » pouvaient être admis²⁵. Cela implique qu'en de tels cas, « en fonction de la nature de la valeur mobilière, une information suffisante du public soit garantie »²⁶. À défaut de précision législative, la BaFin peut décider de la langue à accepter dès lors qu'une valeur mobilière d'un émetteur étranger est offerte au public ou qu'elle doit être admise sur le territoire national (§ 19 al. 4 ph. 1, alternative n° 1 WpHG) ou si un émetteur allemand envisage une offre au public ou une admission exclusivement à l'étranger (§ 19 al. 2 ph. 2 WpPG). Dans ces deux cas de figure, la reconnaissance de la langue reste néanmoins sans grande signification puisque l'émetteur bénéficie déjà au titre des dispositions impératives de la direc-

et Thiem, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG)* 2005, 750, 751. Pour la transposition en France, V. AMF, *Règl. général*, art. 212-12.

21. *Groß* : *Kapitalmarktrecht* 2006, 3^e éd., § 19 WpPG, note 9.

22. V. WpPG, § 19 al. 1 ph 2, al. 3 ph. 2, al. 4 ph. 2.

23. *Groß*, *préc.*, § 19 WpPG, note 1 (certainement le plus fortement controversé), voir également remarques note 28.

24. La directive évoque certes, l'acceptation par les autorités des États membres, cela ne devrait cependant pas faire obstacle à une appréciation restrictive se limitant à l'acceptation par les législateurs nationaux d'une seule et même langue.

25. Le législateur allemand aurait pu choisir l'emploi exclusif de l'anglais conformément aux recommandations finales et au rapport du *Finanzausschusses*, *BT-Drucks* 15/5373, p. 50 (une langue usuelle dans la sphère financière internationale est la langue anglaise).

26. Seulement dans des cas exceptionnels, par exemple lorsque une offre au public est exclusivement adressée à des institutions d'investisseurs : *BT-Drucks* 15/4999, 25, 37. – Ainsi que *Kullmann et Sester*, *Wertpapier-Mitteilungen (WM)* 2005, 1068, 1071, *contra* *Holzborn et Israel*, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)* 2005, 1668, 1673 (dans un tel cas il n'y a de toute façon pas d'obligation de prospectus).

18. Fondements juridiques : *PE et Cons. UE, dir. 2004/109/CE, 15 déc. 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE* : *JOCE* n° L 390, 31 déc. 2004, p. 38-57. – *PE et Cons. UE, dir. 2003/6/CE, 28 janv. 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)* : *JOCE* n° L 96, 12 avr. 2003, p. 16-25.

19. Concernant toutes les formes de publicités sur le marché secondaire imposée par le droit communautaire : *Neuville, Droit de la banque et des marchés financiers*, 2005, p. 310-313. – *Grundmann et Möslin* : *European Company Law, préc.*, note 701 à 735.

20. *Kullmann et Sester*, *Wertpapier-Mitteilungen (WM)* 2005, 1068, 1070 f. – *Holzborn et Israel*, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)* 2005, 1668, 1673. – *Grub*

tive, du droit de choisir « une langue usuelle dans la sphère financière internationale », ce qu'il ne manquera pas de faire en pratique de manière à éviter les frais de traduction²⁷.

Dans la constellation inverse (État d'origine, Allemagne ; offre au public ou admission aussi bien en Allemagne qu'à l'étranger, § 19 al. 3 ph. 1 WpPG), le législateur se prononça définitivement sur la question de la langue : Le prospectus peut dans une telle constellation être rédigé au choix soit en Allemand soit dans « la langue usuelle dans la sphère financière internationale » (avec un résumé en langue allemande). En raison de la reprise volontaire de la lettre de la directive, il y a lieu de reconnaître toutes les langues qui ont vocation à être appréhendées par la notion communautaire.

Les différenciations posées au § 19 WpPG firent surtout l'objet de critiques politico-juridiques au motif qu'elles discriminent les émissions nationales des émetteurs allemands par rapport aux autres cas de figure²⁸. Sur le plan du droit communautaire, il apparaît également problématique qu'une notion que la directive emploie de manière unitaire (« langue acceptée ») soit définie par le législateur allemand de manière différenciée en fonction des constellations et parfois même au cas par cas. En effet, la formulation de « langue acceptée » utilisée par la directive figure pour une certaine unité et continuité de l'acceptation de la langue, au même titre que les notions de langue nationale ou langue officielle. Même si la différenciation avait exclusivement in concreto pour effet une discrimination purement nationale et par là même indifférente d'un point de vue dogmatique par rapport aux libertés fondamentales²⁹, il est incertain que le législateur communautaire ait voulu conférer aux États membres, à côté de la compétence concernant la langue acceptée, la possibilité d'établir des différenciations.

3° Absence de validité de prospectus multilingues

12 - Il s'agit en l'occurrence de distinguer la question de savoir si un prospectus peut être rédigé dans des langues différentes, de celle de savoir s'il peut être rédigé en plusieurs langues. Une rédaction dans des langues différentes est acceptée par la BaFin sous réserve (1) qu'un examen de la cohérence reste possible (2) que le prospectus soit lisible et compréhensible, et (3) que les différences de langue soient limitées à des parties clairement distinctes du prospectus (par exemple la partie sur le financement et la partie sur les conditions d'émission)³⁰. Un prospectus bilingue complet n'est par contre pas valable et est traité par la BaFin comme formant deux prospectus. Selon la BaFin, une traduction qui n'est pas obligatoire ne peut-être annexée au prospectus que si elle est apparemment distincte et qu'il y figure une indication ostensible de son

absence de valeur juridique³¹. Au regard du droit communautaire, la position de la BaFin apparaît acceptable dès lors qu'elle ne prend pas position par rapport à la directive et qu'elle parle d'une langue du prospectus. Néanmoins, la manière de procéder de la BaFin correspond indéniablement plus à ses propres intérêts, dès lors qu'elle lui permettra de se concentrer sur une langue, qu'à ceux des (petit) investisseurs, pour lesquels des précisions dans une seconde langue, plus particulièrement en allemand, constitueraient le plus souvent une aide.

4° Questions concernant l'application du régime

13 - L'efficacité du régime linguistique dépend de la manière dont il sera appliqué. Or, les compétences de la BaFin en la matière sont fonction de l'État d'accueil. En effet, seuls les prospectus d'émetteurs allemands sont soumis à l'approbation de la BaFin (V. § 17 al. 3 WpPG et Dir. prospectus, art. 13 et 17). Celle-ci peut être refusée lorsque le prospectus ne respecte pas les dispositions du § 19 WpPG relatives à la langue. La BaFin doit alors en outre, refuser explicitement l'offre au public conformément au § 21 al. 4 ph. 1 WpPG³².

Une autre difficulté résulte des prospectus des émetteurs étrangers qui auraient été approuvés par les autorités de contrôle de l'État membre d'origine mais qui violent les dispositions du § 19 al. 4 ou 5 WpPG. Comme les règles relatives à la langue se fondent dans tous les États membres sur les dispositions de la directive, une telle violation n'entre en considération que si les autorités (ou le législateur) de l'État d'origine commettent des erreurs – ou interprètent différemment que les juristes allemands, la notion communautaire de « langue usuelle dans la sphère financière internationale ».

Ainsi se pose par exemple, la question des possibilités de réaction lorsque l'autorité de contrôle luxembourgeoise a contrôlé et approuvé un prospectus français pour une offre au public en Allemagne et que la BaFin ne reconnaît pas le français comme étant une « langue usuelle dans la sphère financière internationale ». Dans un premier temps, elle tentera de trouver une solution à l'amiable avec l'autorité de contrôle luxembourgeoise par le biais de la coopération transfrontalière prévue au § 23 WpPG. Le § 21 al. 4 ph. 1 lui donne également la possibilité dans un tel cas, de refuser l'offre au public. De même, le § 17 al. 3 in fine WpPG dispose que la validité dans l'état d'accueil du prospectus approuvé dépend de la question de savoir si « la langue du prospectus est conforme aux impératifs du § 19 al. 4 et 5 ». Cette condition ne trouve cependant aucun fondement en droit communautaire. En effet, l'art. 17 al. 1 de la directive prospectus fait dépendre la validité des prospectus approuvés exclusivement de la notification par les autorités de l'état d'accueil conformément à l'art. 18 Directive prospectus³³. En cas de violation, l'art. 23 Directive prospectus envisage par contre une procédure à deux niveaux qui prévoit des mesures de précaution se caractérisant par une information et une coopération réciproque des autorités de contrôle et surtout par une compétence d'intervention prioritaire de l'autorité de l'état d'accueil. Dès lors, les réglementations allemandes qui supprimeraient cette priorité violeraient les dispositions de la directive. Une interprétation en conformité avec le droit communautaire impose de limiter les possibilités d'intervention de la BaFin aux mesures de précaution selon le § 24 WpPG³⁴.

27. Cf. ci-dessus sous I B 1). Dans le cas contraire, il se poserait la question de savoir si le prospectus peut (conformément à la lettre de la loi allemande) ou doit (conformément aux dispositions de la directive) également être rédigé en Allemand ou dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale (avec un résumé en allemand ; V. à ce sujet : Kullmann et Sester, *Wertpapier-Mitteilungen (WM)* 2005, 1068, 1071.

28. En général, cf. Ferran, *Building an EU securities market*, 2004, p. 203. En Allemagne, un risque de contournement est craint, à savoir celui de l'interposition de filiales en tant qu'émetteur : voir les avis sur l'avant-projet de transposition de la directive prospectus, par exemple celui du « Zentraler Kreditausschuss » (comité centrale pour les crédits) de janvier 2005, disponible sur www.zentraler-kreditausschuss.de, p. 5 et s. et celui de la Deutsche Bundesbank (www.bundestag.de/ausschuesse/archiv15/a07/protokolle/Anhoerungsprotokolle_13/Stellungnahmen), p. 4 (plus particulièrement lorsque l'offre publique ou l'admission ne doit pas seulement avoir lieu en Allemagne).

29. Concernant la discrimination nationale voir surtout Cals, *La discrimination à rebours et le droit communautaire : Thèse Université Toulouse 2001*. – Epiney, *Umgekehrte Diskriminierungen*, 1995, p. 89-338. – De lege ferenda : Behrens, *Europarecht (EuR)* 1992, 145, 160 et s. – Reich, *Zeitschrift für Europäisches Wirtschaftsrecht (EuZW)* 1991, 203, 204 et s. – Bleckmann, *Recht der Internationalen Wirtschaft (RIW)* 1985, 917.

30. Ainsi, Glomb-Schmidt et von Rintelen à un workshop de la BaFin sur la « Mise en exergue de certains aspects juridiques et les nouvelles tendances dans la pratique administrative », p. 21, consultable sous http://www.baFin.de/verkaufsprospekte/workshop/_wppg_recht.pdf.

31. Glomb-Schmidt et von Rintelen, *préc. (note 30)*, p. 22.

32. Groß, *préc. (note 21)*, § 21 WpPG, note 7.

33. Voir les remarques sur le passeport européen sous I B 1.

34. Groß, *préc. (note 21)*, § 24 WpPG, note 1.

2. Régime linguistique et protection des investisseurs

A. - Difficultés pratiques rencontrées par les investisseurs pour faire valoir leurs droits

14 - La traduction du projet d'émission n'est plus nécessairement indispensable lorsqu'une valeur mobilière est offerte au public ou lorsque son admission à la négociation sur un marché réglementé est sollicitée dans d'autres États membres que l'État membre d'origine. Le prospectus peut en l'occurrence être établi soit dans une langue acceptée par l'autorité compétente de l'État membre d'accueil, soit dans une langue usuelle dans la sphère financière internationale.

Cela peut cependant conduire à des difficultés pratiques, plus particulièrement pour les investisseurs non-professionnels, l'exemple suivant en est l'illustration : Un émetteur dont le siège est en France propose un certificat à des investisseurs non-professionnels allemands ; la participation minimum s'élève à 1 000 euros³⁵. Le prospectus comprend environ 220 pages et est rédigé sous deux colonnes en français et en anglais. Certains passages sont mêmes rédigés exclusivement en français ou en anglais. Dans le résumé allemand d'une quinzaine de pages qui ne contient que des indications générales relatives aux risques, l'investisseur apprend notamment qu'il peut être contraint à la traduction du prospectus, que le droit français est applicable et que les juridictions parisiennes sont compétentes en cas de litige.

1° Difficultés liées à l'incompréhensibilité du prospectus pour les investisseurs

15 - Le prospectus de l'émetteur français évoqué à l'exemple précédant s'adresse à des investisseurs particuliers (des consommateurs)³⁶. Rares sont les investisseurs qui seront en mesure de comprendre le contenu du prospectus. Afin de pouvoir déterminer si le contenu du prospectus était incomplet ou incorrect, l'investisseur se verra contraint de faire traduire tout le prospectus. En cas d'action civile auprès d'une juridiction allemande, la demande devra se référer au contenu du prospectus et une traduction devra être transmise à ladite juridiction³⁷. Les frais de traduction s'élèveront au minimum à une dizaine de milliers d'euros. Si l'adversaire conteste la justesse de la traduction, la juridiction devra se procurer sa propre traduction. Rappelons que dans le cas que nous venons d'évoquer, le montant minimum de la souscription n'est que de 1.000 Euros.

2° Les désagréments subits par les investisseurs résultant du choix du droit applicable

16 - Dans notre exemple, le prospectus prévoit en cas de litige, l'applicabilité du droit français. Après une traduction fort coûteuse, il incombera au demandeur d'examiner que le prospectus est juste et complet au sens du droit français. Cela soulève la question de la validité du choix du droit applicable et celle de savoir s'il n'y a pas lieu d'imposer l'applicabilité du droit du domicile du consommateur. La question de savoir si la clause de détermination du droit applicable est valable, ne s'apprécie cependant pas au vu du droit allemand mais, selon l'article 31 alinéa 1 de la loi introductive au

code civil allemand (EGBGB), d'après le droit qui serait applicable si le contrat ou la clause était valable. (Dans notre exemple donc, d'après le droit français). L'investisseur allemand se voit donc contraint de procéder à un examen préalable d'après le droit français. Or, celui-ci ne maîtrisant généralement pas le français, devra mandater un avocat français avec lequel il pourra communiquer et qui sera spécialisé en droit des marchés financiers – ce qui tient de la gageure. De manière générale, l'applicabilité du droit français pourrait cependant être contestée sur le fondement des articles 6 et 34 EGBGB. La doctrine reste cependant majoritairement opposée, certes avec des argumentations différentes, à l'attribution d'un caractère international impératif à la responsabilité fondée sur le prospectus³⁸. Le choix du droit pourrait également ne pas être valable au sens de l'article 29 alinéa 1 EGBGB, dès lors qu'il aurait pour effet de méconnaître une des dispositions d'ordre public du droit allemand protectrices de l'investisseur. Parmi celles-ci, figurent celles qui sont susceptibles ou destinées à offrir une protection au contractant face à son cocontractant³⁹.

L'article 29 alinéa 1 EGBGB n'est cependant applicable qu'à la délivrance de biens meubles ou aux prestations de services mais pas à la délivrance de valeurs mobilières⁴⁰. Même si l'on soutient que l'émetteur fournit également des services (conseils, investissements)⁴¹, ces services pourraient néanmoins être prestés d'un autre État que celui dans lequel le consommateur a son domicile habituel. En l'occurrence, l'application du droit français n'aboutit pas pour autant à une éviction des dispositions d'ordre public protectrices des droits des consommateurs⁴². En effet, le droit français accorde également aux investisseurs, la possibilité d'agir en responsabilité sur le fondement du prospectus en cas d'achat de valeurs mobilières. D'après la doctrine dominante, il n'existe pas de rattachement ferme au droit de l'état de domiciliation du consommateur, une clause prévoyant le droit applicable n'est pas forcément interdite. Plus précisément, le droit de l'état de domiciliation du consommateur détermine seulement la protection minimale à accorder⁴³. Le consommateur peut ainsi se voir confronté à un droit qui lui est éventuellement inconnu (le droit français)⁴⁴. En résumé, l'investisseur non-professionnel doit faire face à des problèmes juridiques considérables et largement démesurés par rapport à sa situation.

38. Kuntz : *Wertpapier-Mitteilungen (WM)*, 2007, 432, 438 et s. – Floer, *Internationale Reichweite der Prospekthaftung*, 2002, p. 135. – Schneider, *Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und Internationales Privatrecht*, 1998, p. 254. – Mankowski dans Reithmann et Martiny : *Internationales Vertragsrecht* 2004, 6^e éd., note 1301. – Kiel : *Internationales Kapitalanlegerschutzrecht* 1994, p. 245 et s. – Pour le régime français, V. F. Peltier, *Les règles fondamentales du droit financier et l'internationalisation de la bourse : RD bancaire et fin.* 2000, p. 40. – Karyotis, *Circulation internationale des valeurs mobilières*, 1994.

39. *Münchener Kommentar et Martiny : BGB* 2006, 4^e éd. 2006, art. 29 EGBGB note 2 : La protection des consommateurs peut être plus faible dans d'autres systèmes juridiques.

40. BGHZ 123, 380, 387 = *Neue Juristische Wochenschrift (NJW)* 94, 262. – Différemment par le passé pour les contrats à terme OLG Düsseldorf IPRZ 1995 n° 145 = *Praxis des Internationalen Privat- und Verfahrensrechts (IPRax)* 1997, 115 ; pas d'analogie : BGHZ 135, 124. – V. également une interprétation stricte : BGH, *Wertpapier-Mitteilungen (WM)* 2006, 374, 375 (*non-applicabilité aux crédits à la consommation*).

41. BGH *Wertpapier-Mitteilungen (WM)* 2005, 423. – *Münchener Kommentar et Martiny*, 4^e éd. 2006, art. 29 EGBGB note 18. – Soergel et V. Hoffmann : *BGB*, 12^e éd. 1996, art. 29, note 26 (à propos des banques locales et des services de courtier en bourse).

42. Le dit principe du faveur (Günstigkeitsprinzip) : *Münchener Kommentar/Martiny*, préc. (note 38) art. 29 EGBGB, note 59-61. Le niveau est défini par le système juridique qui serait applicable au sens d'un rattachement objectif. Il ne s'impose que dès lors qu'il prévoit une meilleure protection.

43. *Münchener Kommentar et Martiny*, préc. note 38, art. 29 EGBGB note 59.

44. En ce sens : *Münchener Kommentar et Martiny*, préc. note 38, art. 29 EGBGB note 60. Plus généralement : Tenenbaum, La mise à l'épreuve du droit international privé par les libertés communautaires – l'exemple du droit bancaire et boursier, dans : H. Vauplane et J.-J. Daigre, *Droite bancaire et financier – Mélanges AEDBF-France III/2001*, p. 353.

35. Cet exemple n'est pas fictif mais au contraire d'actualité sur le marché. Il s'agit d'une société recouvrant la forme d'une SA.

36. Concernant la protection des consommateurs en matière de services financiers : Coleman, *Financial Services and Consumer Policy – The regulatory challenge* : *Revue européenne de droit bancaire et financier (EUREDIA)* 2000, p. 307. – Surtout pour la qualification de certains investisseurs comme consommateurs V. Armbrüster, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (ZIP)* 2006, 406 ; Wagner, *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR)* 2003, 649.

37. Concernant le contenu d'une demande en justice : Zöller : *Zivilprozessordnung* 2005, 25^e éd., § 130, note 2 : Un exposé substantiel est exigé, il n'y a pas lieu de faire peser sur la juridiction la charge de retrouver dans les nombreuses pièces celles qu'il convient.

3° Désagréments résultant de la clause attributive de juridiction

17 - Dès lors que dans notre espèce, l'examen matériel (en cas d'applicabilité du droit allemand ou français) conduit à la conclusion que les informations relatives aux risques ne sont pas conformes au droit applicable au prospectus, l'investisseur se voit ouvrir le droit d'agir en responsabilité sur le fondement du prospectus. Cependant, dans le prospectus figure une clause attributive de juridiction d'après laquelle les juridictions de Paris sont compétentes pour connaître du litige. La conclusion d'une convention attributive de compétence juridictionnelle est en principe autorisée au sens de l'article 17 du Règlement (CE) n° 44/2001⁴⁵. En revanche, ce même article dispose qu'une clause attributive de juridiction n'est valable que si elle est postérieure à la naissance du différend ou permet au consommateur de saisir d'autres tribunaux que ceux prévus par le règlement. Ce n'est pas le cas en espèce. La compétence s'apprécie donc conformément à l'art. 15 et 16 du règlement. Il en résulte que le consommateur peut exercer une action dans le ressort de son domicile. La condition est que le cocontractant ait dirigé ses activités vers l'État membre dans lequel réside le consommateur. C'est le cas du prospectus de notre espèce, qui a été notifié à la BaFin afin d'être utilisé en Allemagne⁴⁶.

En pratique cependant, les circonstances qui conduisent à la compétence des juridictions allemandes et à l'application du droit allemand sont généralement ardemment contestées. Il est notamment généralement réfuté que l'investisseur puisse avoir la qualité de consommateur ou que l'offreur ait dirigé son activité sur le territoire national. De même, les juridictions ont bien souvent tendance à rejeter leur compétence⁴⁷. Même si l'investisseur arrivait, comme dans notre exemple, à fonder la compétence des juridictions allemandes, il n'en demeure pas moins que le litige sera à trancher conformément au droit français. Le problème de la traduction du prospectus reste inchangé. S'il s'avérait que le défendeur conteste la justesse de la traduction, il faudrait encore que la juridiction mandate un traducteur assermenté⁴⁸.

4° Le problème de la diversité juridique des régimes de la responsabilité fondée sur le prospectus

18 - L'émetteur peut utiliser un prospectus unique dans chacun des États membres de l'EEE. Cependant, les réglementations concernant la responsabilité de l'émetteur du prospectus, les garants ou autres responsables ne sont pas harmonisées. La directive prospectus prévoit seulement à l'article 6 que la responsabilité des informations fournies dans un prospectus incombe au moins à l'émetteur ou à ses organes d'administration, de direction ou de surveillance, à l'offreur, à la personne qui sollicite l'admission à la négociation sur un marché réglementé ou au garant, selon le cas, d'après les droits des États membres. Néanmoins, les États membres de l'EEE ne disposent pas de réglementations harmonisées concernant l'étendue des prétentions, la causalité, les règles de forclusion et de prescription. Selon le droit allemand, la responsabilité se fonde sur les principes de la responsabilité civile du fait du prospectus et les dispositions afférentes de la loi sur les valeurs mobilières, de la loi sur le prospectus de vente et la loi sur la bourse. L'acquéreur d'une valeur mobilière peut exiger la reprise du titre contre le remboursement du prix d'acquisition dès lors que celui-ci ne dépasse pas le premier prix d'émission de la valeur mobilière sous réserve que le contrat d'acquisition ait été conclu après la publication du prospectus et dans les six mois après la première

introduction de la valeur mobilière. Le cas échéant, le droit d'agir est soumis à une prescription d'un an à compter du jour où l'acquéreur a pris connaissance du fait que le prospectus est erroné ou incomplet, au plus tard, trois ans depuis la publication du prospectus. Dans les autres États membres ce sont des règles totalement différentes qui sont applicables : Au Danemark il n'existe par exemple aucune disposition spécifique traitant de la responsabilité sur le fondement du prospectus. Aussi, l'acquisition sur le fondement d'un prospectus erroné est insuffisante en soit pour entraîner la mise en cause de la responsabilité ou une résolution, un acte illicite est exigé de surcroît⁴⁹. En France, l'action ne repose sur aucun fondement législatif spécifique, la poursuite de dommages et intérêts se fonde sur la responsabilité contractuelle ou délictuelle. En outre, une action à l'encontre de la société émettrice (telles celles fondée sur le principe du maintien du capital, la protection des créanciers) n'existe pas dans tous les États membres (notamment en Suède). Au Portugal par exemple, une responsabilité a été expressément édictée par le législateur à l'égard des organes et des commissaires aux comptes vis-à-vis des investisseurs⁵⁰ ; il en va tout autrement en Grèce où les gérants, conseillers et commissaires aux comptes ne sont pas responsables personnellement. Au Portugal, l'action en responsabilité fondée sur le prospectus se prescrit dans les 6 mois après la prise de connaissance. Il existe en partie dans certains États membres des sortes d'« actions collectives », que d'autres ignorent⁵¹. Le remboursement des honoraires d'avocats et des frais de justice en cas de décision de justice est également réglé différemment d'un État à l'autre⁵². Le droit allemand de la procédure civile permet également de déclencher une procédure de saisie conservatoire avec privilège (Code de procédure civile (ZPO), § 917 et s.) par rapport aux dommages et intérêts à percevoir dès lors que leur remboursement est menacé. C'est l'un des rares États membres à proposer une telle solution⁵³.

B. - L'effectivité de la protection des investisseurs et des consommateurs

19 - L'introduction du passeport européen et le nouveau régime linguistique ne rendent que plus difficile encore pour les (petits) investisseurs de faire valoir leurs droits. Pourtant, d'après l'article 3 al. 1 t) CE, le législateur est tenu de contribuer à l'amélioration de la protection des consommateurs. L'article 153 CE impose également aux organes communautaires, tout en tenant compte des autres intérêts en cause, de répondre aux exigences de la protection des consommateurs dans la définition et la mise en œuvre des autres politiques et actions de la Communauté. On peut toutefois se demander si une telle pondération entre les intérêts des consommateurs (investisseurs) et offreurs de valeurs mobilières a bien eu lieu lors de l'édiction de la directive prospectus. La charge de la traduction du prospectus devant la justice aurait pu être transmise à la partie économiquement plus forte à savoir l'émetteur (à l'image des fonds d'investissements ou de la commercialisation à distance de services financiers)⁵⁴, puisque ce dernier profite déjà du fait de pouvoir atteindre plus facilement les investisseurs

45. Cons. UE, Règl. (CE) n° 44/2001, 22 déc. 2000 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale.

46. Dir. prospectus, art. 19. - cf. ci-dessus sous II A 1.

47. Möslein : Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht (GPR) 2004, 59, 63-65, note 70 et s.

48. Il incombe généralement au demandeur qui a la charge de la preuve d'avancer provisoirement les frais occasionnés par une expertise judiciaire, § 379, § 402 du code allemand de procédure civile (ZPO).

49. Krüger Andersen dans : Hopt/Voigt, *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung in der EU*, p. 401, 408.

50. Böckel et Grünwald dans : Hopt/Voigt, *Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung in der EU*, p. 897, 907.

51. En Allemagne, il existe une loi prévoyant une procédure type en ce qui concerne les placements de capitaux mais celle-ci reste limitée à des cas déterminés. V. à ce sujet Reuschle, *Wertpapier-Mitteilungen (WM) 2004*, 966, id., *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2004*, 590.

52. Selon le droit allemand la partie ayant succombé à l'action doit, conformément au § 91 ZPO, prendre en charge les frais engendrés par le litige.

53. En Grande-Bretagne par exemple, le patrimoine ne peut être bloqué que sur référé, une saisie avec privilège n'est pas prévue. À certaines conditions, l'ordre de saisie prévu par les textes allemands peut également étendre ses effets à l'étranger. V. à ce sujet : Fohrer et Matil, *Wertpapier-Mitteilungen (WM) 2002*, p. 840.

54. Cf. Dir. OPCVM, art. 47 al. 2 (note 2) et PE et Cons. UE, dir. 2002/65/CE, 23 sept. 2002 concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs, et modifiant les directives 90/619/CEE, 97/7/CE

non-professionnels dans d'autres États membres. Il est cependant fort improbable que la CJCE, qui accorde un pouvoir relativement large d'appréciation au législateur communautaire, censure la directive sur ce fondement⁵⁵.

Il serait néanmoins envisageable que la CJCE réduise d'une autre façon les effets préjudiciables de la pratique et favorise la protection effective des investisseurs. Cela ne serait pas une nouveauté mais serait dans la continuité de la jurisprudence relative aux conditions générales de vente, où la CJCE a rejeté certaines règles processuelles concernant les conventions attributives de compétence et les délais de forclusion au motif qu'elles auraient fragilisé le droit de poursuite des consommateurs⁵⁶. De manière plus générale, cela correspond également à l'idée de transparence et de compréhensibilité exprimée par la directive concernant les clau-

ses abusives dans les contrats conclus avec les consommateurs⁵⁷. D'après la lettre de cette directive, les contrats doivent être rédigés de manière claire et compréhensible⁵⁸. Les consommateurs doivent avoir la possibilité de prendre connaissance de toutes les clauses contractuelles. Ces règles ne s'appliquent certes pas directement aux prospectus relatifs aux valeurs mobilières mais impliquent l'idée que le consommateur doit être protégé par le droit communautaire contre des conventions qui ne seraient pas compréhensibles. ■

Mots-Clés : Prospectus d'émission - Valeurs mobilières - Protection des investisseurs - Régime linguistique
Directive prospectus et transposition allemande

et 98/27/CE, art. 3 para. 1 n. 3 lit. g : JOCE n° L 271, 9 oct. 2002, p. 16. - V. à ce sujet : Micklitz et Schirmbacher, *Duties to inform contained in Directive 2002/65/EC concerning the Distance marketing of consumer financial services*, Revue européenne de droit bancaire et financier (EUREDIA) 2003, 457, 477 et seq.

55. CJCE, 22 mai 1985, aff. 13/83, Parlement c/ Conseil : Rec. CJCE 1985, p. 1513, note 49 et Cartou : Rec. Dalloz Sirey 1985, inf. rap. p. 444 ; Ukrow dans : Callies et Ruffert, *EG-Vertrag*, 2^e éd. 2002, art. 3, note 3 et s. - von Bogandy dans : Grabitz /Hilf, *Das Recht der Europäischen Union 2005*, art. 3 CEE note 4.

56. CJCE, 27 juin 2000, aff. C-240/98 à C-244/98, Océano Grupo : Rec. CJCE 2000, I, p. 4941 et CJCE, 21 nov. 2002, aff. C-473/00, Cofidis SA : Rec. CJCE 2002, I, p. 3193. - À propos de ces arrêts : L. Bernardeau, *Clauses abusives : l'illicéité des clauses attributives de compétence et l'autonomie de leur contrôle judiciaire* : REDC 2000, p. 261. - S. Hourdeau, *Protection communautaire du*

consommateur contre les clauses abusives et office du juge national : LPA, *La Loi / Le Quotidien juridique* 2001 n° 146 p. 27. - Möslin, *Zeitschrift für Gemeinschaftsprivatrecht (GPR)* 2004, 59, et surtout 60 et s.

57. Cons. UE, dir. 93/13/CEE, 5 avr. 1993, concernant les clauses abusives dans les contrats conclus avec les consommateurs : JOCE n° L 95, 21 avr. 1993, p. 29-34.

58. L'aspect linguistique est considéré comme l'élément central de la compréhensibilité, de laquelle dérive d'ailleurs l'obligation de traduction ; V. Micklitz, *Obligation de clarté et interprétation favorable au consommateur*, dans : Commission Européenne, *La directive « clauses abusives », cinq ans après - Évaluation et perspectives pour l'avenir*, 1999, p. 159, 161. - N. Reich *Neue Juristische Wochenschrift (NJW)* 1995, 1857, 1860 f. ; id./Micklitz, *Europäisches Verbraucherrecht*, 4^e éd. 2003, n° 13, 17. - Pour la transposition française de cette directive, V. Ghestin et Marchesseaux-van Melle, *L'application en France de la directive visant à éliminer les clauses abusives après l'adoption de la loi n° 95-96 du 1^{er} février 1995* : JCP C 1995, I, 3854.

13 Le contrôle des droits de vote dans les sociétés cotées

Miriasi TOUCH¹,
chargé d'enseignement à l'université d'Orléans,
Centre de recherche de droit financier - Paris I Sorbonne

Les fonds de pension tirant avantage de la parfaite maîtrise des techniques de gestion de leur portefeuille d'actifs, exploitent toutes les potentialités juridiques qu'offrent ces dernières dans le contexte des assemblées générales pour appuyer ou contester les décisions des organes de direction des sociétés et ce dans le but plus ou moins avoué, de maximiser leur profit.

1 - L'activisme des fonds de pension dans les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées est l'un des éléments marquants de ces dernières années de la démocratie actionnariale. Pour autant les techniques venant au soutien de cet activisme sont beaucoup moins connues.

2 - Ainsi, les fonds de pension tirant avantage de la parfaite maîtrise des techniques de gestion de leur portefeuille d'actifs, exploitent toutes les potentialités juridiques qu'offrent ces dernières dans le contexte des assemblées générales pour appuyer ou contester les décisions des organes de direction des sociétés et ce dans le but plus ou moins avoué, de maximiser leur profit.

3 - Il convient donc de faire le point sur ces techniques financières permettant à ces fonds de pension de peser sur les résolutions prises en assemblées générales et d'aborder comment la législation française les appréhende².

2. PE et Cons. UE, dir. n° 2004/109/CE, 15 déc. 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à un marché réglementé et modifiant la dir. n° 2001/34/CE : JOUE n° L 390, 31 déc. 2004, p. 38. - Comm. CE, dir. n° 2007-14/CE, 8 mars 2007 portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la dir. n° 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé : JOUE n° L 69, 9 mars 2007, p. 27. - C. com., art. L. 233-7, L. 233-9-1 et s. - Ord. n° 2005-171, 24 févr. 2005, simplifiant les procédures de constitution et de réalisation des contrats de garanties financière : JO 25 févr. 2005, p. 3254. - AMF, Règl. général, art. 314-100 et s., et 223-11. - D. n° 2006-1566, 11 déc. 2006 modifiant le D. n° 67-236, 23 mars 1967 sur

- The European passport, as provided for in the Prospectus Directive ('PD'), enables prospectuses that have been approved by the competent authority of the home member state to be used in any other state of the European Economic Area ('EEA').
- This concept enhances cross-border financial services, but it may also conflict with investors' interest.
- This conflict is mainly due to the language regime of the Directive, which reduces both the transparency and comprehensibility of financial information and also the legal enforceability of prospectus liability.
- The European Court of Justice ('ECJ') may, however, give greater weight to investor protection. This would be in line with the case law on the Unfair Terms Directive where the idea of transparency and comprehensibility is used as a key concept.

Authors Peter Mattil and Dr Florian Möslein

The language of the prospectus: Europeanisation and investor protection

INTRODUCTION

The Prospectus Directive ('PD') regulates contents, approval and publication of prospectuses for securities to be offered to the public or admitted to trading on regulated markets. Above all, it introduces the so-called notification procedure for prospectuses. This procedure enables one single prospectus, once approved by the competent authority of the home member state, to be used for public offer or listing in any other state of the European Economic Area ('EEA'). This regime may, however, conflict with the idea of investor protection. German investors, for instance, may be confronted with prospectuses that are not drafted in German. If investors need to have the prospectus translated and are possibly referred to a foreign legal system, this will critically impede legal actions. Investor protection would instead require that prospectuses be translated at the expense of the issuer into the language of the host member state, and that the jurisdiction and statutory provisions of the host country apply. The idea of consumer protection is much less incorporated into the PD than in most other private law directives. Small investors need to be aware that they will often be unable to enforce their rights with reasonable effort – unless the European Court of Justice ('ECJ') strengthens consumer protection in this area as well.

THE LANGUAGE REGIME IN THE PROSPECTUS DIRECTIVE From admission to notification

The European domestic market was created to enhance cross-border financial services. After the implementation of the so-called

This article focuses on the language regime for securities prospectuses under European law, and describes problems that can be expected in practice.

European passport for credit institutions (deposits and credit transactions), certain insurances and investment funds, the European passport for securities services companies followed suit. This system of the European Passport implies, in general, that admissions that have been granted by the home member state are valid in other member states as well. Therefore, only one admission is required throughout Europe. The PD, which has now been transposed by all the member states, finally introduced the European Passport for securities prospectuses. Previously, an admission regime applied and prospectuses that had been approved in any EEA state required additional approval in all the other member states. In addition to the foreign approval certificate, the translation of the prospectus was a basic requirement, at least, for example, according to German law.

The PD, on the other hand, introduced the so-called notification procedure and merely demands that the approved prospectus will be filed with the competent authority of the home member state and be made available to the public in advance of the offer or admission to trading. According to art 17 PD, the prospectus, approved by the home member state, and any supplements to it are valid for the public offer or admission to trading in any host member state, provided that the competent authorities of the host state are notified. The competent authorities in the host state no longer undertake any additional approval procedure.

This system of bare notification runs the risk, however, that issuers will take advantage of lower regulatory standards than would otherwise apply in their home member state. They can do so by merely requiring approval in another EEA member state with a more favourable regulatory regime. While the European legislator prevented such kind of abuse with respect to other passports, it has not done so in the case of the PD. At least, the formal prospectus requirements have been simultaneously harmonised throughout Europe and cannot therefore be evaded (in particular, the format of prospectus information, publication modalities, and the dissemination of advertisements).

Use of languages (art 19 PD)

Furthermore, the PD modified the language regime that applies to prospectuses. This fundamental change is of key importance for an efficient European capital market, since investors can only make rational investment decisions if they are provided with adequate information. Their level of information will depend significantly on the comprehensibility of the securities prospectus. Hence, it is necessary to avoid a Tower of Babel confusion of languages.

Case groups

The Directive regulates the language in which the prospectus will be drafted in art 19. The major advantage of the new rule is that issuers save substantial translation costs. As long as securities are publicly offered or

Feature

are only admitted in the home member state of the issuer, the prospectus only needs to be drafted in any additional language accepted by the competent authority of the home member state (art 19 para 1 PD). Regarding cross-border offers though, the competent authorities of each host member state are no longer in a position to require the translation of the whole prospectus into its official language(s). This is only required for the prospectus summary. The language in which the prospectus is to be drafted depends significantly on whether the public offer or admission request will be made exclusively in the host member state or in the home member state as well. In the first case (offer or admission exclusively abroad), issuers, offerors, or persons asking for admission have a choice between the language accepted by the foreign authority and the 'language customary in the sphere of international finance' (art 19 para 2 PD). However, where the prospectus is to be presented to the competent authority of the home member state which is responsible for the approval of the prospectus according to art 13 para 1 PD, it needs to be drafted in one of the languages accepted by this authority as well as either in the language accepted by the foreign authority or in the 'language customary in the sphere of international finance' (art 19 para 2 PD). Thus, in this second case (offer or admission request in the home member state as well), the same choice exists, but the prospectus must *additionally* be drawn up in a language accepted by the competent authority of the home member state (art 19 para 3 PD).

The requirement of a 'language customary in the sphere of international finance'

The key qualification is the possibility of using a 'language customary in the sphere of international finance'. Any essential advantage for the issuer will only come into being if such language is used. Only this choice will avoid translation costs, which are regarded as the main obstacle for cross-border offers of securities as well as for a truly European capital market.

Most authors assume, often implicitly, that it is the English language to which the

Directive refers. The Directive does not, however, explicitly mention the English language and does not even refer to *the* language, but to *a* 'language customary in the sphere of international finance'. There is thus some room for interpretation. Hence the question arises whether the term is to be interpreted with a view to the whole European market or only to the area where the respective securities are offered. In the latter case, it would suffice that the relevant language is the language customary for cross-border transactions in the respective member states. For the approval of a prospectus by the authority in Luxembourg, for instance, not only English but also French and German might be taken into account, if the securities are subsequently offered in Germany and Austria. Indeed, the European Commission seems to prefer such a 'relative' definition and would obviously accept German as a language 'customary in the sphere of international finance' for the securities issue in Central Europe. However, this approach does not answer the point that securities, once approved, may circulate freely across Europe. This principle of free circulation, as laid down in art 17 para 1 PD, excludes any 'regional' interpretation of the language requirement *a limine*.

Supplementary effects of the language regime

The language regime of art 19 PD is not only relevant for prospectuses as such, but also for any documents related to the prospectus, as well as for advertisements and supplements to the prospectus. Moreover, similar language regimes apply to other forms of (periodic) capital market information.

Pursuant to its art 11, the PD provides that a prospectus may refer to external documents ('incorporation by reference'). However, the Directive does not specify the language in which these documents need to be drafted. The regulation implementing the Directive (Commission Regulation No 809/2004 of 29 April 2004) merely stipulates in its art 28 para 2 that reference documents 'shall be drawn up according to the provisions of art 19' of the PD. A 'split' language choice could save substantial translation costs;

for example if periodic information could be given in German, while the prospectus could be drafted in English for an issue abroad. Such bilingual documents will certainly be more difficult for the authority to handle, in particular when it comes to checking the coherence of prospectus and reference documents. Furthermore, the comprehensibility of the whole set of information will significantly decrease. Since the regulation implementing the Directive also provides that, when incorporating information by reference, prospectus drafters 'shall endeavour not to endanger investor protection in terms of comprehensibility and accessibility of the information' (art 28 para 5 Regulation), a split language choice should be restricted to exceptional cases that need to be justified with good reason.

Supplements to the prospectus and advertisements pose similar problems. The former need to be drafted in the same language as the prospectus. As for the summary, which can be made available in different languages, the PD specifically demands respective supplements in all language versions ('summary, and any translations thereof, see art 16 para 1 PD). This demonstrates that the European legislator assumed the prospectus and supplements would be drawn up in the same language.

A different regime might apply, however, for advertisements, even though they also refer to the prospectus, and even though the Directive underlines the need for consistency with any information given in the prospectus (art 15 paras 3 and 4 PD). Advertisements are launched in the media of the host member state and are addressed directly to investors. Issuers must have the chance to 'speak their language', even if the prospectus has been drawn up in another language. This multilingualism can require significant translation efforts of the competent authority of the home member state. Among other things, the authority has to check whether the advertisements accord with the information given in the prospectus (art 15 para 6 PD).

The language question is also important for *ongoing financial information*, namely for periodic information (annual and

half-yearly financial reports as well as interim management statements, arts 4-6 Transparency Directive, ("TD")), for information on major shareholdings (arts 9-16 TD), and for ad-hoc publicity (art 6 Market Abuse Directive). Article 20 TD lays down a standardised regime for all 'regulated' information (including ad-hoc-publicity, according to art 2(1) lit k TD). This regime roughly corresponds to the solution given by the PD, as it distinguishes the same case groups and provides for the same language requirements and options. However, this rule gives rise to a 'double option', because the language choice for the prospectus and for all other regulated information does not necessarily have to be the same: A foreign issuer whose securities are (exclusively) admitted in Germany can draft the prospectus in English, for example, but may very well provide all the other financial information in German. Article 20 para 7 TD addresses the procedural core problem: Which party must bear the translation costs for disputed capital market information? The Directive does not give an answer to this question, but explicitly leaves the question to national procedural law (delegation to member states).

CHOICE OF LANGUAGE AND PROTECTION OF INVESTORS Practical problems

As a consequence, the prospectus no longer needs to be translated in the case of public offers or trading admissions of securities abroad. It can instead be drafted in a language accepted by the competent authority of the host member state or in a language that is customary in the sphere of international finance. This might, however, lead to substantial problems, especially for small investors. These problems can be illustrated by the following practical example: an issuer based in France sells securities to small investors in Germany; the minimum investment sum is €1,000. The prospectus contains approximately 220 pages and is drawn up in English and French with two columns. However, the prospectus also includes whole pages in either French or English. In the 15-page German summary, which contains only

general risk information, the investor learns, among other things, that he might be obliged to translate the prospectus, that the prospectus is to be governed by French law and that any disputes are to be made subject to the exclusive jurisdiction of the Paris Civil Court. This prospectus is not fictitious, but is currently in use in Germany.

Incomprehensibility and effort of prosecution

The sample prospectus referred to above is addressed at small investors in Germany (consumers) but such investors are unlikely to be able to understand the prospectus in detail. In order to discover whether the prospectus is complete or incorrect with respect to its content, the aggrieved investors must arrange a full translation. In the case of a lawsuit in a German court, the content of the prospectus would have to be provided, together with the statement of claim, in a translated version. The translation costs will amount to a five-figure sum. If the defendant denies the correctness

"Article 20 para 7 TD addresses the procedural core problem: Which party must bear the translation costs for disputed capital market information?"

of the translation, the court will order its own translation. The costs will be much higher than the sum that small investors are likely to claim (as the minimum subscription was no more than €1,000).

Applicable law

If there is a dispute, the sample prospectus referred to above provides that French law will apply. After an expensive translation, the claimant will have to prove the incorrectness and incompleteness of the prospectus under French law. This raises the question of whether the choice of French law is valid or whether German law will be applied in order to protect the consumer. However, the invalidity of the choice of law clause is not defined by German law, but, according to the

German conflict of law rules (art 31 para 1 *Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch* ('EGBGB') – ie by the law which would be applicable if the contract or the clause were effective (thus, in the sample case, according to French law). Therefore, the investor will have to examine the prospectus, at least preliminarily, under French law. He will have to consult an attorney in France, who must be capable of communicating with him and who, of course, will need to be specialised in financial market law. This might be difficult.

Article 6 or art 34 EGBGB might bar the application of French law. Under German law, an imperatively international character is generally not attributed to prospectus liability, on the grounds that art 34 EGBGB covers only contractual, not tortious, liability. The choice of French law could also be void according to art 29 para 1 EGBGB if it causes the investor loss of protection that is mandatory under German law. This applies to all mandatory rules that specifically aim to protect one contractual partner against

another. However, art 29 para 1 EGBGB only deals with contracts concerning the provision of moveable goods and services, not with the provision of securities. Even if one assumes that the issuer also provides services (consulting, investment), these services will almost certainly not be provided in the state in which the consumer resides.

The application of French law does not necessarily imply that mandatory rules protecting the consumer will be circumvented. Generally, French law does provide investors with causes of action in respect of prospectus liability in the case of securities acquisitions.

According to the majority view, there is no rigid tie to the consumer's state of residence; and the choice of law is not invalid. The law rather dictates the minimum

Feature

Biog box

Peter Mattil is attorney at law and partner at Mattil & Partners, Munich. Dr Florian Möslein, LL.M. (London) is assistant professor at the Humboldt University of Berlin and currently Jean Monnet Fellow at the European University Institute ('EUI') in Florence. He is grateful to the EUI and the Robert Schuman Centre for Advanced Studies for valuable support. Email: mattil@mattil.de and florian.moslein@EUI.eu

protection that must be granted in the consumer's state of residence. However, the consumer will still have the burden of being confronted with French law, which will probably be unknown to him. In either case, small investors face difficult legal questions and unreasonable effort.

Jurisdiction

Whenever the substantive review of the prospectus (under German or French law) reveals that the information does not comply with the applicable rules, the investor might want to bring an action for breach of the terms of the prospectus. He will, however, be confronted with a jurisdiction clause in the prospectus that declares that the Paris Civil Court has jurisdiction. Although such jurisdiction clause is generally allowed, according to art 17 Council Regulation No 44/2001, it is only effective if the agreement (in this case, the prospectus) is entered into after the dispute has arisen or if it allows the consumer to bring proceedings in courts other than those indicated in the Regulation. Neither is the case in our example. So the court which has jurisdiction is defined by art 15 et seq Reg 44/2001. These rules allow proceedings to be brought in the state where the consumer is domiciled, provided that the commercial activity of the contractual partner (the issuer) is directed to that member state. Accordingly, it will be possible for the consumer to bring proceedings in Germany as the sample prospectus was notified to the German supervisory authority by the French competent authority for use in Germany.

In practice, the circumstances leading to a host member state domestic jurisdiction and to the application of German law will be disputed between the parties on a regular basis. It will often be denied that the investor is a consumer and that the action of the offeror is directed towards the domestic market. There is also a strong tendency in courts to deny their own responsibility. Even if the investor establishes a German jurisdiction in the sample case, the lawsuit must be decided according to French law. The problem of the prospectus translation also remains. If the defendant denies the correctness of the

translation, a translator appointed and sworn by the court must also be involved.

Legal diversity with respect to prospectus liability

The issuer in the EEA can use a standardised prospectus in each member state, but the rules on the prospectus liability of publishers, guarantors, and other responsible persons have not yet been harmonised at the European level. In its art 6, the PD merely stipulates that at least some of these persons must be held liable under national law. Nevertheless, national regimes diverge to a substantial degree with respect to the potential scope of claims, causation, foreclosure and limitation. Under German law, for instance, the responsible persons are held liable according to the principles of civil law prospectus liability and according to the respective statutory rules in the Securities Prospectus Act, Securities Sales Prospectus Act and Stock Exchange Act.

Where the securities are traded, the buyer of the securities can ask for the transfer of the securities by refunding the purchase price insofar as it does not exceed the first offering price of the securities. Furthermore, it is important that the commercial transaction is entered into after the publication of the prospectus and within six months after the first introduction of the securities. Claims become statute-barred within one year from the time that the buyer discovers the incorrectness or incompleteness of the prospectus information, but at the latest, three years from the publication of the prospectus.

Other member states apply completely different rules. In Denmark, for instance, there is no special regime with respect to prospectus liability, and remedies are available only under the precondition that fault or negligence are established. In France, no special regime exists either, but the general contract or tort liability rules apply. Furthermore, investors cannot proceed against the company (issuer) in every member state due to the principle of maintenance of capital or on grounds of creditor protection (as in Sweden). By contrast, the potential liability of board members, as well as that of certified accountants, is explicitly provided

for in Portuguese law. Whereas, in Greek law, this is not the case as managers, consultants and accountants are not personally liable. In Portugal, claims of prospectus liability become statute-barred within six months. Only some member states provide for the collective action of investors. The restitution of attorney and court fees in the case of a judgment is subject to very different rules as well. German law provides for a privileged seizure of assets in case of injunctions, as opposed to most other member states.

Investor protection

The introduction of the European passport and the new language regime make it difficult for (small) investors to enforce their claims. According to art 3 para 1 lit EC Treaty, the European legislator is required to take into account the idea of consumer protection when enacting directives and regulations, as are Community institutions, according to art 153 EC. It is not clear whether any balancing of investor and offeror interests took place when the PD was enacted. The translation costs could have been attributed to issuers, who are not only economically stronger, but also benefit from the fact that they are able to address small investors in other member states. It is, however, unlikely that the ECJ will abrogate the Directive, given that it attributes a wide margin of appreciation to the legislator. The ECJ might, however, mitigate some practical burden and thereby safeguard investor protection. This would correspond to existing case law relating to the Unfair Terms Directive.

Certain procedural provisions concerning jurisdiction clauses and foreclosures have been rejected on the grounds that they would make legal action too difficult for consumers. Generally, the idea of transparency and comprehensibility is clearly a key concept of the Unfair Terms Directive and of European Private Law in General: contracts must be drafted in a transparent and comprehensible language. Consumers must be able to act on an informed basis. Even though these rules do not apply directly to securities prospectuses, they express a more fundamental idea, that consumers – including investors – need to be protected against opaque terms. ■