

Deutscher Derivate Verband · Pariser Platz 3 · 10117 Berlin

An die Vorsitzende des Finanzausschusses  
des Deutschen Bundestages  
Frau Dr. Birgit Reinemund  
An die Mitglieder des Finanzausschusses  
Platz der Republik 1  
11011 Berlin

23. März 2012

**Stellungnahme zum Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2010/73/EU und zur Änderung des Börsengesetzes“ - Drucksache 17/8684 -**

Sehr geehrte Frau Dr. Reinemund,  
sehr geehrte Damen und Herren Abgeordnete,

der Regierungsentwurf vom 14. Februar 2012<sup>1</sup> (der „Regierungsentwurf“), durch den u.a. das Wertpapierprospektgesetz („WpPG“) geändert werden soll, sieht für § 9 WpPG weitreichende Änderungen mit gravierenden nachteiligen rechtlichen und wirtschaftlichen Folgen für Anleger, Emittenten und Behörden bei Wertpapieremissionen vor.

## I. Änderungen des § 9 WpPG

Durch die geplanten Änderungen des § 9 WpPG wird der Zeitraum für ein öffentliches Angebot von Wertpapieren auf 12 Monate seit Hinterlegung der endgültigen Bedingungen bei der BaFin beschränkt.<sup>2</sup> Ein über diese 12 Monate hinaus fortdauerndes Angebot würde alle 12 Monate einen neuen Basisprospekt und neue endgültige Bedingungen erfordern.<sup>3</sup> Diese Änderung soll bereits zum 1. Juli 2012 in Kraft treten.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Gesetzentwurf der Bundesregierung vom 14.2.2012 betr. das Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2010/71/EU und zur Änderung des Börsengesetzes, BT-Drucksache 17/8684.

<sup>2</sup> Dies ergibt sich aus der Hinzufügung von Satz 2 in § 9 Abs. 2 WpPG: "Im Falle eines Angebotsprogramms ist der Basisprospekt nach seiner Billigung zwölf Monate lang gültig. Werden während des Gültigkeitszeitraums eines Basisprospekts endgültige Bedingungen für ein Angebot hinterlegt, verlängert sich der Gültigkeitszeitraum des Basisprospekts für dieses öffentliche Angebot bis zu dessen Ablauf, höchstens jedoch um weitere zwölf Monate ab Hinterlegung bei der Bundesanstalt."

<sup>3</sup> Regierungsentwurf, Begründung, B. Besonderer Teil, Zu Artikel 1 (Änderung des Wertpapierprospektgesetzes), Zu Nummer 10 (§ 9), Zu Buchstabe b (9 Absatz 2).

<sup>4</sup> In § 36 WpPG n.F. (Übergangsbestimmung) ist keine Ausnahme vorgesehen.

Deutscher Derivate Verband e.V.

Geschäftsstelle Berlin  
Pariser Platz 3  
10117 Berlin

Telefon +49 (30) 4000 475 - 0  
Telefax +49 (30) 4000 475 - 66

Geschäftsstelle Frankfurt  
Feldbergstraße 38  
60323 Frankfurt a.M.

Telefon +49 (69) 244 33 03 - 60  
Telefax +49 (69) 244 33 03 - 99

politik@derivateverband.de  
www.derivateverband.de

Vorstand  
Stefan Armbruster  
Dr. Hartmut Knüppel  
Jan Krüger  
Klaus Oppermann  
Grégoire Toublanc

Geschäftsführung  
Dr. Hartmut Knüppel  
Lars Brandau  
Christian Vollmuth

Bankverbindung  
HypoVereinsbank  
Konto 605 846 670  
BLZ 503 201 91

Der zurzeit geltende § 9 WpPG kennt hingegen keine solche Einschränkung. Wegen der rechtlichen Unsicherheit darüber, ob ein fortwährender Verkauf von Wertpapieren, die keine feste Angebotsfrist haben, ein dauerhaftes öffentliches Angebot darstellt, ist es in Deutschland üblich, dass der jeweils herangezogene Basisprospekt während der Fortdauer des Verkaufs durch sog. Nachträge aktualisiert wird.<sup>5</sup> Neue Prospekte sind zurzeit nur für „neue“ und nicht für alte fortwährende Verkäufe erforderlich.<sup>6</sup>

Die geplanten Änderungen des § 9 WpPG hätten gravierende und noch nicht absehbare nachteilige Folgen für den deutschen Wertpapiermarkt. Sie würden geradezu eine Zäsur darstellen. Gegen diese Änderungen spricht:

- 1) Einstellung von mehreren hunderttausend laufenden Angeboten:** Nach dem Regierungsentwurf besteht ein Rechtsrisiko, dass für Altprodukte, d.h. für Wertpapiere, die am 1. Juli 2012 länger als 12 Monate verkauft werden, neue Prospekte und endgültige Bedingungen erstellt werden müssen bzw. deren fortwährender Verkauf eingestellt werden muss. Dies deshalb, da eine Übergangsvorschrift nicht vorgesehen und es zudem unklar ist, ob ein fortwährender Verkauf von Wertpapieren, die keine feste Angebotsfrist haben, ein öffentliches Angebot darstellt. Nach der derzeit in Deutschland (u.a. auch von der BaFin geprägten) überwiegend vertretenen Meinung werden Wertpapiere „öffentlich“ angeboten, sofern der Emittent Kursangaben auf seiner Website veröffentlicht. Insbesondere Emittenten, die Market Maker sind, veröffentlichen An- und Verkaufskurse für Wertpapiere üblicherweise auf ihrer Website. Für mehrere hunderttausend Wertpapieremissionen wird Market Making betrieben. Am 22. März 2012 wurden beispielsweise 812.141 strukturierte Produkte an der Börse Stuttgart zum Handel angeboten. Davon haben 30%, nämlich 243.724 Produkte, eine Laufzeit von mehr als 12 Monaten. Für diese 243.724 strukturierten Produkte müssten am 1. Juli 2012 neue Basisprospekte und endgültige Bedingungen erstellt werden, wenn man der Auffassung ist, dass das öffentliche Angebot noch fortbesteht. Alle diese Prospekte müssten auch von der BaFin geprüft und aufbewahrt werden. Hinzu kämen noch die Prospekte und endgültigen Bedingungen für öffentlich angebotene Anleihen und Aktien. Da die Erstellung neuer Prospekte und neuer endgültiger Bedingungen für fortwährende Verkäufe bis zum 1. Juli 2012 für die meisten Emittenten weder möglich noch wirtschaftlich vertretbar ist, müssten diese Wertpapiere bis zum 1. Juli 2012 von den Webseiten der Emittenten entfernt werden. Jedoch stellt allein das

---

<sup>5</sup> § 16 WpPG.

<sup>6</sup> Dies ergibt sich aus dem Wort "neu" in § 9 Abs. 5 WpPG. "Nach Ablauf der Gültigkeit darf auf Grund dieses Prospekts kein neues öffentliches Angebot von Wertpapieren erfolgen oder deren Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt beantragt werden." § 9 Abs. 5 WpPG soll jedoch gestrichen werden.

Herausfiltern aller bereits seit mindestens 12 Monaten angebotenen Wertpapiere einen enormen Verwaltungsaufwand für die Emittenten dar und ist in der unangemessen knappen Frist bis zum 1. Juli 2012 voraussichtlich nicht zu bewerkstelligen.

- 2) **Enormer Aufwand für Emittenten sowie Behörden:** Nicht nur für die unter 1) genannten Altprodukte, sondern auch für künftige Emissionen, die eine Laufzeit von mehr als 12 Monaten aufweisen, werden Emittenten gezwungen, nun immer wieder neue Basisprospekte und endgültige Bedingungen für die gleichen Wertpapiere zu veröffentlichen, um fortlaufende Angebote zu ermöglichen. Dies wird zu einem enormen Aufwand für Emittenten sowie auch für die BaFin führen. Jährlich werden viele hunderttausend neue strukturierte Produkte emittiert. Hinzu kommen unzählige Anleihen- und Aktienneuemissionen. Viele davon werden erst nach mehr als 12 Monaten zurückgezahlt. Für alle diese Neuprodukte müssten jährlich (zusätzlich zu den Altprodukten) immer wieder neue Basisprospekte und endgültige Bedingungen erstellt und von der BaFin geprüft und aufbewahrt werden, wenn man der Auffassung ist, dass das öffentliche Angebot noch fortbesteht.
- 3) **Informations-Overkill für Anleger:** Den Anleger wird diese Neuregelung verwirren, da er für ein Wertpapier mehrere Basisprospekte und mehrere endgültige Bedingungen erhalten wird. Zudem wurden 2011 sog. Produktinformationsblätter (PIBs) gesetzlich eingeführt.<sup>7</sup> Weitere Basisprospekte und endgültige Angebotsbedingungen sind aus Sicht des Anlegerschutzes nicht zu empfehlen und führen zu einem Informations-Overkill.
- 4) **Rechtsunsicherheit:** Dass eine Einschränkung des Angebotszeitraums zu Rechtsunsicherheit führt, wurde schon bei Einführung des WpPG vom deutschen Gesetzgeber richtig erkannt. Deshalb hat sich der deutsche Gesetzgeber im Jahre 2005 ausdrücklich gegen diese Einschränkung entschieden.<sup>8</sup> An dieser Sachlage hat sich zwischenzeitlich nichts geändert.
- 5) **Keine Vorgabe durch die geänderte Prospektrichtlinie:** Die im Jahre 2010 geänderte Prospektrichtlinie<sup>9</sup> soll durch den Regierungsentwurf umgesetzt werden. Eine 12-monatige Beschränkung wurde jedoch durch die geänderte Prospektrichtlinie nicht eingeführt, sondern allein der deutsche Gesetzgeber hat sie ohne rechtlichen Zwang, aber dafür umso

---

<sup>7</sup> § 31 Abs. 3a WpHG i.V.m. § 5a WpDVerOV.

<sup>8</sup> BR-Drucksache 85/05 vom 18.3.2005, S. 4, BT-Drucksache 15/5219 vom 7.4.2005, S. 2 und BT-Drucksache 15/5373 vom 21.4.2005, S. 17 und S. 50.

<sup>9</sup> Richtlinie 2010/73/EU.

mehr mit kaum abschätzbaren Nachteilen für Anleger, Emittenten und Behörden, vorgeschlagen.

## II. Vorschläge zur Problemlösung

Um die zuvor dargestellten gravierenden Konsequenzen zu verhindern, kommt Folgendes in Betracht:

### 1) Beibehaltung der alten Rechtslage

Die alte Rechtslage sollte beibehalten werden, indem § 9 Abs. 5 WpPG bestehen bleibt und kein zusätzlicher Satz 2 in § 9 Abs. 2 WpPG eingeführt wird.

### 2) Einschränkende Auslegung des Begriffs des „öffentlichen Angebots“

Die Pflicht zur Erstellung von Basisprospekten und endgültigen Bedingungen besteht, solange Wertpapiere öffentlich angeboten werden. Daher ist die Auslegung der Definition des öffentlichen Angebots von großer Bedeutung. Ihre Auslegung ist in Deutschland unklar und sollte im Gesetzgebungsverfahren klargestellt werden.

Insbesondere, wenn unserem ersten Vorschlag nicht gefolgt würde, sollte zumindest klargestellt werden, dass die gegenwärtig übliche Veröffentlichung bestimmter Informationen durch Emittenten im Zusammenhang mit ihrer Tätigkeit als Market Maker auf ihren Webseiten kein „öffentliches“ Angebot darstellt. Dies gilt insbesondere für Kursangaben und wirtschaftliche Parameter der Emission (z.B. Wertpapierkennnummer, Laufzeit, Basispreis, Bezugsverhältnis, Ausübungsfrist, Rendite, Kurscharts, etc.).

Falls die vorgenannten Angaben ein öffentliches Angebot darstellen würden, wäre ein Market Maker allein wegen der Nennung dieser oben genannten Kursangaben und wirtschaftlichen Parameter zur Prospekterstellung verpflichtet. Dann müssten künftig sowohl für Aktien, Pfandbriefe, Anleihen und strukturierte Produkte jährlich neue Prospekte und endgültige Bedingungen erstellt werden, selbst wenn sie schon Jahre zuvor begeben wurden.

Die Pflicht zur Veröffentlichung von Kursangaben ergibt sich für den Market Maker aus unterschiedlichen rechtlichen Vorschriften, und zwar

sowohl für Aktien<sup>10</sup>, Pfandbriefe<sup>11</sup> sowie auch für sonstige Wertpapiere<sup>12</sup>. Market Making-Verpflichtungen kommen den Anlegern zugute, da sie den Market Maker verpflichten, fortlaufend An- und Verkaufspreise in einer engen Spanne zu stellen. Deshalb sollten diese Angaben weiterhin ohne Prospektpflicht veröffentlicht werden können. Der Market Maker sollte diese Informationen auch nicht nur während der Handelszeiten prospektfrei stellen dürfen, sondern er sollte auch außerhalb der Handelszeiten prospektfrei berechtigt sein, diese Informationen zu aktualisieren. Die Möglichkeit, sich kontinuierlich beim Market Maker über die wirtschaftlichen Parameter eines Wertpapiers erkundigen zu können, ist für einen Anleger sehr vorteilhaft.

Für eine einschränkende Auslegung des Begriffs des „öffentlichen“ Angebots spricht weiterhin, dass unserem Eindruck nach in anderen EU-Ländern der Begriff des öffentlichen Angebots enger ausgelegt wird und daher weniger schnell zur Prospektpflicht führt. Die in Deutschland zu weite Auslegung basiert immer noch auf einer veralteten Bekanntmachung des damaligen Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel. Diese Bekanntmachung befasst sich mit dem „öffentlichen Angebot“ des damaligen Verkaufsprospektgesetzes, das selbst keine Definition des öffentlichen Angebots enthielt. Mittlerweile gilt für das öffentliche Angebot von Wertpapieren jedoch das WpPG, das eine (allerdings unklare) Definition enthält.

### 3) Integrierter Nachtrag

Sollten (entgegen unserer Empfehlung) weder § 9 WpPG in seiner ursprünglichen Form beibehalten noch der Begriff des „öffentlichen Angebots“ klargestellt werden, sollte zumindest § 9 Abs. 2 Satz 2 WpPG ergänzt werden. Diese Ergänzung würde einen über 12 Monate hinaus fortwährenden Verkauf von Wertpapieren ermöglichen, wenn der Emittent den Basisprospekt, das Registrierungsformular bzw. die Wertpapierbeschreibung und ggf. auch die Zusammenfassung bei Eintreten neuer Umstände bzw. bei Unrichtigkeiten in Form eines in das entsprechende

---

<sup>10</sup> § 32a WpHG - systematische Internalisierer müssen nach dieser Vorschrift verbindliche Kauf- und Verkaufsangebote für Aktien stellen.

<sup>11</sup> Z.B. Ziff. 5 der Mindeststandards für Jumbo-Pfandbriefe.  
[http://www.pfandbrief.de/cms/\\_internet.nsf/tindex/de\\_1311.htm](http://www.pfandbrief.de/cms/_internet.nsf/tindex/de_1311.htm)

<sup>12</sup> 3.3.2. der Ausführungsbestimmungen zur Börsenordnung der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse für den Handel an der EUWAX und § 100 Abs. 1 Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse; künftig auch nach Artikel 17 der EU-Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung [EMIR] über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (MIFID II) (s. Vorschlag vom 20.10.2011, BR-Drucksache 645/11 vom 20.11.2011, S. 42f.)

vorgenannte Dokument integrierten Nachtrags aktualisiert. Obwohl ein sog. integrierter Nachtrag bereits nach der gegenwärtigen Rechtslage zulässig ist, ist er wegen des größeren Aufwands für die Emittenten in der Praxis kaum zu finden. Vielmehr werden Nachträge zurzeit meistens in einem getrennten Dokument erstellt. Der Vorteil der integrierten Form besteht darin, dass der Anleger nicht die über Jahre angesammelten zahlreichen separaten Nachtragsdokumente zusammen mit dem Basisprospekt, dem Registrierungsformular bzw. der Wertpapierbeschreibung und ggf. auch der Zusammenfassung lesen muss, sondern ihm nur ein einziges, sich auf aktuellstem Stand befindliches Dokument (das konsolidierte Dokument) zur Verfügung gestellt wird.

Wir schlagen vor, § 9 Abs. 2 Satz 2 WpPG wie folgt zu formulieren und einen zusätzlichen Satz 3 einzufügen:

„Werden während des Gültigkeitszeitraums eines Basisprospekts endgültige Bedingungen für ein Angebot hinterlegt, verlängert sich der Gültigkeitszeitraum des Basisprospekts für dieses öffentliche Angebot bis zu dessen Ablauf, wenn der Emittent oder Anbieter bei Vorliegen von Umständen oder Unrichtigkeiten im Sinne des § 16 den Basisprospekt gemäß § 16 in integrierter Form und nicht in einem getrennten Dokument aktualisiert und die aktualisierten Umstände bzw. Berichtigungen kenntlich macht. Andernfalls verlängert sich der Gültigkeitszeitraum des Basisprospekts höchstens um weitere zwölf Monate ab Hinterlegung der endgültigen Bedingungen bei der Bundesanstalt.“

#### **4) Änderung der Übergangsvorschrift**

Die Übergangsvorschrift in § 36 Abs. 2 WpPG sollte wie folgt umformuliert werden:

##### **„§ 36 Übergangsbestimmungen**

(2) Für Prospekte, deren Billigung vor dem 1. Juli 2012 erfolgt ist, gilt dieses Gesetz in der vor dem 1. Juli 2012 geltenden Fassung. Dies gilt auch für alle Rechte und Pflichten des Emittenten, Anbieters und Zulassungsantragstellers und Rechte der Anleger sowie für alle Nachträge sowie endgültige Bedingungen zu den vor dem 1. Juli 2012 gebilligten Prospekten, auch wenn diese Nachträge und endgültigen Bedingungen erst nach dem 1. Juli 2012 erstellt werden.“

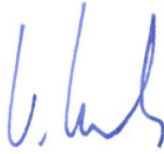
Diese neue Formulierung würde es den Emittenten erlauben, Wertpapiere unter den vor den 1. Juli 2012 gebilligten Basisprospekten weiterhin laufend öffentlich anzubieten, ohne neue Basisprospekte und neue endgültige Bedingungen erstellen zu müssen.

Für diese Änderung des § 36 Abs. 2 WpPG spricht, dass die im Regierungsentwurf enthaltene Formulierung<sup>13</sup> unklar ist und zudem den EU-Vorgaben<sup>14</sup> widerspricht. Unser Formulierungsvorschlag hingegen steht mit den EU-Vorgaben in Einklang.

Mit freundlichen Grüßen



Dr. Hartmut Knüppel  
Geschäftsführender Vorstand



Christian Vollmuth  
Geschäftsführer

---

<sup>13</sup> § 36 Abs. 2 WpPG: "Für Prospekte, deren Billigung vor dem 1. Juli 2012 beantragt worden ist und über deren Billigung die Bundesanstalt am 1. Juli 2012 noch nicht abschließend entschieden hat, legt die Bundesanstalt dieses Gesetz in der vor dem 1. Juli 2012 geltenden Fassung für die Billigung zugrunde. Im Übrigen richten sich alle Pflichten des Emittenten, Anbieters und Zulassungsantragstellers unter Einschluss der Pflichten, die sich aus einer Billigung nach diesem Gesetz in der vor dem 1. Juli 2012 geltenden Fassung ergeben, nach diesem Gesetz in der ab dem 1. Juli 2012 geltenden Fassung. Dies gilt auch für das Widerrufsrecht des Anlegers nach § 16 Abs. 3 dieses Gesetzes in der ab dem 1. Juli 2012 geltenden Fassung."

<sup>14</sup> Vorgaben des ESMA Final Report vom 4. Oktober 2011, S.7, nach denen die neuen Vorschriften nur für Prospekte gelten, die ab dem 1. Juli 2012 gebilligt wurden.