



Paul Benjamin Werthmann

Öffentliches Angebot, Vermögensanlage und Emissionspublizität

Einleitung

A. Problemstellung

Mit Inkrafttreten des WpPG im Jahr 2005 wurde in Deutschland die Prospekttrichtlinie umgesetzt. Sie brachte eine Vereinheitlichung der Prospektpflicht für das öffentliche Angebot und die Börsenzulassung von Wertpapieren. Außerdem enthielt sie erstmals eine Definition des öffentlichen Angebots. Bereits zuvor hatte der deutsche Gesetzgeber im Zuge des AnSVG die Prospektpflicht auf das öffentliche Angebot von Produkten des so genannten grauen Kapitalmarkts erweitert. Seit einer erneuten Gesetzesänderung ergänzt nun das VermAnlG die Regelungen des WpPG in Bezug auf nicht in Wertpapieren verbriefte Vermögensanlagen.

Diese Entwicklungen haben eine umfassende Neuordnung der Voraussetzungen der Prospektpflicht nach deutschem und europäischem Recht bewirkt. Eine umfassende Erörterung der Wechselwirkungen zwischen den detaillierten Regeln und Ausnahmen hat bisher nur bedingt stattgefunden. Offen ist, wie die neue europäische Definition des Begriffs des öffentlichen Angebots im Einzelnen zu verstehen ist und welchen Einfluss sie auf das bisherige deutsche Verständnis hat. Der Begriff der Vermögensanlage hatte schon zuvor den Gegenstand eines Gesetzgebungsverfahrens im Bereich der Prospektpflicht gebildet. Fraglich ist aber, inwiefern die damaligen Ansätze und Erkenntnisse in das moderne Kapitalmarktrecht übernommen werden können. Insgesamt ist nicht abschließend geklärt, wie sich die neuen Vorschriften in das mittlerweile komplexe System der deutschen und europäischen Regelwerke im Bereich des Kapitalmarktrechts einfügen. In Bezug auf Wertpapiere ergeben sich Überschneidungen zwischen der Prospekttrichtlinie, der Transparenzrichtlinie, der Marktmissbrauchsrichtlinie und der MiFID im europäischen Recht sowie zwischen dem WpPG, dem BörsG und dem WpHG im deutschen Recht. Im Übrigen sind auch die Regelungen des Investment- und Bankenrechts zu berücksichtigen.

B. Ziele der Arbeit

Die Neuregelungen sollen zum Anlass genommen werden, die Voraussetzungen der Prospektpflicht unter Berücksichtigung historischer und ökonomischer Aspekte und der Regelungen des Kapitalmarktrechts im Übrigen umfassend zu erörtern. Auf dieser Grundlage sollen die Neuregelungen im Hinblick auf eine allgemeine Prospektpflicht für das öffentliche Angebot von Vermögensanlagen

bewertet werden. Dabei will die Arbeit einen Beitrag zu einem einheitlichen Verständnis der Begriffe des öffentlichen Angebots und der Vermögensanlage als Voraussetzung der Prospektpflicht nach dem geltenden Recht leisten. Es sollen auch diesbezügliche Defizite im geltenden Recht und Lösungsansätze herausgearbeitet werden.

In Bezug auf den Begriff der Vermögensanlage steht die Zersplitterung der Regelungen für öffentliche Angebote im WpPG und VermAnlG im Vordergrund. Sie dokumentiert einen rechtformbezogenen Ansatz des Gesetzgebers der zu Lücken im Anwendungsbereich der Prospektpflicht führt. Demgegenüber soll ein einheitlicher Vermögensanlagebegriff anhand der Ziele des Anleger- und Funktionsschutzes an den zugrunde liegenden wirtschaftliche Sachverhalten orientiert, entwickelt werden.

C. Gang der Untersuchung

Zu Beginn der Arbeit sollen Grundlagen erarbeitet werden (Teil 1). Dabei soll zum einen die Geschichte des öffentlichen Angebots im Rahmen der Entwicklung des Kapitalmarktrechts dargestellt und erörtert werden. Außerdem werden die theoretischen Grundlagen des öffentlichen Angebots und, soweit erforderlich, des Kapitalmarktrechts behandelt.

Davon ausgehend wird sich die Arbeit mit dem Begriff der Vermögensanlage als Gegenstand des öffentlichen Angebots befassen (Teil 2). Zunächst sollen die nach geltender Rechtslage bestehenden Schutzlücken herausgearbeitet werden. Daran anschließend wird ein einheitlicher, materieller Begriff der Vermögensanlage entwickelt.

Auf der Grundlage eines materiellen Begriffs der Vermögensanlage soll anschließend der Begriff des öffentlichen Angebots untersucht werden (Teil 3). Im Zentrum werden dabei Einzelheiten der neuen Definitionen und der neuen Ausnahmeregelungen sowie deren Verhältnis zueinander stehen. Insofern soll gezeigt werden, dass es weiterhin an einem klaren Verständnis des Wesensgehalts des öffentlichen Angebots fehlt und die darauf bezogenen Ausnahmeregelungen sich nicht ausreichend an den Bedürfnissen des Anleger- und Funktionsschutzes orientieren. Um insofern Abhilfe zu schaffen, wird ein in sich stimmiges Konzept der Prospektpflicht für Angebote von Vermögensanlagen entwickelt. Die Ergebnisse sollen anschließend durch die Anwendung auf praxisrelevante Einzelfälle konkretisiert werden.

Im letzten Teil wird sich die Untersuchung mit dem Vorliegen eines öffentlichen Angebots bei der Weiterveräußerung von Wertpapieren und Vermögensanlagen beschäftigen (Teil 4). In diesem Zusammenhang soll auf die Probleme

bei der Abgrenzung des Primär- und Sekundärmarktes und ihre Folgen für den Begriff des öffentlichen Angebots eingegangen werden. Es gilt insbesondere zu zeigen, dass die Regelungen des WpPG in diesem Bereich zur Überregulierung in Bezug auf börsengehandelte Wertpapiere und Vertriebsketten geführt haben. Die Arbeit wird eine Abschichtung anhand der an die Börsennotierung geknüpften Sekundärmarktpublizität vornehmen, um diesen Problemen zu begegnen. Anschließend wird auf die praktischen Auswirkungen insbesondere für den Freiverkehr eingegangen. Dabei soll zunächst gezeigt werden, dass nach geltendem im Recht die Einführung von Wertpapieren in den Freiverkehr, der nicht zu den an das breite Publikum gerichteten Börsenmärkten gehört, richtigerweise nicht der Prospektpflicht unterliegt. Daran anknüpfend wird herausgearbeitet, unter welchen Voraussetzungen auf Wertpapiere im Freiverkehr bezogene Mitteilungen als öffentliches Angebot zu werten sind und damit die Prospektpflicht auslösen.

Die Arbeit wird mit einem in Thesen gefassten Ergebnis sowie mit einem Ausblick auf die geplanten Regelungen für geschlossene Fonds im so genannten Kapitalanlagengesetzbuch schließen.

Teil 1: Grundlagen

A. Die Geschichte des öffentlichen Angebots

Die Geschichte des öffentlichen Angebots beginnt mit der Aktie als „Mutter der Kapitalanlage“. Die Rechtsform der Aktiengesellschaft erlaubte erstmals die direkte Finanzierung von Unternehmungen durch die Beteiligung eines breiten Publikums. Die Attraktivität der AG folgt aus der Handelbarkeit der Aktie. Denn zum einen ist die AG als juristische Person vom Bestand ihrer Gesellschafter oder Aktionäre unabhängig. Außerdem ist die Aktie als Wertpapier leichter übertragbar und erlaubt die Eröffnung eines Börsenhandels. Aktionäre können deshalb im Idealfall ihre Mittel schnell und günstig abziehen, ohne dabei die Kapitalausstattung der Unternehmung zu schmälern. Demgegenüber war und ist beispielsweise der Austritt aus einer Personengesellschaft ungleich schwieriger.¹

Die Entwicklung vollzog sich in zwei wesentlichen Abschnitten. Zunächst wurde das für die Gründung einer AG maßgebliche Konzessionssystem durch ein System von Normativbestimmungen, einschließlich von Informationspflichten zugunsten künftiger Aktionäre, ersetzt. Eine vergleichbare Entwicklung vollzog sich über 100 Jahre später in Bezug auf Anleihen. Schließlich wurde schrittweise eine Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts für das öffentliche Angebot von Aktien und anderen Kapitalanlageprodukten eingeführt.

I. Von der Lenkung von Kapital zur Lenkung von Information

1. Wegfall des Konzessionssystems bei Aktien

a) *Wesentliche Schwächen des Konzessionssystems*

Als die Rechtsform der AG aufkam war ihre Gründung von einer staatlichen Genehmigung abhängig. Dieses Konzessionssystem führte dazu, dass die Verwendung der vom Publikum bereitgestellten finanziellen Mittel nicht allein dem

¹ Für den ausscheidenden Gesellschafter besteht das Risiko der Nachhaftung. Seine Abfindung muss aus Mitteln der Gesellschaft bestritten werden, die unter Umständen gebunden sind. Für die Suche nach einem anderen Investor steht außerdem nicht die Institution der Börse zur Verfügung.

Kapitalmarkt überlassen, sondern staatlicher Lenkung vorbehalten war.² In dieser Unterdrückung von Marktmechanismen ist der wesentliche Nachteil des Konzessionssystems zu sehen, der zu einem Dilemma für die mit der Konzession betrauten staatlichen Stellen führte. Sie mussten anstelle einer Vielzahl von Kapitalgeber zentralisiert die Risikobewertung von Unternehmungen vornehmen. Einerseits signalisierte die Konzession den Kapitalgebern eine Art staatliche Garantie für die Qualität des jeweiligen Unternehmens.³ Dies sprach für strenge Kriterien bei der Risikobewertung, um das Vertrauen der Anleger nicht zu enttäuschen und ihre fortlaufende Bereitschaft, Kapital zu investieren, nicht zu gefährden. Andererseits konnten strenge Kriterien für die Vergabe der Konzession dazu führen, dass das Kapital des Publikums für besonders riskante und gewinnträchtige Unternehmungen gefehlt hätte.

b) *Die Abschaffung des Konzessionssystems*

In der weiteren Entwicklung wurde folgerichtig das Niveau der staatlichen Kontrolle reduziert, um ein besseres Gleichgewicht zwischen staatlicher Kontrolle und der Eigenverantwortung des Publikums herzustellen. Das Konzessionssystem wurde im Bereich des Aktienrechts im Zuge einer Reform im Jahre 1870 abgeschafft und durch ein System von Normativbestimmungen ersetzt. Auf das Instrument der Emissionspublizität wurde dabei noch nicht zurückgegriffen. In der Folge wurde eine Vielzahl von Aktiengesellschaften gegründet.⁴ Deutschland erlebte die so genannte Gründerzeit. Dieser Boom hatte seine Ursache zwar auch in der wirtschaftlichen Dynamik nach dem Ende des Krieges mit Frankreich. Es ist allerdings nur schwer vorstellbar, dass die Vielzahl der Gründungen und die damit verbundenen Kapitalströme im Rahmen eines Konzessionssystems hätten bewältigt werden können. Allerdings erwies sich eine große Zahl der Gründungen als zu optimistisch und im schlimmsten Fall betrügerisch. Auf die Gründerjahre folgten die (aufgedeckten) Gründungsschwindel. Der Gesetzgeber reagierte mit dem Entwurf einer Aktienrechtsreform, der im Frühjahr

2 Mit Kübler, AG 1977, 85, 91 kann man dies als ein „System staatlicher Investitionslenkung“ und das besonders durchgehend im amerikanischen Kapitalmarktrecht verwirklichte Gegenmodell als System „staatlicher Lenkung von Information, die ihrerseits Kapitalströme lenkt“ bezeichnen.

3 Vgl. Behrend, S. 37, 48.

4 Während bspw. in Preußen in der Zeit bis 1871 insgesamt 203 Gründungen stattfanden, waren es ebenfalls 203 Gründungen allein im Jahre 1871 und 478 Gründungen im Jahre 1872, so die Regierungsbegründung zum Entw 1884, in: Schubert/Hommelhoff, S. 408, r. Sp.

1884 in den Reichstag eingebracht wurde.⁵ Die Überholungsbedürftigkeit des Systems der Normativbestimmungen war durch die Gründungsschwindel offen zu Tage getreten.⁶ Teilweise hatten die aufgetretenen Missstände offene Feindschaft gegenüber der Aktienspekulation und der Rechtsform der AG selbst hervorgerufen.⁷ Als Ursache für die Fehlentwicklungen wurden drei Themenkomplexe identifiziert, die im Zusammenhang mit der Kapitalanlage noch heute Probleme bereiten, und von *Schubert* und *Hommelhoff*⁸ als klassische Erscheinungsformen des Gründungsschwindels bezeichnet werden: die Vorspiegelung unternehmerischer Chancen, der Abzug von Kapital durch die Gründer im Gründungsstadium und die Überbewertung von Sacheinlagen bei der Sachgründung.

Einen direkten Bezug zur Emissionspublizität weist die Vorspiegelung unternehmerischer Chancen auf. Denn in diesem Zusammenhang geht es wie bei der Prospektpflicht und ihren Voraussetzungen unmittelbar darum, welche Informationen das Publikum vor der Bereitstellung des Kapitals über die jeweilige Unternehmung erhält. In die Begründung des Entwurfs von 1884 fand diese Überlegung insofern Eingang, als bemängelt wurde, Gründungen wären vorgenommen worden, ohne Rücksicht darauf zu nehmen, ob ein Bedürfnis für das Unternehmen bestehe.⁹ Daneben kann die Offenlegung von Informationen (z.B. durch einen Prospekt) den verdeckten Abzug von Kapital, der durch einen überhöhten Gründungsaufwand oder durch einfache Rückgewähr der Einlage erfolgte, und die Täuschung der Anleger durch die Überbewertung von Sacheinlagen erschweren.

Es überrascht deshalb nicht, dass die Publizität der Gründung neben der Autonomie der Vorgesellschaft und dem Ausbau des Gründungsverfahrens einen von drei Schutzmechanismen¹⁰ innerhalb der zur Behebung dieser Missstände erlassenen Regelungen darstellte. Zahlreiche Regelungen des Entwurfs von 1884 griffen tief in die Struktur der AG ein. Allerdings erkannte der Gesetzgeber bereits zu diesem Zeitpunkt die Möglichkeit, die Anlageentscheidung des

5 Entwurf eines Gesetzes betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaft, Aktenstück Nr. 21 vom 07.03.1884, abgedruckt bei: *Schubert/Hommelhoff*, S. 387 ff.

6 So heißt es in der Regierungsbegründung zum Entw 1884, in: *Schubert/Hommelhoff*, S. 416 I. Sp., die richtigen Grundgedanken hätten in der Novelle von 1870 lediglich nicht ihre vollständige Entwicklung gefunden, und seien nunmehr fortzubilden.

7 So die Regierungsbegründung zum Entw 1884, in: *Schubert/Hommelhoff*, S. 413 I. Sp., unter Verweis auf damalige Äußerungen sowohl im Reichstag als auch im Schrifttum.

8 *Schubert/Hommelhoff*, S. 65.

9 Begründung zum Entw 1884, in: *Schubert/Hommelhoff*, S. 409.

10 *Schubert/Hommelhoff*, S. 65.

Aktionärs durch Transparenzregelungen zu unterstützen, um Regelungen zu vermeiden, die in den Gegenstand der Unternehmung eingriffen. Man wollte den Ansatz der Reform von 1870 fortführen, wonach es den Anlegern überlassen seien sollte, ihre Interessen gegenüber den Gründern durchzusetzen.¹¹ Da eine solche Gegenüberstellung der Interessen im Gründungsstadium meist nicht stattgefunden habe, sei dessen Undurchsichtigkeit besonders misslich gewesen. In der Folge ließ sich der Entwurf von wirtschaftlichen Erwägungen leiten. Zum einen sei ein generelles Verbot für die Gewährung von Vorteilen an Gründer nicht angezeigt, um die unternehmerische Initiative nicht zu unterdrücken und Umgehungen zu vermeiden.¹² Ähnlich umsichtig argumentierte der Entwurf für die qualifizierte Gründung mit Sacheinlagen oder -übernahmen. Zum einen verwies man auf die Selbstbeschränkung des Gesetzgebers hinsichtlich des Gegenstands der Unternehmung. Zum anderen betonte man das praktische Bedürfnis nach Sachgründungen, z.B. bei der Fortsetzung von Privatunternehmen.¹³ Missbräuche sollten durch Transparenz verhindert werden. Dabei betonte der Entwurf unter Abgrenzung von dem damaligen eher repressiv geprägten französischen System den Charakter der Transparenz als präventives Schutzinstrument.¹⁴ Die Anleger sollten die Gewährung von Sondervorteilen und die qualifizierte Gründung erkennen und zum Gegenstand einer bewussten Entscheidung machen können.¹⁵

Anders als andere Rechtsordnungen der damaligen Zeit scheute der Entwurf die konsequente Umsetzung dieses Ansatzes durch die Einführung einer Prospektpflicht. Stattdessen wurde der Gesellschaftsvertrag als Anknüpfungspunkt für die Herstellung von Publizität und Transparenz gewählt. Dieser müsse die entsprechenden Regelungen insbesondere bezüglich der Gewährung von Sondervorteilen und der qualifizierten Gründung sowie die in Bezug auf den Gründungsaufwand gewährten Entschädigungen und Vorteile enthalten. Im Falle der qualifizierten Gründung (mit Sacheinlagen) ging man dabei über das noch geltende Recht hinaus, indem nicht nur der Wert des Gegenstandes bzw. die Höhe und Art des Vorteils, sondern auch die jeweils begünstigte Person offen zu legen war. Durch Regelungen zum Gründungsablauf sollte sichergestellt werden, dass die Anleger Kenntnis vom Inhalt des Gesellschaftsvertrages erlangten und über Änderungen informiert wurden.

11 Vgl. die Begründung zum Entw 1884, in: *Schubert/Hommelhoff*, S. 436 I. Sp.

12 So die Begründung zum Entw 1884, in: *Schubert/Hommelhoff*, S. 434 f.

13 Begründung zum Entw 1884, in: *Schubert/Hommelhoff*, S. 435 r. Sp.

14 Die Begründung zum Entw 1884, in: *Schubert/Hommelhoff*, S. 416 I. Sp., betont insofern, dass eine strenge Repression allein – wie sie das französische Recht vorsehe – nicht genügen könne.

15 Begründung zum Entw 1884, in: *Schubert/Hommelhoff*, S. 436 I. Sp.