



Paul Benjamin Werthmann

Öffentliches Angebot, Vermögensanlage und Emissionspublizität

Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis.....	xxiii
Einleitung.....	1
A. Problemstellung.....	1
B. Ziele der Arbeit.....	1
C. Gang der Untersuchung.....	2
Teil 1: Grundlagen.....	5
A. Die Geschichte des öffentlichen Angebots.....	5
B. Theoretische Grundlagen des öffentlichen Angebots von Vermögensanlagen.....	27
C. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung.....	51
Teil 2: Entwicklung eines materiellen Begriffs der Vermögensanlage.....	53
A. Wertpapiere i.S.d. WpPG.....	53
B. Andere Vermögensanlagen i.S.d. VermAnlG.....	69
C. Der materielle Begriff der Vermögensanlage.....	93
D. Zwischenergebnis und Fortgang der Untersuchung.....	105
Teil 3: Das öffentliche Angebot.....	109
A. Beginn des Angebot.....	109
B. Öffentlichkeit des Angebots und Privatplatzierung.....	136
C. Angebotsbezogene Beschränkungen der Prospektpflicht.....	160
D. Das öffentliche Angebot von Vermögensanlagen.....	178
E. Relevante Konstellationen der Praxis.....	185
F. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung.....	213
Teil 4: Die Emissionspublizität bei der Weiterveräußerung bzw. dem Verkauf von Wertpapieren und Vermögensanlagen.....	215
A. Die Unterscheidung von Primär- und Sekundärmarkt.....	215

B. Praxisrelevante Einzelfälle	236
C. Zusammenfassung	256
Schlussbetrachtung	259
A. Gesamtergebnis – Zusammenfassung in Thesen.....	259
B. Ausblick – KAGB	262
Literaturverzeichnis	269

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	xxiii
Einleitung.....	1
A. Problemstellung.....	1
B. Ziele der Arbeit.....	1
C. Gang der Untersuchung.....	2
Teil 1: Grundlagen.....	5
A. Die Geschichte des öffentlichen Angebots.....	5
I. Von der Lenkung von Kapital zur Lenkung von Information.....	5
1. Wegfall des Konzessionssystems bei Aktien.....	5
a) Wesentliche Schwächen des Konzessionssystems.....	5
b) Die Abschaffung des Konzessionssystems.....	6
2. Wegfall des Konzessionssystems für Schuldverschreibungen.....	9
II. Die Einführung der Prospektpflicht.....	10
1. Der Streit um die Prospekttheorie Ende des 19. Jahrhunderts.....	10
a) Zusammenfassung der Positionen.....	10
b) Bewertung.....	12
2. Börsengesetz von 1896.....	14
III. Das öffentliche Angebot als Tatbestandsmerkmal.....	15
1. AuslInvG (und KAGG).....	15
2. Entwurf eines Vermögensanlagengesetzes 1978.....	18
3. Die weitere Entwicklung unter europäischem Einfluss.....	21
a) Die europäische Ebene.....	21
aa) Der Segré-Bericht von 1966.....	21
bb) Richtlinien in Bezug auf Wertpapiere.....	21
cc) Die Überarbeitung der Prospektrichtlinie.....	22
b) Die Umsetzung der europäischen Richtlinien in Deutschland..	23

aa) Das Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz von 1991	23
bb) Das Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz von 2005	25
IV. Die Erweiterung der Emissionspublizität auf nicht verbriefte Vermögensanlagen.....	25
V. Zusammenfassung	26
B. Theoretische Grundlagen des öffentlichen Angebots von Vermögensanlagen	27
I. Begriff des Kapitalmarkts	27
1. Ökonomische Betrachtung	27
a) Intertemporaler Tausch als wesentliches Merkmal	28
b) Risikostrukturierung und Vertragsgestaltung.....	29
c) Bewältigung von Losgrößen- und Fristenproblemen und Finanzintermediation.....	30
d) Teilmärkte des Kapital- bzw. Finanzmarkts.....	31
aa) Abgrenzung zum Geldmarkt	31
bb) Abgrenzung zum Termin- und Derivatemarkt	32
cc) Der Devisenmarkt.....	33
e) Zusammenfassung	34
2. Rechtliche Begriffe des Kapital- und Finanzmarkts	34
a) Ansatz der MiFID	34
b) Ansätze in der Literatur	35
3. Fazit	36
II. Leitprinzipien des Kapitalmarktrechts	36
1. Funktionsschutz.....	36
a) Allokative Funktionsfähigkeit	36
b) Operative Funktionsfähigkeit	37
c) Institutionelle Funktionsfähigkeit.....	37
2. Anlegerschutz.....	38
a) Gesellschafter und Gläubiger	39
b) Anlegertypen	40

c) Fazit	41
3. Transparenz	41
a) Begriff und Bedeutung der Transparenz	41
b) Begründung von Informationspflichten	42
aa) Informationsasymmetrie und der Markt für Zitronen	42
bb) Ökonomische Analyse des Rechts	43
cc) Das europäische Informationsmodell	45
(1) Begriff und Bedeutung	45
(2) Rechtsprechung des EuGH	46
(3) Europäische Richtlinien	47
dd) Kritik am Informationsmodell	48
C. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung	51
Teil 2: Entwicklung eines materiellen Begriffs der Vermögensanlage	53
A. Wertpapiere i.S.d. WpPG	53
I. Einheitlicher Wertpapierbegriff und Definitionsvielfalt	53
II. Gesetzliche Vorgaben für den Wertpapierbegriff	54
1. Typische Wertpapiere	54
2. Handelbarkeit als zentrale Eigenschaft	55
3. Verbriefung	60
4. Ausnahme für Geldmarktinstrumente	60
III. Anlagebezogene Ausnahmeregelungen des WpPG	62
1. Investmentanteile	62
2. Nichtdividendenwerte	62
a) Nichtdividendenwerte staatlicher Emittenten	62
b) Emissionen von Einlagenkreditinstituten	64
aa) Dauernde oder wiederholte Emission	64
bb) Erfasste Wertpapiere	65
c) Einlagenkreditinstitute	67
d) Fazit	68

3. Garantierte Emissionen	68
IV. Zusammenfassung	69
B. Andere Vermögensanlagen i.S.d. VermAnlG	69
I. Vorbemerkungen	69
II. Unternehmensbeteiligungen, Genussrechte und Namensschuldverschreibungen	70
1. Unternehmensbegriff.....	70
2. Ergebnisbeteiligung.....	71
3. Rechtliche Ausgestaltung der Beteiligung	72
a) Ausgangslage.....	72
b) Abgrenzung: stille Gesellschaft, Genussrecht, partiarisches Darlehen	73
c) Auslegung von § 1 Abs. 2 Nr. 1 VermAnlG	74
d) Fazit	76
III. Treuhandvermögen	77
IV. Geschlossene Fonds.....	79
1. Gesetzliche Vorgaben für eine Definition.....	79
2. Wesentliche Eigenschaften geschlossener Fonds in der Praxis	80
3. Die Gemeinsame Kapitalanlage	82
4. Das Verhältnis zu den vorangehenden Tatbestandsvarianten	84
V. Verbleibende Schutzlücken und Grenzfälle	86
1. Festverzinsliche Darlehen und Bankeinlagen	86
a) Vorüberlegungen	86
b) Schutzbedürftigkeit von Einlegern	87
c) Einlagen ohne Anlagecharakter.....	88
d) Schutzbedürftigkeit von Darlehensgebern	88
2. Grenzfall: Unverbriefte Aktienoptionen	89
VI. Anlagebezogene Ausnahmeregelungen des VermAnlG.....	89
1. Genossenschaften sowie Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds.....	89

2. Staatliche Schuldner und Kreditinstitute	91
VII. Zusammenfassung	91
C. Der materielle Begriff der Vermögensanlage	93
I. Der Ansatz des US-amerikanischen Rechts	93
1. Der Howey-Test	94
2. Profite durch Leistungen Dritter	94
3. Gemeinsame Unternehmung	96
4. Schutz durch andere Gesetze	97
5. Fazit	98
II. Ansätze im Zusammenhang mit dem EntwVermAnlG	98
III. Eigener Ansatz und Definitionsvorschlag	100
1. Investition im ökonomischen Sinne	101
2. Strukturelle Informationsasymmetrie	102
a) Fremdverwaltung	102
b) Behandlung von Derivaten	103
c) Gemeinsame Unternehmung	103
3. Schutz durch andere Regelwerke	104
4. Definitionsvorschlag	105
D. Zwischenergebnis und Fortgang der Untersuchung	105
Teil 3: Das öffentliche Angebot	109
A. Beginn des Angebot	109
I. Angebotsbeginn nach dem VerkProspG a.F.	109
1. (Zivilrechtliche) invitatio ad offerendum	110
2. Kapitalmarktrechtliche Ansätze	112
a) Verkaufsphase	112
b) Parallele zum Vertrieb nach dem AuslInvG	113
II. US-Amerikanisches Recht	114
1. Registrierungsprozess	114
2. Angebotsbeginn und „gunjumping“	115

III. Aktuelle Rechtslage	118
1. Meinungsstand	118
2. Auslegung der Definition des Angebots	119
a) Wortlaut und Systematik	119
aa) Wortlaut des § 2 Nr. 4 Hs. 1 WpPG	119
bb) Abgrenzung zu Werbung i.S.d. § 15 WpPG und zum Prospekt i.S.d. § 14 WpPG	120
cc) Prospektpflicht im Investmentrecht	122
(1) Vertrieb i.S.d. InvG	123
(2) Übertragung auf das WpPG	125
b) Entstehungsgeschichte der Definition	127
c) Anforderungen des Anleger- und Funktionsschutzes	128
3. Fazit	132
a) Keine konkrete Erwerbsmöglichkeit	132
b) Informationsgehalt der Mitteilung	133
B. Öffentlichkeit des Angebots und Privatplatzierung	136
I. Rechtslage nach dem VerkProspG a.F.	136
1. Regierungsbegründung und Position des BAWe	136
2. Meinungen in der Literatur	138
a) Bestimmtheit ohne Berücksichtigung des Schutzzwecks	138
b) Schutzzweck	139
II. Die Neuregelungen des WpPG	141
1. Wortlaut des § 2 Nr. 4 Hs. 1 WpPG	141
2. Bisherige Stellungnahmen	141
a) Regierungsbegründung und Position der BaFin	141
b) Rechtsprechung zum AuslInvG	141
c) Literaturmeinungen	142
III. Das Verhältnis und die Abgrenzung zur Privatplatzierung	144
1. Das private placement im US-amerikanischen Recht	144
a) Allgemeines	144

b) Die Ralston Purina-Entscheidung.....	145
c) Die Verwaltungspraxis der SEC.....	147
2. Die Bedeutung der Ausnahmeregelungen des WpPG und der Prospektrichtlinie	148
3. Anforderungen des Anleger- und Funktionsschutzes	150
4. Kritische Würdigung der Abgrenzungskriterien	151
a) Person des Anlegers	151
b) Zugang zu ausreichenden Informationen	152
c) Individualisierbarkeit des Verhältnisses zum Anbieter.....	152
aa) Individuelle Auswahl	153
bb) Individuelle Beratung	153
d) Das Unterbleiben individueller Verhandlungen als vorrangiges Indiz	155
aa) Anhaltspunkte für den Ansatz in der Geschichte des öffentlichen Angebots	155
bb) Die Befreiungstatbestände des § 3 Abs. 2 Unterabs. 1 WpPG	156
cc) Handelbarkeit bei Wertpapieren (Anonymisierung)	156
dd) Verbraucherschutz und Verhandlungsposition	157
ee) Schlussfolgerung	158
IV. Fazit	159
C. Angebotsbezogene Beschränkungen der Prospektpflicht.....	160
I. Die Befreiungstatbestände des § 3 Abs. 2 Unterabs. 1 WpPG	160
1. Qualifizierte Anleger.....	160
a) Institutionelle Anleger.....	161
b) Staatliche und supranationale Institutionen.....	161
c) Großunternehmen, KMU und natürliche Personen.....	163
aa) Abgrenzung in Bezug auf KMU	163
bb) Zusätzliche Anforderungen für KMU und natürliche Personen	164
cc) Organisatorischer Ablauf	165

d) Fazit	165
2. Mindestanlagevolumen	166
a) Allgemeines	166
b) Angemessenheit der Wertgrenzen	167
c) Praktische Umsetzung	168
d) Fazit	169
3. Zahlenmäßig begrenzter Adressatenkreis	170
4. Bagatellgrenze für Kleinstemissionen	171
5. Fazit	171
II. Die Ausnahmen des § 4 Abs. 1 WpPG	172
1. Übernahmen, Verschmelzungen und Spaltungen (§ 4 Abs. 1 Nr. 2 und 3 WpPG)	172
a) Gleichwertigkeit der Angaben	173
b) Verfügbarkeit des Dokuments	175
2. Fehlende Anlageentscheidung	176
a) Aktientausch ohne gleichzeitige Kapitalerhöhung (§ 4 Abs. 1 Nr. 1 WpPG)	176
b) Dividenden in Form von Aktien (§ 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG)	176
3. Angebote von Arbeitgebern an ihre Arbeitnehmer (§ 4 Abs. 1 Nr. 5 WpPG)	177
III. Zusammenfassung	178
D. Das öffentliche Angebot von Vermögensanlagen	178
I. Öffentliches Angebot	178
II. Beschränkung der Prospektpflicht	179
1. Vorüberlegungen	179
2. Regelungen zur Privatplatzierung	180
a) Angebote an berufliche und gewerbliche Anleger	180
b) Anlagen ab 200.000 Euro	181
c) Angebote an einen begrenzten Personenkreis	182
d) Kleinstemissionen	182

3. Ausnahmeregelungen für Verschmelzungen und Angebote an Arbeitnehmer.....	183
III. Fazit	184
E. Relevante Konstellationen der Praxis.....	185
I. Bookbuilding	186
1. Bedeutung und Ablauf	186
2. Beginn des öffentlichen Angebots	187
II. Bezugsrechtsemissionen	189
1. Allgemeines.....	189
2. Öffentlichkeit des Angebots	189
3. Neuregelung auf europäischer Ebene.....	191
III. Internetemissionen	192
1. Bedeutung und Problemstellungen.....	192
2. Im Inland	195
a) Aufsichtspraxis	195
b) Marktortprinzip.....	195
aa) Sprache und andere Indizien	196
bb) Disclaimer	196
3. Angebot und Hyperlinks	198
4. Öffentlichkeit des Angebots	199
IV. Mitarbeiterbeteiligungsmodelle	200
1. Bedeutung und Erscheinungsformen	200
2. Mitarbeiterbeteiligung ohne Angebot (<i>free offers</i>)	202
3. Öffentlichkeit des Angebots	203
4. Ausnahmeregelungen für Angebote an Arbeitnehmer.....	204
a) Anwendungsbereich	204
aa) Wertpapiere	204
bb) Vermögensanlagen	205
cc) Sonderfall: unverbriefte Option.....	205
b) Bewertung der Ausnahmeregelung	207

aa) Kritik in der Literatur	207
bb) Schutzbedürftigkeit von Arbeitnehmern	208
dd) Rechtspolitische Aspekte	210
ee) Angemessenheit von § 4 Abs. 1 Nr. 5 WpPG	210
ff) Angemessenheit von § 2 Nr. 6 Alt. 1 VermAnlG	212
5. Fazit	212
F. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung	213
Teil 4: Die Emissionspublizität bei der Weiterveräußerung bzw. dem Verkauf von Wertpapieren und Vermögensanlagen.....	215
A. Die Unterscheidung von Primär- und Sekundärmarkt	215
I. Wirtschaftliche Betrachtung	216
II. Rechtliche Abgrenzung.....	217
1. US-amerikanisches Recht	218
a) Allgemeines.....	218
b) Underwriter i.S.d. SA	218
c) Fristenregelung in Rule 144	220
d) Handelsausnahme in Rule 144A	221
e) Zusammenfassung	223
2. Der Ansatz des VerkProspG a.F.	223
a) Erstmaliges öffentliches Angebot.....	223
b) Vorrang der Börsenzulassung.....	225
c) Fazit	227
3. Der Ansatz des WpPG und der Prospekttrichtlinie	227
a) Erstplatzierung und Gültigkeit des Prospekts.....	227
b) Angebote von Wertpapieren derselben Gattung.....	232
c) Erstplatzierung und Börsenzulassung.....	233
d) Zusammenfassung	234
4. Besonderheiten des VermAnlG.....	234
III. Fazit	235

B. Praxisrelevante Einzelfälle	236
I. Vertriebsketten (<i>retail cascades</i>)	236
II. Secondary placements.....	240
III. Anknüpfungspunkte für ein öffentliches Angebot im Freiverkehr...	240
1. Vorüberlegungen	240
a) Rechtliche Einordnung des Freiverkehrs.....	240
b) Meinungsstand.....	241
aa) Auffassungen zur bisherigen Rechtslage	241
bb) Die Rechtslage nach dem WpPG	244
c) Regelungen über den Freiverkehr	244
d) Sonderfall: Entry Standard für Start-ups und KMU	246
aa) Einordnung und Regulierung	246
bb) Einbeziehungsvoraussetzungen und -folgepflichten	247
cc) M:access der Börse München.....	248
e) Zwischenfazit	248
2. Handelseinführung	249
a) Antrag	249
b) (positive) Entscheidung über die Einbeziehung	249
c) Handelsaufnahme als Schaffung einer Erwerbsmöglichkeit für jedermann.....	250
3. Mitteilungen aufgrund des Handels im Freiverkehr.....	250
a) Die Ausnahmenvorschrift des § 2 Nr. 4 Hs. 2 WpPG.....	250
b) Einzelne Veröffentlichungen der Börse, des Emittenten und Dritter	251
aa) Mitteilungspflichten gegenüber dem Freiverkehrsträger .	251
bb) Laufende Veröffentlichungspflichten im Entry Standard	251
cc) Laufende Veröffentlichungspflichten im m:access	253
dd) Veröffentlichung von Börsenpreisen durch die Börse	253
4. Sonstige Mitteilungen	254
5. Fazit	255

C. Zusammenfassung	256
Schlussbetrachtung	259
A. Gesamtergebnis – Zusammenfassung in Thesen.....	259
B. Ausblick – KAGB	262
I. Anwendungsbereich – Abgrenzung zum VermAnlG.....	262
II. Prospektpflicht und öffentliches Angebot	264
III. Vorgaben für Anlagegegenstände.....	266
IV. Fazit	267
Literaturverzeichnis	269