

Die Prospektpflicht nach dem WpPG

Die Entwicklung des Prospektrechts infolge der Vorgaben durch EU-Prospektrichtlinie und EU-Prospektverordnung

von
Dr. Christian Kaufmann

1. Auflage

Nomos Baden-Baden 2015

Verlag C.H. Beck im Internet:
www.beck.de

ISBN 978 3 8487 1821 4

Studien zum
Bank- und Kapitalmarktrecht

18

Christian Kaufmann

Die Prospektpflicht nach dem WpPG

Die Entwicklung des Prospektrechts infolge der Vorgaben
durch EU-Prospektrichtlinie und EU-Prospektverordnung



Nomos

Studien zum
Bank- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Matthias Lehmann, Universität Bonn

Prof. Dr. Christian Schröder, Universität Halle-Wittenberg

Prof. Dr. Rolf Sethe, Universität Zürich

Band 18

Dr. Christian Kaufmann, LL.M. (Columbia)

Die Prospektspflicht nach dem WpPG

Die Entwicklung des Prospektrechts infolge der Vorgaben
durch EU-Prospektrichtlinie und EU-Prospektverordnung



Nomos

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Halle/Saale, Univ., Diss., 2014

ISBN 978-3-8487-1821-4 (Print)

ISBN 978-3-8452-5819-5 (ePDF)

1. Auflage 2015

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2015. Printed in Germany. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Inhalt

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	19
EINLEITUNG	23
A. Anlass der Untersuchung	23
B. Ziele der Prospektrichtlinie	24
C. Gegenstand der Untersuchung	25
D. Aufbau der Untersuchung	26
TEIL 1: ENTSTEHUNGSGESCHICHTE	27
A. Wertpapierprospektgesetz	27
I. Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz	27
II. Financial Services Action Plan	28
III. Lamfalussy-Bericht	29
IV. Lamfalussy Verfahren	30
V. Ausarbeitung und Ziele der Prospektrichtlinie	31
B. Vorgängerregelungen	34
I. Börsengesetz und Börsenzulassungsverordnung	34
1. Die Börsenzulassungsverordnung als Umsetzung von EG-Richtlinien	35
2. Regelungsinhalt von Börsengesetz und Börsenzulassungsverordnung	36
3. Änderungen der Börsenzulassungsverordnung	37
II. Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz	37
1. Neuer Regelungsansatz auf Grund von EG-Richtlinien	37
2. Aufbau und Inhalt des Wertpapier-Verkaufsprospektgesetzes	39

Inhalt

TEIL 2: ANWENDUNGSBEREICH DES WPPG	41
A. Prospektbegriff und Funktionen eines Prospekts	42
I. Prospektbegriff	42
II. Funktionen des Prospekts	44
1. Zentrales Informationsdokument	44
2. Haftungsgrundlage	45
3. Werbefunktion	45
III. Prospekte außerhalb des WpPG	46
B. Wertpapierbegriff	47
I. Definition des Wertpapierbegriffs in § 2 Nr. 1 WpPG	47
II. Wertpapierbegriff der Prospektrichtlinie	48
III. Bestimmung des Wertpapierbegriffs anhand der Eignung zum Handel	49
IV. Einschränkung des Wertpapierbegriffs im Falle von Geldmarktinstrumenten	51
1. Auslegung anhand der Gesetzesbegründung	51
2. Auslegung unter Berücksichtigung der Entstehungsgeschichte der Prospektrichtlinie	52
3. Bewertung des Wertpapierbegriffs des WpPG	54
C. Öffentlichkeit des Angebotes	54
I. Begriffsbestimmung für öffentliche Angebote aus § 2 Nr. 4 WpPG	54
1. Angebotsbegriff und Beginn des Angebotes	55
a) Bloße Mitteilung ausreichend	55
b) Konkrete Erwerbsmöglichkeit	56
c) Ende des Angebots	58
aa) Festlegung des Angebotsendes im VerkaufsprospektG a. F.	59
bb) Auswirkungen auf die Festlegung des Angebotsendes durch die neue Definition des öffentlichen Angebotes	59
2. Öffentlichkeit des Angebots	61
a) Bisheriges Begriffsverständnis	62
b) Begriff der Öffentlichkeit im WpPG	63
aa) Bestimmung des Begriffes durch § 3 Abs. 2 WpPG	63

(1) Auswirkungen auf das Begriffsverständnis durch § 3 Abs. 2 Nr. 2 WpPG	63
(2) Auswirkungen der Funktion des § 3 Abs. 2 WpPG auf das Begriffsverständnis	65
(3) Bestimmung der Funktion des § 3 Abs. 2 WpPG	65
bb) Privatplatzierung als Gegensatz zum öffentlichen Angebot	67
(1) Persönliche Beziehung zwischen Anbieter und Anleger bei Privatplatzierungen	68
(2) Prospektpflicht nur für Angebote ohne persönliche Beziehung zum Anbieter	70
3. Platzierung durch Institute und Mitteilungen auf Grund des Handelns mit Wertpapieren	72
4. Vergleich zur Rechtslage unter dem VerkaufsprospektG a.F. und Kritik	73
D. Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt	75
I. Organisierter Markt	75
II. Freiverkehr	75
E. Vereinheitlichung der Prospekterstellung	76
I. Gleichsetzung der Prospekte von öffentlichem Angebot und Zulassung zu einem organisierten Markt	76
II. Erstellung nur noch eines einheitlichen Prospektes	78
F. Ausnahmen vom Anwendungsbereich	79
I. Anteile oder Aktien von Kapitalanlage- oder Investmentaktiengesellschaften	79
II. Von Staaten, öffentlich rechtlichen internationalen Organisationen oder Einrichtungen ausgegebene Wertpapiere	80
1. Nichtdividendenwerte	80
2. Garantierte Wertpapiere	81
III. Wertpapiere von Einlagenkreditinstituten oder von Wertpapieren bereits am Markt zugelassener Emittenten bei Angeboten unter 5 Mio. €	81
1. Inhalt der Ausnahme	81
2. Engere Ausgestaltung der Ausnahme gegenüber der Richtlinienvorgabe	83

Inhalt

IV. Dauernd oder wiederholt ausgegebene Nichtdividendenwerte	85
1. Anwendungsbereich der Ausnahme und Vorgängerregelung	85
2. Anwendung der Ausnahme auf Schuldverschreibungen	87
a) Anwendung zu alter Rechtslage	87
b) Anwendung der Ausnahme auf Schuldverschreibungen im WpPG	88
aa) Bestimmung des Anwendungsbereichs durch die Gesetzesbegründung und Richtlinienvorgaben	88
bb) Auslegung unter Berücksichtigung der Entstehungsgeschichte der Richtlinie	89
3. Begrenzung der Ausnahme auf Angebote bis 75 Mio. €	90
V. Aus der Richtlinie nicht übernommene Ausnahmen vom Anwendungsbereich	92
1. Ausnahmen vom Anwendungsbereich aufgrund nationaler Besonderheiten	92
2. Ausnahmeregelung für Emittenten ohne Erwerbscharakter	92
VI. Möglichkeit der freiwilligen Erstellung eines Prospektes	93
1. Anwendungsbereich	93
2. Rechtsfolgen	95
VII. Bewertung der Ausnahmen vom Anwendungsbereich des WpPG	96
TEIL 3: PROSPEKTPFLICHT	99
A. Eingreifen der Prospektspflicht	99
I. Keine Prospektspflicht bei bereits bestehendem gültigen Prospekt	99
II. Prospektspflicht bei wiederholten öffentlichen Angeboten	100
III. Erforderlichkeit der Prospektspflicht?	102
B. Adressat der Prospektspflicht	104
I. Begriff des Anbieters	104
1. Definition des Anbieters in § 2 Nr. 10 WpPG	104
2. Fortgeltung des Anbieterverständnisses nach altem Recht?	105
a) Verantwortlichkeit für die Emission als Ganzes	105
b) Verantwortlichkeit nur für Vorgang des Anbietens	106

3. Neue Bestimmung des Anbieterbegriffs allein nach § 2 Nr. 10 WpPG	108
II. Anbieterverständnis des WpPG nachteilig für den Anlegerschutz?	109
III. Folgen aus der Definition des Anbieters in § 2 Nr. 10 WpPG	110
C. Ausnahmen von der Prospektpflicht	111
I. Ausnahmen von der Prospektpflicht auf Grund der Art des Angebotes	112
1. Ausnahme der Prospektpflicht beruhend auf dem Angebotsempfänger	113
a) Begründung der Ausnahme	114
b) Zu weiter Anwendungsbereich der Ausnahme für qualifizierte Anleger?	115
c) Einschränkung des Anlegerschutzes aufgrund vorhandenem Risikobewussten	117
2. Ausnahmen von der Prospektpflicht aufgrund der Inhalte der Angebote	118
a) Angebote an einen begrenzten Personenkreis	118
aa) Anwendungsbereich und Begründung	118
bb) Auswirkungen der Ausnahme auf den Anlegerschutz	120
b) Angebote mit Mindestbeträgen, Mindeststückelungen oder einer Obergrenze für das finanzielle Volumen des Angebots	121
aa) Begründung und Entwicklung der Befreiungstatbestände	121
bb) Auswirkungen und Bewertung der Ausnahmeregelungen	123
3. Beschränkung der Ausnahmeregelung auf das jeweilige Angebot	124
II. Ausnahmen von der Prospektpflicht im Hinblick auf bestimmte Wertpapiere	125
1. Ausnahmen von der Prospektpflicht im Hinblick auf bestimmte Wertpapiere bei öffentlichen Angeboten	126
a) Keine Informationspflicht bei bloßem Austausch von Aktien	126
aa) Änderungen gegenüber der Vorgängerregelung und Zweck der Ausnahme	126

Inhalt

bb)Kein Erfordernis einer Prospektpflicht	128
b) Prospektbefreiung bei Vorliegen eines gleichwertigen Dokumentes	129
aa)Prospektbefreiung bei Tauschangeboten im Rahmen von Übernahmen	129
(1) Gegenstand der Ausnahme	129
(2) Erforderlichkeit der Ausnahme zur Vermeidung einer Doppelpublizität	131
bb)Prospektbefreiung von Angeboten bei Verschmelzungen	132
(1) Änderungen gegenüber der zuvor bestehenden Ausnahmeregelung	132
(2) Der Verschmelzungsbericht als ein dem Prospekt gleichwertiges Dokument?	132
(3) Anteilsgewährung im Rahmen der Verschmelzung als öffentliches Angebot?	134
(4) Kein Erfordernis eines Prospektes bei Verschmelzungen	135
c) Prospektbefreiung bei Zurverfügungstellung eines Dokumentes mit genaueren Angaben zu Wertpapieren und Angebot	135
aa) Als Dividenden ausgeschüttete Aktien	135
(1) Vorliegen eines öffentlichen Angebotes	136
(2) Kritik der Neuregelung	137
bb)Wertpapierangebote durch den Arbeitgeber	139
(1) Anwendungsbereich der Ausnahme	139
(2) Voraussetzungen der Ausnahme	140
(a) Inhalt des Informationsdokumentes	140
(b) Zulassung der Wertpapiere an einem organisierten Markt	141
(3) Änderungen der Ausnahmeregelung im WpPG gegenüber der alten Rechtslage	142
(a) Zulassungserfordernis betreffend die angebotenen Wertpapiere	142
(b) Ausdehnung der Ausnahme durch Erweiterung des umfassten Personenkreises	143
(4) Betrachtung der Ausnahmeregelung aus Anlegerschutzsicht	144

(a) Ausreichende Information der betroffenen Anleger?	144
(b) Besondere Anforderungen an das Informationsdokument	146
d) Bewertung der Ausnahmeregelungen	147
aa) Erforderlichkeit der Ausnahmen	147
bb) Änderungen gegenüber der alten Rechtslage	149
2. Ausnahmen von der Prospektpflicht im Hinblick auf bestimmte Wertpapiere bei der Zulassung von Wertpapieren an einem organisierten Markt	151
a) Ausnahmeregelungen, die denen bei öffentlichen Angeboten entsprechen	151
aa) Ausnahmen bei Information durch ein gleichwertiges Dokument	152
bb) Befreiungen von der Prospektpflicht bei der Zulassung zum Handel an demselben organisierten Markt	154
b) Speziell für Zulassungen geltende Befreiungen von der Prospektpflicht	156
aa) Auf 10 % der bereits zugelassenen Wertpapiere beschränkte Zulassungen von Wertpapieren	156
(1) Sachlicher Anwendungsbereich	156
(2) Zeitlicher Anwendungsbereich	158
bb) Zulassungen im Zusammenhang mit Umtausch- oder Bezugsrechten	159
(1) Von der Regelung erfasste Aktien und Zweck der Befreiung	159
(2) Ausreichende Information der Anleger bei Eingreifen der Ausnahme?	161
cc) Ausnahme für an einem anderen organisierten Markt bereits nach altem Recht zugelassene Wertpapiere	162
(1) Geänderte Voraussetzungen gegenüber der Vorgängerregelung	162
(2) Bedeutung der Ausnahmeregelung	163
3. Vergleich der im WpPG enthaltenen Ausnahmen mit altem Recht	164

Inhalt

TEIL 4: PROSPEKTINHALT	167
A. Inhalt des Prospektes	167
I. Darstellungsniveau	168
1. Vergleich zum Darstellungsniveau nach Börsenzulassungs-Verordnung a.F. und Verkaufsprospektgesetz a.F.	168
2. Adressat des Prospektes	169
a) Bestimmung des Prospektadressaten durch die inhaltlichen Vorgaben der EU-Prospektverordnung	171
b) Ableitung des Adressatenkreises aus den Ausnahmeregelungen für die Prospektpflicht	172
c) Rückschluss aus der Möglichkeit einen Prospekt auf Englisch zu erstellen	173
d) Ableitung des Darstellungsniveau des Prospektes aus den besonderen Anforderungen an die Zusammenfassung	174
II. Aufteilung des Prospektes in verschiedene Darstellungsniveaus?	177
1. Bessere Informationsvermittlung durch verständlicheres Niveau	177
2. Eigene Regelungen zu Haftung und Entbehrlichkeit der Zusammenfassung sowie umfangreicherer Inhalt der Zusammenfassung als nach alter Rechtslage	179
3. Besondere Bedeutung der Zusammenfassung infolge der Möglichkeit, Prospekte in einer Fremdsprache zu verfassen	181
III. Darstellungsniveau der Zusammenfassung	182
IV. Bewertung des Darstellungsniveaus von Prospekten im WpPG	184
B. Im Prospekt erforderliche Angaben	184
I. Vorgaben durch das WpPG	184
1. Aufbau der EU-Prospektverordnung nach Schemata und Modulen	185
2. Bindungswirkung der Vorgaben der EU-Prospektverordnung	186
3. Aufteilung in der Prospektverordnung nach Schemata und Modulen	188
a) Arten der Schemata	188

aa) Schemata für Registrierungsformulare	189
bb) Schemata für Wertpapierbeschreibungen	189
cc) Schema für Hinterlegungsscheine für Aktien	191
b) Zusatzangaben durch Module	191
C. In den Prospekt aufzunehmende Angaben	192
I. Neue Inhalte gegenüber den Prospektanforderungen vor Erlass der EU-Prospektverordnung	192
II. Risikofaktoren	194
1. Definition des Risikofaktors	195
2. Bedeutung der Angabe von Risikofaktoren für den Anlegerschutz	198
III. Operating and Financial Review	199
1. Herkunft und Inhalt	199
2. Zweck der Operating and Financial Review	201
3. Auswirkungen der OFR auf den Prospektinhalt	202
a) Vergleich zu vorhergehenden Informationspflichten	202
b) Verbesserung der Informationsvermittlung	203
IV. Pro-Forma-Angaben	204
1. Anwendungsbereich und Verhältnis zu früheren Regelungen	204
2. Beeinträchtigung des Anlegerschutzes durch den fiktiven Charakter der Angaben?	206
V. Prognosen	207
1. Tendenzielle oder Trendinformationen	208
2. Gewinnprognosen oder -schätzungen	209
3. Bedeutung von Prognosen bei der Prospekterstellung	210
a) Gefahr der Haftung für fehlerhafte Prognosen	211
b) Pflicht zur Aufnahme von außerhalb des Prospektes erstellten Prognosen in den Prospekt	212
VI. Erklärung zum Geschäftskapital	213
VII. Angaben zur Geschäftsführung	215
1. Informationen über leitende Angestellte	215
2. Angaben zur Befolgung des Deutschen Corporate Governance Kodex	217
3. Auflistung der Hauptaktionäre und Beschreibung der Art der Beteiligung	218
4. Offenlegung von Geschäften mit verbundenen Parteien	220
a) Inhalt der Offenlegungspflicht	220

Inhalt

b) Änderungen gegenüber bereits zuvor bestehenden Offenlegungspflichten	222
5. Wesentliche Verträge	224
VIII. Angaben und Einschätzungen Dritter	225
IX. Funktionsweise von Wertpapieren	226
X. Erklärung zur Übernahme der Verantwortung für den Prospektinhalt	227
1. Verantwortungsübernahme durch die Emissionsbegleiter	227
2. Expertenhaftung durch Übernahme der Verantwortung für den Prospekt?	229
D. Abweichungen von den Vorgaben der EU-Prospektverordnung	230
I. Offenlassen von Angaben zu Emissionspreis und –volumen beim Bookbuilding-Verfahren	230
1. Umfang und Zweck der Regelung	230
2. Widerrufsrecht des Anlegers	232
a) Ursprung des Widerrufsrechts	232
b) Zeitraum für die Ausübung des Widerrufs	234
II. Nichtangabe von Informationen bezüglich des Emittenten	237
1. Vergleich zur alten Rechtslage	237
2. Kritik der Befreiungsregelungen	238
III. Basisprospekt	241
1. Anwendungsbereich des Basisprospekts	242
2. Im Basisprospekt verzichtbare Angaben	242
3. Bekanntgabe der endgültigen Angebotsbedingungen	244
E. Aktualisierungspflicht durch Nachträge	245
I. Reichweite der Aktualisierungspflicht	245
II. Widerrufsrecht bei Prospektaktualisierungen	247
F. Informationsüberflutung durch den Prospekt?	248
TEIL 5: AUFBAU, SPRACHE UND FORM DES PROSPEKTES	251
A. Prospektaufbau bei einteiligen und dreiteiligen Prospekten	251
I. Vorzüge eines dreiteiligen Prospektes	251
II. Aufbau des Prospektes	252
B. Incorporation by reference	253

I.	Einbeziehung von Dokumenten in den Prospekt durch Verweis	253
II.	Folgen für Prospekterstellung und Anlegerschutz	255
C.	Prospektsprache	255
I.	Prospektsprache bei einem aus Deutschland stammenden Emittenten oder Anbieter	256
II.	Sprachenregelung bei Emittenten oder Anbietern aus anderen EWR Staaten	258
III.	Drittstaaten	259
TEIL 6: BILLIGUNG DES PROSPEKTES		261
A.	Billigung durch die BaFin	261
I.	Zuständigkeit	261
II.	Frist zur Bekanntgabe einer Entscheidung über die Billigung	262
III.	Prüfungsmaßstab	263
IV.	Europäischer Pass	264
B.	Veröffentlichung des Prospekts	265
I.	Veröffentlichungsformen	265
II.	Werbung	266
C.	Verstöße gegen die Prospektpflicht nach dem WpPG	268
ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK		271
LITERATURVERZEICHNIS		275
STICHWORTREGISTER		283