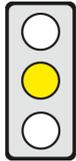


## KERNPUNKTE

**Ziel der Verordnung:** Die Kommission will den Verwaltungsaufwand bei der Erstellung von Prospekten verringern, um Unternehmen den Kapitalmarktzugang zu erleichtern.

**Betroffene:** Emittenten und Anbieter von Wertpapieren, Anleger.



**Pro:** (1) Die Angleichung der Prospektzusammenfassung an das Basisinformationsblatt der PRIIPs-Verordnung stärkt die Vergleichbarkeit der verschiedenen Wertpapieranlagen.

(2) Die Vereinfachungen für Daueremittenten und Sekundäremissionen sind sachgerecht.

**Contra:** (1) Ausnahmen von der Prospektspflicht verursachen Wettbewerbsverzerrungen; statt Schwellenwerten, sollte eine generelle Prospektspflicht gelten.

(2) Das vorgesehene Recht für die Mitgliedstaaten, inländische Emission bis 10 Mio. Euro von der Prospektspflicht zu befreien, führt zu Wettbewerbsverzerrungen zwischen Emittenten.

(3) Die Vorgabe, dass in Prospekten nur die „wesentlichen“ Risikofaktoren aufgenommen werden dürfen, führt zu hoher Rechtsunsicherheit bei den Emittenten.

## INHALT

### Titel

**Vorschlag COM(2015) 583** vom 30. November 2015 für eine **Verordnung** des Europäischen Parlaments und des Rates über den **Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren** oder bei deren Zulassung zum Handel **zu veröffentlichen ist**

### Kurzdarstellung

Artikelangaben mit dem Kürzel „RL“ beziehen sich auf die bisherige Prospekttrichtlinie (2003/71/EG), Artikelangaben ohne Kürzel auf die vorgeschlagene Verordnung.

#### ► Hintergrund und Ziel

- „Prospekte“ sind Dokumente, die Unternehmen („Emittenten“) beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren und bei deren Zulassung zum Handel veröffentlichen müssen (Art. 1 Abs. 1). Sie dienen Anlegern als Grundlage für ihre Entscheidung, in das Unternehmen zu investieren.
- Prospekte bestehen aus einem Registrierungsformular, einer Wertpapierbeschreibung und einer Zusammenfassung (Art. 6).
- Bisher legt die Prospekttrichtlinie (2003/71/EG) die Rahmenbedingungen für Prospekte in der EU fest (S. 2). Sie wird nun aufgehoben und durch die vorliegende Verordnung ersetzt (Art. 44).
- Laut Kommission verursachen die bisherigen Prospektvorschriften einen hohen bürokratischen Aufwand und hohe Kosten und erzeugen damit Hindernisse beim Kapitalmarktzugang. Dies schreckt insbesondere kleine und mittlere Unternehmen (KMU) davon ab, Kapital über den Kapitalmarkt zu beschaffen. (S. 2)
- Ziel der Verordnung ist es insbesondere (S. 3)
  - den Verwaltungsaufwand bei der Erstellung von Prospekten, insbesondere für KMU zu verringern,
  - eine größere „Konvergenz“ mit anderen Offenlegungspflichten der EU, wie dem Basisinformationsblatt aus der PRIIPs-Verordnung [(EU) Nr. 1286/2014, s. [cepAnalyse](#)], zu schaffen.

#### ► Zuständige Behörden und EU-weite Anerkennung („EU-Pass“)

Bisher werden Prospekte meist durch die zuständigen nationalen Behörden im Sitzstaat des Emittenten „gebilligt“ und EU-weit anerkannt („EU-Pass“) (Art. 13, Art. 17 RL). Dies ist auch künftig so (Art. 19, Art. 23).

#### ► Anpassungen im Anwendungsbereich

- Bisher gilt die Prospektspflicht grundsätzlich für Wertpapieremissionen ab 5 Mio. Euro (Art. 1 Abs. 2 lit. h RL). Jeder Mitgliedstaat kann sie jedoch ab 100.000 Euro vorschreiben (Art. 3 Abs. 2 lit. e RL).
- Künftig gilt die Prospektspflicht grundsätzlich ab 500.000 Euro (Art. 1 Abs. 3 lit. d). Jeder Mitgliedstaat kann jedoch Emissionen bis 10 Mio. Euro von der Prospektspflicht ausnehmen. In diesem Fall dürfen Wertpapiere nur an Handelsplätzen dieses Mitgliedstaates gehandelt werden. (Art. 3 Abs. 2)
- Unterhalb der Schwelle von 500.000 Euro dürfen die Mitgliedstaaten keine „unverhältnismäßigen“ Offenlegungspflichten festlegen (Erwägungsgrund 12).

#### ► Erleichterungen für kleine und mittlere Unternehmen (KMU)

- Bisher gelten Unternehmen mit einem durchschnittlichen Börsenwert in den letzten drei Kalenderjahren von weniger als 100 Mio. Euro als „Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung“ (Art. 2 Abs. 1 lit. f RL). Künftig steigt der Schwellenwert auf 200 Mio. Euro. Für die Zwecke der Verordnung gelten diese Unternehmen künftig als „kleine und mittlere Unternehmen“ (KMU). (Art. 2 Abs. 1 lit. f)

- Bisher kann die Kommission Erleichterungen bei der Prospektspflicht zulassen für (Art. 7 Abs. 2 lit. e RL)
  - Unternehmen mit „geringer Marktkapitalisierung“,
  - Banken, die Nichtdividendenwerte – Wertpapiere, die keine Aktien sind – im Umfang von weniger als 75 Mio. Euro „dauernd oder wiederholt“ begeben, sowie für
  - KMU ohne besondere Voraussetzungen.
- Künftig kann die Kommission Erleichterungen zulassen für KMU, die nicht auf einem „geregelten Markt“ gelistet sind.
- Diese KMU können den Prospekt in Form eines Fragebogens mit standardisiertem Text („Frage- und Antwortbogen“) erstellen, sofern sie nur Aktien oder bestimmte Nichtdividendenwerte begeben (Art. 15 Abs. 1 und 2, Erwägungsgrund 42).
- ▶ **Erleichterungen für Daueremittenten**
  - „Daueremittenten“ sind Emittenten (Art. 9 Abs. 1, Erwägungsgrund 33),
    - deren Wertpapiere zum Handel an geregelten Märkten (z.B. Börse) oder an börsenähnlichen Handelssystemen (multilateral trading facilities, MTF) zugelassen sind und
    - deren Registrierungsformular in drei aufeinanderfolgenden Geschäftsjahren von der zuständigen Behörde „gebilligt“ wurde; in diesem Fall wird es „einheitliches Registrierungsformular“ genannt.
  - Für Daueremittenten gilt (Art. 9 Abs. 1, Abs. 2, Abs. 11 und 12 i.V.m. Art. 19 Abs. 5):
    - Das einheitliche Registrierungsformular muss ab dem vierten Jahr nicht länger durch die zuständige Behörde gebilligt, sondern nur noch bei ihr hinterlegt werden.
    - Eine gleichwohl beantragte Billigung des Prospekts erfolgt innerhalb von fünf statt bislang zehn Arbeitstagen („beschleunigtes Billigungsverfahren“).
    - Die Offenlegungspflichten der Transparenzrichtlinie (2004/109/EG) gelten als erfüllt, wenn der Daueremittent den jüngsten Jahresfinanzbericht und den jüngsten Halbjahresfinanzbericht in das Registrierungsformular aufnimmt.
- ▶ **Erleichterungen bei Basisprospekten**
  - Basisprospekte werden häufig bei regelmäßigen Emissionen von Nichtdividendenwerten eingesetzt; sie müssen die endgültigen Bedingungen eines Wertpapierangebots noch nicht enthalten. Die endgültigen Bedingungen werden dann vor der Handelszulassung oder dem öffentlichen Angebot veröffentlicht. (Art. 2 Abs. 1 lit. r, Art. 8 Abs. 4)
  - Bisher sind Basisprospekte nur bei Nichtdividendenwerten erlaubt, die im Rahmen eines Angebotsprogramms oder „dauernd oder wiederholt“ von Banken begeben werden (Art. 5 Abs. 4 RL). Ein Angebotsprogramm ist ein Plan zur Emission ähnlicher Wertpapiere. Künftig sind Basisprospekte bei allen Nichtdividendenwerten erlaubt (Art. 8 Abs. 1).
  - Bisher dürfen Basisprospekte nach Auffassung der Kommission nicht in drei getrennten Teilen – Registrierungsformular, Wertpapierbeschreibung, Zusammenfassung – erstellt werden, sondern nur als einheitliches Dokument (Art. 5 Abs. 4 RL). Künftig sind dreiteilige Dokumente erlaubt (Art. 8 Abs. 5).
  - Einheitliche Registrierungsformulare dürfen auch für Basisprospekte genutzt werden (Art. 8 Abs. 5).
  - Bisher müssen Basisprospekte eine Zusammenfassung enthalten. Zusätzlich muss nach Klärung der endgültigen Bedingungen der jeweiligen Emission erneut eine Zusammenfassung erstellt werden. (Art. 2 Abs. 1 lit. r i.V.m. Art. 5 RL) Künftig ist nur letztere Zusammenfassung notwendig (Art. 8 Abs. 7 und 8).
- ▶ **Erleichterungen für Sekundäremissionen**
  - Mit „Sekundäremissionen“ führen Emittenten eine Kapitalerhöhung durch.
  - Bisher gelten bei Sekundäremissionen Prospekterleichterungen nur (Art. 7 Abs. 2 lit. g RL)
    - für Aktiengesellschaften, deren Aktien an einem geregelten Markt oder einem MTF zugelassen sind, und
    - wenn Aktionären ein Vorkaufsrecht zusteht („Bezugsrechtsemissionen“).
  - Künftig gelten bei Sekundäremissionen Prospekterleichterungen (Art. 14 Abs. 1)
    - für Aktiengesellschaften und andere Emittenten, deren Wertpapiere seit mindestens 18 Monaten an einem geregelten Markt oder an Handelsplätzen, die sich speziell an KMU richten („KMU-Wachstumsmarkt“), gelistet sind,
    - unabhängig von der Einräumung eines Vorkaufsrechts.
- ▶ **Prospekt, Prospektzusammenfassung und „wesentliche“ Risikofaktoren**

**Nennung von Risikofaktoren im Prospekt**

  - Künftig sollen in Prospekten nur noch die „wesentlichen“ Risikofaktoren des Emittenten und seiner Wertpapiere benannt werden. Je nach Eintrittswahrscheinlichkeit und negativer Auswirkung der Risiken sollen diese in drei Risikokategorien eingeteilt werden. Die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) legt dazu Leitlinien vor. (Art. 16)
  - Künftig dürfen Prospektzusammenfassungen nur noch maximal die fünf „wesentlichsten“ Risikofaktoren des Emittenten (Art. 7 Abs. 6 lit. c) und seiner Wertpapiere enthalten (Art. 7 Abs. 7 lit. d). Die in den Zusammenfassungen benannten Risikofaktoren müssen jeweils der höchsten Risikokategorie zugeordnet werden (Art. 7 Abs. 6 lit. c und Abs. 7 lit. d).

### Neugestaltung der Prospektzusammenfassung: Kohärenz mit der PRIIPs-Verordnung und Haftung

- Bisher dürfen Prospektzusammenfassungen nicht mehr als 7% des Umfangs des Prospekt oder max. 15 Seiten umfassen [Art. 5 Abs. 2 UAbs. 1, Art. 24 Abs. 1 Delegierte Verordnung (EU) Nr. 809/2004]. Künftig dürfen sie maximal sechs Seiten umfassen (Art. 7 Abs. 1 und 3)
- Künftig werden Inhalt und Aufbau von Zusammenfassungen an das Basisinformationsblatt der PRIIP-Verordnung angelehnt (Art. 7 und S. 16). Bei Wertpapieren, die von der PRIIPs-Verordnung erfasst sind, können die Emittenten die „Informationen zum Wertpapier“ aus dem PRIIPs-Basisinformationsblatt als Teil der Prospektzusammenfassung übernehmen (Art. 7 Abs. 7 UAbs. 2).
- Bisher haften Emittenten nur für „irreführende, unrichtige oder widersprüchliche“ Zusammenfassungen, wenn sie zusammen mit den anderen Teilen des Prospekts gelesen werden (Art. 6 Abs. 2 RL). Diese Haftungsregelung bleibt bestehen (Art. 11 Abs. 2).

### ► Verschärfung bei Nichtdividendenwerten mit hoher Mindeststückelung

- Bisher gilt die Prospektspflicht nicht für öffentliche Wertpapierangebote mit einer Mindeststückelung von 100.000 Euro (Art. 3 Abs. 2 lit. d RL); in der Regel sind dies Nichtdividendenwerte. Diese Ausnahme wird gestrichen (S. 19).
- Bisher kann die Kommission Prospekterleichterungen gewähren bei der Zulassung zum Handel von Nichtdividendenwerten mit einer Mindeststückelung von 100.000 Euro (Art. 7 Abs. 2 lit. b RL). Diese Möglichkeit wird gestrichen (Art. 13 Abs. 1).

### Subsidiaritätsbegründung der Kommission

Die Verordnung schafft laut Kommission gleiche Ausgangsbedingungen für Anleger und Emittenten und verhindert Aufsichtsarbitrage. Insbesondere Regelungen zum EU-Pass – Emittenten können einen gebilligten Prospekt ohne zusätzliche Genehmigungen auch im EU-Ausland nutzen – können nur auf EU-Ebene erfolgen.

### Politischer Kontext

Die Kommission kündigte bereits in der Mitteilung über die langfristige Finanzierung der europäischen Wirtschaft [COM(2014) 168, s. [cepAnalyse](#)] sowie im Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion [COM(2015) 63, s. [cepAnalyse](#)] eine Überarbeitung der Prospektvorschriften an. Sie nahm zudem 2014 die bestehende Prospektrichtlinie in ihr „Programm zur Gewährleistung der Effizienz und Leistungsfähigkeit der Rechtsetzung“ (REFIT) auf, um auf Beschwerden über hohe Kosten der Prospekterstellung einzugehen.

### Stand der Gesetzgebung

30.11.15 Annahme durch Kommission  
Offen Annahme durch Europäisches Parlament und Rat, Veröffentlichung im Amtsblatt, Inkrafttreten

### Politische Einflussmöglichkeiten

Federführende Generaldirektion:	GD Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion
Federführender Ausschuss des EP:	Wirtschaft/Währung, Berichterstatter: Petr Ježek (ALDE-Fraktion, CZ)
Federführendes Bundesministerium:	Ministerium der Finanzen
Federführender Ausschuss des BT:	Finanzen
Entscheidungsmodus im Rat:	Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch 55% der Mitgliedstaaten, die 65% der EU-Bevölkerung ausmachen)

### Formalien

Kompetenznorm:	Art. 114 AEUV
Art der Gesetzgebungszuständigkeit:	Geteilte Zuständigkeit (Art. 4 Abs. 2 AEUV)
Verfahrensart:	Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren)

## BEWERTUNG

### Ökonomische Folgenabschätzung

Die Prospektspflicht bezweckt den Abbau von Informationsasymmetrien zwischen Emittenten und Anlegern. Prospekte dienen daher der Stärkung der Markteffizienz und des Vertrauens des Anlegers als weniger informierte Partei.

Derzeit schreiben viele Mitgliedstaaten bereits bei Wertpapierangeboten ab 100.000 Euro eine Prospektspflicht vor. Der neue Schwellenwert von 500.000 Euro entlastet insbesondere KMU und Crowdfunding-Plattformen, da sich ihre Kapitalaufnahmekosten am Kapitalmarkt verringern. Dies geht aber in vielen Mitgliedstaaten mit einem geringeren Anlegerschutz einher, der sich nicht ohne weiteres rechtfertigen lässt. Denn die Gründe für eine Prospektspflicht gelten auch für Anlagen in KMU und für Crowdfunding-Plattformen: Diese Anlagen sind per se nicht weniger riskant als volumenstärkere prospektpflichtige Anlagen.

**Jede Ausnahme von der Prospektspflicht verursacht Wettbewerbsverzerrungen**, die sich in unterschiedlichen Kapitalbeschaffungskosten niederschlagen; **statt Schwellenwerten**, die eine Prospektspflicht auslösen, **sollte daher eine generelle Prospektspflicht gelten, die verhältnismäßige**, der Komplexität der jeweiligen Emission gerecht werdende, **Mindestangaben vorsieht**.

**Das vorgesehene Recht für die Mitgliedstaaten, inländische Emissionen bis 10 Mio. Euro von der Prospektspflicht zu befreien**, ist einer einheitlichen EU-Vorgabe unterlegen. Zwar könnten nationale Kapitalmarkttraditionen in den Mitgliedstaaten durchaus Unterschiede in der Prospektspflicht vertretbar erscheinen lassen. Da nationale Handelsplätze aber den Anlegern aus allen Mitgliedstaaten offenstehen, überzeugt dies nicht. Darüber hinaus **führt** die nationale Option **zu Wettbewerbsverzerrungen zwischen Emittenten aus unterschiedlichen Mitgliedstaaten**. Emittenten können ihre Wertpapiere nämlich nicht ohne größeren Aufwand in einem anderen Mitgliedstaat mit geringerem Anlegerschutzniveau emittieren.

**Die Vereinfachungen für Daueremittenten** – Verzicht auf Billigung, Beschleunigung der Prospektbilligung und einheitliches Registrierungsformular – reduzieren den Verwaltungsaufwand **und** ermöglichen es Daueremittenten, ihre Emissionen zeitnah auf Marktentwicklungen abzustimmen. Die Vereinfachungen bei **Sekundäremissionen sind ebenfalls sachgerecht**. Denn Anleger haben bereits bei der Primäremission umfangreiche Informationen zu Emittent und Wertpapier erhalten, so dass vollumfängliche Prospekte unnötig sind.

**Die generelle Erleichterung der Prospektspflicht für KMU überzeugt nicht. Denn** eine Vereinfachung ist nur dann gerechtfertigt, wenn sie eine geringere Komplexität gegenüber großen Unternehmen widerspiegelt. Ansonsten verzerrt sie den Wettbewerb, da sie die Kapitalaufnahme von KMU relativ verbilligt. **Anlagen in KMU sind** zudem **nicht zwingend risikoärmer**, im Gegenteil häufig weniger liquide als solche in Großunternehmen. Daher ist ein, sich durch vereinfachte Prospektvorgaben ergebender, unterschiedlicher Anlegerschutz nicht zu rechtfertigen. Auch ist weitgehend unklar, wie umfangreich die Erleichterungen bei Sekundäremissionen und KMU sind. Denn die Kommission erhält hier einen zu großen Spielraum. Der Gesetzgeber muss präzisere Vorgaben machen.

**Die Vorgabe, dass in Prospekten nur die „wesentlichen“ Risikofaktoren aufgenommen werden dürfen**, soll verhindern, dass Emittenten die Prospekte mit Hinweisen auf zu viele Risiken überfrachten, um eine spätere Haftung zu vermeiden. Sie **führt jedoch zu hoher Rechtsunsicherheit bei den Emittenten**. Die Einordnung der Risiken in die verschiedenen Risikokategorien ist alles andere als trivial, auch weil unklar bleibt, was letztlich als „wesentliches“ Risiko gilt. Daran werden auch Leitlinien der Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA wenig ändern, da sie unverbindlich sind.

**Die Angleichung der Prospektzusammenfassung an das Basisinformationsblatt der PRIIPs-Verordnung stärkt die Vergleichbarkeit der verschiedenen Wertpapieranlagen** und damit die Fähigkeit der Anleger, fundierte Anlageentscheidungen zu treffen. Sie senkt zudem die Bürokratiekosten. **Die absolute Begrenzung auf sechs Seiten ist jedoch problematisch**. Sie **schafft** erstens **neue Haftungsrisiken für Emittenten**, da die Vollständigkeit der Zusammenfassung nicht immer gewährleistet werden kann, **und setzt zweitens falsche Anreize für Anleger**: Kurze Zusammenfassungen mögen den Anleger zwar zur Lektüre der Zusammenfassung anregen. Ziel sollte jedoch sein, dass sich der Anleger mit dem kompletten Prospekt befasst, statt allein die Zusammenfassung zu lesen.

## Juristische Bewertung

### Kompetenz

Die Verordnung wird zu Recht auf die Binnenmarktkompetenz (Art. 114 AEUV) gestützt. Die Harmonisierung der Prospektvorschriften und der EU-Pass für Prospekte stärken die Kapitalverkehrsfreiheit und vermindern Wettbewerbsverzerrungen, da einheitliche Regeln EU-weit gelten und die Hürden für eine grenzübergreifende Tätigkeit in dem Maße sinken, wie die Unsicherheiten von Emittenten und Anlegern über die Prospektvorgaben in einem anderen Mitgliedstaat abnehmen.

### Subsidiarität

Unproblematisch.

### Verhältnismäßigkeit gegenüber den Mitgliedstaaten

Unproblematisch. Auf den offenen Kapitalmärkten der EU kann eine direkt anwendbare Verordnung einen harmonisierten Anlegerschutz und Wettbewerbsgleichheit besser erreichen als eine Richtlinie.

### Auswirkungen auf das deutsche Recht

Die Verordnung gilt unmittelbar in jedem Mitgliedstaat (Art. 288 UAbs. 2 S. 2 AEUV), sodass keine nationalen Umsetzungsakte erforderlich sind. Aus Gründen der Rechtsklarheit muss jedoch das Wertpapierprospektgesetz angepasst werden.

## Zusammenfassung der Bewertung

Jede Ausnahme von der Prospektspflicht verursacht Wettbewerbsverzerrungen; statt Schwellenwerten sollte daher eine generelle Prospektspflicht gelten, die verhältnismäßige Mindestangaben vorsieht. Das Recht für die Mitgliedstaaten, inländische Emissionen bis 10 Mio. Euro von der Prospektspflicht zu befreien, führt zu Wettbewerbsverzerrungen zwischen Emittenten aus unterschiedlichen Mitgliedstaaten. Die Vereinfachungen für Daueremittenten und Sekundäremissionen sind sachgerecht. Die generelle Erleichterung der Prospektspflicht für KMU überzeugt nicht, denn Anlagen in KMU sind nicht zwingend risikoärmer. Die Vorgabe, dass in Prospekten nur die „wesentlichen“ Risikofaktoren aufgenommen werden dürfen, führt zu hoher Rechtsunsicherheit bei den Emittenten. Die Angleichung der Prospektzusammenfassung an das Basisinformationsblatt der PRIIPs-Verordnung stärkt die Vergleichbarkeit der verschiedenen Wertpapieranlagen. Die absolute Begrenzung auf sechs Seiten jedoch schafft neue Haftungsrisiken für Emittenten und setzt falsche Anreize für Anleger.