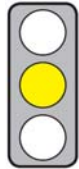


## KERNPUNKTE

**Ziel der Richtlinie:** Die Kommission will für Wertpapieremissionen die Rechtssicherheit erhöhen und die Kosten senken. Die Vereinfachung der Vorschriften soll die Wettbewerbsfähigkeit der EU steigern.

**Betroffene:** Alle Emittenten von Wertpapieren, Anleger



**Pro:** Etliche der vorgesehenen Änderungen erhöhen tatsächlich die Rechtssicherheit und senken die Emissionskosten.

**Contra:** (1) Es ist unmöglich, sämtliche „relevanten“ Aspekte hochkomplexer Finanzprodukte in einer „Prospektzusammenfassung“ darzustellen.

(2) Für Folgen von Entscheidungen, die Anleger nur auf Basis von Prospektzusammenfassungen treffen, sollten die Emittenten keine Haftung übernehmen müssen.

(3) Vereinfachungen für Unternehmen mit geringem Börsenwert verzerren Wettbewerb.

## INHALT

### Titel

**Vorschlag KOM(2009) 491** vom 23. September 2009 für eine **Richtlinie** des Europäischen Parlaments und des Rates zur **Änderung der Richtlinie 2003/71/EG betreffend den Prospekt**, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und **der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen** in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind.

### Kurzdarstellung

Die Artikel verweisen, soweit nicht anders angegeben, auf die zu ändernde Prospektrichtlinie (2003/71/EG).

#### ► Hintergrund

Die Prospektrichtlinie stellt die Rahmenbedingungen für das öffentliche Angebot und die Börsenzulassung von Wertpapieren (Aktien, Anleihen, etc.) in der EU. Sie sieht u.a. – in Form eines „Prospektes“ – umfassende Offenlegungs- und Informationspflichten für den Emittenten vor.

#### ► Geltungsbereich der Richtlinie

– Es wird klargestellt, dass die Regeln der Richtlinie, die vom „Gesamtgegenwert“ eines Wertpapierangebots abhängen, sich auf den „gemeinschaftsweiten“ und nicht auf den nationalen „Gesamtgegenwert“ beziehen. Relevant ist dies insbesondere für folgende Wertpapierangebote, die von der Richtlinie ausgenommen sind:

- Wertpapierangebote, mit einem „Gesamtgegenwert“ von weniger als 2,5 Mio. € und
  - bestimmte, von Banken emittierte Wertpapiere, die keine Aktien sind („Nichtdividendenwerte“) mit einem „Gesamtgegenwert“ von weniger als 50 Mio. €. (geänderter Art. 1 Abs. 2 lit. h und lit. j)
- Um „technischen Entwicklungen“ gerecht zu werden, kann die Kommission mit Durchführungsmaßnahmen diese Obergrenzen anpassen (neuer Art. 1 Abs. 4).

#### ► Neue Ausnahmen von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts

- Bei Wertpapieren, die nicht direkt vom Emittenten, sondern von einem Finanzintermediär platziert oder an Privatanleger verkauft werden („Retail Cascade“), muss der Finanzintermediär keinen eigenen Prospekt veröffentlichen, wenn ein gültiger Prospekt des Emittenten vorliegt und der Emittent dessen Verwendung durch den Finanzintermediär genehmigt hat. (geänderter Art. 3 Abs. 2)
- Bei Belegschaftsaktienprogrammen muss kein Prospekt erstellt werden (geänderter Art. 4 Abs. 1 lit. e).

#### ► Neue Bestimmungen über den Prospekt

- Die Kommission muss ihre Detailregelungen über die Mindestangaben des Prospekts verstärkt der „Größe und Existenzdauer“ des Emittenten anpassen. Dies gilt insbesondere für
  - Unternehmen mit geringem Börsenwert (unter 500 Mio. €), kleine und mittlere Unternehmen (die mindestens zwei der folgenden drei Kriterien erfüllen: weniger als 250 Beschäftigte, Bilanzsumme unter 43 Mio. €; Nettajahresumsatz unter 50 Mio. €) und Kreditinstitute, die Nichtdividendenwerte begeben (geänderter Art. 7 Abs. 2 lit. e),
  - Kapitalerhöhungen von börsennotierten Aktiengesellschaften (Bezugsrechtsemissionen), deren Angabepflichten „verhältnismäßig“ sein sollten (neuer Art. 7 Abs. 2 lit. g).
- Bei der Emission von Wertpapieren, die von einem Mitgliedstaat garantiert werden, sind detaillierte Angaben über den Garantiegeber nicht erforderlich (neuer Art. 8 Abs. 3a).
- Prospekt, Basisprospekt (bei dem einzelne Angebotsbedingungen noch unbekannt sind) und Registrierungsformular (welches Angaben über den Emittenten enthält) sind 24 Monate gültig, soweit sie auf aktuellstem Stand gehalten werden (geänderter Art. 9 Abs. 1, 2 und 4).
- Die Pflicht des Emittenten, den Prospekt mit „Nachträgen“ auf dem aktuellsten Stand zu halten, endet beim

Ablauf des öffentlichen Angebots bzw. bei Eröffnung des Handels, je nachdem welches Ereignis früher eintritt (geänderter Art. 16 Abs. 1).

- Wird ein Nachtrag zum Prospekt veröffentlicht, haben Anleger das Recht, ihre bereits gemachte Zusage innerhalb von zwei Arbeitstagen nach der Veröffentlichung zurückzuziehen. Diese Frist kann vom Anbieter freiwillig verlängert werden (Art. 16 Abs. 2).

#### ► **Neue Bestimmungen über die Prospektzusammenfassung: Inhalt und Haftung**

- Die Pflichtzusammenfassung des Prospektes muss alle „wesentliche Informationen“ („key information“) beinhalten. Sie muss es Anlegern ermöglichen, „fundierte Anlageentscheidungen“ zu treffen und das Wertpapier mit anderen Anlageprodukten zu vergleichen. (geänderter Art. 5 Abs. 2).
- Enthält eine Prospektzusammenfassung nicht alle wesentlichen Informationen, haftet der Emittent, Anbieter, Garantiegeber oder die Person, die die Zulassung zum Börsenhandel beantragt (geänderter Art. 6 Abs. 2 UAbs. 2).

#### ► **Sonstige Bestimmungen**

- Die bisher geltende Pflicht für Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, entfällt, einmal jährlich ein Dokument vorzulegen, das alle im vorangegangenen Jahr veröffentlichten Informationen enthält (gestrichener Art. 10).
- Beim grenzüberschreitenden Angebot von Wertpapieren bestätigt die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaates gegenüber der Behörde des Aufnahmestaates das Vorliegen eines genehmigten Prospektes. Diese Bestätigung wird parallel auch dem Emittenten übermittelt. (geänderter Art. 18 Abs. 1)
- Als „qualifizierter Anleger“ im Sinne der Prospektrichtlinie (für den kein Prospekt entworfen werden muss) gilt künftig, wer „professioneller Kunde“ oder „geeignete Gegenpartei“ im Sinne der MiFiD-Richtlinie (2004/39/EG) ist (geänderter Art. 2 Abs. 1 lit. e).
- Der Emittent von Nichtdividendenwerten kann frei wählen, in welchem Mitgliedstaat die Schuldtitel am Markt zugelassen werden („Herkunftsmitgliedstaat“) (geänderter Art. 2 Abs. 1 lit. m Ziffer ii).
- Die Mitgliedstaaten müssen die Änderungen der Richtlinie spätestens ein Jahr nach Inkrafttreten anwenden (Art. 3).

### **Änderung zum Status quo**

- Bisher ist unklar, ob der Gesamtgegenwert von Wertpapieren national oder gemeinschaftsweit gemessen wird. Künftig gilt der gemeinschaftsweite Gesamtwert. Dies ist wichtig für die Ausnahmen der Richtlinie.
- Bisher kann die Kommission den Geltungsbereich der Richtlinie nicht ändern. Künftig soll sie dies mit Durchführungsmaßnahmen machen können.
- Bisher sind die Regeln zur Prospektspflicht bei „Retail Cascades“ unklar. Künftig können Intermediäre bestehende Prospekte nutzen, wenn dessen Herausgeber dies erlaubt.
- Bisher muss bei Belegschaftsaktienprogrammen ein Prospekt erstellt werden, wenn das betreffende Unternehmen nicht in der EU börsennotiert ist. Künftig entfällt diese Prospektspflicht.
- Bisher müssen Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, sowohl nach der Prospektrichtlinie (2003/71/EG) als auch nach der Transparenzrichtlinie (2004/109/EG) mindestens einmal jährlich ein Dokument vorlegen, das alle in den vorausgegangenen zwölf Monaten veröffentlichten Informationen enthält oder auf sie verweist. Diese Doppelung soll künftig entfallen, wobei die Pflicht zu „Jahresfinanzberichten“ aus der Transparenzrichtlinie bestehen bleibt.
- Bisher ist unklar, ob ein Emittent den Prospekt auch dann noch überarbeiten muss, wenn die Angebotsfrist bereits abgelaufen ist, der Handel aber noch nicht begonnen hat. Künftig ist dies nicht mehr notwendig.
- Bisher haben Anleger bei Nachträgen zum Prospekt je nach Mitgliedstaat ein Rücktrittsrecht von mindestens zwei Arbeitstagen. Künftig gilt EU-weit eine einheitliche Rücktrittsfrist von zwei Arbeitstagen, soweit der Emittent diese Frist nicht freiwillig verlängert.
- Bisher sind Prospekt, Basisprospekt und Registrierungsformular nur zwölf statt künftig 24 Monate gültig.
- Bisher wird von Prospektzusammenfassungen nicht – wie künftig – erwartet, dass sie auf der Grundlage von „wesentlichen Informationen“ „fundierte Anlageentscheidungen“ ermöglichen. Eine Haftung gibt es bisher nur für Fehler in der Zusammenfassung, nicht – wie künftig – für das Fehlen „wesentlicher Informationen“.
- Bisher wird ein grenzüberschreitend tätiger Emittent nicht informiert, wenn die Heimatbehörde das Vorliegen eines genehmigten Prospektes gegenüber den Behörden im Aufnahmemitgliedstaat bestätigt. Das wird sich künftig ändern.
- Bisher wird zwischen „qualifizierten Anlegern“ (Prospektrichtlinie) und „professionellen Kunden“ (MiFiD-Richtlinie) unterschieden. Künftig gilt nur noch das Konzept „professioneller Kunde“.
- Bisher gilt bei der Emission von Nicht-Aktien („Nichtdividendenwerte“) mit einer Stückelung von weniger als 1.000 € der Sitz des Emittenten immer als „Herkunftsmitgliedstaat“. Künftig soll der Emittent solcher Papiere unabhängig von der Stückelung frei wählen können, in welchen Mitgliedstaat die Papiere zugelassen und gehandelt werden.

### **Subsidiaritätsbegründung**

Die Kommission führt an, dass nur eine kohärente Vorgehensweise auf EU-Ebene Aufsichtsarbitrage zwischen Mitgliedstaaten und Wettbewerbsverzerrungen auf den verschiedenen Märkten verhindern kann.

## Politischer Kontext

Der Vorschlag der Kommission ist Teil des Vereinfachungsprogramms der Kommission zum Abbau von Verwaltungslasten. Dieses geht auf einen Beschluss des Europäischen Rates zurück, den vom EU-Recht verursachten Verwaltungsaufwand für Unternehmen bis zum Jahr 2012 um 25% zu reduzieren. Nach Artikel 31 der Prospektrichtlinie 2003/71/EG ist die Kommission verpflichtet, die Richtlinie fünf Jahre nach Inkrafttreten zu überprüfen und gegebenenfalls Änderungen vorzuschlagen. Im Übrigen verweist die Kommission auf ihre Mitteilung über Anlageprodukte für Kleinanleger (PRIPIs) [KOM(2009) 204; vgl. [CEP-Kurzanalyse](#)]. Auch dort will sie für unterschiedliche Produkte standardisierte „grundlegende Anlegerinformationen“ einführen, wie sie bereits bei den OGAW-Investmentfonds eingeführt wurden [Richtlinie 2009/65/EG; vgl. [CEP-Kurzanalyse](#)].

## Stand der Gesetzgebung

23.09.09 Annahme durch Kommission  
 11.01.10 Berichtsentwurf EP-Ausschuss Wirtschaft und Währung  
 Offen Annahme durch Europäisches Parlament und Rat, Veröffentlichung im Amtsblatt, Inkrafttreten

## Politische Einflussmöglichkeiten

Federführende Generaldirektion: GD Binnenmarkt und Dienstleistungen  
 Ausschüsse des Europäischen Parlaments: Wirtschaft und Währung (federführend), Berichterstatter Wolf Klinz (ALDE, D); Recht  
 Ausschüsse des Deutschen Bundestags: Finanzausschuss (federführend); Recht; Wirtschaft und Technik  
 Entscheidungsmodus im Rat: Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch Mehrheit der Mitgliedstaaten und mit 255 von 345 Stimmen; Deutschland: 29 Stimmen)

## Formalien

Kompetenznorm: Art. 114 AEUV (Binnenmarkt; ex-Art. 95 EGV) und Art. 50 AEUV (Niederlassungsfreiheit; ex-Art. 44 EGV)  
 Art der Gesetzgebungszuständigkeit: geteilte Zuständigkeit (Art. 4 Abs. 2 AEUV)  
 Verfahrensart: Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren; ex-Art. 251 EGV)

# BEWERTUNG

## Ökonomische Folgenabschätzung

### Ordnungspolitische Beurteilung

**Etliche der Änderungen sind Klarstellungen, die die Rechtssicherheit erhöhen.** Sie sind daher uneingeschränkt zu begrüßen. Konkret betrifft dies etwa die gemeinschaftsweite Bemessung des Gesamtgegenwertes von Wertpapieren, die Harmonisierung der Kündigungsfristen bei Prospektnachträgen und die Dauer der Pflicht zur Überarbeitung von Prospekten.

**Eine wesentliche Änderung der Richtlinie – die Aufwertung der Prospektzusammenfassung und die diesbezüglichen Haftungsregeln – verringert dagegen die Rechtssicherheit** und ist daher abzulehnen.

Zwar diagnostiziert die Kommission ein Grundproblem der Prospektrichtlinie richtig: Anleger lesen die komplizierten Prospekte oft nicht, verlassen sich vielmehr auf deren informelle Zusammenfassungen. Die Kommission zieht daraus allerdings die falschen Schlussfolgerungen, indem sie die Zusammenfassung formalisieren und die Haftung für fehlerhafte und unvollständige Zusammenfassungen ermöglichen will. Dieser Systembruch ist mit dem Grundsatz, wonach Anleger ihre Entscheidungen auf Basis des ganzen Prospekts treffen sollen, unvereinbar.

**Es ist darüber hinaus unmöglich, Anlegern in einer Zusammenfassung auf wenigen Seiten sämtliche „relevanten“ Aspekte hochkomplexer Finanzprodukte beizubringen.**

Die Kommission sollte stattdessen den „horizontalen Ansatz“, den sie in ihrer Mitteilung zu „Anlageprodukten für Kleinanleger“ [KOM (2009) 204; vgl. [CEP-Kurzanalyse](#)] vorgestellt hat, auch auf Wertpapieremissionen anwenden. Statt die Prospektzusammenfassung in unklarer Weise aufzuwerten und Haftungsregeln einzuführen, die mit großer Unsicherheit verbunden sind, sollten den Prospekten standardisierte, „grundlegende Anlegerinformationen“ (Key Investor Information) beigefügt werden. Die Verfügbarkeit solcher, vergleichbare Informationen bei Wertpapieren, Versicherungen, etc. stärkt neben der Vergleichbarkeit der Anlageprodukte auch den Wettbewerb.

**Die geplanten Vereinfachungen bei der Prospektspflicht für Unternehmen mit einem Börsenwert unter 500 Mio. €, für KMU und für Banken, die Nicht-Dividendenwerte begeben, sind problematisch.** Zum einen führt dies zu Prospekten mit unterschiedlich detaillierten Angaben, was die Anleger verunsichern könnte. Zum anderen müssen solche Vereinfachungen inhaltlich gerechtfertigt sein. Sie verbilligen nämlich die Kapitalaufnahme für kleinere Unternehmen und **verzerrten** dadurch **den Wettbewerb** mit größeren Unternehmen.

Der Vorschlag der Kommission, **die Prospektspflicht bei Bezugsrechtsemissionen zu lockern**, geht nicht weit genug. Diese Emissionen richten sich an bestehende Aktionäre. Da diese das Unternehmen bereits kennen, **sollte die Prospektspflicht hier gänzlich gestrichen werden.**

Dass bei der Auflage von Belegschaftsaktienprogrammen künftig kein Prospekt erstellt werden muss, ist dagegen begrüßenswert. Die Kosten eines solchen Prospekts erschweren die Mitarbeiterbeteiligung und sind überflüssig, da Mitarbeiter das betroffene Unternehmen wesentlich besser kennen als das allgemeine Publikum.

Auch die Streichung der Pflicht zur Angabe von Informationen über Mitgliedstaaten, die ein Wertpapier garantieren, ist eine Verbesserung. Sie vereinfacht den EU-weiten Vertrieb solcher Wertpapiere, ohne den Anlegerschutz zu schwächen: Informationen über die Bonität von Staaten sind auch ohne diese Veröffentlichungspflicht für jedermann öffentlich zugänglich.

#### Folgen für Effizienz und individuelle Wahlmöglichkeiten

**Die Kommission verspricht sich** von den vorgeschlagenen Erleichterungen **jährliche Einsparungen von insgesamt 302 Mio. €** (Folgenabschätzung SEC(2009) 1223, S. 71).

Das größte Einsparungspotential sieht sie bei der Vereinfachung der Prospektspflicht für Bezugsrechtsemissionen (80 Mio. €) und für Unternehmen mit einem Börsenwert unter 500 Mio. € (173 Mio. €). Wie die konkreten Vereinfachungsmaßnahmen aussehen, die diese Zahlen rechtfertigen könnten, verrät die Kommission jedoch nicht.

**Dass bei der Weiterveräußerung von Wertpapieren („Retail Cascade“) auf bestehende und genehmigte Prospekte zurückgegriffen werden kann, spart Kosten.** Der genaue Umfang dieser Einsparungen wird davon abhängen, ob und in welcher Höhe die ursprünglichen Emittenten von weiterverkaufenden Intermediären eine Kompensation für die Nutzung des Prospekts verlangen.

Die verlängerte Gültigkeit der Prospekte ermöglicht ebenfalls Kosteneinsparungen, und zwar ohne Qualitätsverluste, da die Prospekte auch künftig auf aktuellem Stand gehalten werden müssen.

#### Folgen für Wachstum und Beschäftigung

Die Richtlinie steigert die Effizienz von Wertpapieremissionen und damit auch das Wachstumspotential, da sie die Kapitalkosten von Investitionen verringert. Ob die Rechtsunsicherheit, die mit der Haftung für unvollständige Zusammenfassungen einhergeht, diesen positiven Effekt wieder zunichte macht, ist zurzeit nicht abschätzbar.

#### Folgen für die Standortqualität Europas

**Eine effiziente direkte Mobilisierung von Kapital** über Kapitalmärkte – statt über Bankkredite – **kann die Standortqualität Europas erheblich verbessern.** Das gilt gerade jetzt, da etliche Kreditinstitute, auch aufgrund regulatorischer Anforderungen, ihr Kreditvolumen verringern. Angesichts der drohenden Rechtsunsicherheit infolge der geplanten Haftung sind auch hier die Nettoeffekte für die Standortqualität nicht einschätzbar.

## Juristische Bewertung

### Kompetenz

Der Vorschlag ist zu Recht auf Art. 50 AEUV (Niederlassungsfreiheit; ex-44 EGV) und Art. 114 AEUV (Binnenmarkt; ex-Art. 95 EGV) gestützt.

### Subsidiarität

Unproblematisch.

### Verhältnismäßigkeit

Die Ausweitung der Pflichtangaben in der Prospektzusammenfassung auf alle „wesentlichen Informationen“, die dem Anleger fundierte Anlageentscheidungen ermöglichen sollen und die Wertpapiere mit anderen Anlageprodukten vergleichbar machen, ist eine unverhältnismäßige – weil unnötige – Belastung des Emittenten. Denn die damit einhergehende Ausweitung der Haftung führt dazu, dass eine Vielzahl zusätzlicher Informationen aufgenommen werden muss, um das Haftungsrisiko zu verringern.

### Vereinbarkeit mit EU-Recht

Unproblematisch.

### Vereinbarkeit mit deutschem Recht

Unproblematisch, wenngleich mit der Änderung diverser Gesetze verbunden.

## Alternatives Vorgehen

Statt erhöhten Wert auf die Prospektzusammenfassung zu legen, sollte die Kommission „grundlegende Anlegerinformationen“ (Key Investor Information), wie sie sie für Kleinanleger einführen will [KOM(2009) 204; vgl. [CEP-Kurzanalyse](#)] auch für die Emission von Wertpapieren einführen.

## Mögliche zukünftige Folgemaßnahmen der EU

–

## Zusammenfassung der Bewertung

Die Ausweitung der Pflichtangaben in der Prospektzusammenfassung auf alle „wesentlichen Informationen“ und die vorgesehene Haftung des Emittenten für die Folgen von Entscheidungen, die Anleger nur auf Basis der Prospektzusammenfassung treffen, gehen nicht nur mit einer großen Rechtsunsicherheit einher. Vielmehr ist auch unmöglich, sämtliche „relevanten“ Aspekte hochkomplexer Finanzprodukte in einer Zusammenfassung auf wenigen Seiten zusammenzufassen. Vereinfachungen für Unternehmen mit geringem Börsenwert, KMU und Nichtdividendenemissionen von Banken können den Wettbewerb verzerren. Die übrigen Vorschläge der Kommission reduzieren die Rechtsunsicherheit und senken die Kosten von Wertpapieremissionen.