HfB – Working Paper Series

No. 74

– Wertpapierprospekte – Markteinführungspublizität nach EU-Prospektverordnung und Wertpapierprospektgesetz 2005

Kay-Michael Schanz, Christoph Schalast

Juli 2006

HfB - Business School of Finance & Management

Sonnemannstr. 9 – 11 60314 Frankfurt an Main, Germany
Phone: +49 (0) 69 154 008 0 Fax: +49 (0) 69 154 008 728
Internet: *www.hfb.de*

Abstract

The legal environment for Securities Prospectuses in Germany has changed dramatically with the implementation of the German Securities Prospectus Act (Wertpapierprospektgesetz - WpPG) and the Commission Regulation (EC) No. 809/2004 of 29 April 2004 (Prospectus Regulation) regulating their content and format and harmonizing the requirements for public offerings and stock exchange listings with effect from 1 July 2005. This working report presents the current situation and describes the experience with BaFin, the German Federal Financial Supervisory Agency that now has sole competence for reviewing and approving prospectuses in accordance with the WpPG.

Key words: IPO, Initial Public Offering, Prospectus, Securities, Stock Exchange Act, Stock Exchange Admission Ordinance, German Financial Supervisory Authority, Prospectus Directive, German Securities Prospectus Act, Wertpapierprospektgesetz, WpPG, Public Offer, Subscription Rights, Employee Incentive Programmes, Stock Exchange, Organised Market, Open Market, Entry Standard, Registration Document, Financial Information, European Passport, Notification, Securities Sales Prospectus Act, Securities Sales Prospectus Ordinance

JEL classification: K 19, K 22

ISSN: 14369753

Kontakt:

Dr. jur. Kay-Michael Schanz
Schalast & Partner
Mendelssohnstraße 75-77
D-60325 Frankfurt a. M.
kay.schanz@schalast.com

Prof. Dr. Christoph Schalast
HfB - Business School of Finance & Management
Sonnemannstraße 9-11
D-60314 Frankfurt am Main
schalast@hfb.de

Parts of this working report will be published in Kay-Michael Schanz „Börseneinführung – Recht und Praxis des Börsengangs“, 3 edition, Munich 2007.

Inhalt

Vorwort 4

1 Einleitung 4

2 Markteinführungspublizität 4

3 Prospektpflicht 4

3.1 Prospektpflichtige Emissionen 4
3.2 Ausnahmen 4

4 Prospektformat und -inhalt 4

4.1 Prospektgrundsätze 4
4.2 Format 4
4.3 Inhalt 4
4.3.1 Registrierungsformular für Aktien 4
4.3.2 Wertpapierbeschreibung für Aktien 4
4.3.3 Zusatzangaben 4
4.4 Einbeziehung durch Verweis 4
4.5 Sprachregime 4

5 Prospektbilligungsverfahren 4

5.1 Zuständigkeit 4
5.2 Prüfungsverfahren und Fristen 4
5.3 Hinterlegung und Veröffentlichung 4

6 Gültigkeitsdauer 4

7 Nachtrags- und -billigungspflichten 4

7.1 Festsetzung von Angebotsbedingungen 4
7.2 Unrichtige Prospektangaben und neue Entwicklungen 4
7.3 Widerrufsrecht 4
7.4 Nachtragspflicht und Ad-hoc-Publizität 4

8 Europäischer Pass 4

9 Strafrechtlicher Schutz und Ordnungswidrigkeiten 4

9.1 Kapitalanlagebetrug gemäß § 264a StGB 4
9.2 § 16 UWG 4
9.3 Ordnungswidrigkeiten 4

10 Jährliches Dokument 4

10.1 Inhalt 4
10.2 Form und Verweise 4
10.3 Veröffentlichung 4

11 Prospekthaftung 4

11.1 Anspruch und Anspruchsberechtigter 4
11.2 Haftungsgrundlage und Haftungsausschluss 4
11.3 Prospektverantwortliche 4
11.3.1 Haftung im Außenverhältnis 4
11.3.2 Haftung im Innenverhältnis 4
11.3.3 Durchsetzung von Ansprüchen 4
11.4 Prospekthaftung bei internationalen Platzierungen 4
11.5 Haftung bei fehlendem Prospekt 4
11.6 Strategien zur Haftungsvermeidung 4

Literaturverzeichnis 4

Vorwort

Die Börse boomt wieder in Deutschland nach einer langen Reihe von schlechten Jahren. So titelt die FAZ am 09.05.2005: „Börsenkandidaten stehen Schlange“ und die Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung vom 14.05.2006 prognostiziert: „Viele gute Börsengänge kommen noch“. Eine Ursache für diese Entwicklung ist, dass mit dem neuen Börsensegment Entry Standard Börsengänge auch für mittelständische Unternehmen durchführbar und bezahlbar geworden sind. Dies gilt insbesondere für innovative Zukunfts- und Technologiebereiche, wie etwa die erneuerbaren Energien. Aber auch die Börsengänge von Schwergewichten wie Wacker Chemie oder Air Berlin zeigen, dass der deutsche Markt sich erholt hat. Hinzu kommt, dass die Interessenten gelernt haben: „Es gibt keine Garantie für Zeichnungsgewinne“ (FAZ vom 08.04.2006).

Diese positive Entwicklung steht im engen Zusammenhang mit dem boomenden Private Equity-Markt. Deutschland - und insbesondere der deutsche Mittelstand - sind zu einem bevorzugten Ziel von Investoren geworden und diese Investoren verfügen über bestens gefüllte Fonds. So wurden in den letzten Monaten eine Reihe von Rekorden bei der Sammlung von Fondseinlagen aufgestellt und schnell wieder gebrochen. Börsengänge sind nun wieder eine spannende Exitmöglichkeit, die im Jahre 2005 noch weitgehend versperrt erschien. Spannend ist auch die von den Private Equity-Investoren neu entdeckte Möglichkeit, über die Börse Mittel für die Buy-Out-Fonds einzusammeln[1]. Vorreiter war KKR und es ist jetzt schon erkennbar, dass viele andere folgen wollen. Daneben ist auch ein Interesse von Private Equity-Häusern an börsennotierten Unternehmen zu erkennen, das nicht ein Delisting zum Ziel hat[2]. All diese Tendenzen werden dazu führen, dass der – im internationalen Vergleich – unterentwickelte M&A-Markt Deutschland in den nächsten Jahren erkennbar aufholen wird.

Der vorliegende Arbeitsbericht stellt die seit 01.07.2005 in Deutschland geltenden Vorschriften für Wertpapierprospekte dar. Der Wertpapierprospekt ist die Grundlage eines jeden Börsengangs, sei es im Prime Standard, sei es im Entry Standard. Damit liegt eine umfassende Übersicht über die Rechtsfragen des Wertpapierprospektes vom Bankaufsichtsrecht bis zur Haftung – unter Einbeziehung der europarechtlichen Grundlagen – vor.

Der Arbeitsbericht steht in einem engen Zusammenhang mit dem im Herbst 2005 gestarteten innovativen M&A-Studiengang der HfB. In diesem Studiengang werden erstmals an der Schnittstelle zwischen Rechts- und Wirtschaftswissenschaften Dealmanager für M&A-Transaktionen ausgebildet. Der Autor, Kay-Michael Schanz, ist dabei im Rahmen des Studiengangs für das Modul Börsengänge/IPO verantwortlich und legt mit diesem Arbeitsbericht eine wichtige Grundlage dafür vor.

Prof. Dr. Christoph Schalast

---

[1] Die HfB organisiert in Kooperation mit der Maleki Group die Private Equity Konferenz im Rahmen der 9. Euro Finance Week am 15.11.2006. Eine Panel ist dem Thema „Private Equity goes public“ gewidmet.

[2] Vgl. dazu Schanz/Richard/Schalast, Unternehmen im Prime Standard – „Staying Public“ oder „Going Private“? – Nutzen und Analyse der Börsennotiz –, HfB - Working Paper Series No. 60/2004.

1 Einleitung

Das deutsche Kapitalmarktrecht wird immer stärker vom Europäischen Gesetzgeber geprägt und hat im Zuge dieser Entwicklung in den letzten Jahren maßgebliche Veränderungen erfahren. Ziel der Bestrebungen ist in erster Linie die weitere Stärkung der Integrität der Kapitalmärkte. Dabei steht das Vertrauen der Anleger in einen funktionsfähigen Kapitalmarkt im Mittelpunkt, was sich wiederum durch einen stärkeren Anlegerschutz, insbesondere durch eine größere Transparenz der am Kapitalmarkt agierenden Unternehmen, gewinnen lässt.

So haben sich auch die Rahmenbedingungen für Prospekte im Zusammenhang mit Börseneinführungen und dem öffentlichen Anbieten von Wertpapieren mit dem in Umsetzung der europäischen Prospektrichtlinie[3] zum 1. Juli 2005 in Kraft getretenen Wertpapierprospektgesetz („WpPG“)[4] deutlich verändert.[5] Während zuvor im Rahmen einer Börseneinführung genau genommen zwei Prospekte erstellt werden mussten, nämlich ein Verkaufsprospekt und ein Börsenzulassungsprospekt, ist heute nur noch ein einheitlicher Prospekt als Basis für die Zulassung und das öffentliche Angebot erforderlich. Zudem waren früher für Prospekte das BörsG i.V.m. der BörsZulV einerseits und das VerkProspG i.V.m. der VerkProspVO anderseits maßgeblich, die teilweise unterschiedliche Anforderungen stellten[6]. Demgegenüber richtet sich die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung von Prospekten für Wertpapiere, die öffentlich angeboten oder zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen, heute nach den Vorgaben des WpPG[7] und der ProspVO [8]. In diesem Zusammenhang zu berücksichtigen sind auch die ergänzenden und interpretierenden Aussagen des Ausschusses der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden CESR für eine europaweit konsistente Um-

3 Richtlinie 2003/71/EG.

4 Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist, BGBl. I 2005, S. 1698 ff.

5 Mit Inkrafttreten des ProspektRL-UmsetzungsG sind die seit dem 1.9.2002 geltenden „Going-Public-Grundsätze“ der Deutschen Börse AG ersatzlos entfallen, die bis dahin – ohne zwingende Geltung, sondern nur nach Selbstunterwerfung des jeweiligen Emittenten – u.a. auch detaillierte Vorgaben für die formelle Prospektgestaltung und Art und Umfang der aufzunehmenden Informationen vorgegeben hatten. Näher hierzu *J. Ekkenga/H. Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, S. 152 f.

6 Vgl. hierzu die Vorauflage S. 416 ff. und 425 ff.

7 § 1 I WpPG. Emissionen, die mit § 1 II WpPG als Ausnahmen aus dem Anwendungsbereich des WpPG herausgenommen werden, kommt im Rahmen des Normalfalles einer Börseneinführung bzw. einer Equity-linked-Emission keine große praktische Bedeutung zu. Dies gilt auch für Nr. 4 des § 1 II WpPG, nach der das Gesetz auf kleinere Emissionen bereits notierter Unternehmen mit einem jährlichen Emissionsvolumen von € 2,5 Mio. (bezogen auf 12 Monate) keine Anwendung findet. Hinzuweisen ist in diesem Zusammenhang aber auf Absatz 3 der vorstehend zitierten Norm, nach dem unabhängig von einer Prospektpflicht ein Prospekt i.S.d. WpPG erstellt werden kann (so genanntes „Opt-In“).

8 Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29.4.2004 (ProspVO), Abl. L 149 v. 30.4.2004 mit Berichtigung in Abl. L 186/3 v. 18.7.2005. Kritisch zu diesbezüglichen “handwerklichen” Aspekten *J. Ekkenga/H. Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, S. 149, nach denen „man bei der Abfassung des Verordnungstextes – zumindest in der deutschen Übersetzung – auf Präzision des Ausdrucks offenbar keinen besonderen Wert gelegt hat. Von terminologischer Ordnung keine Spur, die Formulierungen münden in ein buntes Durcheinander.“

setzung der ProspVO[9]. Wenngleich diese nur „Empfehlungen“ im Rechtssinne darstellen, werden sie dennoch erheblichen Einfluss auf die Praxis der zuständigen Behörden haben.

2 Markteinführungspublizität

Grundvoraussetzung für eine Börsenzulassung im Amtlichen wie im Geregelten Markt ist regelmäßig die Veröffentlichung eines Wertpapierprospektes. Gleiches gilt für das öffentliche Anbieten von Aktien und anderen Wertpapieren. Nach neuem Recht besteht die Prospektpflicht auch dann, wenn – wie beispielsweise bei einer öffentlichen Zweitplatzierung von Aktien einer notierten Gesellschaft – die öffentlich angebotenen Wertpapiere bereits an einem organisierten Markt zugelassen sind.[10] Im Freiverkehr ergibt sich eine Verpflichtung zur Veröffentlichung zwar nicht aus der Einbeziehung[11] als solcher, wohl aber aus dem öffentlichen Angebot, falls ein solches vorgesehen ist.

Sinn der Markteinführungspublizität ist neben der Stärkung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte durch Transparenz vor allem die Verbesserung des Schutzes der Anleger, die in die Lage versetzt werden sollen, sich ein „fundiertes Urteil“ über den Emittenten zu bilden. Vor diesem Hintergrund ist der Emissionsprospekt nach Vorstellung des Gesetzgebers das wesentliche und zentrale Element der Primärmarktpublizität.[12]

Abgesehen davon, dass der Prospekt Voraussetzung für die Zulassung und das öffentliche Angebot ist, liegt seine Bedeutung in erster Linie in der Prospekthaftung, die an die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit des Prospekts geknüpft wird. Als Haftungsdokument bindet der Prospekt den Anbieter an seine hierin gemachten Angaben und stellt damit ein Instrument des Anlegerschutzes dar. Umgekehrt wird der Emittent vor ungerechtfertigten Ansprüchen enttäuschter Anleger geschützt. In Anbetracht seiner Eigenschaft als Zulassungsvoraussetzung sowie der hieraus im Falle eines Verstoßes resultierenden Schadensersatzpflichten kommt der detaillierten Kenntnis der entsprechenden Anforderungen wie auch der sorgfältigen Erstellung des Prospektes hohe Bedeutung zu. Gleichzeitig verursacht die Prospekterstellung bei der Vorbereitung von Wertpapieremissionen regelmäßig (mit) den höchsten Kosten- und Zeitaufwand.

---

9 CESR´s recommendations for the consistent implementation of the European Commission´s Regulation on Prospectuses no. 809/2004, no. CESR/05-054b, February 2005

10 *G. Apfelbacher/ M. Metzner*, Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, S. 81 ff.; *M. Schlitt/S. Schäfer*, Auswirkungen des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes auf Aktien- und Equity-linked Emissionen, AG 2005, S. 498, 500 m.w.N.

11 Dies gilt auch bei einer bloßen Einbeziehung in den Geregelten Markt.

12 *L. Wienecke*, Emissionspublizität – Praktische Anforderungen und rechtliche Grenzen, NZG 2005, S. 109.

Oberste Leitlinie aller Prospekte ist, dass die Dokumentation über die tatsächlichen und rechtlichen Verhältnisse, die für die Beurteilung der zuzulassenden Aktien maßgeblich sind, richtig und vollständig in verständlicher Form[13] Auskunft zu geben hat.

Für die Erfüllung der Publizitätspflicht ist in erster Linie der Emittent verantwortlich.[14] Allerdings sind auch die Konsortialbanken von dieser Verpflichtung zur Veröffentlichung insoweit betroffen, als sie auch den Zulassungsantrag stellen und bis zur Erfüllung dieser Verpflichtung die Einführung der Aktie am Markt unterbleibt. Vor Veröffentlichung eines Prospekts muss dieser der BaFin zur Billigung übermittelt werden, die seinen Inhalt aber nur sehr eingeschränkt materiell prüft. Die Billigung eines Wertpapierprospektes durch die BaFin sagt folglich nichts über die Qualität der beschriebenen Emission und die Bonität des Emittenten aus.[15]

3 Prospektpflicht

3.1 Prospektpflichtige Emissionen

Die Prospektpflicht ist wie in der Vergangenheit grundsätzlich an zwei alternative Tatbestände geknüpft. So muss nach

- § 3 I WpPG der Anbieter von Wertpapieren wie Aktien[16], die im Inland[17] öffentlich angeboten werden, einen Prospekt veröffentlichen, sofern nicht ein Prospekt nach dem WpPG[18] bereits publiziert worden ist oder das Gesetz eine sonstige Ausnahmeregelung vorsieht.

---

[13] Dabei wird nach der Rechtsprechung auf das Anforderungsprofil eines aufmerksamen Lesers, der zwar eine Bilanz zu lesen versteht, der aber über kein überdurchschnittliches Fachwissen verfügen muss, abgestellt. BGH WM 1982, S. 862, 863; *E. Schwark*, Zur Haftung der Emissionsbank bei Aktienemissionen - börsen-, bilanz- und gesellschaftsrechtliche Aspekte, ZGR 1983, S. 162, 167 ff.; *S. Grundmann* in *H. Schimansky/H. Bunte/H. Lwowski* (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch Band III, S. 3522 f.

[14] Für die Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts nach dem VerkProspG ist nach dessen § 1 der Anbieter, d.h. der Urheber des öffentlichen Angebots zuständig. *S. Grundmann* in *H. Schimansky/H. Bunte/H. Lwowski* (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch Band III, S. 3522 f.

[15] Gelegentlich werben Anbieter mit Aussagen wie „Prospekt bei der BaFin". Schon das BAWe hat als Vorgängerin der BaFin den Einsatz solcher und ähnlicher Werbemittel ausdrücklich missbilligt, da diese den Eindruck erwecken, die BaFin habe die Emission mit einem Gütesiegel versehen, was jedoch nicht der Fall ist.

[16] Vgl. hierzu den Begriffskatalog in § 2 WpPG (Nrn. 1 – 3). Zur Abgrenzung zwischen Dividenden- und Nichtdividendenwerten vgl. auch *J. Seitz*, Das neue Wertpapierprospektrecht, AG 2005, S. 678 ff. Dort auch zur Anforderungen an Prospekte im Falle der Emission von Schuldverschreibungen.

[17] Näher hierzu vgl. *W. Groß*, Kapitalmarktrecht, § 3 WpPG, Rdnr. 4. Bei Angeboten über das Internet kann ein Angebot an inländische Anleger durch Aufnahme eines ausdrücklichen Disclaimers ausgeschlossen werden, der besagt, dass ein Erwerb der Papiere in Deutschland nicht möglich sein soll. Schon das BAWe forderte darüber hinaus, dass der Anbieter "angemessene Vorkehrungen" zu treffen habe, dass Anleger von Deutschland aus die Wertpapiere nicht erwerben können. Nicht gefordert wird aber, dass der Anbieter dies auch tatsächlich sicherstellt.

[18] *W. Groß*, a.a.O., § 3 WpPG, Rdnr. 2.

- Daneben ergibt sich im Falle der Beantragung der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt vorbehaltlich der in § 4 II WpPG geregelten Ausnahmetatbestände eine grundsätzliche Veröffentlichungsverpflichtung für den Antragsteller aus § 3 III WpPG. [19]

Öffentliches Angebot i.S.d. § 3 I WpPG ist nach § 2 Nr. 4 WpPG jede Mitteilung an das Publikum in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die anzubietenden Wertpapiere enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, über deren Kauf oder Zeichnung zu entscheiden. Demnach wird nicht mehr wie unter altem Recht auf die Möglichkeit der Annahme eines Angebots abgestellt, sondern unter Erweiterung des Anwendungsbereichs auf die hinreichende Information.[20] Wenngleich weder der Wortlaut des WpPG noch die Prospektrichtlinie auf die tatsächliche Zeichnungsmöglichkeit abstellen, führen reine Werbung oder allgemeine Veröffentlichungen und Informationen, in denen auf die Möglichkeit zum Erwerb von Wertpapieren hingewiesen wird, ohne dass eine Erwerbs- oder Zeichnungsmöglichkeit besteht, nicht zu einer Prospektpflicht.[21]

Die von einem öffentlichen Angebot unabhängige Prospektpflicht aus § 3 III WpPG tritt neben andere Voraussetzungen der Zulassung[22] und beschränkt sich auf organisierte Märkte. Die reine Einbeziehung in den Freiverkehr ohne öffentliches Angebot ist damit nicht prospektpflichtig. Das Zulassungsverfahren ist unabhängig vom Billigungsverfahren zu betreiben. Im Gegensatz zur früheren Rechtslage besteht für, z.B. im Rahmen eines IPO light, prospektfrei zugelassene Wertpapiere eine Prospektpflicht, falls diese später öffentlich angeboten werden und kein Ausnahmetatbestand greift.

3.2 Ausnahmen

Ausnahmen von der Prospektpflicht werden in § 3 II und § 4 WpPG geregelt und sind – im Gegensatz zur früheren Rechtslage – nicht mehr von einer antragsgebundenen Ermessenentscheidung der BaFin abhängig.[23] Dabei beziehen sich die in § 3 II WpPG genannten Ausnahmen auf die Art des Angebots, wohingegen § 4 WpPG bestimmte Wertpapiere privilegiert und dabei – im Gegensatz zu § 3 WpPG – wiederum zwischen öffentlichen Angeboten einerseits und der Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt andererseits differenziert.

---

[19] Trotz des Wortlauts von § 3 III WpPG, nach dem ein Prospekt zu veröffentlichen ist, wenn die Wertpapiere an einem organisierten Markt im Inland „zugelassen werden sollen", löst nicht – wie der Beschluss zur Abgabe eines öffentlichen Erwerbsangebots nach § 10 I 1 WpÜG – allein der Entschluss zur Durchführung des Börsengangs eine Publikationspflicht des Betreibers aus. Die Veröffentlichung ist insoweit vielmehr – wenn erforderlich – Zulassungsvoraussetzung. *J. Ekkenga/H. Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, S. 139.

[20] *T. Holzborn/A. Israel*, Das neue Wertpapierprospektrecht, ZIP 2005, S. 1668.

[21] *M. Grub/U. Thiem*, Das neue Wertpapierprospektgesetz – Anlegerschutz und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland, NZG 2005, S. 750.

[22] § 30 III BörsG; §§ 1 - 12 BörsZulV.

[23] *T. Holzborn/A. Israel*, Das neue Wertpapierprospektrecht, ZIP 2005, S. 1668, 1670. *M. Schlitt/S. Schäfer*, Auswirkungen des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes auf Aktien- und Equity-linked Emissionen, AG 2005, S. 498, 501 m.w.N. Wird eine Entscheidung der BaFin gerichtlich angegriffen, werden unbestimmte Rechtsbegriffe von dem Gericht verbindlich ausgelegt.

So sind nach § 3 II WpPG Angebote nicht prospektpflichtig, die

- sich ausschließlich an qualifizierte Anleger richten, oder
- sich in keinem Staat des Europäischen Wirtschaftsraums an 100 oder mehr nicht qualifizierte Anleger richten, oder
- Wertpapiere in einer Mindeststückelung von 50.000 Euro betreffen bzw. die Anleger bei jedem gesonderten Angebot Wertpapiere ab einem Mindestbetrag von 50.000 Euro pro Anleger erwerben können, oder
- sofern der Verkaufspreis für alle angebotenen Wertpapiere weniger als 100.000 Euro beträgt, wobei diese Obergrenze über einen Zeitraum von zwölf Monaten zu berechnen ist.

Allerdings ist jede spätere Weiterveräußerung von Wertpapieren, die zuvor Gegenstand einer oder mehrerer der vorstehend genannten Angebotsformen waren, als ein gesondertes Angebot anzusehen. Dabei wird ein nachfolgendes Angebot dem Emittenten nach wie vor nicht zugerechnet, wenn er dieses nicht initiiert hatte. Vor diesem Hintergrund empfiehlt sich weiterhin die Vereinbarung von Veräußerungsbeschränkungen.[24]

Von den vorgenannten Ausnahmetatbeständen ist das Angebot an so genannte qualifizierte Anleger von besonderer praktischer Relevanz, d.h. an solche professionellen Investoren, die aufgrund ihrer Erfahrung kein besonderes Aufklärungs- oder Schutzbedürfnis haben. Hierunter fallen nach der Begriffsbestimmung des § 2 Nr. 6 WpPG neben nationalen und regionalen Regierungen, Zentralbanken und internationalen bzw. supranationalen Institutionen insbesondere nach KWG kontrollierte und beaufsichtigte Unternehmen, Kapitalanlagegesellschaften, Pensionsfonds, Versicherungen und andere Institutionen, deren einziger Geschäftszweck die Wertpapieranlage ist. Angebote an juristische Personen sind nicht prospektpflichtig, es sei denn bei dem Angebotsempfänger handelt es sich um ein kleines oder mittleres Unternehmen i.S.d. § 2 Nr. 7 WpPG.[25] Angebote an diese kleinen oder mittleren Unternehmen mit Sitz im Inland sind wie solche an natürliche Personen mit inländischem Wohnsitz nur dann privilegiert, d.h. nicht prospektpflichtig, wenn diese Angebotsempfänger in einem nach § 27 WpPG bei der BaFin geführten Verzeichnis[26] als qualifizierte Investoren eingetragen sind.[27]

Demgegenüber bestehen bei öffentlichen Angeboten nach § 4 I WpPG Ausnahmen von der Prospektpflicht in Fällen, in denen bereits eine gleichwertige Dokumentation wie eine Angebotsunterlage nach WpÜG oder ein Verschmelzungsbericht vorliegt oder als unnötig

[24] So genannte selling restrictions. *M. Schlitt/S. Schäfer*, a.a.O., S. 501.

[25] Danach handelt es sich um ein kleines oder mittleres Unternehmen, wenn zwei der nachfolgenden drei Bedingungen erfüllt sind: durchschnittlich weniger als 250 Beschäftigte im letzten Geschäftsjahr, eine Gesamtbilanzsumme von höchstens 43 Mio. Euro und ein Jahresnettoumsatz von höchstens 50 Mio. Euro.

[26] Oder einem gleichwertigen Verzeichnis in einem anderen Staat des Europäischen Wirtschaftsraums.

[27] Natürliche Personen sowie kleine oder mittlere Unternehmen können sich in ein bei der BaFin geführtes Register für qualifizierte Anleger eintragen lassen. Natürliche Personen werden auf Antrag jeweils für ein Jahr in das Verzeichnis eingetragen, wenn sie zum Zeitpunkt der Antragstellung mindestens zwei der folgenden Voraussetzungen erfüllen: 1. die Person hat in den letzten vier Quartalen durchschnittlich mindestens zehn Transaktionen pro Quartal getätigt, 2. der Wert ihres Wertpapierportfolios übersteigt 500.000 Euro oder 3. sie war mindestens ein Jahr lang im Finanzsektor in einer beruflichen Position tätig, die Kenntnis auf dem Gebiet der Wertpapieranlage voraussetzt. Eine Wiederholung des Antrags nach Ablauf des Jahres ist jeweils möglich.

angesehen wird, wie dies z.B. im Rahmen von Aktiensplits der Fall ist.[28] Andere Ausnahmetatbestände des § 4 I WpPG betreffen öffentliche Übernahmeangebote, Verschmelzungen, Dividenden in Form von Aktien[29] sowie Stock Option-Pläne. Die genannten Ausnahmen gelten nach Absatz 2 des § 4 WpPG auch für die Zulassung von Aktien, bei denen darüber hinaus auch die Zulassung einer bereits zum Handel an demselben[30] organisierten Markt[31] zugelassenen Gattung privilegiert ist, sofern die Zahl der über einen Zeitraum von zwölf Monaten neu zuzulassenden Aktien weniger als 10 Prozent der bereits gehandelten beträgt[32]. Bezugsrechtsangebote sind nicht prospektpflichtig, sofern sie sich ausschließlich an die Altaktionäre richten, die Informationen an die Öffentlichkeit auf die gesetzlich vorgeschriebenen Mitteilungen bzw. Veröffentlichungen beschränkt sind und kein Bezugsrechtshandel stattfindet.[33] Möglich ist nach § 4 II Nr. 7 WpPG auch die prospektfreie Zulassung von Aktien aus der Ausübung von Options- und Wandelrechten aus anderen Wertpapieren,[34] sofern diese Gattung bereits zum Handel an demselben organisierten Markt zugelassen ist.

Die nach altem Recht bestehenden Ausnahmen hinsichtlich der Prospektpflicht im Zusammenhang mit Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen wurden deutlich eingeschränkt. Während früher das Angebot von Wertpapieren an Mitarbeiter durch den Arbeitgeber bzw. mit diesem verbundene Unternehmen ausdrücklich von der Prospektpflicht ausgenommen waren und neue Aktien aus einem Mitarbeiterbeteiligungsprogramm unter bestimmten Voraussetzungen prospektfrei zum Handel zugelassen werden konnten, besteht nach dem WpPG eine Ausnahme von der Verpflichtung zur Veröffentlichung nur dann, wenn die Wertpapiere des Emittenten bereits an einem organisierten Markt innerhalb des EWR zugelassen sind und darüber

---

[28] Hier werden, wie in § 4 I Nr. 1 WpPG vorgesehen, Aktien im Austausch für bereits ausgegebene Aktien derselben Gattung ausgegeben, ohne dass mit der Ausgabe dieser neuen Aktien eine Kapitalerhöhung verbunden ist.

[29] Demgegenüber beruht die ebenfalls in § 4 II Nr. 5 WpPG enthaltene Befreiung für Gratisaktien aus einer nominellen Kapitalerhöhung auf einem Redaktionsversehen und ist insoweit als nicht geschrieben zu betrachten, da diese Aktien nach § 33 IV EGAktG bereits kraft Gesetz zugelassen sind. *J. Ekkenga/H. Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, 140.

[30] Amtlicher und geregelter Markt dürften nach *J. Ekkenga/H. Maas* (a.a.O., 139) einen einzigen organisierten Markt im Sinne dieser Vorschrift (vgl. § 2 Nr. 16 WpPG) darstellen, nachdem beide Segmente nunmehr kapitalmarktrechtlich nahezu identisch geregelt sind.

[31] Wertpapiere, die bereits mehr als 18 Monate an einem anderen organisierten Markt zum Handel zugelassen sind und für die entsprechend § 4 II Nr. 8b WpPG ein Prospekt gebilligt und veröffentlicht wurde, können ebenfalls ohne Prospekt zugelassen werden, sofern der Emittent seine Zulassungsfolgepflichten erfüllt hat und eine deutschsprachige Zusammenfassung entsprechend § 14 WpPG veröffentlicht, die den Anforderungen des § 5 II 2 WpPG entspricht.

[32] § 4 II Nr. 1 WpPG. Im Gegensatz zur früheren Rechtslage sind öffentliche Angebote aus so genannten 10 %-Kapitalerhöhungen damit nicht mehr von der Prospektpflicht befreit, was in praxi aber nur wenige Fälle betreffen dürfte, da Aktien aus solchen Kapitalerhöhungen regelmäßig ausschließlich bei institutionellen Anlegern platziert werden. *M. Schlitt/S. Schäfer*, Alte und neue Fragen im Zusammenhang mit 10 %-Kapitalerhöhungen, AG 2005, S. 67, 72. Zu den dahinter stehenden Wertungen der Prospektrichtlinie vgl. *T. Holzborn/N. Schwarz-Gondek*, Die neue EU-Prospektrichtlinie, BKR 2003, S. 927, 930.

[33] *W. Groß*, Kapitalmarktrecht, § 2 WpPG RdNr. 18; *G. Apfelbacher/M. Metzner*, Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, S. 81, 82.

[34] Von dem Ausnahmetatbestand erfasst werden auch Aktien, die im Rahmen von so genannten Pflichtwandelanleihen ausgegeben werden, wo sich der Investor de facto zur Ausübung seines Wandelrechts verpflichtet hat. Näher hierzu vgl. *M. Schlitt /O. Seiler/B. Singhof*, Aktuelle Rechtsfragen und Gestaltungsmöglichkeiten im Zusammenhang mit Wandelschuldverschreibungen, AG 2003, S. 254, 266.

hinaus ein Dokument zur Verfügung gestellt wird, das bestimmte Informationen über die angebotenen Wertpapiere und das Angebot enthält.[35] Dabei ist für prospektfreie Angebote an Mitarbeiter nicht erforderlich, dass die bereits zugelassenen Wertpapiere derselben Gattung angehören, wie die, die den Mitarbeitern neu gewährt werden. D.h., die Ausnahme des § 4 I Nr. 5 WpPG sollte in Anspruch genommen werden können, wenn Aktien an Mitarbeiter ausgegeben werden, aber nur Schuldtitel oder andersartige Wertpapiere des Emittenten in einem EWR-Staat zugelassen sind.[36]

Die Entscheidung, ob im konkreten Einzelfall die Voraussetzungen einer Befreiung von der Prospektpflicht nach dem WpPG erfüllt sind, fällt in die Zuständigkeit der BaFin. Der Emittent kann sich daher von dieser durch eine Negativbescheinigung das Vorliegen der Befreiungsvoraussetzungen bestätigen lassen und diese Erklärung im Zulassungsverfahren vorlegen. Alternativ kann die Zulassungsstelle im Rahmen des Zulassungsverfahrens das Vorliegen der Befreiungsvoraussetzungen prüfen, was die Zuständigkeit der BaFin unberührt lässt.[37]

4 Prospektformat und -inhalt

Hinsichtlich des Formats und des Inhalts von Prospekten finden sich im WpPG nur allgemeine und grundsätzliche Anforderungen, wohingegen Details im Wesentlichen in der unmittelbar geltenden EU-ProspVO[38] geregelt werden. Diese geht in Quantität und Detaillierungsgrad deutlich über die bisher bestehenden rechtlichen Anforderungen hinaus, beinhaltet damit aber nunmehr Informationen, deren Aufnahme schon bisher aufgrund international üblicher Standards[39] gängige Praxis war.

---

35 § 4 I Nr. 5 WpPG für öffentliche Angebote bzw. Nr. 6 für die Zulassung der Wertpapiere. Dabei ist zwischen den Optionen und den diesen zugrunde liegenden Wertpapieren, d.h. i.d.R. den Aktien des Emittenten, zu differenzieren. So fehlt bei Aktienoptionen im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen häufig das Merkmal der „Übertragbarkeit“ und damit die Wertpapiereigenschaft i.S.d. § 2 Nr. 1 WpPG, da sie nach den zugrunde liegenden Optionsbedingungen regelmäßig nicht übertragbar sind. Im Falle der Ausübung der Optionen fällt die darauf folgende Gewährung von Aktien aber in den Anwendungsbereich des WpPG mit der Folge, dass anhand der Umstände des Einzelfalls zu prüfen ist, ob die Gewährung der Aktien ein öffentliches Angebot darstellt und gegebenenfalls die Voraussetzungen einer Ausnahme von der Prospektpflicht vorliegen. G. Apfelbacher/ M. Metzner, Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, S. 81, 82 f.

36 Demgegenüber ist nach § 4 II Nr. 6 WpPG für die prospektfreie Börsenzulassung von Wertpapieren, die an Mitarbeiter ausgegeben wurden, erforderlich, dass Wertpapiere derselben Gattung bereits an demselben organisierten Markt zugelassen sind. *G. Apfelbacher/M. Metzner*, a.a.O., S. 81, 83.

37 *Frankfurter Wertpapierbörse*, Rundschreiben Listing 01/2005; Umsetzung der Prospektrichtlinie vom 2.6.2005, S. 2.

38 Berichtigung der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29. April 2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Informationen sowie das Format, die Aufnahme von Informationen mittels Verweis und die Veröffentlichung solcher Prospekte und die Verbreitung von Werbung (Abl. EU L 149 vom 30. April 2004), ABl. EU L 186/3 vom 18. Juli 2005.

39 IOSCO Endorsement of Disclosure Standards to Facilitate Cross-Border Offerings and Listings by Multinational Issuers 1998, abrufbar unter http://www.iosco.org.

4.1 Prospektgrundsätze

Wie bereits unter altem Recht gilt nach § 5 I WpPG der Grundsatz, dass der Prospekt in leicht verständlicher und analysierbarer Form über alle wesentlichen[40] Umstände unterrichten muss, die Investoren für die Beurteilung eines Emittenten und der anzubietenden bzw. zuzulassenden Wertpapiere benötigen.[41] § 5 I WpPG schreibt damit – wie früher das BörsG und die BörsZulV – den Grundsatz der Prospektvollständigkeit fest, ohne allerdings die bisher in § 13 I 1BörsZulV a.F. deutlicher verankerten Grundsätze der Prospektwahrheit und -klarheit besonders zu betonen.[42] Trotzdem versteht sich von selbst, dass die geforderten Angaben der Wahrheit entsprechen, d.h. richtig sein müssen: ein nicht vollständiger Prospekt ist unrichtig, weil er nicht alle erforderlichen Angaben erhält.[43]

Die Richtigkeit des Prospektinhalts bezieht sich nach dem immer noch richtungsweisenden BuM-Urteil des BGH[44] nicht auf eine isolierte Betrachtung der einzelnen Prospektinformationen, sondern auf eine Gesamtschau, die neben der vollständigen Berücksichtigung der geforderten Einzelangaben auch die investorengerechte Aufbereitung der Informationen umfasst. Diese muss dem Erkenntnis- und Verständnishorizont des „durchschnittlichen" Anlegers gerecht werden, „der zwar eine Bilanz zu lesen versteht, aber nicht unbedingt mit der in eingeweihten Kreisen gebräuchlichen Schlüsselsprache vertraut zu sein braucht." Demgegenüber fordert § 5 II 2 WpPG die Aufnahme von Warnhinweisen, die in ihrer „Banalität auf den denkbar niedrigsten Erkenntnishorizont zugeschnitten sind und den Idealtypus des Anlegers dem des völlig ahnungslosen Verbrauchers annähert".[45]

Allerdings enthält das WpPG nicht – wie noch die BörsZulV – hierfür selbst detaillierte Vorgaben, sondern verweist in seinem § 7 insoweit auf die – allerdings bereits unmittelbar geltende – ProspVO der EU. Diese folgt bei der Festsetzung der Mindestangaben von Prospekten dem Baukastenprinzip, d.h. je nach Emittent und Wertpapier setzt sich der Katalog verpflichtend vorgesehener Mindestangaben aus verschiedenen Schemata und Modulen zusammen, die in den Anhängen zur ProspVO enthalten sind.[46]

Trotz des Vollständigkeitsgebots können nach § 8 I WpPG bestimmte Angaben wie der Emissionspreis und das endgültige Emissionsvolumen zunächst offen bleiben. Allerdings muss der Prospekt dann die Kriterien oder Bedingungen für ihre Ermittlung bzw. den Höchstpreis

---

[40] Der Wesentlichkeitsgrundsatz ist ein Korrektiv des Wahrheitsprinzips, da die Transparenz eines Prospekts auch darunter leiden kann, dass zu viele Informationen angeboten werden, die diesen überladen und Investoren eher verwirren als informieren.

[41] *C. Crüwell*, Die europäische Prospektrichtlinie, AG 2003, S. 243, 246.

[42] Kritisch insoweit *J. Ekkenga*, Änderungs- und Ergänzungsvorschläge zum Regierungsentwurf eines neuen Wertpapierprospektgesetzes, BB 2005, 561, 563.

[43] *W. Groß*, Kapitalmarktrecht, § 5 WpPG, Rdnr. 3.

[44] WM 1982, S. 862, 863.

[45] Dieser ist sogar noch darüber zu belehren, dass er sich im eigenen Interesse nicht mit einer Teillektüre des Prospekts begnügen sollte. *J. Ekkenga/H. Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, S. 143.

[46] Allerdings ergänzt § 7 WpPG lediglich § 5 I WpPG, der als Generalnorm den Grundsatz der Vollständigkeit festschreibt und vorgeht, d.h. ein Prospekt, der dem § 7 i.V.m. den Bestimmungen und Anhängen der ProspVO entspricht, ist im Regelfall, aber eben nicht immer, vollständig. Vgl. hierzu *W. Groß*, Kapitalmarktrecht, § 7 WpPG Rdnr. 2.

nennen. Im Falle eines Fehlens dieser Angaben haben die Investoren nach § 8 I 3 WpPG ein Widerrufsrecht, das innerhalb von zwei Werktagen nach Bekanntgabe des Emissionspreises und -volumens ausgeübt werden muss. Im Gegensatz zum früheren Recht muss nach Festlegung des Emissionspreises und des endgültigen Emissionsvolumens kein weiterer, „vollständiger" Prospekt mehr als Grundlage für die Börsenzulassung veröffentlicht werden. Erforderlich ist vielmehr nur noch die Veröffentlichung von Emissionspreis und -volumen in einer Form, in der auch Prospekte veröffentlicht werden dürfen, wobei praktisch die Bekanntmachung in einer oder mehreren Tageszeitungen die Regel sein dürfte.[47] Ergänzend sind nach § 8 I 9 WpPG Emissionspreis und -volumen am Tag ihrer Veröffentlichung bei der BaFin zu hinterlegen.

Soweit die Veröffentlichung von Betriebsgeheimnissen dem Emittenten Schaden zufügen könnte, kann er sich nach § 8 II Nr. 2 WpPG durch die BaFin von der Pflicht zur Aufnahme in den Prospekt befreien lassen, sofern dies nicht das Publikum über wesentliche Tatsachen und Umstände täuscht, die für eine fundierte Beurteilung von Emittent, Anbieter, Garantiegeber und Wertpapiere erforderlich sind. In diesem Zusammenhang ist aber zu berücksichtigen, dass ein solcher Prospekt unter Haftungsgesichtspunkten unvollständig sein kann und Prospekthaftungsansprüche durch eine Gestattung der BaFin zu einem Unterbleiben der Aufnahme von Informationen nicht ausgeschlossen werden.[48]

Der ebenfalls in § 5 I 1 und 3 WpPG zumindest bekräftigte Grundsatz der Prospektklarheit fordert, insoweit vergleichbar mit der „Plain English Rule" der SEC, dass Form, Aufbau, Sprache, Stil und Satzbau das Verständnis und die Auswertung erleichtern müssen. Dabei ist wie vorstehend bereits angedeutet auf das von der Rechtsprechung aufgestellte Anforderungsprofil eines aufmerksamen Lesers, der zwar eine Bilanz lesen kann, aber über kein überdurchschnittliches Fachwissen verfügt, abzustellen.

Der über die vorgenannten Grundsätze hinaus geltende Grundsatz der Prospektaktualität ist in § 16 WpPG im Zusammenhang mit den Nachtragspflichten geregelt.

4.2 Format

Nach § 12 I WpPG i.V.m. Art. 25 ProspVO bestehen bei Wertpapieremissionen nunmehr hinsichtlich des Prospektformats zwei Alternativen. So kann der Prospekt entweder - wie auch bisher - als einteiliges Dokument oder – in Anlehnung an die US-amerikanische shelf registration[49] – in Gestalt eines aus drei Einzelteilen bestehenden Dokuments erstellt werden,

[47] *M. Schlitt/B. Singhof/S. Schäfer*, Aktuelle Rechtsfragen und neue Entwicklungen im Zusammenhang mit Börsengängen, BKR 2005, S. 251, 252.

[48] *W. Groß*, Kapitalmarktrecht, § 8 WpPG Rdnr. 10.

[49] Nach diesem Konzept kann der Emittent ein Registrierungsformular hinterlegen, das die Angaben zum Emittenten enthält und zwölf Monate gültig ist. Während dieses Zeitraums kann das Registrierungsformular für mehrere, im Zeitpunkt der Hinterlegung noch nicht konkret feststehende Emissionen dergestalt genutzt werden, dass es für jede Emission durch eine Wertpapierbeschreibung und eine Zusammenfassung zu ergänzen ist, die jeweils der Billigung der BaFin bedürfen. § 9 IV i.V.m. § 12 II und III WpPG. *G. Apfelbacher/M. Metzner*, Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, S. 81, 82, dort auch zur Abgrenzung zum Basisprospekt.

wobei für beide Formate inhaltlich dieselben Anforderungen gelten. In jedem Fall hat der Prospekt nach § 5 WpPG drei Informationsblöcke zu enthalten, nämlich

- Registrierungsformular mit den Informationen zum Emittenten,
- Wertpapierbeschreibung mit den Informationen zu den zur Emission vorgesehenen Papieren und
- Zusammenfassung.

Dabei bietet sich bei Aktienemissionen vor dem Hintergrund einer nicht bestehenden Aktualisierungspflicht aber weiterhin die Verwendung eines einteiligen Prospekts an.[50] Demgegenüber dürfte die Möglichkeit, einen Prospekt als dreiteiliges Dokument zu erstellen, für die Emission von Aktien oder Options- und Wandelanleihen in der Praxis keine große Bedeutung erlangen. Dies würde lediglich dann sinnvoll sein, wenn ein Emittent mehrere Emissionen[51] innerhalb eines kurzen Zeitraums plant, da das Registrierungsformular für Aktien als das inhaltlich umfangreichste für alle anderen Arten von Emissionen ebenfalls gültig ist[52] und daher bei einer nachfolgenden Emission von Anleihen ebenfalls Verwendung finden kann.[53]

Für den einteiligen Prospekt sieht Art. 25 I ProspVO zwingend folgenden Aufbau vor:

- Inhaltsverzeichnis,
- Zusammenfassung,
- Risikofaktoren, die mit dem Emittenten und dem Typ des Wertpapiers verbunden sind,
- Informationsbestandteile, die Gegenstand der Schemata und Module sind, auf deren Grundlage der Prospekt erstellt wurde.[54]

Hinsichtlich der Informationsbestandteile innerhalb der Schemata und Module, die ihrerseits eine bestimmte Reihenfolge vorsehen, kann der Prospektersteller von der vorgegebenen Abfolge abweichen. Im Falle einer solchen Abweichung, die z.B. vor dem Hintergrund des Geschäfts des Emittenten oder dessen Konzernstruktur sinnvoll sein kann, „bittet“[55] die BaFin aber den Antragsteller regelmäßig, vor Billigung des Prospekts eine Aufstellung seiner Querverweise einzureichen, in der die Seiten genannt werden, auf denen die jeweiligen vorgeschriebenen Angaben im Prospekt gefunden werden können.

---

50 *U. Kunold/M. Schlitt*, Die neue EU-Prospektrichtlinie, BB 2004, S. 501, 505.

51 Z.B. eine Wandelanleihe gefolgt von einem High Yield Bond unmittelbar nach der eigentlichen Börseneinführung der Aktien.

52 Art. 21 II ProspVO.

53 *M. Schlitt/S. Schäfer*, Auswirkungen des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes auf aktien- und Equity-linked Emissionen, AG 2005, S. 498, 502.

54 Die diesbezüglichen Vorgaben des Abs. 2 von Art. 25 ProspVO für den dreiteiligen Prospekt sind insoweit identisch.

55 So Art. 25 IV ProspVO .

4.3 Inhalt

Der Umfang der Mindestangaben bestimmt sich nach dem vorerwähnten „Baukastenprinzip", das sich am Emittenten sowie der Art der Wertpapiere orientiert. Dabei gelten für den Inhalt von Prospekten bei Aktienemissionen, für die in erster Linie die Art. 3, 4, 6 ProspVO i.V.m. Anhang I („Mindestangaben für das Registrierungsformular für Aktien") und III („Mindestangaben für die Wertpapierbeschreibung für Aktien") zur ProspVO maßgeblich sind, wie nach bisheriger Rechtslage die umfangreichsten und detailliertesten Offenlegungspflichten. Bei signifikanten Veränderungen im Umfang der Geschäftstätigkeit des Emittenten Art. 5 ProspVO ist auch Anhang II („Modul für Pro-Forma-Finanzinformationen") maßgeblich.

In jedem Fall ist der Prospekt nach § 5 III WpPG mit dem Datum seiner Erstellung zu versehen und vom Anbieter zu unterzeichnen, bei beantragter Zulassung an einem organisierten Markt auch vom Antragsteller. Aufzunehmen sind auch Namen und Funktionen bzw. Firma und den Sitz der Personen oder Gesellschaften, die für den Inhalt die Verantwortung übernehmen, sowie eine Erklärung dieser Personen oder Gesellschaften, dass ihres Wissens die Angaben richtig und keine wesentlichen Umstände ausgelassen sind.[56]

Nach § 5 II WpPG muss bei Börsengängen jeder[57] Prospekt eine Zusammenfassung enthalten, in der kurz und allgemein verständlich die wesentlichen Merkmale und Risiken genannt werden, die den Emittenten und die Wertpapiere betreffen[58]. Während die Zusammenfassung unter altem Recht das einzige Marketing-Refugium innerhalb des Prospekts darstellte, was in Einzelfällen durchaus euphemistische Darstellungen der Strategie des Emittenten mit sich brachte, hat sich ihr Charakter bei gleichzeitiger Verstärkung ihrer Bedeutung geändert.[59] So muss sie nunmehr nach § 5 II 3 WpPG Warnhinweise enthalten, dass

- sie als Einführung zum Prospekt verstanden werden sollte,
- der Anleger jede Entscheidung zur Anlage in die betreffenden Wertpapiere auf die Prüfung des gesamten Prospekts stützen sollte,
- für den Fall, dass vor einem Gericht Ansprüche auf Grund der in einem Prospekt enthaltenen Informationen geltend gemacht werden, der als Kläger auftretende Anleger in Anwendung der einzelstaatlichen Rechtsvorschriften der Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums die Kosten für die Übersetzung des Prospekts vor Prozessbeginn zu tragen haben könnte und
- diejenigen Personen, die die Verantwortung für die Zusammenfassung einschließlich einer Übersetzung hiervon übernommen haben, oder von denen deren Erlass ausgeht, haftbar gemacht werden können, jedoch nur für den Fall, dass die Zusammenfassung

[56] Im Falle der Beantragung der Zulassung zu einem organisierten Markt muss auch das die Antragstellung begleitende (Kredit-) Institut die Verantwortung übernehmen und die vorstehende Erklärung abgeben.

[57] D.h., unabhängig davon, ob er als einteiliger oder als dreiteiliger Prospekt aufgebaut ist.

[58] Die in § 52 II WpPG ebenfalls genannten Garantiegeber dürften im Zusammenhang mit der Börseneinführung von Unternehmen, d.h. der Zulassung von Aktien nur in Ausnahmefällen eine Rolle spielen, dann nämlich, wenn neben den Aktien auch (Options- oder Wandel-) Anleihen begeben werden.

[59] *M. Schlitt/S. Schäfer*, Auswirkungen des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes auf aktien- und Equity-linked Emissionen, AG 2005, S. 498, 502.

irreführend, unrichtig oder widersprüchlich ist, wenn sie zusammen mit den anderen Teilen des Prospekts gelesen wird.

Der Umfang der Zusammenfassung soll nach der Regierungsbegründung auf 2.500 Worte beschränkt sein,[60] was vor dem Hintergrund der verpflichtend vorgegebenen Warnhinweise und darzustellenden Risikofaktoren im Einzelfall Schwierigkeiten bereiten kann.[61] In der Praxis setzt die BaFin nicht sklavisch auf die Einhaltung dieser Begrenzung, zieht aber bei Aktienemissionen eine Obergrenze bei 5.000 Worten.[62]

Im Übrigen empfiehlt sich grundsätzlich, bei Zweifelsfragen hinsichtlich Art und Umfang der aufzunehmenden Informationen, insbesondere was die erforderlichen Finanzberichte und -abschlüsse betrifft, diese so früh wie möglich und im Detail mit der BaFin zu besprechen, um rechtzeitig zusätzliche Prüfungen oder prüferische Durchsichten durch Wirtschaftsprüfer oder Ähnliches veranlassen zu können.

4.3.1 Registrierungsformular für Aktien

Das Registrierungsformular für Aktien als Informationsblock betreffend den Emittenten hat nach Anhang I der ProspVO mindestens die folgenden Angaben zu enthalten:

- Namen und Funktionen aller natürlichen bzw. Firma und eingetragener Sitz aller juristischen **Personen**, die für die im Registrierungsformular (bzw. Prospekt) gemachten Angaben bzw. für bestimmte Abschnitte des Registrierungsformulars **verantwortlich** sind, einschließlich deren **Erklärung**, dass sie die erforderliche Sorgfalt haben walten lassen, um sicherzustellen, dass die genannten Angaben ihres Wissens nach richtig sind und keine Tatsachen ausgelassen wurden, die die Aussage des Registrierungsformulars (wahrscheinlich)[63] verändern können. (Anhang I Ziff. 1)
- Namen und Anschrift der **Abschlussprüfer** des Emittenten[64], die für den von den historischen Finanzinformationen abgedeckten Zeitraum zuständig waren (einschließlich der Angabe ihrer Mitgliedschaft in einer Berufsvereinigung). (Anhang I Ziff. 2)
- Ausgewählte historische **Finanzinformationen** für jedes Geschäftsjahr für den Zeitraum, der von den historischen Finanzinformationen abgedeckt wird, und für jeden nachfolgenden Zwischenberichtszeitraum[65], wobei die historischen Finanzinformationen

---

60 Begr. RegE § 5 II WpPG, BR-Drucks. 85/05 vom 4.2.2005, S. 68. Siehe auch Erwägungsgrund 21 ProspektRiLi.

61 *C. Crüwell*, Die europäische Prospektrichtlinie, AG 2003, S. 243, 247.

62 So auch *M. Schlitt/S. Schäfer*, a.a.O., S. 502.

63 Auch wenn das Wort „wahrscheinlich" Bestandteil der Erklärung im Anhang der ProspVO ist, wird es hier in Einzelfällen von der BaFin unter Hinweis auf den Wortlaut des § 5 IV WpPG moniert, in anderen Prospekten findet es sich dagegen.

64 Wurden Abschlussprüfer während dieses Zeitraums abberufen, nicht wieder bestellt oder haben sie ihr Mandat niedergelegt, so sind entsprechende Einzelheiten zu veröffentlichen, wenn diese von wesentlicher Bedeutung sind.

65 Werden ausgewählte Finanzinformationen für Zwischenzeiträume vorgelegt, so sind auch Vergleichsdaten für den gleichen Zeitraum des vorhergehenden Geschäftsjahres vorzulegen, es sei denn, die Anforderung der Beibringung vergleichbarer Bilanzinformationen wird durch die Vorlage der Bilanzdaten zum Jahresende erfüllt.

die für einen Überblick über die Finanzlage des Emittenten maßgeblichen Schlüsselzahlen geben müssen. (Anhang I Ziff. 3)

- **Risikofaktoren**, die für den Emittenten oder seine Branche spezifisch sind (Anhang I Ziff. 4). Diese dürfen nach der Praxis der BaFin keine Beschreibungen von Chancen oder Risikorelativierungen enthalten.[66]
- Informationen über den **Emittenten** einschließlich
  - Geschäftsgeschichte und -entwicklung;
  - juristischem und kommerziellem Namen, Rechtsform;
  - Sitz und Ort der Registrierung des Emittenten und Registrierungsnummer;
  - Datum der Gründung;
  - Geschäftsanschrift und Telefonnummer seines eingetragenen Sitzes (oder Hauptort der Geschäftstätigkeit, falls nicht mit dem eingetragenen Sitz identisch);
  - wichtiger Ereignisse in der Entwicklung der Geschäftstätigkeit. (Anhang I Ziff. 5.1)
- **Investitionen** einschließlich
  - des Betrages der wichtigsten Investitionen für jedes Geschäftsjahr für den von den historischen Finanzinformationen abgedeckten Zeitraum bis zum Datum des Registrierungsformulars; sowie
  - Beschreibung der wichtigsten laufenden Investitionen einschließlich deren geografischer Verteilung im In- und Ausland und der Finanzierungsmethode (Eigen- oder Fremdfinanzierung); sowie
  - Angaben über die wichtigsten künftigen Investitionen des Emittenten, die von seinen Verwaltungsorganen bereits verbindlich beschlossen sind. (Anhang I Ziff. 5.2)
- **Geschäftsüberblick** einschließlich
  - der Haupttätigkeitsbereiche mit der Wesensart der Geschäfte und seiner Haupttätigkeiten (sowie der damit im Zusammenhang stehenden Schlüsselfaktoren) unter Angabe der wichtigsten Arten der vertriebenen Produkte und/oder erbrachten Dienstleistungen und zwar für jedes Geschäftsjahr innerhalb des von den historischen Finanzinformationen abgedeckten Zeitraums; und
  - Angabe etwaiger wichtiger neuer Produkte und/oder Dienstleistungen, die eingeführt wurden[67]; und
  - Beschreibung der wichtigsten Märkte des Emittenten einschließlich einer Aufschlüsselung der Gesamtumsätze nach Art der Tätigkeit und geografischem Markt für jedes Geschäftsjahr innerhalb des Zeitraums, der von den historischen Finanzinformatio-

[66] Moniert werden in der regelmäßig sehr umfangreichen Beschreibung der Risikofaktoren daher u.U. Formulierungen wie „überdurchschnittliches Kurspotential“, „hochgesteckte Erwartungen“, „Wachstumschancen“, „erhöhte Gewinnmöglichkeiten“ oder „Dies wird vom Management als ausreichend angesehen“.

[67] Soweit die Entwicklung neuer Produkte oder Dienstleistungen offen gelegt wird, ist auch der Stand der Entwicklung anzugeben.

nen abgedeckt wird, einschließlich maßgeblicher außergewöhnlicher Faktoren; sowie

- Angaben über Wettbewerbsposition und etwaige Abhängigkeiten in Bezug auf Patente und Lizenzen, Verträge oder neue Herstellungsverfahren, wenn diese Faktoren von wesentlicher Bedeutung für die Geschäftstätigkeit oder Rentabilität des Emittenten sind. (Anhang I Ziff. 6)[68]

- Kurze Beschreibung der **Unternehmensgruppe** im Falle der Zugehörigkeit des Emittenten zu einer solchen einschließlich
  - der Stellung des Emittenten innerhalb dieser Gruppe
  - und Liste der wichtigsten Tochtergesellschaften mit Name, Land der Gründung oder des Sitzes, und Anteil am Kapital bzw. - falls nicht identisch - Anteil der gehaltenen Stimmrechte. (Anhang I Ziff. 7)

- Bestehende oder geplante wesentliche **Sachanlagen**, einschließlich geleaster Vermögensgegenstände und etwaiger größerer dinglicher Belastungen der Sachanlagen sowie Skizzierung etwaiger Umweltfragen, die deren Verwendung möglicherweise beeinflussen können. (Anhang I Ziff. 8)
- Angaben zur **Geschäfts- und Finanzlage** einschließlich
  - der Veränderungen und deren Ursachen in jedem Jahr und jeden Zwischenzeitraum, für den historische Finanzinformationen verlangt werden, sofern dies für das Verständnis der Geschäftstätigkeit erforderlich ist;[69]
  - der Angaben über wichtige Faktoren, einschließlich ungewöhnlicher oder seltener Vorfälle oder neuer Entwicklungen, die die Ertragslage des Emittenten erheblich beeinträchtigen, einschließlich des Ausmaßes der Ertragsbeeinträchtigung;
  - der ausführlich darzulegenden Gründe für eventuelle wesentliche Veränderungen bei den Nettoumsätzen oder -erträgen;
  - Angaben über staatliche, wirtschaftliche, steuerliche, monetäre oder politische Strategien oder Faktoren, die die Geschäfte des Emittenten direkt oder indirekt wesentlich beeinträchtigt haben oder u.U. können. (Anhang I Ziff. 9)
- Angaben über die – sowohl kurz- als auch langfristige – **Eigenkapitalausstattung** des Emittenten einschließlich
  - einer Erläuterung der Quellen und der Beträge des Kapitalflusses mit einer ausführlichen Darstellung dieser Posten;
  - Angaben über den Fremdfinanzierungsbedarf und die Finanzierungsstruktur;

[68] Vgl. hierzu auch *J. Ekkenga/H. Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, S. 148.

[69] Sogenannte „operating and financial review“ oder “OFR”, die im Wesentlichen der bisher üblichen „management´s discussion & analysis“, „MD&A“ entsprechen. Näher hierzu vgl. Ziff. 21 ff. der CESR´s recommendations for the consistent implementation of the European Commission´s Regulation on Prospectuses no. 809/2004, no. CESR/05-054b, February 2005.

- Angaben über jegliche Beschränkungen des Rückgriffs auf die Eigenkapitalausstattung, die die Geschäfte des Emittenten direkt oder indirekt wesentlich beeinträchtigt haben oder u.U. können;
- Angaben über erwartete Finanzierungsquellen, die zur Erfüllung der Verpflichtungen aus bereits beschlossenen künftigen Investitionen etc. benötigt werden. (Anhang I Ziff. 10)

- Sofern wesentlich, eine Beschreibung der **Forschungs- und Entwicklungsstrategien** des Emittenten für jedes Geschäftsjahr innerhalb des Zeitraums, der von den historischen Finanzinformationen abgedeckt wird, einschließlich des Betrags für vom Emittenten gesponserte Forschungs- und Entwicklungstätigkeiten. (Anhang I Ziff. 11)
- Angaben der wichtigsten jüngsten Trends in Hinblick auf **Produktion, Umsatz und Vorräte sowie Kosten und Ausgabepreise** seit dem Ende des letzten Geschäftsjahres bis zum Datum des Registrierungsformulars sowie über bekannte Trends, Unsicherheiten, Nachfrage, Verpflichtungen oder Vorfälle, die voraussichtlich die Aussichten zumindest im laufenden Geschäftsjahr wesentlich beeinflussen dürften. (Anhang I Ziff. 12)
- Sofern sich der Emittent dazu entscheidet, eine **Gewinnprognose oder -schätzung** aufzunehmen[70]
  - eine Erläuterung der wichtigsten Annahmen, auf die der Emittent seine Prognose oder Schätzung stützt. Da muss klar zwischen jenen unterschieden werden, die Faktoren betreffen, die die Mitglieder der Verwaltungs-, Geschäftsführungs- und Aufsichtsorgane beeinflussen können, und Annahmen in Bezug auf Faktoren, die klar außerhalb des Einflussbereiches der genannten Personen liegen. Diese Annahmen müssen für die Anleger leicht verständlich und spezifisch sowie präzise sein und dürfen nicht der üblichen Exaktheit der Schätzungen entsprechen, die der Prognose zu Grunde liegen.

[70] Die Aufnahme von Prognosen ist nach der ProspVO weiterhin optional. Vor Aufnahme sollte der hiermit verbundene Mehrwert sorgfältig mit möglichen erhöhten Haftungsrisiken abgewogen werden. In diesem Zusammenhang ist auch zu berücksichtigen, dass bei der Emission von Aktien nach Ansicht der CESR eine Vermutung besteht, dass außerhalb eines Prospekts genannte Prognosen wesentlich und daher in den Prospekt aufzunehmen sind. Außerdem ist zu berücksichtigen, dass nach § 15 V WpPG wesentliche Informationen, die im Verlauf von Veranstaltungen wie Road Shows oder Analystenpräsentationen mitgeteilt werden, in den Prospekt aufzunehmen sind. Ziff. 44 der CESR´s recommendations for the consistent implementation of the European Commission´s Regulation on Prospectuses no. 809/2004, no. CESR/05-054b, February 2005. *M. Schlitt/S. Schäfer*, Auswirkungen des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes auf aktien- und Equity-linked Emissionen, AG 2005, S. 498, 504. In der Praxis werden zukunftsbezogene Aussagen in Prospekten, wenn es nicht gerade bloß darum geht, öffentlich zugängliche Marktstudien Dritter zu zitieren, möglichst vermieden. Zwar muss der Prospekt nach Anhang I Ziff. 12 I ProspVO Angaben über bekannte Trends, Unsicherheiten, Nachfrage, Verpflichtungen oder Vorfälle, die voraussichtlich die Aussichten des Emittenten zumindest im laufenden Geschäftsjahr wesentlich beeinflussen dürften“ und damit zukunftsbezogene Aussagen treffen. In der Praxis verbleibt es aber häufig bei vagen Andeutungen, da zukunftsbezogene Aussagen notwendigerweise mit Unsicherheiten behaftet sind und damit zu Haftungsrisiken führen. Vor diesem Hintergrund kann man nicht zur Aufnahme von Prognosen raten, wenngleich die hiermit verbundenen Risiken überschaubar sein dürften, da der Emittent nach richtiger Ansicht des BGH keine Gewähr dafür übernehmen muss, dass im Prospekt getroffene Voraussagen auch wirklich eintreten, solange die Prognosen ausreichend durch Tatsachen gestützt und kaufmännisch vertretbar sind. Zur Aufnahme von Prognosen in den Prospekt vgl. *U. Siebel/S. Gebauer*, Prognosen im Aktien und Kapitalmarktrecht, WM 2001, S. 118 ff., 173 ff.

- einen Bericht, der von unabhängigen Buchprüfern oder Abschlussprüfern erstellt wurde und in dem festgestellt wird, dass die Prognose oder die Schätzung nach Meinung der Prüfer auf der angegebenen Grundlage ordnungsgemäß erstellt wurde und dass die Rechnungslegungsgrundlage, die für die Gewinnprognose oder -schätzung verwendet wurde, mit den Rechnungslegungsstrategien des Emittenten konsistent ist.
- Die Gewinnprognose oder -schätzung muss auf einer Grundlage erstellt werden, die mit den historischen Finanzinformationen vergleichbar ist. Wurde in einem Prospekt, der noch aussteht, eine Gewinnprognose veröffentlicht, dann sollte eine Erklärung abgegeben werden, in der erläutert wird, ob diese Prognose noch so zutrifft bzw. warum dies nicht mehr der Fall ist.[71] (Anhang I Ziff. 13)

- Hinsichtlich von **Schlüsselpersonen**, d.h.
  - der Mitglieder der Verwaltungs-, Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorgane;
  - der persönlich haftenden Gesellschafter bei einer KGaA;
  - der Gründer, sofern der Emittent weniger als fünf Jahre besteht; und
  - der Mitglieder des oberen Managements

  sind anzugeben
  - die Namen und Geschäftsanschriften der genannten Personen sowie ihre Stellung bei dem Emittenten unter Angabe der wichtigsten Tätigkeiten, die sie außerhalb des Emittenten ausüben, sofern diese für den Emittenten von Bedeutung sind;
  - die Faktoren, die geeignet sind um festzustellen, dass der Emittent über die angemessene Sachkenntnis und über geeignete Erfahrungen in Bezug auf die Führung der Geschäfte verfügt, einschließlich detaillierter Angaben zu Vorbeschäftigungen während der letzten 5 Jahre, Schuldsprüchen wegen betrügerischer Handlungen, Insolvenzen oder Anschuldigungen[72];
  - die Art einer etwaigen verwandtschaftlichen Beziehung zwischen diesen Personen;
  - bestehende oder potentielle Interessenkonflikte zwischen den genannten Personen[73];
  - Vereinbarungen mit Hauptaktionären, Kunden, Lieferanten oder sonstigen Personen, aufgrund derer eine Person zum Mitglied eines der genannten Organe bzw. zum Mitglied des oberen Managements bestellt wurde;
  - Einzelheiten jeglicher Veräußerungsbeschränkungen, die für Wertpapiere der Emittentin, die von den vorstehend benannten Personen gehalten werden, gelten;
  - die Bezüge einschließlich etwaiger erfolgsgebundener oder nachträglicher Vergütungen und sonstigen Vergünstigungen wie Sachleistungen, die im letzten abgeschlossenen Geschäftsjahr vom Emittenten und seinen Tochterunternehmen an Mit-

[71] Vgl. hierzu auch *G. Apfelbacher/M. Metzner*, Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, S. 81, 88 f.

[72] Falls keinerlei derartigen Informationen offen gelegt werden, ist eine entsprechende Negativerklärung abzugeben.

[73] Auch hier bedarf es einer Negativerklärung, falls keine Interessenkonflikte vorliegen.

glieder der Verwaltungs-, Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorgane sowie des oberen Managements für Dienstleistungen jeglicher Art gezahlt oder gewährt wurden;

- die vom Emittenten oder seinen Tochtergesellschaften gebildeten Reserven bzw. Rückstellungen für Pensions- und Rentenzahlungen oder ähnliche Vergünstigungen;
- das Ende der laufenden Mandatsperiode der Mitglieder der Verwaltungs-, Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorgane und gegebenenfalls Angabe des Zeitraums, während dessen die jeweilige Person ihre Aufgabe ausgeübt hat;
- Dienstleistungsverträge, die zwischen Mitgliedern der benannten Organe und dem Emittenten bzw. seinen Tochtergesellschaften geschlossen wurden und die bei Beendigung des Dienstleistungsverhältnisses Vergünstigungen vorsehen.[74]

- Angaben über den **Audit-**[75] und den **Vergütungsausschuss**[76] einschließlich der Namen der Ausschussmitglieder und einer Zusammenfassung der Aufgabenbereiche.
- Eine Erklärung, ob der Emittent den **Corporate-Governance-Regelungen** im Land seiner Gründung genügt bzw. - wenn nicht - warum er dieser Regelung nicht Folge leistet. (Anhang I Ziff. 16)
- Hinsichtlich der **Beschäftigten**[77] ist anzugeben
  - entweder deren Anzahl zum Ende des Berichtzeitraums oder Angabe des Durchschnitts für jedes Geschäftsjahr innerhalb des Zeitraums, der von den historischen Finanzinformationen abgedeckt wird bis zum Datum der Erstellung des Registrierungsformulars (und Angabe der Veränderungen bei diesen Zahlen, sofern diese von wesentlicher Bedeutung sind);
  - sowie wenn möglich und wesentlich eine Aufschlüsselung der beschäftigten Personen nach Haupttätigkeitskategorie und Einsatzort. (Anhang I Ziff. 17)
- **Aktienbesitz** und Optionen auf Aktien des Emittenten der Mitglieder der **Organe** sowie des oberen **Managements** sowie Optionen von **Mitarbeitern**.
- Soweit dem Emittenten bekannt, **Aktienbesitz** von anderen Personen, die nicht Mitglieder der vorbenannten Organe sind, soweit diese direkt oder indirekt eine Beteiligung halten, die nach den jeweils relevanten Vorschriften meldepflichtig ist.[78] Im Zweifelsfall muss sich der Emittent hier der an ihn gerichteten Mitteilungen nach § 20 AktG bzw. § 21 WpHG bedienen. Zur Vermeidung unnötiger Haftungsrisiken sollte darauf hingewiesen werden, dass diese Angaben auf Mitteilungen Dritter beruhen.
- Für den Fall, dass Hauptaktionäre **unterschiedliche Stimmrechte** haben, sind diese darzulegen, ansonsten ist eine Negativerklärung abzugeben.
- Dem Emittenten bekannte unmittelbare oder mittelbare **Beteiligungen** oder **Beherrschungsverhältnisse** einschließlich des Halters dieser Beteiligungen bzw. der herr-

[74] Ansonsten ist eine Negativerklärung abzugeben. (Anhang I Ziff. 14)
[75] Anhang I Ziff. 15
[76] Anhang I Ziff. 15
[77] Im Falle einer großen Zahl von Zeitarbeitskräften ist deren durchschnittliche Zahl während des letzten Geschäftsjahrs anzugeben.
[78] Ansonsten ist eine Negativerklärung abzugeben. (Anhang I Ziff. 18.1)

schenden Person und Beschreibung von Art und Weise der Kontrolle und der vorhandenen Maßnahmen zur Verhinderung deren Missbrauchs.

- Dem Emittenten bekannte Vereinbarungen, deren Ausübung später zu einer **Veränderung bei der Kontrolle** des Emittenten führen könnte.
- **Geschäfte** des Emittenten mit **verbundenen Parteien** während des Zeitraums, der von den historischen Finanzinformationen abgedeckt wird bis zum Datum der Erstellung des Registrierungsformulars[79], soweit diese Transaktionen für den Emittenten von wesentlicher Bedeutung sind.[80]
- Hinsichtlich der **Finanzinformationen** gehen die Anforderungen nur unwesentlich über die aus der Jahresabschlusspublizität hinaus.
  - So bedarf es der Beibringung geprüfter historischer Finanzinformationen – i.d.R. nach IFRS[81] - der letzten drei Geschäftsjahre mit Bestätigungsvermerk des Abschlussprüfers für jedes Geschäftsjahr, wobei diese für die letzten zwei Jahre in einer Form dargestellt werden müssen, die mit der des im folgenden Jahresabschluss des Emittenten zur Anwendung gelangenden konsistent ist[82].
  - Wurden die geprüften Finanzinformationen gemäß nationaler Rechnungslegungsgrundsätze erstellt, dann müssen diese neben der Bilanz und der Gewinn- und Ver-

---

79 Vgl. hierzu Verordnung (EG) Nr. 1606/2002. (Anhang I Ziff. 19)

80 Für den Fall, dass ein solches Geschäft nicht auf marktkonformen Konditionen etc. basiert, ist zu erläutern, weshalb. Betrifft eine solche Transaktion Darlehen oder Garantien, sind die maßgeblichen Details anzugeben.

81 Vgl. Verordnung (EG) Nr. 1606/2002. Für den Fall, dass diese Verordnung nicht anwendbar ist, sind die nationalen Rechnungslegungsgrundsätze des betreffenden Mitgliedstaats relevant, bei Emittenten aus Drittstaaten die nach den im Verfahren des Artikels 3 der Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 übernommenen internationalen Rechnungslegungsstandards oder diesen Standards gleichwertige nationale Rechnungslegungsgrundsätze eines Drittstaates.

82 Unternehmen, die eine Börsenzulassung beantragt haben, müssen gemäß Art. 5b) IAS-VO i.V.m. § 315a Abs. 2 HGB in der Neufassung nach dem Bilanzrechtsreformgesetz (BilReG) ihren Konzernabschluss seit dem 1.1.2005 nach IFRS erstellen. Daher weichen der Börsenzulassung folgende Konzernabschlüsse von denen für vorangegangene Jahre ab, soweit diese nach HGB erstellt wurden. Für Abschlüsse nach ausländischem Recht wie US GAAP gilt entsprechendes, wobei hier jedoch im Einzelfall die Übergangsvorschrift des Art. 57 Nr. 2 EGHGB n.F. eine Bilanzierung nach ausländischem Recht noch bis zum 31.12.2006 erlaubt. Die Frankfurter Wertpapierbörse hatte sich vorbehalten, in solchen Fällen gegebenenfalls zusätzliche Erläuterungen in den Zulassungsdokumenten zu verlangen, sofern dies erforderlich ist, um erklärungsbedürftige Vorgänge bei der Umstellung der nationalen Rechnungslegung zu erläutern. Rundschreiben Listing Nr. 3/2004 der Frankfurter Wertpapierbörse vom 4. 2. 2004, S. 3 (abrufbar unter www.deutsche-boerse.com). Die Empfehlung des CESR geht dahin, in diesem Fall das mittlere der drei letzten Geschäftsjahre als „Brückenjahr“ zu nutzen und den Abschluss für dieses Brückenjahr sowohl nach HGB als auch nach IFRS aufzunehmen, um die Vergleichbarkeit mit früheren wie späteren Konzernabschlüssen zu gewährleisten. CESR´s recommendations for the consistent implementation of the European Commission´s Regulation on Prospectuses no. 809/2004, no. CESR/05-054b, February 2005, S. 16 ff. Danach wären beispielsweise bei einem IPO im Jahre 2007 die HGB-Konzernabschlüsse für die Jahre 2004 und 2005, zusätzlich für das Jahr 2005 ein IFRS-Konzernabschluss sowie der IFRS-Konzernabschluss für 2006 in den Prospekt aufzunehmen. Aus dem Gesichtspunkt der Richtigkeit und Vollständigkeit reicht es jedoch aus, einen geprüften IFRS-Konzernabschluss für 2006 aufzunehmen, der - wie nach IFRS vorgesehen - auch Vergleichszahlen für 2005 enthält. Dies entspricht auch dem Petitum der Wirtschaftsprüfer, die auf die bessere Vergleichbarkeit abstellen. *M. Schlitt, B. Singhof, S. Schäfer*, Aktuelle Rechtsfragen und neue Entwicklungen im Zusammenhang mit Börsengängen, BKR 2005, 251, 253 f.

lustrechnung eine Übersicht enthalten, aus der alle Veränderungen im Eigenkapital[83] hervorgehen, sowie eine Kapitalflussrechnung, eine Darstellung der Bilanzierungs- und Bewertungsmethoden und erläuternde Anmerkungen. (Anhang I Ziff. 20.1)[84]

- Für den Fall, dass es im letzten oder laufenden Berichtszeitraum als Ergebnis spezieller **Transaktionen** wie z.B. des Erwerbs oder der Veräußerung/Abspaltung eines (anderen) Unternehmens zu bedeutenden „Brutto"-Veränderungen[85] von Indikatoren wie Vermögen, Umsatzerlöse oder Ertragslage gekommen ist, bedarf es nach neuem Recht nunmehr der Aufnahme von **Pro-Forma-Angaben** einschließlich einer Bescheinigung der Wirtschaftsprüfer über die Ergebnisse ihrer prüferischen Durchsicht dieser Pro-Forma-Zahlen. Diese Pro-Forma-Angaben müssen die in Anhang II der ProspVO geforderten Informationen umfassen[86] und klar ausgewiesen und erläutert werden (Anhang I Ziff. 20.2). Die nachträgliche Erstellung solcher „Als-Ob-Konzernabschlüsse" kann mit erheblichen praktischen Schwierigkeiten behaftet sein.
- Erstellt der Emittent sowohl einen **Jahresabschluss** als auch einen konsolidierten Abschluss, so ist zumindest der konsolidierte Abschluss aufzunehmen. (Anhang I Ziff. 20.3)[87]

---

[83] Oder die Veränderungen im Eigenkapital mit Ausnahme der Kapitaltransaktionen mit Eigentümern oder Ausschüttungen.

[84] Näher hierzu vgl. Ziff. 51 ff. der CESR´s recommendations for the consistent implementation of the European Commission´s Regulation on Prospectuses no. 809/2004, no. CESR/05-054b, February 2005. Im Gegensatz zur alten Rechtslage verlangt die ProspVO nicht die Aufnahme des nach HGB zu erstellenden Lageberichts. *BaFin*, Präsentation „Entwicklung der Verwaltungspraxis zu Finanzinformationen im Prospekt nach WpPG", S. 5. Ungeachtet dessen haben zahlreiche Emittenten in der jüngeren Vergangenheit den Lagebericht mit im Prospekt aufgenommen. Im Übrigen sollten die wesentlichen Informationen des Lageberichts ohnehin bereits im Abschnitt „Darstellung und Analyse der Vermögens- Finanz- und Ertragslage" erörtert werden. *G. Apfelbacher/M. Metzner*, Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, S. 81, 88.

[85] Bedeutende Veränderungen i.d.S. sind Schwankungen eines der genannten Indikatoren um 25 % und mehr.

[86] Hierzu gehören neben einer Beschreibung der jeweiligen Transaktion, der dabei beteiligten Unternehmen oder Einheiten sowie des Transaktionszeitraums auch der Zweck der Erstellung der Pro-Forma-Darstellung sowie der Hinweis; dass die Erstellung lediglich zu illustrativen Zwecken erfolgt und die Pro-Forma-Informationen auf Grund ihrer Wesensart lediglich eine hypothetische Situation beschreiben und folglich nicht die aktuelle Finanzlage des Unternehmens oder seine aktuellen Ergebnisse widerspiegeln. Die Angaben sind - u.U. auf Basis von Bilanz und/oder Gewinn- und Verlustrechnung - i.d.R. in Spaltenform darzustellen und sollten neben den historischen unberichtigten Informationen auch die Pro-Forma-Bereinigungen einschließlich der Quellen ihrer Basis und die resultierenden Pro-Forma-Darstellungen beinhalten. Die Er- und Darstellung der Pro-Forma-Informationen muss mit den vom Emittenten in den letzten Jahresabschlüssen zu Grunde gelegten Rechnungslegungsmethoden konsistent sein. Die Pro-Forma-Berichtigungen müssen klar ausgewiesen und erläutert werden, direkt der jeweiligen Transaktion zugeordnet werden und mit Tatsachen unterlegt werden können. Sie müssen hinsichtlich GuV bzw. Kapitalflussrechnung klar in Berichtigungen unterteilt werden, die für den Emittenten voraussichtlich einen bleibenden Einfluss haben, und jene, bei denen dies nicht der Fall ist. Bei Aufnahme von Pro-forma-Angaben in den Prospekt bedarf es einer Bestätigung der Einhaltung der vorstehenden Vorgaben durch einen unabhängigen Buch- oder Abschlussprüfer.

[87] Die BaFin hat angedeutet, sich der bisherigen Auffassung der Frankfurter Wertpapierbörse anschließen zu wollen, nach der sowohl der konsolidierte (Konzern-) als auch zumindest der letzte nach HGB aufgestellte Einzelabschluss in den Prospekt aufzunehmen sind. *BaFin*, Präsentation „Entwicklung der Verwaltungspraxis zu Finanzinformationen im Prospekt nach WpPG", S. 5. Dies ablehnend *M. Schlitt, B. Singhof, S. Schäfer*, a.a.O., 251, 253.

- Hinsichtlich der historischen Finanzinformationen bedarf es einer Bestätigung, dass diese geprüft wurden bzw., sofern ein **Bestätigungsvermerk** nicht erteilt wurde oder dieser Vorbehalte oder Verzichtserklärungen enthält, ist diese Nichterteilung bzw. sind diese Vorbehalte oder Verzichtserklärungen unter Angabe der Gründe hierfür in vollem Umfang wiederzugeben.[88]
- Dabei darf das letzte Jahr der geprüften **Finanzinformationen nicht älter** sein als 18 Monate, sofern der Emittent geprüfte Zwischenabschlüsse aufnimmt (bzw. 15 Monate im Falle der Aufnahme ungeprüfter Zwischenabschlüsse).
- Hat der Emittent seit dem Datum des letzten geprüften Jahresabschlusses vierteljährliche oder **halbjährliche Finanzinformationen veröffentlicht**, so ist der letzte Zwischenbericht[89] einschließlich eventueller Prüfungsberichte bzw. einer entsprechenden Negativerklärung aufzunehmen. Wurde das Registrierungsformular mehr als neun Monate nach Ablauf des letzten geprüften Finanzjahres erstellt, so muss es Zwischenfinanzinformationen für die ersten sechs Monate des Geschäftsjahres enthalten[90], die i.d.R.[91] einen vergleichenden Überblick über denselben Zeitraum wie im letzten Geschäftsjahr enthalten. (Anhang I Ziff. 20.5)
- Beschreibung der **Dividendenpolitik** und etwaiger diesbezüglicher Beschränkungen einschließlich der Dividende pro Aktie für jedes Geschäftsjahr innerhalb des von den historischen Finanzinformationen abgedeckten Zeitraums. (Anhang I Ziff. 20.7)[92]
- Angaben über etwaige staatliche Interventionen, **Gerichts- oder Schiedsgerichtsverfahren**, die im Zeitraum der mindestens 12 letzten Monate bestanden/abgeschlossen wurden oder eingeleitet werden könnten, die sich erheblich auf Finanzlage oder Rentabilität des Emittenten und/oder der Gruppe auswirken bzw. in jüngster Zeit ausgewirkt haben.
- Beschreibung jeder wesentlichen **Veränderung in der Finanzlage** oder der Handelsposition der Gruppe, die seit Ende des letzten Geschäftsjahres eingetreten ist, für das geprüfte Finanzinformationen oder Zwischenfinanzinformationen veröffentlicht wurden[93].
- Zusätzliche Angaben hinsichtlich des **Aktienkapitals** und dessen Entwicklung zum Stichtag der jüngsten Bilanz:
  - Betrag des ausgegebenen Kapitals und für jede Aktiengattung diverse Details;
  - Kapitalerhöhungen gegen Sacheinlagen;
  - ausstehende Options- und Wandelanleihen etc. unter Darlegung der relevanten Bedingungen;

---

88 Die Versagung oder Einschränkung des Bestätigungsvermerks (§ 322 IV 1 HGB) ist damit kein Grund für die Ablehnung des Zulassungsantrags. *J. Ekkenga/H. Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, S. 148 f., die verlangen, dass der Emittent dann wenigstens einen korrigierten, wenngleich untestierten Als-Ob-Abschluss vorlegen und für den Inhalt die haftungsrechtliche Verantwortung übernehmen.

89 *G. Apfelbacher/M. Metzner*, Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, S. 81, 88.

90 Falls diese keiner Prüfung unterzogen wurden, ist hierauf eindeutig hinzuweisen.

91 Ausnahmsweise kann dieser Pflicht auch durch die Vorlage der Jahresendbilanz nachgekommen werden.

92 Wurde in diesem Zeitraum die Zahl der Aktien verändert, ist zu Vergleichszwecken eine Anpassung vorzunehmen.

93 Ansonsten ist eine Negativerklärung abzugeben.

- über eventuelle Akquisitionsrechte und/oder Verpflichtungen in Bezug auf genehmigtes Kapital oder auf eine Kapitalerhöhung und andere Optionsrechte. (Anhang I Ziff. 21.1)

- Hinsichtlich der Satzung bzw. Gründungsurkunde
  - Zielsetzungen des Emittenten unter Angabe der Stelle ihrer Verankerung in der Satzung;
  - Zusammenfassung etwaiger Regelungen hinsichtlich der Mitglieder der Verwaltungs-, Geschäftsführungs- und Aufsichtsorgane;
  - Rechte, Vorrechte und Beschränkungen der einzelnen Aktiengattungen;
  - erforderliche Maßnahmen zur Änderung von Rechten der Aktionäre, sofern diese strenger ausfallen als im Gesetz vorgesehen;
  - Einberufungsmodalitäten und Teilnahmebedingungen für Hauptversammlungen;
  - Bestimmungen die u.U. eine Verzögerung, einen Aufschub oder sogar die Verhinderung eines Wechsels in der Kontrolle des Emittenten bewirken könnten;
  - Bestimmungen von Schwellenwerten für die Offenlegung des Aktienbesitzes;
  - Bestimmungen hinsichtlich Veränderungen im Eigenkapital, sofern diese strenger sind als die gesetzlichen Vorschriften. (Anhang I Ziff. 21.2)

- Im Zusammenhang mit wesentlichen Verträgen
  - Zusammenfassung jedes in den letzten beiden Jahren vor der Veröffentlichung des Registrierungsformulars abgeschlossenen wesentlichen Vertrages außerhalb des Rahmens der normalen Geschäftstätigkeit, bei dem der Emittent oder ein sonstiges Mitglied der Gruppe eine Vertragspartei ist;
  - Zusammenfassung aller sonstigen zum Datum des Registrierungsformulars bestehenden Verträge außerhalb des Rahmens der normalen Geschäftstätigkeit von einem Unternehmen der Gruppe von wesentlicher Bedeutung;

- Für den Fall der Aufnahme von Erklärungen oder Bericht von **Sachverständigen bedarf es neben der Angabe von** Namen und Geschäftsadresse u.a. auch der von Qualifikationen und – falls vorhanden – des wesentlichen Interesses am Emittenten. Sofern Angaben Dritter übernommen wurden, bedarf es der Bestätigung der korrekten und vollständigen Wiedergabe dieser Angaben einschließlich deren Quelle.
- Erklärung, dass und wo während der Gültigkeitsdauer des Registrierungsformulars gegebenenfalls **Dokumente** wie Stock Option-Pläne **eingesehen** werden können.
- Angaben über Beteiligungsunternehmen, sofern diese von erheblicher Bedeutung sind. (Anhang I Ziff. 22)
- Angaben zu **Sachverständigen**, deren Erklärung oder Bericht das Registrierungsformular enthält, einschließlich ihrer wesentlichen Interessen am Emittenten. Wurde der Bericht auf Ersuchen des Emittenten erstellt, so bedarf es einer Erklärung dahingehend, dass die aufgenommene Erklärung etc. in der aufgenommenen Form die Zustimmung der Person erhalten hat, die den Inhalt dieses Teils des Registrierungsformulars gebilligt hat. (Anhang I Ziff. 23.1)

- Im Falle der Übernahme von Angaben Dritter ist die Quelle der Informationen anzugeben und zu bestätigen, dass diese Angaben korrekt wiedergegeben wurden und dass keine Tatsachen unterschlagen wurden, die die wiedergegebenen Informationen unkorrekt oder irreführend gestalten würden. (Anhang I Ziff. 23.4)
- Eine Erklärung, dass und wo während der Gültigkeitsdauer des Registrierungsformulars gegebenenfalls die folgenden Dokumente eingesehen werden können:
  a) Satzung und Statuten des Emittenten;
  b) sämtliche Dokumente, historische Finanzinformationen, Bewertungen und Erklärungen, die von einem Sachverständigen auf Ersuchen des Emittenten abgegeben wurden, sofern Teile davon in das Registrierungsformular eingeflossen sind oder in ihm darauf verwiesen wird;
  c) die historischen Finanzinformationen des Emittenten bzw. seiner Gruppe für jedes der Veröffentlichung des Registrierungsformulars vorausgegangenen beiden letzten Geschäftsjahre. (Anhang I Ziff. 24)

Im Falle von Beteiligungen des Emittenten von voraussichtlich erheblicher Bedeutung für dessen Finanzlage sind darüber hinaus Angaben über das jeweiligen Beteiligungsunternehmen beizubringen. (Anhang I Ziff. 25)

4.3.2 Wertpapierbeschreibung für Aktien

Betrifft das öffentliche Angebot bzw. der Zulassungsantrag – wie im Falle eines IPO – Aktien, so sind in den Prospekt neben dem vorstehend beschriebenen Registrierungsformular für Aktien die in Anhang III der Prospektverordnung geregelten „Mindestangaben für die Wertpapierbeschreibung für Aktien“ aufzunehmen, die in sehr detaillierter Weise alle wesentlichen Aspekte eines Emissionsverfahrens erfasst:

- Erklärung der für den Prospekt verantwortlichen Personen, dass sie die erforderliche Sorgfalt haben walten lassen, um sicherzustellen, dass die im Prospekt genannten Angaben ihres Wissens nach richtig sind und keine Tatsachen ausgelassen wurden, die die Aussage des Prospekts wahrscheinlich verändern können. (Anhang III Ziff. 1)
- **Risikofaktoren**, die für die gegenständlichen Papiere von wesentlicher Bedeutung für die Bewertung des Marktrisikos sind. (Anhang III Ziff. 2)[94]
- Hinsichtlich des **Geschäftskapitals** hat der Emittent zu erklären, dass dieses seiner Auffassung nach für seine derzeitigen Bedürfnisse für die Dauer der Gültigkeit des Prospekts, d.h. grundsätzlich 12 Monate, ausreicht. Andernfalls hat er die Maßnahmen zu erläutern, die zur Steigerung der Liquidität vorgesehen sind.[95]

[94] Diese Angaben sind unter der Rubrik „Risikofaktoren“ darzulegen.

[95] Sogenanntes „Working Capital Statement“. CESR empfiehlt die Aufnahme weiterer Details wie den Zeitpunkt, zu dem der Liquiditätsengpass voraussichtlich auftreten wird, die Höhe der fehlenden Mittel, die hiergegen geplanten Maßnahmen und die Folgen, die ein Fehlschlagen der geplanten Maßnahmen haben könnte. Näher hierzu vgl. Ziff. 107 ff. der CESR´s recommendations for the consistent implementation of the European Commission´s Regulation on Prospectuses no. 809/2004, no. CESR/05-054b, February 2005.

- Übersicht[96] über **Kapitalbildung und Verschuldung einschließlich** indirekter Verbindlichkeiten und Eventualverbindlichkeiten, wobei zwischen garantierten und nicht garantierten, besicherten und unbesicherten Verbindlichkeiten zu unterscheiden ist.
- **Interessen und mögliche Interessenkonflikte** seitens natürlicher und juristischer Personen, die an der Emission/dem Angebot beteiligt sind, soweit diese für die Emission oder das Angebot von wesentlicher Bedeutung sind.
- **Gründe für das Angebot** sowie des **geschätzten Nettoertrags** einschließlich der beabsichtigten Verwendungszwecke im Detail.[97] Sofern die antizipierten Erträge nicht ausreichend sein werden, um alle vorgeschlagenen Verwendungszwecke zu finanzieren, sind der Betrag und die Quellen anderer Mittel anzugeben. (Anhang III Ziff. 3) Zu informieren ist grundsätzlich auch über Planungen, die künftige Finanzierungsmaßnahmen betreffen.[98]
- Hinsichtlich der **anzubietenden bzw. zuzulassenden Wertpapiere** sind u.a. darzulegen
  - Typ und Kategorie,
  - einschließlich der ISIN (International Security Identification Number) oder eines anderen Sicherheitscodes,
  - Rechtsvorschriften, auf deren Grundlage die Wertpapiere geschaffen wurden;
  - Angabe, ob es sich bei diesen um Namens- oder um Inhaberpapiere handelt und ob sie verbrieft oder stückelos[99] sind.
  - Währung der Emission.
  - Rechte, die an die Papiere gebunden sind, einschließlich ihrer etwaigen Beschränkungen, und des Verfahrens zur Ausübung dieser Rechte:
  - Dividendenrechte und diesbezügliche Details wie Termin des Beginns der Dividendenberechtigung, Verjährungsfrist, Dividendenbeschränkungen und Verfahren für gebietsfremde Wertpapierinhaber, Dividendensatz oder Methode zu seiner Berechnung.
  - Stimmrechte.
  - Vorzugsrechte bei Angeboten zur Zeichnung von Wertpapieren derselben Kategorie.
  - Rechte auf Beteiligung am Gewinn des Emittenten und einem eventuellen Liquidationserlös sowie Tilgungsklauseln und Wandelbedingungen. (Anhang III Ziff. 4)
- Im Falle von Neuemissionen Darlegung der **Beschlüsse, Ermächtigungen und Genehmigungen**, die die Grundlage für die Schaffung der Wertpapiere und/oder deren Emission bilden, und Angabe des erwarteten Emissionstermins.

---

96 Die Übersicht darf nicht älter sein als 90 Tage vor dem Datum des Prospekts.

97 Auf diese Beschreibung wird im Prospekt großen Wert gelegt. Besonderen Aufklärungsbedarf mag es in der Tat geben, wenn es um die Rückführung von Krediten geht, insbesondere gegenüber Gesellschaftern oder den Konsortialbanken.

98 *J. Ekkenga/H. Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, S. 144. OLG Frankfurt a. M., BKR 2004, 156, 157: Fehlende Offenlegung der Absicht, im Anschluss an die Veröffentlichung des Prospekts Kapitalerhöhungen in Serie vorzunehmen.

99 In diesem Fall bedarf es der Nennung des die Buchungsunterlagen führenden Instituts.

- Etwaige **Beschränkungen** für die freie Übertragbarkeit der Wertpapiere. (Anhang III Ziff. 4.8)
- Etwaige obligatorische Übernahmeangebote und/oder Ausschluss- und Andienungsregeln bezüglich der Wertpapiere.
- Etwaige öffentliche Übernahmeangebote in Bezug auf das Eigenkapital des Emittenten, die während des letzten oder im Verlauf des derzeitigen Geschäftsjahres erfolgten unter Angabe von Kurs bzw. Umtauschbedingungen und Resultat.
- Hinsichtlich des Sitzstaats des Emittenten und der Länder, in denen das Angebot unterbreitet oder die Zulassung zum Handel beantragt wird, bedarf es Angaben über eventuelle Quellensteuern und darüber, ob der Emittent die Verantwortung für deren Einbehaltung übernimmt.
- Bedingungen, Angebotsstatistiken, erwarteter Zeitplan und erforderliche Maßnahmen für **Antragstellung und Angebot** sowie
    - Gesamtsumme der Emission bzw. des Angebots, wobei zwischen den zum Verkauf und den zur Zeichnung angebotenen Wertpapieren zu unterscheiden ist. Bei Verwendung des Bookbuilding-Verfahrens mit Greenshoe wird regelmäßig nur eine Spanne des Emissionsvolumens angegeben.
    - Frist einschließlich etwaiger Änderungen für die Annahme des Angebots und Beschreibung des Antragverfahrens.
    - Zeitpunkt und Umstände, ab dem bzw. unter denen das Angebot widerrufen oder ausgesetzt werden kann, und der Tatsache, ob der Widerruf nach Beginn des Handels erfolgen kann.
    - Beschreibung der Möglichkeit zur Reduzierung der Zeichnungen und der Art und Weise der Erstattung des zu viel gezahlten Betrags an die Zeichner.
    - Einzelheiten zum Mindest- und/oder Höchstbetrag der Zeichnung.
    - Angabe des Zeitraums, während dem ein Antrag zurückgezogen werden kann, sofern dies den Anlegern überhaupt gestattet ist.
    - Methode und Fristen für die Bedienung der Wertpapiere und ihre Lieferung.
    - Beschreibung der Art und Weise und des Termins, auf die bzw. an dem die Ergebnisse des Angebots offen zu legen sind.
    - Verfahren für die Ausübung eines etwaigen Vorzugsrechts, die Übertragbarkeit der Zeichnungsrechte und die Behandlung der nicht ausgeübten Zeichnungsrechte. (Anhang III Ziff. 5.1)
    - Plan für die Aufteilung der Wertpapiere und deren Zuteilung.
    - Angabe der verschiedenen Kategorien der potenziellen Investoren, denen die Wertpapiere angeboten werden, und eventuelle designierte Tranchen.
    - Soweit dem Emittenten bekannt, Angabe, ob Hauptaktionäre oder Mitglieder der Geschäftsführungs-, Aufsichts- oder Verwaltungsorgane des Emittenten an der Zeichnung teilnehmen wollen oder ob Personen mehr als 5 % des Angebots zeichnen wollen. (Anhang III Ziff. 5.2)

- Offenlegung vor der Zuteilung:
  - Aufteilung des Angebots in Tranchen, einschließlich der institutionellen Tranche, der Privatkundentranche, der Tranche für die Beschäftigten des Emittenten und sonstige Tranchen;
  - Bedingungen, zu denen eine Rückforderung verlangt werden kann, einschließlich der Höchstgrenze einer solchen Rückforderung und alle eventuell anwendbaren Mindestprozentsätze für einzelne Tranchen;
  - Zu verwendende Zuteilungsmethode oder -methoden für die Privatkundentranche und die Tranche für die Beschäftigten des Emittenten im Falle der Mehrzuteilung dieser Tranchen;
  - Beschreibung einer etwaigen vorher festgelegten Vorzugsbehandlung, die bestimmten Kategorien von Anlegern oder bestimmten Gruppen Nahestehender (einschließlich friends and family-Programme) bei der Zuteilung vorbehalten wird, des Prozentsatzes des für die Vorzugsbehandlung vorgesehenen Angebots und der Kriterien für die Aufnahme in derlei Kategorien oder Gruppen;
  - Angabe des Umstands, ob die Behandlung der Zeichnungen oder der bei der Zuteilung zu zeichnenden Angebote eventuell von der Gesellschaft abhängig gemacht werden kann, durch die oder mittels deren sie vorgenommen werden;
  - Eventuell angestrebte Mindesteinzelzuteilung innerhalb der Privatkundentranche;
  - Bedingungen für das Schließen des Angebots einschließlich des Termins, zu dem das Angebot frühestens geschlossen werden darf;
  - Zulässigkeit von Mehrfachzeichnungen und - wenn nicht - wie trotzdem auftauchende Mehrfachzeichnungen behandelt werden.
- Meldeverfahren über den zugeteilten Betrag gegenüber den Zeichnern und Angabe, ob eine Aufnahme des Handels vor der Meldung möglich ist.
- Hinsichtlich der **Mehrzuteilung** und **Greenshoe-Option** bedarf es der Angabe von
  - Existenz und Umfang einer etwaigen Mehrzuteilungsmöglichkeit und/oder Greenshoe-Option;
  - Dauer einer etwaigen Mehrzuteilungsmöglichkeit und/oder Greenshoe-Option;
  - Etwaige Bedingungen für die Inanspruchnahme einer etwaigen Mehrzuteilungsmöglichkeit oder Ausübung der Greenshoe-Option. (Anhang III Ziff. 5.2)
- Im Zusammenhang mit der **Preisfestsetzung** bedarf es der Angabe
  - des Preises, zu dem die Wertpapiere angeboten werden, bzw. der Methode für die Festlegung einschließlich der Angabe der Person, die die Kriterien festgelegt hat oder offiziell für deren Festlegung verantwortlich ist;
  - der Kosten und Steuern, die dem Zeichner oder Käufer in Rechnung gestellt werden;
  - der Verfahren für die Offenlegung des Angebotspreises.

- Besitzen die Anteilseigner des Emittenten Vorkaufsrechte und werden diese Rechte eingeschränkt oder zurückgezogen, ist die Basis des Emissionspreises anzugeben, wenn die Emission in bar erfolgt, zusammen mit den Gründen und den Begünstigten einer solchen Beschränkung oder eines solchen Rückzugs.
- Im Falle eines (potentiellen) wesentlichen Unterschieds zwischen dem öffentlichen Angebotspreis und den effektiven Barkosten der von Mitgliedern der Verwaltungs-, Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorgane oder des oberen Managements oder nahe stehenden Personen bei Transaktionen im letzten Jahr erworbenen Wertpapiere oder deren Recht zum Erwerb ist ein Vergleich des öffentlichen Beitrags zum vorgeschlagenen öffentlichen Angebot und der effektiven Bar-Beiträge dieser Personen einzufügen. (Anhang III Ziff. 5.3)

- Hinsichtlich **Platzierung und Übernahme (Underwriting)** sind anzugeben die Namen und Anschriften
  - des Koordinators bzw. der Koordinatoren und sonstigen platzierenden Instituten,
  - der Zahl- und Verwahrstellen,
  - der Institute, die zur Übernahme der Emission auf Grund einer bindenden Zusage bereit sind,
  - der Institute, die bereit sind, die Emission ohne bindende Zusage oder „zu den bestmöglichen Bedingungen" zu platzieren unter Angabe der Hauptmerkmale der zugrunde liegenden Vereinbarungen, einschließlich der Quoten[100] sowie
  - der Gesamtbetrag der Übernahmeprovision und der Platzierungsprovision sowie des Zeitpunkts, zu dem der Emissionsübernahmevertrag abgeschlossen wurde oder wird. (Anhang III Ziff. 5.4)

- Angabe, ob die angebotenen Wertpapiere Gegenstand eines Antrags auf **Zulassung** sind oder sein werden und auf einem geregelten Markt o.ä. vertrieben werden sollen.[101]
- Angabe sämtlicher geregelten oder gleichwertigen **Märkte**, auf denen nach Kenntnis des Emittenten Wertpapiere der gleichen Kategorie bereits zugelassen sind.
- Für den Fall, dass zeitnah zur Transaktion, die Gegenstand des Prospekts ist,
  - Wertpapiere der gleichen Kategorie privat gezeichnet oder platziert werden, oder
  - Papiere anderer Kategorien für eine öffentliche oder private Platzierung geschaffen werden,

  sind Details dieser Geschäfte und der betreffenden Papiere anzugeben.

- Detaillierte Angaben zu den Instituten, die aufgrund einer bindenden Zusage im Sekundärhandel tätig sind und Kurse stellen einschließlich der wesentlichen Bedingungen der Vereinbarung. (Anhang III Ziff. 6.4)

[100] Wird die Emission nicht vollständig übernommen, bedarf es auch einer Erklärung zum nicht abgedeckten Teil.

[101] Dabei darf nicht der Eindruck erweckt werden, dass die Zulassung zum Handel auch tatsächlich erfolgen wird. Neben dem jeweiligen Markt sollte, sofern bekannt, der frühestmögliche Zulassungstermin angegeben werden.

- Im Falle des Bestehens einer **Mehrzuteilungsoption** oder **beabsichtigter Kursstabilisierungsmaßnahmen** ist darauf hinzuweisen bzw. bekannt zu geben,
  - dass Stabilisierungstransaktionen zu einem Marktpreis führen können, der über dem liegt, der sich sonst ergäbe.
  - dass die Stabilisierung eingeleitet werden kann, dass es keine Gewissheit dafür gibt, dass sie eingeleitet wird und jederzeit gestoppt werden kann;
  - Beginn und Ende des Zeitraums, während dessen die Stabilisierung erfolgen kann;
  - – soweit bekannt – die Identität der für die Stabilisierungsmaßnahmen verantwortlichen Personen. (Anhang III Ziff. 6.5)

- Neben der Nennung der **Verkäufer** der Wertpapiere bedarf es u.a. einer Beschreibung
  - etwaiger Positionen oder sonstiger wesentlicher Verbindungen, die dieser in den letzten drei Jahren bei dem Emittenten oder etwaigen Vorgängern oder verbundenen Unternehmen innehatte oder mit diesen unterhielt.
  - Zahl und Kategorie der von jedem Verkäufer angebotenen Wertpapiere.
  - von absoluten Veräußerungsverboten („Lock-up-Vereinbarungen“) und (relativen) Marktschonungsvereinbarungen unter Angabe der beteiligten Parteien, Inhalt, Art der Verbotssicherung, Ausnahmen der Vereinbarung sowie deren Geltungszeitraum. (Anhang III Ziff. 7)[102]

- **Gesamtnettoerträge** und **Gesamtkosten** von Emission bzw. Angebot[103]. (Anhang III Ziff. 8)
- Betrag und Prozentsatz der unmittelbaren **Verwässerung**, die sich aus dem Angebot ergibt, sowie – im Falle eines Zeichnungsangebots an existierende Aktionäre – die Angaben zur Verwässerung der Altaktionäre, wenn sie das neue Angebot nicht zeichnen. (Anhang III Ziff. 9)

- **Zusätzlicher Angaben** bedarf es
  - im Falle der Nennung von Beratern in der Wertpapierbeschreibung hinsichtlich der Funktion, in der sie gehandelt haben.
  - zu eventuellen weiteren Angaben in der Wertpapierbeschreibung, die von Abschlussprüfern geprüft oder einer prüferischen Durchsicht unterzogen wurden und über die diese einen Bestätigungsvermerk erstellt haben. Reproduktion des Berichts oder mit Erlaubnis der zuständigen Behörden Zusammenfassung des Berichts.

[102] Offen zu legen sind nach *J. Ekkenga/H. Maas* (Das Recht der Wertpapieremissionen, S. 151) wohl nur Vereinbarungen zwischen dem Emittenten und Aktionären, nicht aber auch solche der Aktionäre untereinander.

[103] Bei den preisabhängigen Angaben – wie Höhe des Emissionserlöses, Bankenprovision sowie den Tabellen zur Kapitalisierung und Verschuldung – ist es vor dem Hintergrund der bis zur tatsächlichen Festsetzung des Preises bestehenden Unsicherheit üblich, diese auf Basis des Mittelwertes der Preisspanne zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des deutschsprachigen Prospekts anzugeben. Vgl. hierzu auch *G. Apfelbacher/M. Metzner* (Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, S. 81, 87), die in den Raum stellen, in den Prospekt nicht nur die preisabhängigen Angaben auf Basis des Mittelwertes, sondern auch auf Basis des unteren und oberen Endes der Preisspanne aufzunehmen.

- im Falle der Aufnahme von Erklärungen oder Berichten von Sachverständigen in der Wertpapierbeschreibung, wo u.a. Qualifikationen und – falls vorhanden das wesentliche Interesse am Emittenten anzugeben ist.

Sofern Angaben Dritter übernommen wurden, ist neben der Quelle u.a. die korrekte und vollständige Wiedergabe dieser Information zu bestätigen. (Anhang III Ziff. 10)

4.3.3 Zusatzangaben

Weitergehende Angaben als die in den Anhängen der ProspVO genannten dürfen von der BaFin nach Art. 3 Unterabs. 2 i.V.m. Art. 23 I ProspVO nur dann zur Voraussetzung für die Billigung des Prospekts gemacht werden, wenn der Emittent zu einer der in Anhang XIX ProspVO benannten Unternehmenskategorien gehört. Hierzu zählen neben Start-ups, d.h. Gesellschaften, die weniger als drei Jahre alt sind oder unabhängig von der Dauer ihrer Existenz als eigenständige Gesellschaft nach einem weitgehenden Wechsel der Geschäftstätigkeit ihr gegenwärtiges Geschäft weniger als drei Jahre betreiben[104], u.a. Immobilienunternehmen[105] und Forschungsunternehmen.[106] Für diese Kategorien von Unternehmen gibt es in den Ziff. 128 ff. der Empfehlungen der CESR[107] spezifische Anregungen an die nationalen Aufsichtsbehörden.

So beinhalten die Ziff. 137 ff. für Start-ups die Empfehlung, die Aufnahme einer Beschreibung des Business Plans des Emittenten einschließlich der strategischen Zielsetzung sowie der wesentlichen Annahmen, auf denen dieser aufbaut, zwingend vorzusehen. Dabei ist die geplante Entwicklung von „neuen“ Verkäufen und die Einführung neuer Produkte während der kommenden zwei Finanzjahre zu berücksichtigen. Der Businessplan muss Gegenstand einer Sensitivitätsanalyse sein, in der die wesentlichen Annahmen variiert werden. Zahlen können, müssen aber nicht aufgenommen werden. Werden Ertragsprognosen aufgenommen, sollte („should“) ein Bericht unabhängiger Prüfer i.S.d. Ziff. 13.2 des Anhangs I beigefügt werden, in dem festgestellt wird, dass die Prognose oder die Schätzung nach deren Meinung auf der angegebenen Grundlage ordnungsgemäß erstellt wurde und dass die Rechnungslegungsgrundlage, die für die Gewinnprognose oder -schätzung verwendet wurde, mit den Rechnungslegungsstrategien des Emittenten konsistent ist. Im Prospekt anzugeben sind Informationen hinsichtlich der Abhängigkeit des Emittenten von bestimmten Individuen, Kunden oder Lieferanten und nicht im Eigentum des Emittenten stehenden Produktionsanlagen sowie der derzeitigen und erwarteten Wettbewerbssituation. Demgegenüber soll die Aufnahme eines Bewertungsgutachtens eines unabhängigen Experten zu den Dienstleistungen bzw. Produkten des Emittenten allein auf freiwilliger Basis erfolgen.[108]

---

[104] Ziff. 137 ff. der CESR´s recommendations for the consistent implementation of the European Commission´s Regulation on Prospectuses no. 809/2004, no. CESR/05-054b, February 2005.

[105] Näher hierzu vgl. Ziff. 128 ff. CESR/05-054b.

[106] Hierzu gehören auch Bergbaugesellschaften, Investmentgesellschaften und Schifffahrtsgesellschaften. Näher hierzu vgl. Ziff. 134 ff. bzw. 131 ff. CESR/05-054b.

[107] CESR´s recommendations for the consistent implementation of the European Commission´s Regulation on Prospectuses no. 809/2004.

[108] *M. Schlitt/S. Schäfer*, a.a.O., S. 498, 502; die offensichtlichen Abgrenzungsschwierigkeiten zum vorgenannten, bei Aufnahme von Ertragsprognosen nach Ziff. 13.2 erforderlichen Bericht sind ungeklärt.

4.4 Einbeziehung durch Verweis

Mit § 11 WpPG wurde – wie bereits bei Einführung des dritten Finanzmarktförderungsgesetzes diskutiert – die Möglichkeit begründet, im Prospekt auf andere, zuvor oder zeitgleich veröffentlichte Dokumente[109] außerhalb des Prospekts zu verweisen, die nach dem WpPG oder dem BörsG bzw. vergleichbaren Vorschriften anderer Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums von der zuständigen Behörde gebilligt oder bei dieser hinterlegt wurden. Zu den Voraussetzungen für diese so genannte „incorporation by reference" gehört, dass es sich um die aktuellsten Angaben handelt, die dem Emittenten zur Verfügung stehen. Außerdem ist nach § 11 II WpPG eine Liste mit Querverweisen in den Prospekt aufzunehmen, die Investoren das Auffinden von Angaben erleichtern soll. Die Möglichkeit der Aufnahme von Verweisen gilt nicht für die Zusammenfassung.[110]

Im Ergebnis ist der Anwendungsbereich der Einbeziehung durch Verweis erheblich eingeschränkt, da die in Art. 28 ProspVO benannten Dokumente, soweit sie nicht Bestandteil des jährlichen Dokuments nach § 10 WpPG[111] sind, weder von der BaFin noch der Börsenzulassungsstelle zu billigen oder dort zwingend zu hinterlegen sind. Nach Auffassung der BaFin ist aber eine Hinterlegung aufgrund gesetzlicher Vorschriften erforderlich, eine freiwillige Hinterlegung reicht demgegenüber nicht aus.[112]

4.5 Sprachregime

Die Notwendigkeit, einen Wertpapierprospekt in eine andere Sprache zu übersetzen, hat sich schon in der Vergangenheit in Anbetracht des damit verbundenen Zeit- und Kostenaufwands als wichtiges Hindernis für die gegenseitige Anerkennung von Prospekten bei grenzüberschreitenden Emissionen erwiesen. Übersetzungen von Prospekten sind sehr aufwendig und können auch von spezialisierten Übersetzungsbüros nicht ohne anschließende Prüfung und Überarbeitung von Rechtsanwälten und Wirtschaftsprüfern erstellt werden.[113]

Diese Probleme will das vereinfachte Angebotsverfahren im Rahmen des Europäischen Passes vermeiden und sieht in § 19 WpPG eine detaillierte Sprachregelung vor, die versucht, Anlegerschutz und gleichzeitige Sicherstellung von Markteffizienz und Fungibilität in Einklang zu bringen. So unterscheidet § 19 WpPG zwischen rein nationalen Emissionen einerseits und

[109] Hierzu gehören nach Art. 28 Nr. 3 ProspVO insbesondere Jahresabschlüsse und Bestätigungsvermerke, Satzungen, Rundschreiben an Wertpapierinhaber, Prospekte, die zu einem früheren Zeitpunkt gebilligt und veröffentlicht wurden.

[110] § 11 I 3 WpPG.

[111] Eine Aufnahme durch Verweis auf Unterlagen nach § 10 WpPG kommt nach Ansicht der BaFin nur dann in Betracht, wenn diese selbst Bestandteil des jährlichen Dokuments sind; ein „doppelter" Verweis wie z.B. auf nicht vollumfänglich wiedergegebene Jahresabschlüsse, soll nicht zulässig sein.

[112] *M. Schlitt/S. Schäfer*, Auswirkungen des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes auf aktien- und Equity-linked Emissionen, AG 2005, S. 498, 503; *T. Holzborn/A. Israel*, Das neue Wertpapierprospektrecht, ZIP 2005, S. 1668, 1674.

[113] Eingehend hierzu *C. Crüwell*, Die europäische Prospektrichtlinie, AG 2003, S. 243, 248.

grenzüberschreitenden Transaktionen andererseits, wobei bei letzteren noch maßgeblich ist, ob hier auch im Herkunftsmitgliedstaat emittiert wird.[114]

Nach § 19 I 1 WpPG dürfen Aktien deutscher Emittenten, die ausschließlich in Deutschland öffentlich angeboten bzw. zum Handel zugelassen werden sollen, grundsätzlich nur auf Basis eines deutschsprachigen Prospekts angeboten werden. Die BaFin kann gemäß Satz 2 im Einzelfall als Ausnahme die Erstellung eines Prospekts in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache gestatten, wenn dieser eine Übersetzung der Zusammenfassung in die deutsche Sprache enthält und im Einzelfall unter Berücksichtigung der Art der Wertpapiere eine ausreichende Information des Publikums gewährleistet erscheint. Diese Ausnahmeregelung ist nach der Regierungsbegründung eng auszulegen[115]; die BaFin hat angedeutet, bei der Emission von Aktien grundsätzlich keine solchen Ausnahmen zuzulassen.[116]

Erfolgen Angebot oder Antragstellung auf Zulassung von Aktien deutscher Emittenten nicht nur im Inland, sondern auch in anderen Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums, so kann der Prospekt nach § 19 III WpPG in Deutsch oder einer anderen in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache, d.h. Englisch, erstellt werden, muss aber in jedem Fall eine Zusammenfassung in deutscher Sprache enthalten. Gleiches gilt nach § 19 IV WpPG für Wertpapiere von Emittenten mit Sitz außerhalb Deutschlands, die im Inland öffentlich angeboten oder zugelassen werden sollen.

Werden Wertpapiere deutscher Emittenten im Inland weder öffentlich angeboten noch die Zulassung beantragt, sondern nur in einem oder mehreren anderen Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums, so kann der Prospekt nach § 19 II WpPG in einer von der zuständigen Behörden des Aufnahmestaats anerkannten Sprache oder in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache erstellt werden. In diesen Fällen ist der Prospekt, u.U. zusätzlich, in einer auch von der BaFin anerkannten Sprache, d.h. Deutsch, oder in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache, d.h. Englisch, zu erstellen.

5 Prospektbilligungsverfahren

Ein Prospekt darf nach § 13 I 1 WpPG nur veröffentlicht werden, wenn er zuvor von der zuständigen Behörde gebilligt worden ist. Das Billigungs- und Zulassungsverfahren hat durch das WpPG an Komplexität gewonnen. Unterschiede zum früheren Recht betreffen in erster Linie die Zuständigkeit, das Billigungs- und Prüfungsverfahren einschließlich der Fristen sowie den Prüfungsumfang.

[114] *U. Kunold / M. Schlitt*, Die neue EU-Prospektrichtlinie, BB 2004, S. 501, 508.
[115] Begr. RegE, § 19 I WpPG, BR-Drucks. 85/05 v. 4.2.2005, S. 81.
[116] *M. Schlitt/S. Schäfer*, Auswirkungen des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes auf aktien- und Equity-linked Emissionen, AG 2005, S. 498, 509; *T. Holzborn/A. Israel*, Das neue Wertpapierprospektrecht, ZIP 2005, S. 1668, 1673.

5.1 Zuständigkeit

Während nach altem Recht die Zuständigkeit für die Prospektbilligung bei Beantragung der Börsenzulassung bei der Zulassungsstelle der jeweiligen Börse lag, liegt diese nunmehr bei Börsenzulassungen und öffentlichen Angeboten von Aktien[117] und Wandelanleihen[118] deutscher Emittenten ausschließlich bei der BaFin.[119] Dies gilt unabhängig davon, in welchem Staat des EWR die Wertpapiere öffentlich angeboten oder zum Handel zugelassen werden sollen.[120] Die Zulassungsstelle der jeweiligen Börse bleibt demgegenüber für das Zulassungsverfahren der Wertpapiere verantwortlich.

5.2 Prüfungsverfahren und Fristen

Zur Billigung des Prospekts ist dieser bei der BaFin einzureichen. Beizufügen ist eine Referenzliste mit Querverweisen, aus der sich ergibt, an welcher Stelle des Prospekts sich die nach WpPG bzw. ProspVO erforderlichen Angaben finden lassen.[121] Die BaFin kann verlangen, dass der Anbieter bzw. Antragsteller ihr den Prospekt einschließlich der Übersetzung der Zusammenfassung in elektronischer Form übermittelt.[122] Unabhängig hiervon empfiehlt sich die Einreichung über die elektronische Melde- und Veröffentlichungsplattform (MVP) der BaFin, da durch die elektronische Vorabeinreichung das Verfahren der Hinterlegung und Billigung des Prospekts erheblich abgekürzt werden kann. Im Falle der Billigungsfähigkeit der elektronisch übermittelten Fassung wird die BaFin den Emittenten bzw. das begleitende Kreditinstitut[123] zur Übersendung des Prospekts in Papierform mit Originalunterschriften auffordern[124].

---

[117] IPO´s, Zweitplatzierungen und Bezugsangebote.

[118] Einschließlich solcher, die in Aktien eines Konzernunternehmens des Emittenten wandelbar sind. Demgegenüber ist bei der Emission von Wandelanleihen durch eine ausländische Tochter eines deutschen Unternehmens der EWR-Staat Herkunftsstaat, in dem die Tochter ihren Sitz hat. *G. Apfelbacher/M. Metzner*, Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, S. 81, 82.

[119] Zur Zuständigkeit bei grenzüberschreitenden Emissionen vgl. auch *U. Kunold / M. Schlitt*, Die neue EU-Prospektrichtlinie, BB 2004, S. 501, 508 f. Zur Zuständigkeit bei der Emission von Options- oder Wandelanleihen etc. vgl. *M. Schlitt/S. Schäfer*, Auswirkungen des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes auf aktien- und Equity-linked Emissionen, AG 2005, S. 498, 506.

[120] *G. Apfelbacher/M. Metzner*, Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, S. 81, 83.

[121] Sind Angaben im Prospekt ohne präzisere Angaben in dieser „Überkreuzcheckliste“ nicht auffindbar, werden sie von der BaFin als fehlend betrachtet, was zur Verweigerung der Billigung führt.

[122] Wurden die Dokumente bereits in Papierform eingereicht, hat der Anbieter bzw. Antragsteller nach § 13 V 2 WpPG gegenüber der BaFin schriftlich zu erklären, dass die in elektronischer Form übermittelten Dokumente mit den eingereichten Dokumenten übereinstimmen.

[123] Vgl. § 5 III WpPG.

[124] Dies ist erforderlich, weil das gesetzlich zwingend einzuhaltende Unterschriftserfordernis derzeit bei einer elektronischen Übermittlung nicht erfüllt wird. Eine rechtsverbindliche Hinterlegung über die MVP wird erst dann möglich, wenn hierbei die qualifizierte elektronische Signatur verwendet werden kann. *M. Schlitt/B. Singhof/S. Schäfer*, Aktuelle Rechtsfragen und neue Entwicklungen im Zusammenhang mit Börsengängen, BKR 2005, S. 251, 255.

Die Prospektprüfung durch die BaFin dient in erster Linie dem präventiven Schutz der Interessen der Investoren, der Gewährleistung eines ordnungsgemäßen Anlegerschutzes und der Wahrung allgemeiner Interessen.[125] Demgegenüber sind die Interessen des Emittenten in diesem Zusammenhang nur von nachrangiger Bedeutung. Die Prüfung durch die BaFin erstreckt sich nach § 13 I WpPG auf die Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit nicht aber auf die Bonität des Emittenten oder – zumindest nicht über eine reine Plausibilitätsprüfung hinaus – auf die inhaltliche Richtigkeit. Trotzdem bringt die neue Regelung eine Zunahme der Prüfungsdichte gegenüber dem früheren Prüfungsumfang mit sich.[126] Gerade die Prüfung der Kohärenz impliziert zwangsläufig aber auch eine materielle Prüfungskompetenz.[127]

Während früher für das Billigungsverfahren eine Frist von 15 Börsentagen sowie – für den Fall des Verstreichens dieser Frist – eine Billigungsfiktion vorgesehen war, beträgt diese nach § 13 II WpPG heute bei Börsengängen mit öffentlichem Angebot i.d.R.[128] zwanzig Werktage nach Eingang des Prospekts bei der BaFin. Die Frist beginnt mit der Einreichung des Prospektentwurfs bei der BaFin, wobei wie bisher der Tag der Einreichung nicht mitzählt. Eine Billigungsfiktion bei Ablauf ist nicht mehr vorgesehen, was in der Praxis die missliche Folge haben kann, dass im Falle von Verzögerungen bei der Bekanntgabe der Billigungsentscheidung durch die BaFin der Prospekt nicht veröffentlicht werden kann und das Angebot bzw. die Zulassung daher nicht durchgeführt werden darf.

Im Übrigen kann die BaFin nach § 13 III WpPG weitere Informationen anfordern, wenn sie dies für eine Vollständigkeit des Prospekts erforderlich hält.[129] Dabei verlangt die BaFin bei Nachbesserungen die Einreichung vollständig markierter Vergleichsversionen des Prospekts, aus denen sämtliche Ergänzungen, Streichungen und sonstigen Änderungen im Vergleich zur vorherigen Version ersichtlich sind.[130] In diesem – durchaus üblichen[131] – Fall des Ablaufs laufen die Billigungsfristen des Absatzes 2 erst ab Eingang dieser Informationen und dem Vorliegen eines nachgebesserten, vollständigen Prospekts,[132] was die zeitliche Planung des

---

[125] Begr. RegE. zum WpPG, BT-Drucks. 15/4999, S. 34.

[126] *U. Kunold/M. Schlitt*, Die neue EU-Prospektrichtlinie, BB 2004, S. 501, 509; *C. Crüwell*, Die europäische Prospektrichtlinie, AG 2003, S. 243, 250.

[127] *J. Ekkenga/H. Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, S. 154.

[128] Sind Wertpapiere des Emittenten zum Handel an einem organisierten Markt im Europäischen Wirtschaftsraum zugelassen oder hat der Emittent zuvor bereits Wertpapiere öffentlich angeboten, so beträgt die Billigungsfrist nach § 13 II WpPG lediglich 10 Werktage.

[129] Hierüber soll der Einreicher innerhalb von 10 Werktagen informiert werden.

[130] Bei Auswahl der Druckerei für den Prospekt ist daher sicherzustellen, dass diese über die technischen Möglichkeiten zur Erstellung vollständig markierter Vergleichsversionen verfügt. *G. Apfelbacher/M. Metzner*, Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, S. 81, 83.

[131] In der Praxis ist ein Umfang des ersten Anhörungsschreibens von über 20 Seiten nicht ungewöhnlich.

[132] Angenommen wird aber, dass nicht jedes Nachreichen von Informationen zwangsläufig zu einem Neulauf der Billigungsfrist führt. Nutzen Emittent und Konsortialbanken aller verfügbaren Informationen und Möglichkeiten, um die Vollständigkeit des Prospektentwurfs soweit irgend möglich zu gewährleisten, und werden alle Kommentare der BaFin zeitnah eingearbeitet, so sollte der Erhalt der Billigung innerhalb der ursprünglichen Prüfungsfrist zumindest bei geringfügigen Mängeln des ersten Entwurfs grundsätzlich möglich sein. Bestimmte Informationen hinsichtlich des Angebots wie maximales Emissionsvolumen, maximale Anzahl von Aktien, die von Altaktionären veräußert werden, Preisspanne, Kapitalausstattung und Verschuldung, die im Regelfall erst kurz vor Angebotsbeginn festgelegt werden oder von der Preisspanne abhängen, können normalerweise kurz vor Billigung in den Prospekt eingefügt werden, ohne dass dies eine neue Prüfungsfrist

Gesamtprojekts erschwert. Zur Vermeidung von Verzögerungen empfiehlt sich daher eine möglichst frühzeitige Abstimmung des Prospektinhalts mit der BaFin.

In der Praxis findet bei Börsengängen mit öffentlichem Angebot regelmäßig eine Integration von Prospektbilligungsverfahren und Zulassungsverfahren der Börse statt, d.h. auch eine Abstimmung der jeweiligen Fristen. Im Rahmen des Zulassungsverfahrens ist keine Frist mehr für die Prüfung der Zulassungsvoraussetzungen der Börse vorgesehen, wobei vor dem Hintergrund der fortbestehenden Veröffentlichungspflichten regelmäßig aber eine Frist von zehn Tagen realistisch sein dürfte.

Im Falle der Billigung erteilt die BaFin dem Antragsteller nach § 13 II 2 WpPG eine Bescheinigung zur weiteren Verwendung, z.B. gegenüber der Zulassungsstelle. Die Billigung kann von der BaFin nach § 21 VIII 3 WpPG widerrufen werden, wenn nachträglich bekannt wird, dass der Prospekt wesentliche Mängel aufweist. Von der Billigung unberührt bleibt die Verantwortung des Emittenten und der Emissionsbegleiter. Wird die Billigung versagt, so kann der Antragsteller im Rahmen einer Verpflichtungsklage vor den Verwaltungsgerichten versuchen, sie zu erstreiten.

5.3 Hinterlegung und Veröffentlichung

Nach seiner Billigung ist der Prospekt gemäß § 14 I WpPG bei der BaFin zu hinterlegen. Darüber hinaus muss er spätestens einen Werktag vor dem Beginn und mindestens sechs Werktage vor Abschluss des öffentlichen Angebots bzw. der Einführung der Papiere in den Handel veröffentlicht werden. Im Gegensatz zur BaFin, die im Rahmen der entsprechenden Regelung des früher maßgeblichen § 9 I VerkProspG die Frist nach § 187 I BGB so berechnet hat, dass zwischen dem Tag der Veröffentlichung und dem Beginn des öffentlichen Angebots ein weiterer Werktag liegen muss, gingen die bisher für die Billigung des Prospektes zuständigen Börsenzulassungsstellen richtigerweise nach § 187 II BGB davon aus, dass die Veröffentlichung am letzten dem Beginn des öffentlichen Angebots vorhergehenden Werktag ausreicht. Die jetzt für die Prospektbilligung zuständige BaFin hat angedeutet, dass sie trotz ihrer ursprünglich abweichenden Auffassung die Praxis der Zulassungsstellen der Börsen fortsetzen wird[133] und daher das öffentliche Angebot am Tag nach der Prospektveröffentlichung beginnen kann. Die Veröffentlichung kann nach § 14 II WpHG erfolgen

- durch Abdruck in Wirtschafts- oder Tageszeitungen[134]; oder
- indem der Prospekt im Rahmen der so genannten Schalterpublizität beim Emittenten, den Emissionsbanken, den Zulassungsstellen oder den Zahlstellen in gedruckter Form

auslösen würde. *M. Schlitt/B. Singhof/S. Schäfer*, Aktuelle Rechtsfragen und neue Entwicklungen im Zusammenhang mit Börsengängen, BKR 2005, S. 251, 256; *W. Groß*, Kapitalmarktrecht § 13WpPG Nr. 10.

[133] *BaFin* Präsentation „Rechtsfragen aus der Anwendungspraxis“, S. 12; *M. Schlitt/B. Singhof/S. Schäfer*, a.a.O., S. 251, 256.

[134] Diese müssen in den Staaten des Europäischen Wirtschaftsraums, in denen das öffentliche Angebot unterbreitet oder die Zulassung zum Handel angestrebt wird, weit verbreitet sein.

zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten wird, sofern dies in entsprechenden Hinweisbekanntmachungen mitgeteilt wird; oder

- indem der Prospekt von einer der genannten Stellen bzw. Gesellschaften auf ihrer Website veröffentlicht wird.

Anders als nach altem Recht reicht nach § 14 I Nr. 3 WpPG somit die Veröffentlichung des Prospekts auf der Website des Emittenten aus. Weiterhin vorgeschrieben ist aber eine Hinweisbekanntmachung in einer Wirtschafts- oder Tageszeitung, aus der hervorgeht, wie der Prospekt veröffentlicht worden und wo er erhältlich ist. Dabei ist aber ausreichend, wenn die Hinweisbekanntmachung erst nach Veröffentlichung des Prospekts auf der Website des Emittenten und Angebotsbeginn erfolgt. Damit kann der Prospekt nunmehr am Tag der Billigung durch die BaFin auf der Website des Emittenten veröffentlicht werden und das Angebot am darauf folgenden Tag beginnen.[135] Nach § 14 V WpPG können Investoren weiterhin die kostenlose Überlassung eines Prospekts in Papierform verlangen.

Jeder von der BaFin gebilligte Prospekt wird von dieser für die Dauer von 12 Monaten auf ihrer Homepage zugänglich gemacht.[136] Dies stellt keine Veröffentlichung i.S.d. § 14 WpPG dar,[137] sondern dient allein der Erfüllung der Verpflichtung der BaFin gemäß § 13 IV WpPG.

6 Gültigkeitsdauer

Ein Prospekt ist nach seiner Veröffentlichung zwölf Monate lang für öffentliche Angebote oder Zulassungen zum Handel an einem organisierten Markt gültig, sofern er um die nach § 16 erforderlichen Nachträge ergänzt wird.[138] Abgesehen von der Verpflichtung zur Aktualisierung vor weiteren Emissionen besteht keine Verpflichtung zu einer Aktualisierung des Prospekts nach Abschluss des öffentlichen Angebots und der Zulassung zum Handel.[139] Emittenten, die einen bereits gebilligten, noch gültigen Prospekt für weitere Emissionen verwenden wollen, müssen vor jedem Angebot bzw. jedem Zulassungsantrag daher lediglich einen aktualisierenden Nachtrag zur Billigung einreichen.

7 Nachtrags- und -billigungspflichten

Wie bereits erwähnt, wird im Gegensatz zur alten Regelung nicht mehr zwischen einem „vorläufigen“ deutschen Verkaufsprospekt und einem „endgültigen“ deutschen Börsenzulassungsprospekt unterschieden. Vielmehr ist nach neuem Recht nur ein „Wertpapierprospekt“ erforderlich und zulässig. Dieser wird nach Billigung durch die BaFin und vor Beginn des Ange-

[135] *G. Apfelbacher/ M. Metzner*, Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, S. 81, 84.
[136] Gleiches gilt gegebenenfalls für die gebilligten Nachträge.
[137] Insbesondere hat dies keinen Einfluss auf die Verpflichtung des Anbieters zur Veröffentlichung des Prospekts bzw. eventueller Nachträge.
[138] § 9 I WpPG.
[139] *M. Schlitt/S. Schäfer*, Auswirkungen des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes auf aktien- und Equity-linked Emissionen, AG 2005, S. 498, 507 m.w.N.

bots veröffentlicht und ist – falls erforderlich – durch physisch separate Nachträge zu aktualisieren.[140]

7.1 Festsetzung von Angebotsbedingungen

Die Möglichkeit der Verwendung von Nachträgen ist Basis der in praxi benötigten Flexibilität bei der Strukturierung öffentlicher Angebote und für die Reaktion auf (Markt-) Entwicklungen während der Angebotsfrist. So kann der Prospekt weiterhin ohne Angaben zur Preisspanne oder der genauen Daten für deren Veröffentlichung, zum maximalen Emissionsvolumen oder Beginn und Ende der Angebotsfrist veröffentlicht werden.[141] Stattdessen wird nur ein ungefährer Zeitrahmen für die frühesten und spätesten Termine für die Veröffentlichung der Preisspanne sowie Beginn und Ende der Angebotsfrist angegeben. Bei dieser Vorgehensweise wird der erste Teil der Roadshow auf Grundlage eines „unvollständigen" Prospekts durchgeführt. Preisspanne, maximales Emissionsvolumen und Angebotszeitraum werden unter Berücksichtigung des Feedbacks (potentieller) Investoren festgesetzt und nach Billigung im Rahmen eines Nachtrags veröffentlicht.[142]

Demgegenüber sind nach § 8 I 6 und 8 WpPG der endgültige Emissionspreis und das tatsächliche Emissionsvolumen unverzüglich nach ihrer Festlegung zu veröffentlichen und am Tag der Veröffentlichung bei der BaFin zu hinterlegen. Als Veröffentlichung ist die auf der Website der Emittentin ausreichend.[143] Demgegenüber verlangt das WpPG insoweit ausdrücklich nicht die Veröffentlichung in Form eines Nachtrags.[144] Hierdurch wird vermieden, dass für einen solchen die Billigung der BaFin einzuholen ist und Anleger Widerrufsrechte nach § 16 III WpPG haben. In der Praxis werden endgültiger Emissionspreis und Emissionsvolumen regelmäßig unmittelbar nach Festsetzung im Rahmen einer Ad-hoc-Mitteilung bekannt gegeben. [145]

[140] *G. Apfelbacher/ M. Metzner*, Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, S. 81, 83.

[141] So genanntes Decoupling. Vgl. hierzu auch *P. Koh*, Issuers look to the pink herring solution, Euromoney, Mai 2005, S. 64 f.

[142] Diese Angebotsstruktur wurde in Deutschland erstmals bei der Börseneinführung der Conergy AG im März 2005 angewandt, damals noch unter altem Recht.

[143] § 8 I 6 i.V.m. § 14 II WpPG.

[144] Gleiches gilt, wenn bei einer Bezugsrechtsemission von der durch das TransPuG eingeräumten Möglichkeit Gebrauch gemacht wird, den Bezugspreis erst drei Tage vor Ablauf der Bezugsfrist festzulegen, vgl. § 186 II und V AktG. *M. Schlitt/S. Schäfer*, a.a.O., S. 498, 507. Allerdings ist die beschriebene Regelung, nach der die Veröffentlichung eines Nachtrags für den endgültigen Emissionspreis und das Emissionsvolumen weder erforderlich noch zulässig ist, ausdrücklich auf diese beiden Informationen beschränkt. Sie findet demgegenüber auf andere Angaben auch keine Anwendung, selbst wenn diese – wie die Höhe des Emissionserlöses oder der Bankenprovision sowie die Tabellen zur Kapitalisierung und Verschuldung – vom endgültigen Emissionspreis oder tatsächlichen Emissionsvolumen abhängen.

[145] Näher zum Ganzen vgl. *G. Apfelbacher/ M. Metzner*, Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, S. 81, 87.

7.2 Unrichtige Prospektangaben und neue Entwicklungen

Treten nach der Billigung des Prospekts und vor der Einführung bzw. Einbeziehung in den Handel bzw. dem Ende des öffentlichen Angebots[146] wichtige neue Umstände auf oder werden wesentliche Unrichtigkeiten in Bezug auf Angaben im Prospekt festgestellt, die die Beurteilung der Wertpapiere beeinflussen könnten, so besteht nach § 16 WpPG eine Nachtrags- oder Aktualisierungsverpflichtung.

Wie der ursprüngliche Prospekt ist der Nachtrag bei der BaFin einzureichen, die diesen innerhalb von höchstens sieben Werktagen nach Eingang zu billigen hat.[147] Danach ist der Nachtrag einschließlich einer Belehrung über das nachstehende Widerrufsrecht wie der ursprüngliche Prospekt zu veröffentlichen, die Zusammenfassung und etwaige Übersetzungen hiervon sind um die im Nachtrag enthaltenen Informationen zu ergänzen.

7.3 Widerrufsrecht

Anleger, die vor der Veröffentlichung des Nachtrags eine auf den Erwerb oder die Zeichnung der Papiere gerichtete Willenserklärung abgegeben haben, können diese nach § 16 III WpPG innerhalb einer Frist von zwei Werktagen nach Veröffentlichung des Nachtrags widerrufen, sofern noch keine Erfüllung eingetreten ist. Es ist offensichtlich, dass die hierdurch entstehende Unsicherheit über die Anzahl der verkauften Papiere und die zeitliche Verzögerung die Durchführung eines öffentlichen Angebots erheblich beeinträchtigen können.

7.4 Nachtragspflicht und Ad-hoc-Publizität

Im Falle eines öffentlichen Angebots von Wertpapieren, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen, steht die Aktualisierungs- und Nachtragspflicht heute neben der Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht nach § 15 WpHG,[148] die bereits mit Stellung des Antrags auf Zulassung zu einem organisierten Markt im Inland beginnt. Dabei geht die Ad-hoc-Publizität der Nachtragspflicht vor, d.h., es besteht keine Verpflichtung zur Veröffentlichung des Nachtrags vor einer Ad-hoc-Meldung, wenn diese nach § 15 III WpHG aufgeschoben werden kann.[149] Liegen die Voraussetzungen des § 15 III WpHG nicht vor, so muss die Ad-hoc-Meldung unmittelbar nach Eintritt des jeweiligen Ereignisses unabhängig von der Billigung des Nachtrags durch die BaFin veröffentlicht werden. Die BaFin wird da-

[146] Unklar ist, ob die Nachtragspflicht bereits mit Ende des öffentlichen Angebots oder der regelmäßig späteren Notierungsaufnahme endet. *M. Schlitt/S. Schäfer*, a.a.O., S. 498, 507.

[147] Auch hier empfiehlt sich in der Praxis eine möglichst frühzeitige Abstimmung mit der BaFin auf informeller Basis, um die Billigung des Nachtrags innerhalb einer angemessenen Zeitspanne zu erwirken.

[148] Begr. RegE., § 16 I WpPG, BR-Drucks. 85/05 v. 4.2.2005, S. 78 f.

[149] *M. Schlitt/S. Schäfer*, a.a.O., S. 498, 507.

von ausgehen, dass die Ad-hoc-Meldung veröffentlicht wurde und dies gegebenenfalls vor Erteilung der Billigung des Nachtrags prüfen.[150]

Anlegern, die vor Veröffentlichung des Nachtrags, aber nach der Ad-hoc-Meldung Wertpapiere zeichnen bzw. erwerben, steht kein Widerrufsrecht mehr zu, da sie sich andernfalls den Einwand widersprüchlichen Verhaltens vorhalten lassen müssten.[151]

8 Europäischer Pass

Mit Umsetzung der EU-Prospektrichtlinie wurde für Emittenten von Wertpapieren auch der so genannte Europäische Pass eingeführt, der es ermöglicht, einen von der BaFin gebilligten Prospekt in einer in allgemeinen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache allein auf Grund der Übermittlung der Bescheinigung über die Billigung[152] an die zuständige Behörde des jeweiligen Aufnahmemitgliedstaates dort sowohl für ein öffentliches Angebot als auch für eine Börsenzulassung zu verwenden. Dieser „Rechtsvorteil der Einmalzulassung“[153] stellt eine deutliche Erleichterung für die Durchführung grenzüberschreitender Emissionen dar, selbst wenn die zuständige Behörde des jeweiligen Aufnahmemitgliedstaates, ähnlich wie dies für ausländische Emittenten bei einem Angebot in Deutschland vorgesehen ist,[154] eine Übersetzung der Zusammenfassung des Prospekts in die jeweilige Landessprache verlangen kann. Eine weitergehende Billigung ist nicht erforderlich, vielmehr handelt es sich um ein reines Notifizierungsverfahren.[155] Allerdings ersetzt die Notifizierung lediglich die erneute Prüfung des vollständigen Prospekts, nicht aber die Veröffentlichung, so dass § 14 WpPG weiter zu beachten ist.

Im Rahmen dieses Verfahrens übermittelt die BaFin den zuständigen Behörden[156] der Aufnahmestaaten auf Antrag des Anbieters bzw. Antragstellers innerhalb von drei Werktagen neben einer Kopie des Prospekts eine Bescheinigung über seine Billigung. Dem Antrag ist die

[150] G. Apfelbacher/ M. Metzner, Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, S. 81, 86; zum Verhältnis von Prospektpublizität und Ad-hoc-Pflicht vgl. auch *J. Ekkenga*, Änderungs- und Ergänzungsvorschläge zum Regierungsentwurf eines neuen Wertpapierprospektgesetzes, BB 2005, 561, 564.

[151] *M. Schlitt/S. Schäfer*, a.a.O., S. 498, 507.

[152] Sogenannte Notifizierung.

[153] *L. Wienecke*, Emissionspublizität – Praktische Anforderungen und rechtliche Grenzen, NZG 2005, S. 109, 110.

[154] § 17 III i.V.m. § 19 IV WpPG; zur Übersetzung der Zusammenfassung vgl. die Stellungnahme des DAI zum Regierungsentwurf des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 8.4.2005, S. 3, 16 ff.

[155] C. Crüwell, Die europäische Prospektrichtlinie, AG 2003, S. 243, 253. Zur Anerkennung ausländischer Prospekte in Österreich vgl. z.B. *M. Zuffer*, Die Umsetzung des Europäischen Passes der Prospekt-RL, ecolex 2006, S. 267 ff.

[156] Im Falle eines ausländischen Prospekts, der in Deutschland veröffentlicht werden soll, übermitteln die ausländischen Behörden die entsprechenden Dokumente an die BaFin. Deren Prüfung beschränkt sich dann nach § 17 III WpPG darauf, dass der gebilligte Prospekt die sprachlichen Voraussetzungen nach § 19 IV und V WpPG erfüllt. Die BaFin versagt ihre Billigung auch dann, wenn der Prospekt nicht mehr gültig ist bzw. der Ablauf der Verfallfrist so kurz bevorsteht, dass mit einer vorherigen Erteilung der Zulassung nicht mehr zu rechnen ist. *J. Ekkenga/H. Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, S. 155.

Übersetzung der Zusammenfassung gemäß der für den Prospekt geltenden Sprachenregelung des jeweiligen Aufnahmemitgliedstaates beizufügen.[157]

Um ein öffentliches Angebot zeitgleich in mehreren EU-Staaten durchzuführen, kann mit dem Antrag auf Billigung des Prospekts gleich ein Antrag auf Notifizierung der zuständigen Behörde des Aufnahmemitgliedstaates gestellt werden, was nach § 18 I 2 WpPG zu einer Verkürzung der vorgegebenen Übermittlungsfrist auf einen Werktag nach Billigung des Prospekts führt.

Bei der Erstellung des Prospekts, der im Rahmen einer grenzüberschreitenden Transaktion in mehreren Staaten verwandt werden soll, ist zu beachten, dass hierfür besondere Anforderungen bestehen können. So fordert beispielsweise Ziff. 4.11 von Anhang III der ProspVO Angaben über die Quellensteuer sowohl des Landes des eingetragenen Sitzes des Emittenten und der Länder, in denen das Angebot unterbreitet oder die Zulassung zum Handel beantragt wird.

Ungeachtet der positiven Auswirkungen des Europäischen Passes verbleibt hinsichtlich der Prospekthaftung das Risiko, dass die Gerichte der einzelnen Staaten, in denen das Angebot durchgeführt oder die Aktien zugelassen werden, ein unterschiedliches Verständnis von der Richtigkeit und Vollständigkeit eines Prospekts haben bzw. die Bestimmungen der ProspVO unterschiedlich auslegen.[158]

9 Strafrechtlicher Schutz und Ordnungswidrigkeiten

Die Präsentation geschönter Zahlen und Planungsrechnungen kann für ein Unternehmen kurzfristig durchaus dergestalt erfolgreich sein, dass hierdurch eine Börseneinführung und damit ein „Kasse machen“ erst möglich wird. Auch bei sorgfältiger Due Diligence durch Wirtschaftsprüfer, Anwälte, Industriespezialisten, Banken, etc. lassen sich Fehler in der Unternehmensanalyse und -bewertung nicht völlig ausschließen. Dies gilt insbesondere bei Vorliegen von mit Intelligenz gepaarter krimineller Energie, wo selbst erfahrene Wirtschaftsprüfer ihre Chancen zur zuverlässigen Aufdeckung nicht übermäßig hoch einschätzen.

Ein solcher „Erfolg“ ist aber schon deshalb regelmäßig nur kurzfristiger Natur, weil die Märkte enttäuschte Erwartungshaltungen mit einer unterdurchschnittlichen bis katastrophalen Kursentwicklung der betroffenen Aktie sanktionieren und so die Erlöse späterer Kapitalerhöhungen - wenn sie denn überhaupt noch durchführbar sind - massiv drücken und damit möglicherweise ein Unternehmen zwar nicht zusätzlich belasten, ihm in schwieriger Zeit aber zumindest nicht die mögliche Entlastung in Form einer angemessen gepricten Kapitalerhöhung geben. Diese Tendenz ist in Anbetracht des zusätzlichen Vertrauensverlustes ganz besonders ausgeprägt, wenn die Abweichungen von den Planungsrechnungen für Vorstand und

[157] Die Regelung gilt auch für gebilligte Nachträge, § 18 II WpPG.
[158] *M. Schlitt/B. Singhof/S. Schäfer*, Aktuelle Rechtsfragen und neue Entwicklungen im Zusammenhang mit Börsengängen, BKR 2005, S. 251, 257.

Aufsichtsrat[159] vorhersehbar waren und nicht nur Inkompetenz, sondern Unredlichkeit oder Kriminalität im Spiel war.

9.1 Kapitalanlagebetrug gemäß § 264a StGB

Neben diesen rein faktischen Sanktionen sieht auch das deutsche Strafrecht Sanktionen zum Schutz von Märkten und Anlegern im Zusammenhang mit Börseneinführungen vor und ist demnach von allen im Rahmen einer Börseneinführung beteiligten Parteien sorgfältig zu beachten. So sieht § 264a StGB eine Freiheitsstrafe von bis zu drei Jahren oder Geldstrafe u.a. für denjenigen vor, der vorsätzlich[160] im Zusammenhang mit dem Vertrieb von Wertpapieren wie Aktien in Prospekten oder Darstellungen hinsichtlich entscheidungsrelevanter[161] Umstände gegenüber einem größeren Personenkreis schriftlich oder mündlich[162] unrichtige vorteilhafte Angaben macht oder nachteilige Tatsachen verschweigt.

Unrichtig in diesem Sinne sind Angaben, die nicht der Wahrheit entsprechen,[163] wobei auf den objektiven Widerspruch zwischen dem Inhalt der Angabe und dem tatsächlichen Sachverhalt abgestellt wird.[164] Das Tatbestandsmerkmal „Angaben" wird dahingehend ausgelegt, dass es nicht nur Tatsachen erfasst, sondern auch Werturteile und Prognosen.[165] Während die Frage nach der Wahrheit von „Tatsachen" dem Beweis zugänglich und damit zumindest so lange objektiv nachprüfbar ist, als sie nicht ihrerseits der Bewertung unterliegt, ist die Beantwortung der Frage, wann eine Wertung oder Prognose hinsichtlich der künftigen Entwicklung eines Unternehmens als unrichtig einzustufen ist, schwieriger. Da Zukunftsprognosen immer ein Unsicherheitsfaktor innewohnt und deshalb nicht schon bei jeglicher Abweichung der späteren Entwicklung eine Pflichtwidrigkeit angenommen werden kann,[166] führt eine falsche Prognose nur dann zum Vorliegen der Voraussetzungen des § 264a I StGB, wenn diese schuldhaft auf falschen Tatsachen, Verstößen gegen Denkgesetze, allgemeine Erfahrungssätze oder auf einer Außerachtlassung der bei Prognosen gebotenen Zurückhaltung beruht.[167] Anleger sollen sich grundsätzlich darauf verlassen können, dass es sich bei den Prognosen nicht um reine Mutmaßungen, sondern um Schlussfolgerungen aus nachgeprüften Tatsachen oder Wertfeststellungen, die auf einer sorgfältigen Analyse aller hierfür maßgebenden Voraussetzungen beruhen, handelt.[168] Im Ergebnis ist eine Prognose eine unrichtige Angabe i.S.d.

[159] Bei entsprechenden Verstößen von Banken oder Alteigentümern, die keine Majorität mehr ausüben können, dürfte der Vertrauensverlust nicht in gleichem Maße zu Kursverlusten führen, da deren Einflussmöglichkeiten in der Zukunft nicht vorhanden oder zumindest beschränkt sind.

[160] Vgl. § 15 StGB.

[161] Eingehend zum Merkmal der Erheblichkeit *C. Schröder,* Aktienhandel und Strafrecht, S. 9 ff.

[162] Ebenda, S. 7.

[163] *S. Grotherr,* Der neue Straftatbestand des Kapitalanlagebetrugs (§ 264a StGB) als Problem des Prospektinhalts und der Prospektgestaltung, DB 1986, S. 2584, 2586; *W. Joecks,* Anleger- und Verbraucherschutz durch das 2. WiKG, wistra 1986, S. 142, 145.

[164] *J. Cerny,* § 264a StGB-Kapitalanlagebetrug, Gesetzlicher Anlageschutz mit Lücken, MDR 1987, S. 271, 276.

[165] *C. Schröder,* Aktienhandel und Strafrecht, S. 7; *S. Grotherr,* Der neue Straftatbestand des Kapitalanlagebetrugs (§ 264a StGB) als Problem des Prospektinhalts und der Prospektgestaltung, DB 1986, S. 2584, S. 2585.

[166] Vgl. BGH, ZIP 1983, S. 423, 425 zur Prospekthaftung.

[167] BGH, ebenda.

[168] BGH, NJW 1982, S. 2823, 2826; OLG Düsseldorf, WM 1984, S. 586.

§ 264a StGB, wenn die der Bewertung oder Prognose zugrunde gelegten Tatsachen nicht richtig oder nicht existent sind[169] oder aber die auf richtigen Tatsachen basierenden Schlussfolgerungen schlichtweg nicht mehr vertretbar sind.[170]

§ 264a StGB führt nicht nur zu einer Verpflichtung des Emittenten bzw. seiner Organe und Dritter wie Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer und Bankmitarbeiter, im Vorfeld einer Börseneinführung oder einer Kapitalerhöhung[171] richtige Angaben über entscheidungserhebliche Umstände zu machen, sondern begründet auch ein Informationsgebot bezüglich nachteiliger Tatsachen. Allerdings beschränkt sich die Offenbarungspflicht im Gegensatz zur vorstehend beschriebenen ersten Begehungsalternative auf Tatsachen. Negative Werturteile, (Branchen-) Prognosen oder sonstige, von konkreten Tatsachen losgelöste Kritik brauchen nicht offenbart werden.

Entscheidungserheblich und damit tatbestandsrelevant im Sinne des § 264a StGB ist bei einer Aktienemission in Abhängigkeit von den Zulassungsvoraussetzungen des jeweils gewählten Marktsegments[172] z.B. jede Angabe, die nach dem WpPG und der ProspVO oder der BörsZulVO für die Zulassung zur Börse verlangt wird. Der Tatbestand der unrichtigen vorteilhaften Angabe ist erfüllt, wenn eine der geforderten Informationen falsch ist und die richtige Angabe zu einer schlechteren Unternehmensbewertung führen würde. Dabei kommt es nicht auf einen beim Aktienkäufer tatsächlich eingetretenen Schaden an.[173] Ein Verschweigen nachteiliger Tatsachen i.S.d. § 264a StGB liegt vor, wenn die Zulassungsvorschriften die Darlegung besonderer Risiken verlangen und dies im Wertpapierprospekt unterbleibt.[174]

9.2 § 16 UWG

Unrichtige Angaben in einem Wertpapierprospekt können auch zu einer Verletzung von § 16 I UWG führen. Danach wird mit Freiheitsstrafe bis zu zwei Jahren oder Geldstrafe bestraft,[175] wer in der Absicht, den Anschein eines besonders günstigen Angebots hervorzurufen, in öffentlichen Bekanntmachungen oder in Mitteilungen, die wie ein Wertpapierprospekt für einen größeren Kreis von Personen bestimmt sind, durch unwahre Angaben irreführend

[169] *S. Grotherr,* Der neue Straftatbestand des Kapitalanlagebetrugs (§ 264a StGB) als Problem des Prospektinhalts und der Prospektgestaltung, DB 1986, S. 2584, 2586.
[170] Vgl. hierzu näher *C. Schröder,* Aktienhandel und Strafrecht, S. 8 f. m.w.N.
[171] Ebenda, S. 30 f.
[172] Ebenda, S. 26 f.
[173] § 264a StGB ist ein abstraktes Vermögensgefährdungsdelikt, d.h. für die Strafbarkeit genügt bereits die Schaffung eines Gefährdungstatbestandes. *P. Cramer/ Perron* in *A. Schönke/H. Schröder,* Strafgesetzbuch, § 264a Rdnr. 1.
[174] Zum Ganzen vgl. auch *U. Keunecke,* Prospekte im Kapitalmarktrecht, S. 329 ff.
[175] Die Straftat ist ein Vergehen. Sie wird von Amts wegen verfolgt (§ 22 I UWG), die öffentliche Klage aber nur erhoben, wenn dies im öffentlichen Interesse liegt (§ 374 I Nr. 7 StPO). *Hefermehl/ Köhler/ Bornkamm Wettbewerbsrecht, § 16 UWG Rdnr. 24* .

wirbt.[176] Angaben in diesem Sinn sind inhaltlich nachprüfbare Aussagen tatsächlicher Art, nicht dagegen reine Werturteile und bloße Meinungsäußerungen ohne tatsächlichen Gehalt.[177]

Nach § 16 UWG machen sich nicht nur die Unterzeichner des Wertpapierprospekts, in deren Person dessen Tatbestandsmerkmale vorliegen, strafbar, sondern daneben u.U. auch Betriebsinhaber[178] und andere Führungspersonen, wenn die Veröffentlichung der unwahren Angaben mit deren Wissen geschah. Dies ist zwar im Gegensatz zum alten Recht[179] nicht mehr ausdrücklich im Gesetz festgeschrieben, jedoch wird von einer Garantenstellung des Betriebsinhabers ausgegangen, so dass auch in solchen Fällen zumeist eine strafbare Irreführung durch Unterlassen vorliegen dürfte.[180]

9.3 Ordnungswidrigkeiten

Der Verstoß gegen Vorschriften, die Wertpapierprospekte und deren Veröffentlichung betreffen, kann den Tatbestand einer Ordnungswidrigkeit erfüllen. So handelt nach § 30 WpPG ordnungswidrig, wer vorsätzlich oder leichtfertig[181] bzw. fahrlässig

- im Inland Wertpapiere öffentlich anbietet, ohne dass ein Prospekt bereits veröffentlicht worden ist, oder
- den Emissionspreis oder das Emissionsvolumen nicht, nicht richtig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig veröffentlicht bzw. nicht oder nicht rechtzeitig hinterlegt, oder
- das jährliche Dokument dem Publikum nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig zur Verfügung stellt oder nicht oder nicht rechtzeitig hinterlegt, oder
- entgegen den Vorschriften des WpPG einen Prospekt veröffentlicht bzw. nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig veröffentlicht, oder
- eine nach WpPG erforderliche Mitteilung nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig macht, oder
- keine Papierversion des Prospekts zur Verfügung stellt, oder
- einen Nachtrag nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig veröffentlicht, oder
- einer vollziehbaren Anordnung der BaFin zuwiderhandelt.

[176] Umstritten ist, ob ein Handeln zu Zwecken des Wettbewerbs erforderlich ist. So Bornkamm in Hefermehl/ Köhler/ Bornkamm, Wettbewerbsrecht, § 16 Rdnr. 5.
[177] *Bornkamm* in Hefermehl/ Köhler/ Bornkamm, Wettbewerbsrecht, § 16 Rdnr. 8.
[178] Zum Begriff „Betriebsinhaber", vgl. *H. Köhler* in *H. Köhler/H. Piper*, UWG, § 13 Rdnr. 48 ff.
[179] Vgl. § 4 II a.F. UWG.
[180] *Bornkamm in Hefermehl/ Köhler/ Bornkamm*, Wettbewerbsrecht, § 16 Rdnr. 21.
[181] Leichtfertigkeit ist eine gesteigerte Form der Fahrlässigkeit, d.h. der Täter muss gerade das unberücksichtigt lassen, was jedem anderen an seiner Stelle offenbar eingeleuchtet hätte. *W. Groß*, Kapitalmarktrecht § 30 WpPG.

Die Ordnungswidrigkeit kann im Falle der Veröffentlichung eines Prospekts entgegen § 13 I 1 WpPG bzw. bei Verstoß gegen eine vollziehbare Anordnung der BaFin mit einer Geldbuße von bis zu Euro 500.000 geahndet werden, ansonsten mit einer Geldbuße von bis zu Euro 50.000 bzw. Euro 100.000.[182]

10 Jährliches Dokument

Jeder Emittent, dessen Wertpapiere zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, hat nach § 10 WpPG mindestens einmal jährlich ein Dokument zu veröffentlichen,[183] das alle Informationen, die er in den letzten zwölf Monaten im Rahmen von gesetzlich vorgeschriebenen Veröffentlichungen nach außen kommuniziert hat, enthält oder auf sie verweist.[184] Da § 10 WpPG alle Wertpapiere erfasst, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Jahresabschlusses[185] an einem organisierten Markt zugelassen und nicht nach § 1 II oder § 10 III WpPG ausgenommen sind, gilt dies auch für Emittenten, die ihre Zulassungs- bzw. Verkaufsprospekte vor Inkrafttreten des WpPG veröffentlicht haben.

Räumlicher Anknüpfungspunkt für § 10 WpPG kann sowohl der Sitz des Emittenten als auch der Ort des öffentlichen Angebots oder aber der Zulassung der Papiere sein. Es ist daher nicht erforderlich, dass die Papiere zum Handel in einem organisierten Markt in Deutschland zugelassen sind.[186] § 10 WpPG gilt aber auch für Emittenten mit Sitz im Ausland, die Deutschland im Hinblick auf eine Wertpapieremission als Herkunfts(mitglied)staat gewählt haben.[187]

10.1 Inhalt

Im jährlichen Dokument eines Emittenten von Aktien und anderen Dividendenwertpapieren sollen folgende Informationen enthalten sein bzw. es soll auf folgende Informationen verwiesen werden, soweit dieser entsprechende Veröffentlichungen vorgenommen hat[188]:

---

[182] Vergleichbare Ordnungswidrigkeiten und Sanktionen finden sich in den § 17 VerkProspG, § 62 BörsG und § 71 BörsZulV.

[183] Die Veröffentlichung hat nach §§ 10 I 2 WpPG in derselben Weise zu erfolgen, wie sie nach 14 II WpPG für den Prospekt selbst maßgeblich ist. Das Dokument ist vom Emittenten nach der Offenlegung des Jahresabschlusses bei der BaFin zu hinterlegen.

[184] Nach Ansicht der BaFin müssen Emittenten ihren Pflichten nach § 10 WpPG erstmals für das Geschäftsjahr, das ab dem In-Kraft-Treten des WpPG - dem 1. Juli 2005 - begonnen hat, nachkommen. Entwurf des Schreiben der BaFin vom Mai 2006 zum Jährlichen Dokument, Ziff. I 5.; vgl. hierzu auch *M. Kaum/M. Zimmermann*, Das „jährliche Dokument" nach § 10 WpPG, BB 2005, S. 1466.

[185] BaFin, a.a.O., Ziff. I 5.

[186] § 2 Nr. 13 a) WpPG.

[187] § 2 Nr. 13 b) und c) WpPG. Hat ein Emittent im Hinblick auf unterschiedliche Wertpapieremissionen mehrere Herkunfts(mitglied)staaten, so ist er verpflichtet, die jährlichen Dokumente nach den Rechtsordnungen der jeweiligen Herkunfts(mitglied)staaten zu erstellen und den entsprechenden Behörden zu übermitteln.

[188] Der Emittent muss sich nicht nach der Reihenfolge des § 10 Abs. 1 WpPG richten. Hat er zu einzelnen Kategorien keine Veröffentlichung vorgenommen, ist keine diesbezügliche Fehlanzeige erforderlich. BaFin, a.a.O., Ziff. IV 3.

- gemäß § 10 I Nr. 1 WpPG:
  - Ad-hoc-Mitteilungen gemäß § 15 WpHG
  - Directors' Dealings Mitteilungen gemäß § 15a WpHG
  - Stimmrechtsmitteilungen gemäß § 25 oder § 26 WpHG.
- gemäß § 10 I Nr. 2 WpPG i.V.m. § 39 I Nr. 3 und II BörsG i.V.m. §§ 53 - 70 BörsZulV
  - Zwischenbericht
  - Einberufung der Hauptversammlung
  - Mitteilungen über die Ausschüttung und Auszahlung von Dividenden
  - Mitteilungen über die Ausgabe neuer Aktien
  - Mitteilungen über die Ausübung von Umtausch-, Bezugs- und Zeichnungsrechten
  - Mitteilungen über beabsichtigte Änderungen seiner Satzung
  - Einzelabschluss, Lagebericht, Konzernabschluss und Konzernlagebericht
  - jede Änderung der mit den Wertpapieren verbundenen Rechte.
- gemäß § 10 I Nr. 3 WpPG, §§ 42 und 54 BörsG i.V.m. einer Börsenordnung zusätzliche Veröffentlichungen wegen Notierung im General-/Primestandard der Frankfurter Wertpapierbörse, Gate-M der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse oder M:access der Münchener Börse oder gegebenenfalls weiterer Pflichten nach den Börsenordnungen anderer Börsen.
- gemäß § 10 Abs. 1 Nr. 4 WpPG alle Informationen, die nach entsprechenden ausländischen Vorschriften veröffentlicht wurden.[189]

Demgegenüber müssen weder die Entsprechenserklärung nach dem Corporate Governance Kodex noch eine zusätzliche englische Ad-hoc-Mitteilung nach § 66 der BörsO der Frankfurter Wertpapierbörse in das jährliche Dokument aufgenommen werden.[190] Gleiches gilt für Informationen, die der Emittent nicht veröffentlicht, sondern beispielsweise lediglich der Zulassungsstelle oder – auf rein gesellschaftsrechtlicher Grundlage – dem Handelsregister bzw. einem entsprechenden ausländischen Register[191] übermittelt hat. Ebenso wenig ist erforderlich, dass in das jährliche Dokument nach dem WpPG veröffentlichte Informationen aufgenommen werden.[192]

[189] § 10 I Nr. 4 WpPG erfasst alle Informationen, die aufgrund der Zulassung von Wertpapieren an einem ausländischen organisierten Markt zu veröffentlichen sind. Dies gilt auch für Veröffentlichungen aufgrund von Vorschriften aus Drittstaaten, die an die Zulassung der Wertpapiere an einer Börse in einem Drittstaat anknüpfen. Voraussetzung ist jedoch immer, dass die Papiere (auch) an einem organisierten Markt in der Europäischen Union oder dem Europäischen Wirtschaftsraum zugelassen sind. Wurden die Wertpapiere nur in einem Drittstaat zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen, besteht hiefür keine Verpflichtung zur Erstellung eines jährlichen Dokuments.

[190] Entwurf des Schreiben der BaFin vom Mai 2006 zum Jährlichen Dokument, Ziff. II 2 und 3.

[191] Vgl. hierzu *M. Kaum/M. Zimmermann*, Das „jährliche Dokument" nach § 10 WpPG, BB 2005, S. 1466, 1467.

[192] Die Verweisung in § 10 I WpPG ist abschließend und enthält keinen Verweis auf nach dem WpPG veröffentlichte Informationen.

Nach Ansicht der BaFin soll das jährliche Dokument zumindest alle Informationen enthalten bzw. auf diese verweisen, die der Emittent im vorausgegangenen Geschäftsjahr veröffentlicht hat. Dabei ist nicht erforderlich, dass der Emittent Informationen aufnimmt, die nach dem Ablauf des Geschäftsjahres veröffentlicht wurden, auch wenn sie sich – wie z.B. eine Ad-hoc-Mitteilung mit dem Jahresergebnis – auf das Geschäftsjahr beziehen, dessen Geschäftsbericht die Frist zur Veröffentlichung des jährlichen Dokuments ausgelöst hat.[193] Der aktuell veröffentlichte Jahresabschluss muss daher nicht (kann aber) in das jährliche Dokument aufgenommen werden bzw. es muss nicht auf ihn verwiesen werden.

Für den Fall, dass die in das Dokument aufzunehmenden Informationen inzwischen veraltet sind, ist gemäß Art. 27 III der maßgeblichen, unmittelbar anwendbaren Verordnung[194] ein entsprechender Hinweis aufzunehmen. Demgegenüber besteht keine Verpflichtung, die veralteten Informationen im Rahmen des jährlichen Dokuments zu aktualisieren.[195]

10.2 Form und Verweise

Für die Möglichkeit, im jährlichen Dokument auf Informationen zu verweisen, die an anderer Stelle veröffentlicht wurden, bestehen keine Einschränkungen. Damit kann dieses aus einer bloßen Liste mit Verweisen bestehen.[196] Die Verweise sollen möglichst nahe an die Information heranführen, auf die verwiesen wird. Im Falle der Veröffentlichung auf der Internetseite des Emittenten oder eines Dritten kann dies durch die Nutzung so genannter "Hyperlinks" erfolgen, wobei die BaFin in Hinblick auf deren mögliche Änderungen die Angabe eines Pfades empfiehlt.[197] Pauschalverweise dergestalt, dass auf alle Veröffentlichungen zu einem Themengebiet auf einer bestimmten Homepage-Seite oder gar nur auf die Startseite verwiesen wird, sind nicht zulässig. Der Verweis auf eine Internetseite oder -fundstelle muss grundsätzlich während der gesamten Dauer der Veröffentlichung des jährlichen Dokuments funktionieren.

Um sicher zu stellen, dass der Emittent während des gesamten Zeitraums seine Verpflichtungen aus § 10 WpPG erfüllt, auch wenn gegebenenfalls einzelne Links oder Pfade nicht funktionieren sollten, kann er in seinem jährlichen Dokument darauf hinweisen, dass die hierin genannten Informationen in gedruckter Form kostenfrei bei ihm bezogen werden können, falls diese unter dem angegebenen Link oder Pfad nicht mehr verfügbar sein sollten.[198]

---

[193] BaFin, a.a.O., Ziff. II 7.
[194] Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29.4.2004, Abl EG Nr. L 215 S. 3.
[195] *M. Kaum/M. Zimmermann*, Das „jährliche Dokument" nach § 10 WpPG, BB 2005, S. 1466, 1467.
[196] *M. Kaum/M. Zimmermann*, a.a.O., S. 1468.
[197] Beispiel: www.emittentxy.de -> Investor-Relations -> Ad-hoc-Mitteilungen. BaFin, a.a.O., Ziff. IV 1.
[198] Dies gilt auch dann, wenn das entsprechende Dokument deshalb nicht mehr auf der Homepage des Emittenten verfügbar ist, weil es – wie z.B. Directors´ Dealings nach § 15a V WpHG i.V.m. § 13 WpAIV – lediglich für eine kürzere Frist zu publizieren sind.

Das Dokument selbst ist in deutscher Sprache zu erstellen.[199] Informationen, die hierin enthalten sind oder auf die verwiesen wurde, müssen nicht übersetzt werden, sofern sie ursprünglich in einer anderen Sprache veröffentlicht wurden.

Da die formalen Anforderungen an das jährliche Dokument bereits heute vom Geschäftsbericht der börsennotierten AG erfüllt werden,[200] empfiehlt es sich, die Angaben, die in das jährliche Dokument aufzunehmen sind, in diesem zu machen. Dies ist nicht nur für den Emittenten effizient, sondern erspart auch dem Aktionär die Suche nach einem weiteren Dokument und ist damit – durchaus im Sinne des Gesetzgebers – aktionärsfreundlich.[201]

10.3 Veröffentlichung

Das jährliche Dokument ist innerhalb von 20 Arbeitstagen[202] nach der Veröffentlichung des endgültigen[203] Jahresabschlusses bei der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaates zu hinterlegen[204] und auf der Internetseite des Emittenten zumindest solange zur Verfügung zu stellen, bis das nächste jährliche Dokument veröffentlicht wird.[205]

Für die Hinterlegung des Dokuments genügt die Übermittlung des Ausdrucks der Internetseite, auf der dieses veröffentlicht wurde und die Übersendung dieses Ausdrucks an die BaFin.[206] Der Ausdruck sollte das vollständige jährliche Dokument erfassen und den übermittelnden Emittenten erkennen lassen. Die Informationen, auf die verwiesen werden, müssen nicht der BaFin übermittelt werden. Am Ende des Dokuments sollte der Emittent gegebenenfalls darauf hinweisen, dass einige der Informationen, die in diesem enthalten sind oder auf die verwiesen wird, möglicherweise nicht mehr aktuell, d.h. veraltet sind.[207] Eine Unterzeichnung des Dokuments ist nicht erforderlich.[208]

---

[199] Eine zusätzlich freiwillige Veröffentlichung des Dokuments in einer anderen Sprache ist jederzeit möglich.

[200] Er ist in gedruckter Form erhältlich, wird meist innerhalb von zwanzig Tagen nach Veröffentlichung des Jahresabschlusses zur Verfügung gestellt, ist auf der Internetseite der Gesellschaft einsehbar und wird meist auch in Börsenpflichtblättern beworden.

[201] *M. Kaum/M. Zimmermann*, Das „jährliche Dokument" nach § 10 WpPG, BB 2005, S. 1466, 1468.

[202] Als Arbeitstage werden die Tage von Montag bis Freitag berücksichtigt - nicht jedoch Samstage. Bei der Berechnung der Frist der Veröffentlichung können alle Feiertage am Sitz des Emittenten berücksichtigt werden. Für die Berechnung der Frist zur Hinterlegung des jährlichen Dokuments bei der BaFin können zusätzlich auch die Feiertage an den Sitzen der BaFin (Hessen und Nordrhein-Westfalen) berücksichtigt werden. BaFin, a.a.O. Ziff. II 2 und 3.

[203] Die Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen des Jahresabschlusses stellt dabei noch keine Veröffentlichung in diesem Sinne dar. BaFin, a.a.O., Ziff. III 1.

[204] Gemäß § 2 I WpPGebV in Verbindung mit Gebührentatbestand Nr. 4 des Gebührenverzeichnisses beträgt die Gebühr für die Hinterlegung 100,- €.

[205] Art. 27 II der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission, ABl. L 186/3 vom 18.07.2003.

[206] Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Referat WA 22, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main, oder Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn.

[207] Art. 27 III der Verordnung (EG) Nr. 809/2004 ABl. L 186/3 vom 18.07.2003.

[208] BaFin, a.a.O. Ziff. V 1 und VI 1.

11 Prospekthaftung

Neben der vorerwähnten straf- und ordnungswidrigkeitsrechtlichen Relevanz unrichtiger oder unvollständiger Wertpapierprospekte müssen die Emissionsbeteiligten auch zivilrechtliche Schadensersatzansprüche geschädigter Investoren befürchten.

Die deutsche Rechtsgrundlage hierfür findet sich für Wertpapierprospekte von Werten im Amtlichen Markt in den §§ 44 bis 47 BörsG, für solche von Werten in den anderen Marktsegmenten bzw. Verkaufsprospekte über die Verweise in § 55 BörsG und §§ 13, 13a VerkProspG.[209] Die §§ 44 ff. BörsG sind nach wohl h.M. lex specialis für sämtliche Prospekte im Zusammenhang mit der Emission von Wertpapieren und verdrängen insoweit die allgemein-zivilrechtliche Prospekthaftung.[210] Weitergehende Ansprüche, die nach den Vorschriften des BGB aufgrund von Verträgen oder vorsätzlichen unerlaubten Handlungen erhoben werden können, bleiben aber nach § 47 II BörsG unberührt.[211]

Leider ist auch durch die Prospektrichtlinie[212] eine wünschenswerte EU-weite Harmonisierung der hierfür maßgeblichen Regelungen nicht erfolgt und derzeit auch nicht vorgesehen. So unterscheiden sich die weiterhin geltenden nationalen Haftungsnormen, die schon innerhalb Deutschlands zahlreiche, teils ungeklärte Abgrenzungsfragen aufwerfen, nicht nur hinsichtlich des Haftungsmaßstabs, sondern auch bezüglich des für den Prospekt verantwortlichen Personenkreises.[213]

---

[209] § 13 VerkProspG gilt nur für Fälle, in denen die Aktien nicht zum Handel an einer Börse zugelassen wurden. Die Empfehlung des Bundesrats, die inhaltlich gleichbleibende Haftungsnorm ins WpPG zu integrieren, ist im Gesetzgebungsverfahren nicht berücksichtigt worden; vgl. BT-Drs. 15/5219, S. 1, 7. Näher hierzu W. Groß, Kapitalmarktrecht, § 13 VerkProspG, Rdnrn. 1 ff. Zur Abgrenzung vgl. *J. Ekkenga/H. Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, S. 296 ff.
Demgegenüber begründet § 13a VerkProspG Ansprüche von Anlegern, wenn ein Prospekt entgegen § 3 I 1 WpPG nicht veröffentlicht wurde. Näher hierzu O. Ziegler, Die Rechtsfolgen der §§ 13, 13a VerkProspG n.F. und der Kapitalerhaltungsgrundsatz, NZG 2005, S. 301 ff.

[210] RegBegr. zum Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drs. 13/8933, S. 54, 81; unstr.; vgl. hierzu *H. Assmann*, Prospekthaftung, S. 79 ff.; *U. Bosch/W. Groß*, Das Emissionsgeschäft, Rdnr. 10/136.

[211] *W. Groß*, a.a.O., § 47 BörsG, Rdnrn. 2 f. Während eine Haftung nach § 823 I BGB ausscheidet, da Schäden von Anlegern i.d.R. reine, von der Norm nicht erfasste Vermögensschäden sind, kommen insbesondere Ansprüche nach § 823 II BGB i.V.m. § 264a StGB und – in Ausnahmefällen – wegen sittenwidriger Schädigung nach § 826 BGB in Betracht. Näher hierzu und zum Verhältnis der Prospekthaftungstatbestände zueinander vgl. *U. Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarktrecht, S. 329 ff., 344 ff.

[212] Die Prospekthaftung blieb durch die Prospektrichtlinie inhaltlich unverändert, abgesehen davon, dass durch diese die Haftung für Angaben in der bei Aktienemissionen nunmehr zwingend vorgesehenen Zusammenfassung oder einer Übersetzung weitgehend ausgeschlossen wurde. Für Angaben in der Zusammenfassung wird nach § 5 II Nr. 4 WpPG nur gehaftet, wenn der Inhalt auch in Zusammenschau mit anderen Teilen des Prospekts unrichtig, irreführend oder widersprüchlich ist.

[213] Vgl. *P. Mülbert/S. Steup* in *M. Habersack/P. Mülbert/M. Schlitt* (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 26 Rdnr. 2.

11.1 Anspruch und Anspruchsberechtigter

Nach § 44 I BörsG kann der Erwerber von Wertpapieren, die auf Grund eines Prospekts[214] zum Börsenhandel zugelassen sind, in dem für die Beurteilung der Wertpapiere wesentliche Angaben unrichtig oder unvollständig sind, von denjenigen, die für den Prospekt die Verantwortung übernommen haben und von denjenigen, von denen der Erlass des Prospekts ausgeht, als Gesamtschuldnern die Übernahme der Wertpapiere gegen Erstattung des Erwerbspreises sowie der mit dem Erwerb verbundenen üblichen Kosten verlangen,[215] soweit dieser den ersten Ausgabepreis der Wertpapiere nicht überschreitet.[216] Anspruchsberechtigt kann nach § 44 I 1 BörsG auch der Zweit- oder Drittkäufer sein, wenn der Erwerb innerhalb von sechs Monaten nach erstmaliger Einführung der Papiere erfolgt ist.[217]

Ist der Erwerber nicht mehr Inhaber der Wertpapiere, so kann er nach der insoweit durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz geänderten Rechtslage[218] die Zahlung des Unterschiedsbetrags zwischen dem Erwerbspreis, soweit dieser den ersten Ausgabepreis nicht überschreitet, und dem Veräußerungspreis der Wertpapiere sowie der mit dem Erwerb und der Veräußerung verbundenen üblichen Kosten verlangen.[219] Voraussetzung für den Anspruch ist, dass das schuldrechtliche[220] Erwerbsgeschäft nach Veröffentlichung des Prospekts und innerhalb

---

[214] Einem Prospekt stehen nach § 44 IV BörsG Dokumente gleich, aufgrund deren Veröffentlichung der Emittent von der Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Prospekts befreit wurde. Dies ist z.B. bei Umtauschangeboten im Rahmen von Übernahmeangeboten nach dem WpÜG der Fall, wenn ein Dokument nach WpÜG vorliegt und die neuen Aktien nach § 4 II Nr. 3 WpPG prospektfrei zugelassen werden können. Auch Informationsmemoranden stellen Prospekte i.S.d. § 44 BörsG dar. Bezugsangebote, Zeichnungsaufforderungen, Werbemaßnahmen oder Research-Berichte fallen demgegenüber nicht unter den Prospektbegriff des § 44 BörsG, weil diese Veröffentlichungen keine Voraussetzung für die Zulassung von Wertpapieren sind. A.A. *J. Ekkenga/H. Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, S. 301. Zwischenberichte (u.U. auch Werbemaßnahmen) können aber unter den – weder gesetzlich noch höchstrichterlich geklärten – Prospektbegriff im Rahmen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung fallen. Vgl. hierzu *W. Groß,* a.a.O., §§ 44, 45 BörsG, Rdnrn. 23 ff. *P. Mülbert/S. Steup* in *M. Habersack/P. Mülbert/M. Schlitt* (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 26, Rdnrn. 10 ff., 114 ff. Ebensowenig stellt die Veröffentlichung punktueller Informationen wie eine Ad-hoc-Meldung eine haftungsbegründende Prospektveröffentlichung dar. BGH ZIP 2004, 1593, 1594 – „Infomatec"; BGH, ZIP 2004, 1599.

[215] Zum offensichtlichen Spannungsverhältnis zwischen Prospekthaftung einerseits und Verbot der Einlagenrückgewähr bzw. (grundsätzlichem) Verbot des Erwerbs eigener Aktien nach §§ 71, 57 AktG andererseits vgl. *W. Groß,* a.a.O., §§ 44, 45 BörsG, Rdnrn. 10 ff., der mit überzeugenden Argumenten richtigerweise nicht der zwischen Zeichnungserwerb und Umsatzerwerb differenzierenden Meinung des Reichsgerichts folgt, sondern insbesondere vor dem Hintergrund des Charkters der §§ 44 ff. BörsG als lex specialis und jüngerer Regelung vom Vorrang der Prospekthaftung ausgeht. So auch *P. Mülbert/S. Steup* a.a.O., § 26, Rdnr. 99.

[216] Ist ein Ausgabepreis nicht festgelegt, gilt als Ausgabepreis der erste nach Einführung der Wertpapiere festgestellte oder gebildete Börsenpreis, im Falle gleichzeitiger Feststellung oder Bildung an mehreren inländischen Börsen der höchste erste Börsenpreis.

[217] *J. Ekkenga/H. Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, S. 306.

[218] Die Aktivlegitimation ist damit nicht mehr an den Besitz des Papiers geknüpft. Dagegen waren z.B. beim Konkurs der Sachsenmilch AG Prospekthaftungsansprüche abgewiesen worden, weil die Kläger im Zeitpunkt der Klageerhebung nicht mehr im Besitz der Aktien waren. OLG Frankfurt, DB 1997, S. 264.

[219] Zum Umfang des Anspruchs auf Schadensersatz vgl. *J. Ekkenga/H. Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, S. 314; *J. Sittmann,* Die Prospekthaftung nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, NZG 1998, S. 490, 494.

[220] Reg. Begr. 3. FMFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 77.

von sechs Monaten nach erstmaliger Einführung der Wertpapiere abgeschlossen wurde, auf den dinglichen Vollzug kommt es insoweit nicht an.

Von potentiell großer Bedeutung für den Emittenten und die Emissionsbegleiter ist die Regelung des § 44 I 3 BörsG, nach dem diese Haftung auch für Aktien gilt, die von den in Satz 1 genannten Wertpapieren nicht nach Ausstattungsmerkmalen oder in sonstiger Weise unterschieden werden können.[221] Hiermit wird der Umfang des Haftungsrisikos als steuerbare Größe in die Hand des Emittenten gelegt, der z.B. durch Wahl einer anderen Wertpapierkennnummer eine Erweiterung der Prospekthaftung auf alle Aktien vermeiden kann. Eine solche Strategie würde aber mit Sicherheit einen gewissen Erklärungsbedarf im Rahmen der Platzierungsbemühungen erwecken, der aber durch eine unterschiedliche Dividendenberechtigung für das laufende Jahr befriedigt werden könnte. Was aber bliebe, ist die Verteilung der Aktien auf zwei unterschiedliche Wertpapierkennnummern und die hiermit verbundene Einschränkung der Liquidität in diesem Papier, was Investoren - insbesondere bei kleineren Werten - regelmäßig eher negativ beurteilen werden.

11.2 Haftungsgrundlage und Haftungsausschluss

Voraussetzung für einen Prospekthaftungsanspruch nach § 44 BörsG ist die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit[222] des Prospekts.[223] Investoren dürfen erwarten, dass sie von Prospekten über alle Umstände, die für ihre Investitionsentscheidung erheblich sind oder sein können, sachlich richtig und vollständig unterrichtet werden. Das Interesse an einer vollständigen Unterbringung einer Emission entbindet nicht von der Pflicht, eine wahrheitsgetreue, vollständige und realistische Darstellung der entscheidungsrelevanten Umstände zu geben. Dabei beurteilt sich die Fehlerhaftigkeit eines Prospektes nicht allein auf Basis einzelner dargestellter Tatsachen, sondern auch des Gesamteindrucks, den der Prospekt von den Verhältnissen wie der Ertrags-, Liquiditäts- oder Vermögenssituation des Emittenten zeichnet. So kann ein unrichtiger Gesamteindruck entstehen, wenn bilanzrechtliche Gestaltungsspielräume systematisch extensiv und umfassend ausgeschöpft werden und hierdurch trotz Richtigkeit der Einzelbewertungen der Eindruck zu positiver Geschäftaussichten entsteht.

Dabei können Anknüpfungspunkt der Prospekthaftung nur solche unrichtigen Angaben sein, die sich auf erhebliche Umstände beziehen,[224] wozu die wertbildenden Faktoren einer Anlage gehören, die ein durchschnittlicher, verständiger Investor im Zweifelsfall bei seiner Anlage-

[221] Sie gehen damit das Risiko ein, für alle bereits emittierten Wertpapiere zu haften, die ausstattungsgleich sind. Im Falle einer Kapitalerhöhung um 10 % kann dies beispielsweise dazu führen, dass die Haftung alle Wertpapiere des Emittenten umfasst, d.h. neben der Kapitalerhöhung das gesamte bereits vorher bestehende Kapital und damit das 11-fache des Emissionsvolumens. *W. Groß,* Kapitalmarktrecht, §§ 44, 45 BörsG, Rdnr. 69.

[222] Ein Prospekt, der den Vorgaben in § 7 WpPG i.V.m. den Bestimmungen und Anhängen der ProspVO entspricht, ist i.d.R., aber eben nicht immer, vollständig. Näher hierzu vgl. *W. Groß,* a.a.O., §§ 44, 45 BörsG, Rdnrn. 45 ff.

[223] Näher hierzu *W. Groß,* a.a.O., §§ 44, 45 BörsG, Rdnrn. 39 ff.; *P. Mülbert/S. Steup* a.a.O., § 26, Rdnrn. 22 ff.

[224] Vgl. auch § 45 II Nr. 2 BörsG, nach dem keine Haftung besteht, wenn der Sachverhalt, über den unrichtige oder unvollständige Angaben im Prospekt enthalten sind, nicht zu einer Minderung des Aktienkurses beigetragen hat.

entscheidung berücksichtigen würde.[225] Hierzu gehören nicht nur Tatsachen, sondern auch Werturteile und Prognosen, die ausreichend durch Tatsachen gestützt und kaufmännisch vertretbar sein müssen.[226] Auch Werturteile in Form reklameartiger Anpreisungen dürfen in ihrem Tatsachenkern nicht unrichtig sein.[227]

Die Prüfung des Prospekts durch die BaFin im Rahmen des Billigungsverfahrens entlastet die Prospektverantwortlichen weder in Hinblick auf die Richtigkeit noch auf die Vollständigkeit.[228] Nach § 45 BörsG kann aber nicht nach § 44 BörsG in Anspruch genommen werden, wer nachweist, dass er die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben des Prospekts nicht gekannt hat und die Unkenntnis nicht auf grober Fahrlässigkeit oder Vorsatz beruht. Ein Prospekthaftungsanspruch besteht auch nicht, wenn der Erwerber die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben des Prospekts beim Erwerb kannte oder aber die Wertpapiere nicht auf Grund des Prospekts erworben wurden.[229] Nicht erforderlich für einen Haftungsanspruch ist aber, dass der Investor tatsächlich den Prospekt gelesen hat. Nach der Rechtsprechung unter der alten Rechtslage, die insoweit weiterhin Anwendung finden sollte, war vielmehr ausreichend, dass durch die bloße Verbreitung des Prospektes eine so genannte „Anlagestimmung" erzeugt wird, die zum Kauf der Aktie verleitet.[230]

Außerdem besteht im Falle der Entdeckung von Fehlern oder Lücken in einem Wertpapierprospekt vor Einführung oder Einbeziehung in den Handel nunmehr die Verpflichtung zur Aktualisierung bzw. Berichtigung des Prospekts nach § 16 WpPG, die im Falle ihrer ordnungsgemäßen Durchführung auch im Rahmen der Prospekthaftung zu berücksichtigen sein wird.[231] Von dieser rechtlich begründeten Berichtigungspflicht zu unterscheiden ist die in § 45 II Nr. 4 BörsG begründete Möglichkeit einer öffentlichen Berichtigung im Rahmen des Jahresabschlusses, eines Zwischenberichts, einer Veröffentlichung nach § 15 WpHG oder einer vergleichbaren Bekanntmachung, mit der die Prospektverantwortlichen zumindest bezüglich späterer (!) Erwerber eine Haftung für damit korrigierte Fehler ausschließen können.[232] D.h.,

---

[225] Die Bestimmung der maßgeblichen Perspektive ist in Rechtsprechung und Literatur uneinheitlich. Näher hierzu *H. Assmann*, Prospekthaftung, S. 319; *W. Groß*, a.a.O., §§ 44, 45 BörsG, Rdnr. 68; *P. Mülbert/S. Steup* in *M. Habersack/P. Mülbert/M. Schlitt* (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 26, Rdnrn. 18 f. jeweils m.w.N.

[226] BGH, WM 1982, S. 862, 865; OLG Düsseldorf, WM 1984, S. 586, 595 f.

[227] *H. Assmann* in *H. Assmann/R. Schütze* (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 7 Rdn. 67.

[228] *U. Bosch/W. Groß*, Das Emissionsgeschäft, Rdnr. 10/128. Die Prüfung führt auch nicht zur Begründung einer Verantwortlichkeit der BaFin nach §§ 44 ff. BörsG. Hiervon unberührt bleibt aber sowohl hinsichtlich der BaFin als auch der Zulassungsstelle eine u.U. bestehende Amtshaftung wegen Fehlern bei dem von ihr durchzuführenden Prüfungs- bzw. Zulassungsverfahren. *W. Groß*, Kapitalmarktrecht, §§ 44, 45 BörsG, Rdnr. 38.

[229] Nach der früheren Rechtslage musste der Investor für einen Prospekthaftungsanspruch nachweisen, dass er die Anlageentscheidung aufgrund der fehlenden oder falschen Angaben gemacht hat. *J. Sittmann*, Die Prospekthaftung nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, NZG 1998, S. 490, 494. Mit Einführung des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes wurde der Anleger insoweit von der Beweislast befreit, d.h. die haftungsbegründende Kausalität zwischen Veröffentlichung des Prospekts und dem Investitionsbeschluss des Erwerbers wird nunmehr vermutet. Vgl. Begründung zum Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucksachen 13/8933, S. 56.

[230] *W. Groß*, Kapitalmarktrecht, §§ 44, 45 BörsG, Rdnr. 70; *J. Sittmann*, a.a.O, S. 490, 494.

[231] *W. Groß*, a.a.O., §§ 44, 45 BörsG, Rdnrn. 55 ff., 64.

[232] *P. Mülbert/S. Steup* a.a.O., § 26, Rdnrn. 104 f.

diese Investoren werden nach einer Korrektur so gestellt, als habe der Prospekt niemals Unrichtigkeiten oder Lücken aufgewiesen.[233]

11.3 Prospektverantwortliche

11.3.1 Haftung im Außenverhältnis

Die Prospekthaftung trifft nach § 44 I BörsG diejenigen,

- die für den Prospekt die Verantwortung übernommen haben, sowie
- die, von denen der Erlass des Prospekts ausgeht.

Die demnach Verantwortlichen haften als Gesamtschuldner nach §§ 421 ff. BGB. Den Prospekt erlässt, wer erkennbar nach außen die Verantwortung für diesen übernimmt. Zweifellos besteht danach eine Haftung des Emittenten und des Konsortialführers, ferner derjenigen Personen, die die Erklärung nach § 5 IV 1 WpPG abgegeben haben.[234]

Inwieweit darüber hinaus ein Verschulden der konsortialführenden Bank bei Unvollständigkeit oder Unrichtigkeit des Prospekts den anderen Konsorten zugerechnet werden kann, ist umstritten.[235] Von der Rechtsprechung wird dabei richtigerweise allein auf das Setzen eines Vertrauenstatbestandes abgestellt, indem eine Bank durch Nennung ihres Namens im Prospekt und damit nach außen erkennbar die Verantwortung für diesen übernimmt.[236] Dabei kommt es weder darauf an, ob die Bank tatsächlich als Mitverfasser aufgetreten ist, noch darauf, ob sie den Prospekt mit unterschrieben hat.[237] In analoger Anwendung von § 831 BGB

---

[233] *J. Sittmann,* a.a.O., S. 490, 493. Bereits entstandene Prospekthaftungsansprüche bleiben durch eine Berichtigung nach § 45 II Nr. 4 BörsG aber unberührt, d.h. diese entfaltet keine Rückwirkung. *P. Mülbert/S. Steup* a.a.O., § 26, Rdnr. 105.

[234] Treten die Vorstände des Emittenten als Garanten in Erscheinung, so haften sie nach außen persönlich. Bringen sie ein Eigeninteresse an der Emission mit, können sie u.U. auch als Prospektveranlasser haftbar sein. Das Interesse an einer eventuellen Steigerung der Vorstandsbezüge reicht hierfür aber nicht aus. *J. Ekkenga/H. Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, S. 303. Das Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz (KapInHaG), das ihre Einbeziehung in die Haftung vorsah, wurde Ende 2005 vorerst zurückgestellt. Dabei ist aber zu beachten, dass der Emittent intern Regress nehmen kann und muss, wenn ein Prospekthaftungsfall auf ein pflichtwidriges Verhalten des Vorstands und / oder des Aufsichtsrats zurückzuführen ist. Dies wird zumindest beim Vorstand des Emittenten, der die Prospekterstellung i.d.R. im Rahmen seiner Geschäftsführungstätigkeit leitet, häufig der Fall sein. *T. Zwissler*, Prospekthaftung, GP Mai 2006, S. 90, 91.

[235] Die Ablehnung einer Zurechnung wird mit dem Fehlen eines bestehenden Schuldverhältnisses zwischen der Gesamtheit der Konsorten und den Anlegern begründet, eine Haftung nach § 278 BGB für den Konsortialführer scheide damit aus. Dies gelte ungeachtet eines zwischen einigen Anlegern und Konsorten bestehenden Kaufvertrags, der Nebenpflichten zur Anlageberatung mit sich bringt. Da § 44 BörsG und § 13 VerkProspG keine Deliktstatbestände sind, scheide auch eine deliktische Zurechnung über § 831 BGB aus. Im Übrigen könne ein „einfaches" Konsortiumsmitglied schon aus rein faktischen Erwägungen keine eigene Due Diligence durchführen - eine selbständige Prospektprüfung durch alle Konsorten würde jeden Kosten- und Zeitrahmen sprengen - und müsse sich daher auf den Konsortialführer verlassen. *U. Bosch/W. Groß,* Das Emissionsgeschäft, Rdnr. 10/145 ff.

[236] Vgl. hierzu auch *K. Hopt,* Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, S. 68 ff.

[237] BGH, Urteil vom 14. Juli 1998, WM 1998, S. 1772, 1773 f. = ZIP 1998, S. 1528, 1529 f. *J. Sittmann,* a.a.O., S. 490, 493.

kann sich ein Konsorte aber auf eine vom Konsortialführer durchgeführte sorgfältige Prüfung berufen.[238]

Demgegenüber werden reine Underwriter, d.h. Banken, die vom Emissionskonsortium im Rahmen eines Übernahmevertrages Aktien übernehmen, von der Prospekthaftung trotz ihrer Nennung im Prospekt nicht betroffen, da sie nicht bei der Prospekterstellung involviert sind.[239]

Regelmäßig nicht zum Kreis derjenigen, die für den Prospekt verantwortlich sind, gehören auch Rechtsanwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer, die bei der Prospekterstellung mitgewirkt haben, da sie kein über das bloße Gebühreninteresse hinausgehendes wirtschaftliches Interesse an der Emission und den Prospekt nicht in seiner Gesamtheit erstellt haben. Dies gilt insbesondere dann, wenn sie nicht im Prospekt genannt werden und es daher an einer nach außen erkennbaren Übernahme der Verantwortung i.S. von § 44 I 1 Nr. 1 BörsG fehlt.[240] Allerdings kann sich für diese Personenkreise im Rahmen einer bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung oder der beruflichen Auskunftshaftung[241] eine entsprechende Verpflichtung ergeben.[242] So kann die Abgabe eines Comfort Letters die Haftung der WP-Gesellschaft gegenüber dem Emittenen[243] begründen, wohingegen der eine Legal Opinion abgebende Rechtsanwalt gegenüber dem Adressaten haftet.[244]

11.3.2 Haftung im Innenverhältnis

Die Verteilung des Prospekthaftungsrisikos im Innenverhältnis zwischen Emittent, Konsortialführung und Konsortium ist im Wesentlichen von der vertraglichen Ausgestaltung und dem anwendbaren Recht abhängig. Wird die Haftung im Innenverhältnis nicht in den Emissionsverträgen geregelt, wo im Regelfall eine interne Haftungsfreistellung des Emissionsbegleiters aufgenommen wird,[245] so gelten - vorausgesetzt, dass der Vertrag deutschem Recht unterliegt - die §§ 426, 254 BGB. Hat der Emittent das Konsortium falsch über seine wirtschaftlichen Verhältnisse informiert, so haftet er allein, sofern dies nach dem Maß der individuellen

[238] *U. Bosch/W. Groß,* Das Emissionsgeschäft, Rdnr. 10/147.

[239] *J. Sittmann,* a.a.O., NZG 1998, S. 490, 493. *E. Schwark (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar 3. Auflage 2004*, § 44, 45, Rdnr.10.

[240] *J. Ekkenga/H. Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, S. 304. *P. Mülbert/S. Steup* in *M. Habersack/P. Mülbert/M. Schlitt* (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 26 Rdnrn. 50 ff. Dort auch zur umstrittenen Haftung von Wirtschaftsprüfern.

[241] *S. Littbarski,* Die Berufshaftung - eine unerschöpfliche Quelle richterlicher Rechtsfortbildung, NJW 1984, S. 1667 ff.

[242] Zum Ganzen vgl. auch *W. Groß,* a.a.O., §§ 44, 45 BörsG, Rdnrn. 35 ff.

[243] Die WP-Gesellschaft haftet nach § 323 I 3 HGB nur gegenüber dem Emittenten und mit diesem verbundenen Unternehmen, nicht aber gegenüber den Banken. *U. Kunold* in *M. Habersack/P. Mülbert/M. Schlitt* (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 21, Rdnrn. 10 f.

[244] *J. Ekkenga/H. Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, S. 305 m.w.N.; eingehend zur Haftung der genannten Personenkreise vgl. *H. Assmann*, Die Prospekthaftung beruflicher Sachkenner de lege lata und de lege ferenda, AG 2004, S. 435 ff.

[245] *W. Groß,* a.a.O., §§ 44, 45 BörsG, Rdnrn. 17 ff.

Verursachung gerechtfertigt ist.[246] Im Ergebnis wird man je nach Art des Emittenten und seiner Erfahrung mit Kapitalmarkttransaktionen etc. regelmäßig von der Letztverantwortlichkeit des Emittenten für die Richtigkeit des Prospekts ausgehen müssen.[247]

11.3.3 Durchsetzung von Ansprüchen

Der Prospekthaftungsanspruch nach § 44 BörsG verjährt nach § 46 BörsG in einem Jahr seit dem Zeitpunkt, zu dem der Erwerber von der Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Angaben des Prospekts Kenntnis erlangt hat, spätestens jedoch in drei Jahren seit dessen Veröffentlichung. Der Anspruch unterliegt nicht der Dispositionsbefugnis der Parteien, d.h. er kann nicht im Voraus ermäßigt oder erlassen werden,[248] auch nicht im Prospekt selbst. In diesem Zusammenhang ist auch die Streichung des alten § 45 II BörsG zu sehen, nach dem eine Ersatzpflicht nicht dadurch ausgeschlossen wird, dass der Prospekt die Angaben als von einem Dritten herrührend bezeichnet. Im Ergebnis heißt dies, dass auch hierdurch eine Verlagerung oder ein Ausschluss der Verantwortung nicht erreichbar ist.

Für die Geltendmachung von Prospekthaftungsansprüchen begründet § 32b ZPO eine ausschließliche Zuständigkeit des Landgerichts. Örtlich zuständig ist das Gericht am Sitz des Emittenten.[249] Nach § 32b II ZPO können die Länder durch Verordnung Rechtsstreitigkeiten aus Prospekthaftung beim Eingangsgericht bündeln.

---

[246] *U. Bosch/W. Groß,* Das Emissionsgeschäft, Rdnr. 10/ 152 Inwieweit die sonstigen Prospektverantwortlichen Kontroll- und Nachforschungspflichten haben, ist noch nicht abschließend geklärt. Liegen offensichtliche und konkrete Anhaltspunkte für die Unrichtigkeit von Prospektangaben oder Informationen, die Zweifel an der Richtigkeit erwecken, vor, so wäre diesen sicherlich der Vorwurf grob fahrlässiger Unkenntnis eines Prospektmangels mit den entsprechenden Haftungsfolgen zu machen. Ansonsten dürfen sich die Verantwortlichen nicht generell und ohne Vornahme eigener Kontrollen darauf verlassen, die von anderen stammenden Angaben seien zutreffend. Verlangt wird auch eine gewisse Kontrolle der Schlüssigkeit der aus dem Datenmaterial gezogenen Schlussfolgerungen. Rechtsprechung und h.M. lehnen aber eine Verpflichtung zur Kontrolle der Buchführung und des Jahresabschlusses ab. Vgl. hierzu *H. Assmann* in *H. Assmann/R. Schütze* (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 7 Rdnr. 218 ff. m.w.N., nach dem über all dies hinaus doch eine Verpflichtung der Emissionshäuser zur Überprüfung der Bilanz auf die Wahrnehmung von Bilanzspielräumen sowie der Wertansätze angenommen werden sollte. Auch sollte sich nach seiner Ansicht der Prospektverantwortliche mangels eines Grundes zu berechtigten Zweifeln auf Prospektangaben, die auf Informationen unabhängiger Sachverständiger wie Rechtsanwälten und Steuerberater beruhen und in deren Berufsfeld erteilt werden, verlassen können. Allerdings könne den Prospektverantwortlichen ein Auswahlverschulden treffen, soweit sich der Prospektverantwortliche auf fremde Expertise zur Erfüllung seiner Kontrollpflichten stützt. Zum Ganzen vgl. auch *W. Groß,* a.a.O., §§ 44, 45 BörsG, Rdnrn. 73 ff.

[247] *H. Schwintowski/F. Schäfer,* Bankrecht, § 23 Rdnr. 78; *W. Groß,* a.a.O., §§ 44, 45 BörsG, Rdnrn. 35 ff.

[248] § 47 I BörsG.

[249] Der frühere § 48 BörsG, nach dem ohne Rücksicht auf den Wert des Streitgegenstands das Landgericht ausschließlich zuständig war, in dessen Bezirk die Börse ihren Sitz hat, deren Zulassungsstelle den Prospekt gebilligt oder den Emittenten von der Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospekts befreit hat, wurde durch Artikel 8 des Gesetzes zur Einführung von Kapitalanleger-Musterverfahren (BGBl. I 2005, S. 2437) aufgehoben.

11.4 Prospekthaftung bei internationalen Platzierungen

Prospekthaftungsansprüche bei Wertpapieren von Emittenten, die ihren Sitz im Ausland haben, erfordern nach § 44 III BörsG einen Bezug zum Inland, wenn die Papiere auch im Ausland notiert sind. Dieser ist dann gegeben, wenn die Papiere aufgrund eines im Inland geschlossenen Geschäfts oder einer ganz oder teilweise im Inland erbrachten Wertpapierdienstleistung erworben wurden. Erwerbsvorgänge, die ausschließlich im Heimatstaat des Emittenten vollzogen werden, können daher keine Prospekthaftungsansprüche nach deutschem Recht auslösen. Maßgebliches Anknüpfungskriterium für die Bestimmung des anwendbaren Rechts bei Geschäften mit Auslandsberührung ist damit der Platzierungsmarkt.[250]

Werden Aktien deutscher Emittenten nicht nur in Deutschland, sondern auch im Ausland platziert und der zugehörige Prospekt dort an Investoren übergeben, können sich Rechtsfolgen ergeben, die von den vorstehend dargestellten deutlich abweichen. Dies ist schon deshalb problematisch, da Wertpapierverkaufs- und Börsenzulassungsprospekte auch in Kapitalmärkte gelangen können, die ursprünglich nicht als Zielmärkte für die Platzierung der Emission vorgesehen waren.

Die Frage des dann anwendbaren Rechts ist umstritten. Nach der wohl h.M. ist bezüglich der Prospekthaftung eine einheitliche Anknüpfung der Ansprüche nicht möglich. Demnach wäre bei der kollisionsrechtlichen Einordnung nach der spezifisch geltend gemachten Rechtsgrundlage zu differenzieren.[251] Demgegenüber will eine im Vordringen befindliche Ansicht das gesamte Prospekthaftungsrecht unabhängig von der Rechtsgrundlage einheitlich und primär an den Ausgabeort des Prospekts anknüpfen.[252]

In Anbetracht der Rechtsunsicherheiten empfiehlt sich dringend die Aufnahme von Verkaufsbeschränkungen in den Prospekt auf die Regionen, deren rechtliche Anforderungen an Prospekte geprüft wurden und mit denen der Prospekt auch konform ist.

11.5 Haftung bei fehlendem Prospekt

Für den Fall, dass Wertpapiere, die nicht zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, entgegen § 3 I 1 WpPG ohne gebilligten Prospekt öffentlich angeboten werden, sieht der mit dem AnSVG neu eingefügte § 13a VerkProspG verschuldensunabhängige Ansprüche von Erwerbern der Wertpapiere vor, die in Anspruch und tatbestandlichen Voraussetzungen den vorstehend erläuterten für fehlerhafte Prospekte nachgebildet sind. So können Investoren, die vor Veröffentlichung eines Prospekts und innerhalb von sechs Monaten nach dem ersten öffentlichen Angebot die gegenständlichen Papiere erwerben, vom Emittenten und dem Anbie-

[250] *W. Groß*, a.a.O., §§ 44, 45 BörsG, Rdnr. 72.
[251] *R. Schütze* in *H.-D. Assmann/R. Schütze*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, S. 370;
[252] *K. Hopt*, Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, S. 240. Nach anderer Interpretation soll die Anknüpfung an das Recht des Marktortes dabei nicht das Vertrags-, Delikts- oder Gesellschaftsstatut verdrängen, sondern nur ergänzend zur Lückenfüllung herangezogen werden. *H. Schwintowski/F. Schäfer*, Bankrecht, S. 1012.

ter als Gesamtschuldner die Übernahme der Papiere gegen Erstattung des bezahlten Preises und der hiermit verbundenen Kosten verlangen. Hat der Erwerber die Papiere zwischenzeitlich weiter veräußert, so kann er nach § 13a II VerkProspG wie im Falle der Haftung wegen eines fehlerhaften Prospekts nach § 44 II BörsG die Zahlung des Unterschiedsbetrags zwischen Kauf- und Verkaufspreis sowie der mit den Transaktionen verbundenen Kosten verlangen. Der Anspruch ist ausgeschlossen, wenn der Erwerber beim Kauf die Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Prospekts kannte. Der Anspruch verjährt in einem Jahr ab dem Zeitpunkt, zu dem der Erwerber von der Veröffentlichungspflicht Kenntnis erlangt hat, spätestens jedoch in drei Jahren ab dem Erwerbsgeschäft. Wie im Falle der Prospekthaftung[253] ist eine Haftungsbeschränkung im Voraus unwirksam.[254]

11.6 Strategien zur Haftungsvermeidung

Die Minimierung der Risiken aus der Prospekthaftung beginnt in organisatorischer Hinsicht mit der Informationsgewinnung im eigenen Unternehmen als Basis der Prospekterstellung. Der Vorstand des Emittenten wird vor dem Hintergrund seiner persönlichen Verantwortung darauf achten, dass alle hierfür erforderlichen Informationen bereitgestellt und im Laufe der Prospekterstellung aktualisiert werden. Die in diesem Zusammenhang ergriffenen organisatorischen Vorkehrungen sollten dokumentiert werden, gegebenenfalls auch durch Einholung entsprechender Bestätigungen der für die Zusammenstellung der Informationen verantwortlichen Personen.

Basis für den Prospekt ist regelmäßig auch der Due Diligence Bericht, dessen Erstellung im Vorfeld eines Börsengangs für die Konsortialbanken ebenso selbstverständlich ist wie die Durchführung der Prüfung selbst. Als solcher ist der Bericht nicht nur Dokumentation der Ergebnisse der Prüfung, sondern auch wesentliches Dokument für den Nachweis der Einhaltung der erforderlichen Sorgfalt. Außerdem sollte der Emittent über den Abschluss einer D&O-Versicherung angemessenen Versicherungsschutz für seine Geschäftsleitung herstellen, da er sich Pflichtverletzungen seiner Organe bei der Prospekterstellung zurechnen lassen muss. Dies liegt auch im eigenen Interesse des Unternehmens selbst, da mögliche Rückgriffsansprüche in Anbetracht der Vermögensverhältnisse der betroffenen Führungskräfte oftmals nicht werthaltig sein dürften.[255]

[253] Vgl. § 47 BörsG.

[254] § 13a IV bis VI. Zum Ganzen vgl. W. Groß, Kapitalmarktrecht, § 13a VerkProspG, Rdnrn. 2 ff.; H. Fleischer, Zur Haftung bei fehlendem Verkaufsprospekt im deutschen und US-amerikanischen Kapitalmarktrecht, WM 2004, S. 1897 ff.

[255] *T. Zwissler*, Prospekthaftung, GP Mai 2006, S. 90, 91.

Literaturverzeichnis

Apfelbacher, Gabriele/Metzner, Manuel (2006), Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, S. 81 ff.

Assmann, Heinz-Dieter (2004), Die Prospekthaftung beruflicher Sachkenner de lege lata und de lege ferenda, AG 2004, S. 435 ff.

Assmann, Heinz-Dieter (1985), Prospekthaftung, Köln 1985

Assmann, Heinz-Dieter/Schütze, Rolf A. (Hrsg.) (1997), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Auflage, München 1997

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2004), Präsentation „Entwicklung der Verwaltungspraxis zu Finanzinformationen im Prospekt nach dem WpPG“, Bonn 2004

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2005), Präsentation „Rechtsfragen aus der Anwenderpraxis“, Bonn 2005

Bosch, Ulrich/Groß, Wolfgang (2000), Das Emissionsgeschäft, 2. Aufl., Köln 2000

Cerny, Jochen (1987), § 264a StGB-Kapitalanlagebetrug, Gesetzlicher Anlageschutz mit Lücken, MDR 1987, S. 271 ff.

Crüwell, Christoph (2003), Die europäische Prospektrichtlinie, AG 2003, S. 243 ff.

Ekkenga, Jens (2005), Änderungs- und Ergänzungsvorschläge zum Regierungsentwurf eines neuen Wertpapierprospektgesetzes, BB 2005, S. 561 ff.

Ekkenga, Jens/ Maas, Heyo (2006), Das Recht der Wertpapieremissionen, Berlin 2006

Fleischer, Holger (2004), Zur Haftung bei fehlendem Verkaufsprospekt im deutschen und US-amerikanischen Kapitalmarktrecht, WM 2004, S. 1897 ff.

Groß, Wolfgang (2006), Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, München 2006

Grotherr, Siegfried (1986), Der neue Straftatbestand des Kapitalanlagebetrugs (§ 264a StGB) als Problem des Prospektinhalts und der Prospektgestaltung, DB 1986, S. 2584 ff.

Habersack, Mathias/Mülbert, Peter O./Schlitt, Michael (Hrsg.) (2005), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, Köln 2005

Hefermehl/Köhler/Bornkamm (2006), Wettbewerbsrecht, 24. Auflage, München 2006

Holzborn, Timo/Israel, Alexander (2005), Das neue Wertpapierprospektrecht, ZIP 2005, S. 1668 ff.

Holzborn, Timo/ Schwarz-Gondek, Nicolai (2003), Die neue EU-Prospektrichtlinie, BKR 2003, S. 927 ff.

Hopt, Klaus J. (1991), Die Verantwortlichkeit der Banken bei Emissionen, München 1991

Joecks, Wolfgang (1986), Anleger- und Verbraucherschutz durch das 2. WiKG, wistra 1986, S. 142 ff.

Kaum, Markus/ Zimmermann, Martin (2005), Das jährliche Dokument nach § 10 WpPG, BB 2005, S. 1466 ff.

Keunecke, Ulrich (2005), Prospekte im Kapitalmarktrecht, Berlin, 2005

Köhler, Helmut/Piper, Henning (2002), UWG, 3. Aufl., München, 2002

Koh, Peter (2005), Issuers look to the pink herring solution, Euromoney May 2005, S. 64 ff.

Kunold, Uta/Schlitt, Michael (2004), Die neue EU-Prospektrichtlinie, BB 2004, S. 501 ff.

Littbarski, Sigurd (1984), Die Berufshaftung - eine unerschöpfliche Quelle richterlicher Rechtsfortbildung, NJW 1984, S. 1667 ff.

Schimansky, Herbert/Bunte, Hermann-Josef/Lwowski, Hans-Jürgen (Hrsg.) (2001), Bankrechts-Handbuch Band III, 2. Aufl., München 2001

Schlitt, Michael Schäfer, Susanne (2005), Alte und neue Fragen im Zusammenhang mit 10 %-Kapitalerhöhungen, AG 2005, S. 67 ff.

Schlitt, Michael Schäfer, Susanne (2005), Auswirkungen des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes auf Aktien- und Equity-linked Emissionen, AG 2005, S. 498 ff.

Schlitt, Michael/ Seiler, Oliver, Singhof, Bernd (2003), Aktuelle Rechtsfragen und Gestaltungsmöglichkeiten im Zusammenhang mit Wandelschuldverschreibungen, AG 2003, S. 254 ff.

Schlitt, Michael/Singhof, Bernd/Schäfer, Susanne (2005), Aktuelle Rechtsfragen und neue Entwicklungen im Zusammenhängen mit Börsengängen, BKR 2005, S. 251 ff.

Schönke, Adolf/Schröder, Horst (Hrsg.) (2006), Strafgesetzbuch, 27. Auflage, München 2006

Schröder, Christian (1994), Aktienhandel und Strafrecht, Köln 1994

Schwark, Eberhard. (Hrsg.) (2004), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Auflage, München 2004

Schwark, Eberhard. (Hrsg.) (1983), Zur Haftung der Emissionsbank bei Aktienemissionen - börsen-, bilanz- und gesellschaftsrechtliche Aspekte, ZGR 1983, S. 162

Schwintowski, Hans-Peter/Schäfer, Frank (2004), Bankrecht, 2. Aufl., Köln 2004

Seitz, Jochen (2005), Das neue Wertpapierprospektrecht, AG 2005, s. 678 ff.

Siebel, Ulf R./Gebauer, Stefan (2001), Prognosen im Aktien und Kapitalmarktrecht, WM 2001, S. 118 ff., 173 ff.

Sittmann, Jörg W (1998), Die Prospekthaftung nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, NZG 1998, S. 490 ff.

Weber, Martin (2004), Unterwegs zu einer europäischen Prospektkultur, NZG 2004, S. 360 ff.

Wienecke, Laurenz (2005), Emissionspublizität – Praktische Anforderungen und rechtliche Grenzen, NZG 2005, S. 109 ff.

Ziegler, Ole (2005), Die Rechtsfolgen der §§ 13, 13a VerkProspG n.F. und der Kapitalerhaltungsgrundsatz, NZG 2005, S. 301 ff.

Zuffer, Martin (2006), Die Umsetzung des Europäischen Passes der Prospekt-RL, ecolex 2006, S. 267 ff.

HfB – Working Paper Series

No.	Author/Title	Year
74.	Schanz, Kay-Michael / Schalast Christoph - Wertpapierprospekte - Markteinführungspublizität nach EU-Prospektverordnung und Wertpapierprospektgesetz 2005	2006
73.	Dickler, Robert A. /Schalast, Christoph Distressed Debt in Germany: What´s Next? Possible Innovative Exit Strategies	2006
72.	Belke, Ansgar / Polleit, Thorsten How the ECB and the US Fed set interest rates	2006
71.	Heidorn, Thomas / Hoppe, Christian / Kaiser, Dieter G. Heterogenität von Hedgefondsindizes	2006
70.	Löchel, Horst / Baumann, Stefan The Endogeneity Approach of the Theory of Optimum Currency Areas - What does it mean for ASEAN + 3?	2006
69.	Heidorn, Thomas / Trautmann, Alexandra Niederschlagsderivate	2005
68.	Heidorn, Thomas / Hoppe, Christian / Kaiser, Dieter G. Möglichkeiten der Strukturierung von Hedgefondsportfolios	2005
67.	Weber, Christoph Kapitalerhaltung bei Anwendung der erfolgsneutralen Stichtagskursmethode zur Währungsumrechnung	2005
66.	Schalast, Christoph / Daynes, Christian Distressed Debt-Investing in Deutschland - Geschäftsmodelle und Perspektiven -	2005
65.	Gerdesmeier, Dieter / Polleit, Thorsten Measures of excess liquidity	2005
64.	Hölscher, Luise / Harding, Perham / Becker, Gernot M. Financing the Embedded Value of Life Insurance Portfolios	2005
63.	Schalast, Christoph Modernisierung der Wasserwirtschaft im Spannungsfeld von Umweltschutz und Wettbewerb – Braucht Deutschland eine Rechtsgrundlage für die Vergabe von Wasserversorgungskonzessionen? –	2005
62.	Bayer, Marcus / Cremers, Heinz / Kluß, Norbert Wertsicherungsstrategien für das Asset Management	2005
61.	Löchel, Horst / Polleit, Thorsten A case for money in the ECB monetary policy strategy	2005
60.	Schanz, Kay-Michael / Richard, Jörg / Schalast, Christoph Unternehmen im Prime Standard - „Staying Public“ oder „Going Private“? - Nutzenanalyse der Börsennotiz -	2004
59.	Heun, Michael / Schlink, Torsten Early Warning Systems of Financial Crises - Implementation of a currency crisis model for Uganda	2004
58.	Heimer, Thomas / Köhler, Thomas Auswirkungen des Basel II Akkords auf österreichische KMU	2004
57.	Heidorn, Thomas / Meyer, Bernd / Pietrowiak, Alexander Performanceeffekte nach Directors´Dealings in Deutschland, Italien und den Niederlanden	2004
56.	Gerdesmeier, Dieter / Roffia, Barbara The Relevance of real-time data in estimating reaction functions for the euro area	2004
55.	Barthel, Erich / Gierig, Rauno / Kühn, Ilmhart-Wolfram Unterschiedliche Ansätze zur Messung des Humankapitals	2004
54.	Anders, Dietmar / Binder, Andreas / Hesdahl, Ralf / Schalast, Christoph / Thöne, Thomas Aktuelle Rechtsfragen des Bank- und Kapitalmarktrechts I : Non-Performing-Loans / Faule Kredite - Handel, Work-Out, Outsourcing und Securitisation	2004
53.	Polleit, Thorsten The Slowdown in German Bank Lending – Revisited	2004
52.	Heidorn, Thomas / Siragusano, Tindaro Die Anwendbarkeit der Behavioral Finance im Devisenmarkt	2004
51.	Schütze, Daniel / Schalast, Christoph (Hrsg.) Wider die Verschleuderung von Unternehmen durch Pfandversteigerung	2004
50.	Gerhold, Mirko / Heidorn, Thomas Investitionen und Emissionen von Convertible Bonds (Wandelanleihen)	2004

49.	Chevalier, Pierre / Heidorn, Thomas / Krieger, Christian Temperaturderivate zur strategischen Absicherung von Beschaffungs- und Absatzrisiken	2003
48.	Becker, Gernot M. / Seeger, Norbert Internationale Cash Flow-Rechnungen aus Eigner- und Gläubigersicht	2003
47.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Notes on convexity and quanto adjustments for interest rates and related options	2003
46.	Hess, Dieter Determinants of the relative price impact of unanticipated Information in U.S. macroeconomic releases	2003
45.	Cremers, Heinz / Kluß, Norbert / König, Markus Incentive Fees. Erfolgsabhängige Vergütungsmodelle deutscher Publikumsfonds	2003
44.	Heidorn, Thomas / König, Lars Investitionen in Collateralized Debt Obligations	2003
43.	Kahlert, Holger / Seeger, Norbert Bilanzierung von Unternehmenszusammenschlüssen nach US-GAAP	2003
42.	Beiträge von Studierenden des Studiengangs BBA 012 unter Begleitung von Prof. Dr. Norbert Seeger Rechnungslegung im Umbruch - HGB-Bilanzierung im Wettbewerb mit den internationalen Standards nach IAS und US-GAAP	2003
41.	Overbeck, Ludger / Schmidt, Wolfgang Modeling Default Dependence with Threshold Models	2003
40.	Balthasar, Daniel / Cremers, Heinz / Schmidt, Michael Portfoliooptimierung mit Hedge Fonds unter besonderer Berücksichtigung der Risikokomponente	2002
39.	Heidorn, Thomas / Kantwill, Jens Eine empirische Analyse der Spreadunterschiede von Festsatzanleihen zu Floatern im Euroraum und deren Zusammenhang zum Preis eines Credit Default Swaps	2002
38.	Böttcher, Henner / Seeger, Norbert Bilanzierung von Finanzderivaten nach HGB, EstG, IAS und US-GAAP	2003
37.	Moormann, Jürgen Terminologie und Glossar der Bankinformatik	2002
36.	Heidorn, Thomas Bewertung von Kreditprodukten und Credit Default Swaps	2001
35.	Heidorn, Thomas / Weier, Sven Einführung in die fundamentale Aktienanalyse	2001
34.	Seeger, Norbert International Accounting Standards (IAS)	2001
33.	Stehling, Frank / Moormann, Jürgen Strategic Positioning of E-Commerce Business Models in the Portfolio of Corporate Banking	2001
32.	Strohhecker, Jürgen / Sokolovsky, Zbynek Fit für den Euro, Simulationsbasierte Euro-Maßnahmenplanung für Dresdner-Bank-Geschäftsstellen	2001
31.	Roßbach, Peter Behavioral Finance - Eine Alternative zur vorherrschenden Kapitalmarkttheorie?	2001
30.	Heidorn, Thomas / Jaster, Oliver / Willeitner, Ulrich Event Risk Covenants	2001
29.	Biswas, Rita / Löchel, Horst Recent Trends in U.S. and German Banking: Convergence or Divergence?	2001
28.	Löchel, Horst / Eberle, Günter Georg Die Auswirkungen des Übergangs zum Kapitaldeckungsverfahren in der Rentenversicherung auf die Kapitalmärkte	2001
27.	Heidorn, Thomas / Klein, Hans-Dieter / Siebrecht, Frank Economic Value Added zur Prognose der Performance europäischer Aktien	2000
26.	Cremers, Heinz Konvergenz der binomialen Optionspreismodelle gegen das Modell von Black/Scholes/Merton	2000
25.	Löchel, Horst Die ökonomischen Dimensionen der ‚New Economy'	2000
24.	Moormann, Jürgen / Frank, Axel Grenzen des Outsourcing: Eine Exploration am Beispiel von Direktbanken	2000

23.	Heidorn, Thomas / Schmidt, Peter / Seiler, Stefan Neue Möglichkeiten durch die Namensaktie	2000
22.	Böger, Andreas / Heidorn, Thomas / Graf Waldstein, Philipp Hybrides Kernkapital für Kreditinstitute	2000
21.	Heidorn, Thomas Entscheidungsorientierte Mindestmargenkalkulation	2000
20.	Wolf, Birgit Die Eigenmittelkonzeption des § 10 KWG	2000
19.	Thiele, Dirk / Cremers, Heinz / Robé, Sophie Beta als Risikomaß - Eine Untersuchung am europäischen Aktienmarkt	2000
18.	Cremers, Heinz Optionspreisbestimmung	1999
17.	Cremers, Heinz Value at Risk-Konzepte für Marktrisiken	1999
16.	Chevalier, Pierre / Heidorn, Thomas / Rütze, Merle Gründung einer deutschen Strombörse für Elektrizitätsderivate	1999
15.	Deister, Daniel / Ehrlicher, Sven / Heidorn, Thomas CatBonds	1999
14.	Jochum, Eduard Hoshin Kanri / Management by Policy (MbP)	1999
13.	Heidorn, Thomas Kreditderivate	1999
12.	Heidorn, Thomas Kreditrisiko (CreditMetrics)	1999
11.	Moormann, Jürgen Terminologie und Glossar der Bankinformatik	1999
10.	Löchel, Horst The EMU and the Theory of Optimum Currency Areas	1998
09.	Löchel, Horst Die Geldpolitik im Währungsraum des Euro	1998
08.	Heidorn, Thomas / Hund, Jürgen Die Umstellung auf die Stückaktie für deutsche Aktiengesellschaften	1998
07.	Moormann, Jürgen Stand und Perspektiven der Informationsverarbeitung in Banken	1998
06.	Heidorn, Thomas / Schmidt, Wolfgang LIBOR in Arrears	1998
05.	Jahresbericht 1997	1998
04.	Ecker, Thomas / Moormann, Jürgen Die Bank als Betreiberin einer elektronischen Shopping-Mall	1997
03.	Jahresbericht 1996	1997
02.	Cremers, Heinz / Schwarz, Willi Interpolation of Discount Factors	1996
01.	Moormann, Jürgen Lean Reporting und Führungsinformationssysteme bei deutschen Finanzdienstleistern	1995

HFB – WORKING PAPER SERIES
CENTRE FOR PRACTICAL QUANTITATIVE FINANCE

No.	Author/Title	Year
04.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Interest Rate Convexity and the Volatility Smile	2006
03.	Becker, Christoph / Wystup, Uwe On the Cost of Delayed Currency Fixing Announcements	2005
02.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Cross currency swap valuation	2004
01.	Wallner, Christian / Wystup, Uwe Efficient Computation of Option Price Sensitivities for Options of American Style	2004

HFB – SONDERARBEITSBERICHTE DER HFB - BUSINESS SCHOOL OF FINANCE & MANAGEMENT

No.	Author/Title	Year
01.	Nicole Kahmer / Jürgen Moormann Studie zur Ausrichtung von Banken an Kundenprozessen am Beispiel des Internet (Preis: € 120,--)	2003

Printed edition: € 25.00 + € 2.50 shipping

Download: http://www.hfb.de/Navigator/Fakultaet/Publikationen/Arbeitberichte/Show

Order address / contact

HfB § Business School of Finance & Management
Sonnemannstr. 9-11 § D-60314 Frankfurt/M. § Germany
Phone: +49 (0) 69 154 008-734 § Fax: +49 (0) 69 154 008-728
eMail: klemens@hfb.de
Further information about HfB - Business School of Finance & Management
may be obtained at: http://www.hfb.de