

# Handbuch der Kapitalmarktinformation

Habersack / Mülbert / Schlitt

3. Auflage 2020  
ISBN 978-3-406-72870-9  
C.H.BECK

schnell und portofrei erhältlich bei  
[beck-shop.de](https://beck-shop.de)

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](https://beck-shop.de) steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

[beck-shop.de](https://beck-shop.de) hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird [beck-shop.de](https://beck-shop.de) für sein

umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

Informationsmanagement ist eine echte Führungsaufgabe.<sup>106</sup> Den Vorstand trifft die „Informationsverantwortung“<sup>107</sup> als Teil seiner Leitungsaufgabe. Er hat eine unmittelbare „informationelle Sorgfaltspflicht“.

Dies sollte auch gelten, wenn die Sicherung des internen Informationsflusses, also die Organisation der internen Informationsbeschaffung, nicht der Erhaltung und Verbesserung der Unternehmung im Allgemeinen dient, sondern der **Erfüllung von Kapitalmarktinformationspflichten**. 75

Folgt man dem, so kann der Vorstand zwar unter Umständen die Erfüllung einer Kapitalmarktinformationspflicht delegieren, wenn dies im Hinblick auf diese Pflicht zulässig ist. Diese gilt dann auch für die interne Informationsbeschaffung im Einzelfall. Die Aufgabe des Vorstands besteht insoweit nur noch in der **Überwachung der betrauten Stelle**. 76

Aber die **Organisation der internen Informationsbeschaffung** ist nach der hier vertretenen Ansicht eine Geschäftsleitungsaufgabe, die der Vorstand selbst wahrnehmen muss. Aufbau und Überwachung der Informationsorganisation kann er danach nicht delegieren. Selbstverständlich darf sich der Vorstand auch bei der eigenständigen Wahrnehmung von Geschäftsleitungsaufgaben unterstützen lassen. Das in der Praxis oft unlösbare Problem einer Abgrenzung zwischen Delegation einerseits und Inanspruchnahme unterstützender Maßnahmen andererseits stellt sich auch in anderen Fällen und soll hier nicht weiter untersucht werden. 77

Der **Grundsatz der Delegierbarkeit** einer Aufgabe im Einzelfall bei gleichzeitiger Pflicht der Geschäftsleitung zur selbständigen Vornahme organisatorischer Maßnahmen ist auch in anderen Rechtsgebieten bekannt. Im Rahmen von § 831 BGB etwa sind jedenfalls größere Unternehmen verpflichtet, ihren Mitarbeitern schriftliche Dienstweisungen und Verhaltensrichtlinien zugänglich zu machen, deren Erstellung nicht delegiert werden kann.<sup>108</sup> Das Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht ginge hier also keinen Sonderweg. 78

Die Einhaltung des Legalitätsprinzips und die Einrichtung eines funktionierenden Compliance-Systems gehören zur Gesamtverantwortung des Vorstands.<sup>109</sup> Grundsätzlich ist es jedoch möglich, die Verantwortung hinsichtlich einzelner Ressorts auf Mitglieder der Geschäftsleitung zu verteilen. Die **Ressortverantwortung**, also die volle Verantwortung, trifft dann nur das jeweilige Mitglied der Geschäftsleitung.<sup>110</sup> Dabei ist allerdings zu beachten, dass die übrigen Mitglieder der Geschäftsleitung sich durch diese Delegation nicht gänzlich ihrer Verantwortung entledigen können. Es liegt dann eine Entlastung vor, da der Eingriff in die Ressorts anderer Mitglieder der Geschäftsleitung unzuständigen Mitgliedern verwehrt ist. Es verbleibt dennoch eine gewisse Restverantwortung und die Pflicht zur Kontrolle des ressortzuständigen Mitglieds.<sup>111</sup> Im Falle unzureichender Überwachung seitens der übrigen Vorstandsmitglieder kommt auch ein Pflichtverstoß abseits eigener Ressortzuständigkeit in Betracht.<sup>112</sup>

## II. Aufgaben der Geschäftsführer in der GmbH

In der **GmbH** gilt im Ergebnis nichts anderes. Die Geschäftsführer sind verpflichtet, selbst eine Informationsorganisation aufzubauen und zu überwachen. Die Erfüllung von Kapitalmarktinformationspflichten kann delegiert werden, wenn dies nach der jeweiligen Kapitalmarktinformationspflicht zulässig ist. 79

<sup>106</sup> Zahn in Bea/Dichtl/Schweitzer S. 376 und 382 ff.

<sup>107</sup> Begriff nach Fleischer ZIP 2003, 5.

<sup>108</sup> BGH NJW 1968, 247 (248); BGHZ 77, 74 (77 f.); Steffen in RGRK BGB § 831 Rn. 53; Spindler in Bamberger/Roth BGB § 831 Rn. 33.

<sup>109</sup> LG München I NZG 2014, 435.

<sup>110</sup> Spindler in MüKoAktG § 93 Rn. 169.

<sup>111</sup> Fleischer in MüKoAktG GmbHG § 43 Rn. 117 ff.

<sup>112</sup> Spindler in MüKoAktG § 93 Rn. 169.

**F. Gegenstand einer ordnungsgemäßen Informationsorganisation**

- 80 Die rechtlich erforderliche **Ausgestaltung** der Informationsorganisation lässt sich kaum abstrakt bestimmen. Sie hängt von Größe und Art der Gesellschaft bzw. des Konzerns sowie der in Betracht kommenden Kapitalmarktinformationspflichten ab. Ein börsennotierter Großkonzern, der regelmäßig und in großem Umfang Wertpapierhandel in gelisteten Aktien und anderen Finanzinstrumenten betreibt sowie Wertpapierprospekte und Verkaufsprospekte herausgibt, bedarf einer komplexeren Informationsorganisation als der Mittelständler, der nur gelegentlich am Kapitalmarkt investiert und dabei in der Regel keinen Kapitalmarktinformationspflichten unterliegt. Insgesamt gilt hier, wie bei der grundsätzlichen Verpflichtung zur Errichtung eines Compliance-Systems, dass die erforderlichen Maßnahmen ergriffen werden müssen. Welche Maßnahmen „erforderlich“ sind, entbehrt näherer Ausgestaltung. Das Landgericht München I ging in seiner **Siemens-Neubürger Entscheidung** allerdings davon aus, dass hinsichtlich des Umfangs Art, Größe und Organisation des Unternehmens, die zu beachtenden Vorschriften, die geografische Präsenz wie auch Verdachtsfälle aus der Vergangenheit berücksichtigt werden müssen.<sup>113</sup>
- 81 Versucht man einige grundlegende Hinweise zu geben, so ist Ausgangspunkt in der Regel die Erstellung eines **Informationsorganisationshandbuchs**, in dem die Informationsorganisation beschrieben und Richtlinien für die Bedienung aufgestellt sind. Außerdem sind die notwendigen technologischen Voraussetzungen zu schaffen. Weiterhin wird in der Regel ein oberster Informationsorganisationsbeauftragter bestellt. Der Beauftragte muss nicht, kann aber in der Regel zugleich oberster Compliance-Beauftragter sein. Erforderlich ist außerdem die regelmäßige Schulung der Mitarbeiter bzw. Nutzer der Informationsorganisation.
- 82 Im Rahmen der **Ablauforganisation** ist die geeignete Protokollierung der durch die Informationsorganisation verarbeiteten Informationen sowie die Speicherung dieser Protokolle erforderlich. Mit Hilfe der Protokolle kann einerseits die Wirksamkeit der Informationsorganisation verbessert werden, andererseits kann mit ihrer Hilfe der Beweis der Ordnungsmäßigkeit der Informationsorganisation geführt werden.
- 83 Außerdem sollte eine regelmäßige Überprüfung der Informationsorganisation unter Berücksichtigung bekannt gewordener Systemfehler und -schwachstellen (Learning from Failure) stattfinden. Dazu gehört auch die Einführung wirksamer Vorkehrungen zur Kontrolle der tatsächlichen ordnungsgemäßen Nutzung der Informationsorganisation durch die Mitarbeiter.
- 84 Zur Evaluierung der bestehenden Informationsorganisation bietet es sich an, das gesamte Compliance-Management-System einer eingehenden Prüfung zu unterziehen. Ordnungsgemäße Informationsorganisation ist integraler Bestandteil eines effektiven Compliance-Management-Systems. Sowohl im neu erworbenen, als auch im Bestandsunternehmen erfolgt eine solche Überprüfung idealerweise mittels einer angemessenen **Compliance Due Diligence**. Eine solche Due Diligence beinhaltet die risikobasierte Untersuchung der historischen Compliance-Organisation, also insbesondere auch der Zweckmäßigkeit der Berichtswege. Ein besonderes Augenmerk sollte darauf liegen, ob die Vorgaben zur Informationsorganisation im eigenen Unternehmen bzw. Konzern eingehalten werden. Auch diese regelmäßige Prüfung ist Teil der Informationsorganisation.
- 85 Jedenfalls bei Unternehmen, die regelmäßig von Kapitalmarktinformationspflichten betroffen sind, sollte die Informationsorganisation der regelmäßigen **Überwachung** durch den Aufsichtsrat unterliegen. Zur Vorbereitung kann ein Ausschuss gebildet werden. Denkbar ist daneben die bereits angedeutete, freiwillige, regelmäßige und dokumentierte Überprüfung durch einen unabhängigen, gesellschaftsexternen Sachverständigen, etwa den Abschlussprüfer.

<sup>113</sup> LG München I NZG 2014, 345.

Zudem ist als Maßnahme zur Schaffung ordnungsgemäßer Informationssysteme die **Transparenz** der Informationsorganisation durch regelmäßige Veröffentlichung eines Berichts über die vorgenommenen Maßnahmen, etwa im Jahresbericht der Gesellschaft, anzusehen. Für das spezielle Informationssystem nach § 91 Abs. 2 AktG ist eine entsprechende Transparenz gesetzlich vorgesehen.<sup>114</sup> Auch die Pflicht zur Veröffentlichung der Stellungnahme zum Deutschen Corporate Governance Kodex gemäß § 161 AktG weist in diese Richtung. In diesem Rahmen könnte auch über die restliche Informationsorganisation berichtet werden.

Die Anforderungen an ordnungsgemäße Informationsorganisation können nicht schematisch dargestellt werden, sondern sind stets von den **Umständen des Einzelfalls** abhängig. Allerdings gibt es Maßnahmen, welche unabhängig vom jeweiligen Einzelfall helfen können, den Informationsfluss aufrechtzuerhalten. Es ist hierbei zwischen kurzfristigem und langfristigem Informationsaustausch zu unterscheiden. Dem kurzfristigen Informationsaustausch dienen beispielsweise Regeltermine zwischen den Mitarbeitern, Anweisungen, Rundschreiben an die Belegschaft oder auch Meldungen im Intranet. Um den Informationsfluss auf lange Sicht gesehen zu gewährleisten, können Unternehmen entsprechende Skripte verteilen, die Mitarbeiter schulen und verschiedene Tagungen oder regelmäßige Telefonkonferenzen abhalten.

Hinsichtlich des Informationsflusses von der Arbeitsebene zur Ebene der Geschäftsleitung existieren gewisse Minimalanforderungen. Hierzu gehört die **Durchgängigkeitsgewährung**. Es muss sichergestellt sein, dass auf Arbeitsebene bekannt gewordene Umstände ihren Weg bis zur Geschäftsleitung finden, die Durchgängigkeit der Berichtswege also gewährleistet wird.

### I. Anforderungen an eine ordnungsgemäße Informationsorganisation

Aus der sog. Gleichstellungslehre wurden in der höchstrichterlichen Rechtsprechung gewisse Pflichten entwickelt, die eine ordnungsgemäße Informationsorganisation ausmachen.<sup>115</sup> Der Gedanke ist, dass derjenige, der durch die Wahl der Rechtsform einer juristischen Person, eine gewisse Wissensaufspaltung in seinem Unternehmen herbeiführt, nicht besser gestellt werden darf, als eine natürliche Person in derselben Rolle. Dies entspricht dem allgemeinen Rechtsgedanken, wonach die Schaffung von Gefahrenquellen dazu verpflichtet, notwendige Vorkehrungen zum Schutz Dritter zu treffen. Bereits bei der Informationsverarbeitung sind dabei Interessen Dritter zu berücksichtigen.<sup>116</sup>

Der Vorstand eines Unternehmens ist danach verpflichtet, die Risiken der Wissensaufspaltung durch geeignetes Informationsmanagement, abzuwenden. Ein solches beinhaltet zunächst die **Speicherung der wesentlichen Informationen**. Als wesentlich sind diejenigen Informationen anzusehen, die „typischerweise aktenmäßig festgehalten sind“. Die Einordnung als **typischerweise aktenmäßig festgehaltenes Wissen** wird nach den Anforderungen des Verkehrsschutzes sowie den Erwartungen des Rechtsverkehrs vorgenommen.<sup>117</sup> Im Anschluss an die Speicherung ist die jeweilige Information an die zuständigen Stellen **weiterzuleiten** und von der Geschäftsleitung **abzufragen**.<sup>118</sup> **Grenzen** der Verpflichtung zur Informationsorganisation ergeben sich bereits aus ihrer Begründung. Die Gleichstellungslehre hat das Ziel juristische und natürlich Personen gleichzustellen, eine Schlechterstellung ist nicht gewünscht. Das zuzurechnende Wissen darf nicht zu einer Fiktion entarten.

<sup>114</sup> Darüber hinaus sieht der Aktionsplan der EU Kommission „Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union“ v. 21.5.2003 in Punkt 3.1.1. f) vor, dass Gesellschaften künftig über ihr gesamtes Risikomanagement zu berichten haben.

<sup>115</sup> BGHZ 132, 30; 135, 202.

<sup>116</sup> Bohrer Anm. zu BGH DNotZ 1991, 122 (129); Spindler Unternehmensorganisationspflichten S. 613.

<sup>117</sup> BGHZ 132, 30 (36): Demnach gehört hierzu das Wissen, von dem man im Zeitpunkt der Wahrnehmung erwarten kann, dass es später noch einmal rechtserheblich werden kann.

<sup>118</sup> BGHZ 132, 30.

### G. Zusammenfassung

88 Die Ergebnisse lassen sich in folgenden Thesen zusammenfassen:

1. Die Erfüllung der rechtlichen Kapitalmarktinformationspflichten ist mit einer Vielzahl von tatsächlichen Problemen verbunden, nämlich der Informationsbeschaffung, der Informationsverwaltung, der Möglichkeit zügiger Abrufung und der Einrichtung entsprechender Informationssysteme.
2. Erforderlich ist eine ordnungsgemäße interne Informationsbeschaffung, weil die erforderlichen Informationen im Unternehmen, im Konzern und möglicherweise auch bei Dritten verteilt sind und nicht zentral zur Verfügung stehen.
3. Die Praxis versucht, das Problem durch Entwicklung komplexer Informationssysteme zu lösen, deren Entwicklung rechtlich begleitet und unterstützt werden muss.
4. Zahlreiche Kapitalmarktinformationspflichten haben einen gesellschaftsübergreifenden, meist konzernweiten Bezug und machen deshalb eine gesellschaftsübergreifende Informationsbeschaffung erforderlich.
5. Die Durchführung dieser weitreichenden Informationsbeschaffung ist nur möglich, wenn der potenziell Kapitalmarktinformationsverpflichtete sie (notfalls) rechtlich durchsetzen kann.
6. Kapitalmarktinformationspflichten gewähren deshalb dem (potenziellen) Verpflichteten einen Auskunftsanspruch gegen Dritte, soweit die Auskunft zur Ermittlung und Erfüllung von Kapitalmarktinformationspflichten erforderlich ist.
7. In der Einzelgesellschaft sind solche Auskunftsansprüche in der Praxis nicht erforderlich, weil die Geschäftsleitung die Informationshoheit inne hat. Im Vertragskonzern und in der Praxis auch im faktischen Konzern gilt im Ergebnis nichts anderes. In Bezug auf unabhängige Dritte bestehende Auskunftsansprüche werden in der Praxis wohl nur selten durchgesetzt werden.
8. Die Vielzahl und Komplexität von Kapitalmarktinformationspflichten macht es in der Praxis erforderlich, den Informationsfluss systematisch zu organisieren.
9. Eine ausdrückliche (konzernweite) Organisationspflicht des Unternehmens, die vorbereitende interne Informationsbeschaffung ordnungsgemäß zu organisieren, gibt es nur bei wenigen Kapitalmarktinformationspflichten; in diesen Fällen ist schon der Verstoß gegen diese Organisationspflicht rechtswidrig und kann negative Rechtsfolgen haben.
10. Bei Kapitalmarktinformationspflichten ohne „vorgeschaltete“ Organisationspflicht hat die Unterlassung der ordnungsgemäßen Organisation der internen Informationsbeschaffung keine unmittelbaren negativen Rechtsfolgen. In Betracht kommen solche aber bei einem in der Folge eintretenden Verstoß gegen eine Kapitalmarktinformationspflicht.
11. Die Entstehung der meisten Kapitalmarktinformationspflichten hängt nur von objektiven Kriterien ab und setzt insbesondere nicht die entsprechende Kenntnis der für das Unternehmen handelnden Personen voraus.
12. Das Unterlassen der ordnungsgemäßen Organisation der internen Informationsbeschaffung kann beim Verstoß gegen eine konkrete Kapitalmarktinformationspflicht den Vorwurf der Fahrlässigkeit begründen.
13. Umgekehrt kann der Fahrlässigkeitsvorwurf bei Verstoß gegen eine Kapitalmarktinformationspflicht ausgeschlossen sein, wenn die interne Informationsbeschaffung ordnungsgemäß organisiert war.
14. Das Bestehen einer ordnungsgemäßen internen Informationsorganisation ist regelmäßig vom betroffenen Unternehmen zu beweisen.
15. Die Einrichtung einer unternehmensweiten Informationsorganisation ist Geschäftsaufgabe.
16. Im Rahmen ordnungsgemäßer Informationsorganisation besteht die Pflicht Informationen zu speichern, weiterzuleiten und abzufragen.

## 2. Teil. Informationspflichten

### 1. Kapitel. Emittenten-/Anbieterpublizität am Primärmarkt

#### § 3. Prospektpflicht für Wertpapiere

##### Übersicht

|                                                          | Rn.   |
|----------------------------------------------------------|-------|
| A. Überblick .....                                       | 1     |
| I. Bedeutung des Prospekts .....                         | 1     |
| II. Rechtsrahmen .....                                   | 8–9   |
| 1. Prospektverordnung .....                              | 8–9   |
| 2. Delegierte Verordnung (EU) 2019/980 .....             | 12    |
| 3. Wertpapierprospektgesetz .....                        | 13    |
| 4. ESMA-Empfehlungen/ESMA-Q & A .....                    | 17–18 |
| B. Anwendungsbereich der Prospektverordnung .....        | 19    |
| I. Wertpapiere .....                                     | 20    |
| II. Dividendenwerte; Nichtdividendenwerte .....          | 23–24 |
| III. Ausnahmen vom Anwendungsbereich .....               | 27–28 |
| C. Öffentliches Angebot .....                            | 30    |
| D. Zulassung an einem organisierten Markt .....          | 39    |
| E. Ausnahmen von der Prospektpflicht .....               | 42    |
| I. Ausnahmen für öffentliche Angebote .....              | 45    |
| 1. Privatplatzierungen .....                             | 46    |
| 2. Betragsgrenzen .....                                  | 50    |
| 3. Weitere Ausnahmen für bestimmte Wertpapiere .....     | 53    |
| 4. Im Besonderen: Mitarbeiterbeteiligungsprogramme ..... | 59    |
| 5. Weiterveräußerung von Wertpapieren .....              | 66–67 |
| II. Ausnahmen für die Zulassung .....                    | 68    |
| 1. 10 %-Kapitalerhöhungen .....                          | 69    |
| 2. Weitere Ausnahmen .....                               | 70    |
| 3. Keine Ermessensentscheidung .....                     | 73    |
| III. Kombinationen .....                                 | 74    |

##### Literatur:

*Apfelbacher/Metzner*, Das Wertpapierprospektgesetz in der Praxis – Eine erste Bestandsaufnahme, BKR 2006, 81; *Baums/Hutter*, Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO), FS Ulmer, 2003, S. 779; *Boos/Preuß*, Die Umsetzung der EU-Prospektrichtlinie in Deutschland – Folgen für daueremittierende Banken, ZfGK 2005, 523; *Crüwell*, Die europäische Prospektrichtlinie – Auf dem Weg zu einem europäischen Kapitalmarkt, AG 2003, 243; *Doleczik*, Erstellung von Finanzinformationen bei IPOs, CFL 2010, 466; *Ekkenga*, Änderungs- und Ergänzungsvorschläge zum Regierungsentwurf eines neuen Wertpapierprospektgesetzes, BB 2005, 561; *Ekkenga/Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, 2005; *Elsen/Jäger*, Revision der Prospektrichtlinie – Überblick über wesentliche Neuerungen, BKR 2010, 97; *Giedinghagen*, Arbeitnehmerbeteiligungen im Lichte des Wertpapierprospektgesetzes, BKR 2007, 233; *Heidelbach/Preuß*, Einzelfragen in der praktischen Arbeit mit dem neuen Wertpapierprospektregime, BKR 2006, 316; *Heidelbach/Preuß*, Zweieinhalb Jahre neues Prospektregime und noch viele Fragen offen, BKR 2008, 576; *Holzborn/Israel*, Das neue Wertpapierprospektrecht, ZIP 2005, 1668; *Holzborn/Schwarz-Gondek*, Die neue EU-Prospektrichtlinie, BKR 2003, 927; *Kopp*, Finanz- und Ertragslage des Emittenten in Verkaufs- und Börsenzulassungsprospekten – Darstellung und Analyse (MD&A), RIW 2002, 661; *Kollmorgen/Feldhaus*, Zur Prospektpflicht bei aktienbasierten Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen, BB 2007, 225; *dies.*, Neues von der Prospektpflicht für Mitarbeiterbeteiligungsprogramme, BB 2007, 2756; *Kullmann/Sester*, Inhalt und Format von Emissionsprospekten nach dem WpPG, ZBB 2005, 209; *dies.*, Das Wertpapierprospektgesetz, WM 2005, 1068; *Kunold/Schlitt*, Die neue EU-Prospektrichtlinie – Inhalt und Auswirkungen auf das deutsche Kapitalmarktrecht, BB 2004, 501; *Ladner/von Hepp*, Die prospektfreie Zulassung nach § 4 Abs. 2 Nr. 1 WpPG („10%-Ausnahme“) in der jüngsten Praxis, WM 2008, 576; *Lenz/Heine*, Der Nachtrag zum Wertpapierprospekt unter der neuen Prospektverordnung, AG 2019, 451; *Lenz/Ritz*, Die

Bekanntmachung des Bundesaufsichtsamts für den Wertpapierhandel zum Wertpapier-Prospektgesetz und zur Verordnung über Wertpapierprospekte, WM 2000, 904; *Leppert/Stünwald*, Die Safe-Harbour-Regeln der Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 und die KuMaKV, ZBB 2004, 302; *Leuring*, Prospektpflichtige Anlässe im WpPG, Der Konzern, 2006, 4; *Maerker/Biedermann*, Änderungen der EU-Prospektrichtlinie – Auswirkungen auf den deutschen Markt, RdF 2011, 90; *Mattil/Möslein*, Die Sprache des Emissionsprospekts, WM 2007, 819; *Meyer*, Anlegerschutz und Förderung des Finanzplatz Deutschland durch die Going Public Grundsätze der Deutsche Börse AG WM 2002, 1864; *ders.*, Anforderungen an Finanzinformationen in Wertpapierprospekten, Accounting 2006, S. 11; *Müller/Oulds*, Transparenz im europäischen Fremdkapitalmarkt, WM 2007, 573; *Parmenier*, Ad-hoc-Publizität bei Börsengang und Aktienplatzierung, NZG 2007, 407; *Pfeiffer/Buchinger*, Prospektpflicht bei Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen US-amerikanischer Arbeitgeber, NZG 2006, 449; *Poelzig*, Erleichterungen der Prospektpflicht zur Anpassung an die EU-Prospektverordnung, BKR 2018, 357; *Rieckhoff*, Trendinformationen und Prognosen im Wertpapierprospekt, BKR 2011, 221; *Schindler/Böttcher/Roß*, Erstellung von Pro-Forma-Abschlüssen, WpG 2001, 22; *Schlitt/Kreymborg*, Aktiendividende – ausgewählte gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Aspekte, AG 2018, 685; *Schlitt/Landschein*, Prospekthaftung – Aktuelle Entwicklungen, ZBB 2019, 103; *Schlitt/Mildner*, Ad-hoc-Publizität im Zusammenhang mit (vorläufigen) Geschäftszahlen und Prognosen, FS 25 Jahre WpHG, 2019, S. 363; *Schlitt/Schäfer*, Auswirkungen des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes auf Aktien- und Equity-linked Emissionen, AG 2005, 498; *Schlitt/Schäfer*, Drei Jahre Praxis unter dem Wertpapierprospektgesetz – eine Zwischenbilanz, AG 2008, 525; *Schlitt/Singhof/Schäfer*, Aktuelle Rechtsfragen und neue Entwicklungen im Zusammenhang mit Börsengängen, BKR 2005, 251; *Schlitt/Smith/Werlen*, Die Going-Public-Grundsätze der Deutsche Börse AG AG 2002, 478; *Schnorbus*, Die prospektfreie Platzierung von Wertpapieren nach dem WpPG, AG 2008, 389; *Schulteis*, Das Wertpapier-Informationsblatt gemäß § 3a WpPG bei öffentlichen Angeboten von Wertpapieren, GWR 2018, 365; *Schulz*, Aktienemissionen nach der Europäischen Prospektverordnung, WM 2018, 212; *Seibt*, Prospektfreie Zulassung von Aktien bei internationalen Aktienaustausch-Transaktionen mit gleichwertigen Dokumentenangaben (§ 4 Abs. 2 Nr. 3 WpPG), AG 2008, 565; *ders.*, Barkapitalemissionen mit erleichtertem Bezugsrechtsausschluss deutscher Emittenten nach § 186 Abs. 3 S. 4 AktG, CFL 2011, 74; *ders.*, Prognosen im Kapitalmarktrecht, CFL 2010, 289; *Seitz*, Die Integration der europäischen Wertpapiermärkte und die Finanzmarktgesetzgebung in Deutschland, BKR 2002, 340; *ders.*, Das neue Wertpapierprospektrecht – Auswirkungen auf die Emission von Schuldverschreibungen, AG 2005, 678; *Siebel/Gebauer*, Prognosen im Aktien- und Kapitalmarktrecht, WM 2001, 118 (Teil I), 173 (Teil II); *Stephan*, Prospektaktualisierung AG 2002, 3, 12; *Veil*, Prognosen im Kapitalmarktrecht, AG 2006, 690; *ders.*, Prospektpflichtbefreiung nach § 4 Abs. 2 Nr. 3 WpPG bei Unternehmensübernahmen, WM 2008, 1285; *von Kopp-Colomb/Lenz*, Der europäische Pass für Emittenten, AG 2002, 24; *Wagner*, Der Europäische Pass für Emittenten – die neue Prospektrichtlinie, Die Bank 2003, 680; *Weber*, Unterwegs zu einer europäischen Prospektkultur, NZG 2004, 360; *Wieneke*, Emissionspublizität, NZG 2005, 109 ff.; *ders.*, Emissionspublizität und informationelle Gleichbehandlung der Anleger, in *Grundmann/Schwintowski/Singer/Weber*, Anleger- und Funktionsschutz durch Kapitalmarktrecht, 2005, S. 37.

## DIE FACHBUCHHANDLUNG

### A. Überblick<sup>1</sup>

#### I. Bedeutung des Prospekts

- 1 Bei Kapitalmarkttransaktionen kommt der Veröffentlichung eines Wertpapierprospekts eine zentrale Bedeutung zu.<sup>2</sup> Der Veröffentlichung eines Prospekts bedarf es im Grundsatz immer dann, wenn Wertpapiere **öffentlich angeboten** oder an einem **organisierten Markt zum Handel zugelassen** werden (Art. 1 Abs. 1, Art. 3 Abs. 1, 3 ProspektVO).<sup>3</sup> Dabei hat die Veröffentlichung eine rechtliche und eine vermarktungstechnische Komponente, die je nach Transaktionsform unterschiedlich ausgeprägt sind.
- 2 Bei öffentlichen Angeboten von Wertpapieren dient der Prospekt vor Allem als „Vertriebsdokument“, mit dem interessierte Anleger geworben werden sollen.<sup>4</sup> Diese **Marketingfunktion** kommt dann besonders stark zum Tragen, wenn das emittierende Unternehmen noch keine Wertpapiere platziert hat (IPO, Anleiheemission nicht börsennotierter Gesellschaften) oder die letzte Emission schon längere Zeit zurückliegt bzw. die Liquidität des Emittenten nicht groß ist und daher eine Kapitalerhöhung durchgeführt wird (sog. **Re-IPO**).<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Der Verfasser dankt Dr. Carlos Philipp Landschein für die Unterstützung bei der Überarbeitung des Manuskriptes.

<sup>2</sup> So zutreffend *Meyer* in Habersack/Mülbert/Schlitt Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt Rn. 36.1, 36.13. Nachfolgend wird – etwas verkürzt – der Begriff „Prospekt“ verwendet.

<sup>3</sup> Zu nicht in Wertpapieren verbrieften Anlageformen § 8.

<sup>4</sup> *Meyer* in Habersack/Mülbert/Schlitt Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt Rn. 36.13.

<sup>5</sup> *Meyer* in Habersack/Mülbert/Schlitt Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt Rn. 36.13; *Meyer* in Marsch-Barner/Schäfer HdB börsennotierte AG, Rn. 7.13.

Demgegenüber wird der Prospekt im Falle einer „reinen“ **Börsenzulassung** nur aus rechtlichen Gründen erstellt. Hierzu gehören etwa die Fälle einer Zulassung von im Zuge einer **Sachkapitalerhöhung** ausgegebenen neuen Aktien oder die Zulassung einer **Anleihe**, die auf sog. „Off Termsheet Basis“ platziert wurde.<sup>6</sup> In diesen Fällen ist die Ansprache von Investoren nicht geplant oder bereits abgeschlossen. In solchen Konstellationen tritt die Marketingfunktion des Dokuments in den Hintergrund, so dass sich der Inhalt des Prospekts zumeist auf die Mindestangaben beschränkt.

Die **Vorbereitung** des Prospekts im Zuge einer Kapitalmarkttransaktion nimmt regelmäßig viel **Zeit** in Anspruch.<sup>7</sup> Je nach dem, in welchem Umfang auf andere Dokumente (andere Prospekte, Geschäftsberichte etc.) zurückgegriffen werden kann, beträgt der Zeitraum (ohne Billigungsverfahren, → § 5 Rn. 13 ff.) ein bis drei Monate. Federführend ist idR eine vom Emittenten beauftragte, zumeist internationale Anwaltskanzlei.

Insbesondere wenn das Dokument im Zuge des Vertriebs der zugrunde liegenden Wertpapiere verwendet wird, gilt es bei der Prospekterstellung einerseits die Wettbewerbsstärken und Strategie des Emittenten deutlich herauszustellen, andererseits aber den rechtlichen Anforderungen zu genügen, indem auch die im Unternehmen liegenden und mit dem Erwerb der Wertpapiere verbundenen Risiken dargestellt werden. Dass auf die Erstellung des Dokuments besondere Sorgfalt verwendet wird, hat seine Ursache vor allem im **Risiko einer Prospekthaftung** und einer Reputationsschädigung für den Emittenten und die emissionsbegleitenden Banken, wenn sich der Prospekt nachträglich als unrichtig oder unvollständig herausstellt (vgl. §§ 9 ff. WpPG, zur Prospekthaftung eingehend § 28).<sup>8</sup>

Neben den Regeln des europäischen und deutschen Rechts sind bei der Prospekterstellung häufig auch die Regelungen **anderer Jurisdiktionen** zu berücksichtigen, insbesondere die US-amerikanischen Securities Laws, wenn Investoren in den Vereinigten Staaten von Amerika angesprochen werden. Unabhängig davon haben sich internationale Kapitalmarktstandards herausgebildet, die die Prospektdarstellung prägen.

## II. Rechtsrahmen

**1. Prospektverordnung:** Der Rechtsrahmen für die Erstellung und Veröffentlichung von Prospekten wird maßgeblich durch die ProspektVO geprägt.<sup>9</sup> Die zuvor maßgebende Prospekttrichtlinie 2003/71/EG vom 4.11.2003 (ProspektRiL),<sup>10</sup> die im Jahre 2010 noch durch die ÄnderungsRiL<sup>11</sup> abgeändert worden war, ist nunmehr vollständig von der ProspektVO abgelöst worden.

Die ProspektVO ist ein wesentliches Element des **EU-Aktionsplans zur Schaffung einer Kapitalmarktunion**.<sup>12</sup> Ziel der Kapitalmarktunion ist es, Unternehmen den Zugang zu einer größeren Vielfalt an Finanzierungsquellen in der gesamten EU zu erleichtern,

<sup>6</sup> Schlitt in Habersack/Müllbert/Schlitt Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt Rn. 11.82.

<sup>7</sup> Meyer in Habersack/Müllbert/Schlitt Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt Rn. 36.13.

<sup>8</sup> Zu aktuellen Entwicklungen in der Prospekthaftung Schlitt/Landschein ZBB 2019, 103 ff.; Müllbert/Steup in Habersack/Müllbert/Schlitt Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt Rn. 41.20 ff.

<sup>9</sup> Nach ihrem Inkrafttreten am 20.7.2017 beansprucht die ProspektVO mittlerweile vollständige Geltung (seit 21.7.2019).

<sup>10</sup> RL 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der RL 2001/34/EG, ABl. 2003 L 354, 64; zur Prospekttrichtlinie und ihrer Entstehungsgeschichte ausführlich von Kopp-Colomb/Lenz AG 2002, 24 (26 ff.); Ilberg/Neises WM 2002, 635; Seitz BKR 2002, 340 (344 ff.); Criüwell AG 2003, 243 ff.; Wagner Die Bank 2003, 680 ff.; Weber NZG 2004, 360; Kunold/Schlitt BB 2004, 501 ff.; Fischer-Appelt/Werlen Euredia 2004, 3 ff.; Fischer-Appelt/Werlen Butterworth's Journal of International Banking and Financial Law 2004, 389 ff. Zum Prospekt nach Schweizer Obligationenrecht Schleiffer/Rehm Der Schweizer Treuhänder 2005, 1021 ff.

<sup>11</sup> RL 2010/73/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 24.11.2010 zur Änderung der Richtlinie 2003/71/EG, ABl. 2010 L 327, 1; s. dazu Elsen/Jäger BKR 2010, 97 ff.; Maerker/Biedermann RdF 2011, 90 ff.

<sup>12</sup> Mitteilung der Kommission – Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion v. 30.9.2015, COM/2015/468.

ein effizienteres Funktionieren der Märkte zu ermöglichen und Anlegern sowie Sparern zusätzliche Ertragsmöglichkeiten zu bieten, um so das Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen zu fördern.<sup>13</sup> Die Bewertung der ÄnderungsRiL hatte ergeben, dass bestimmte mit ihr eingeführte Änderungen ihr ursprüngliches Ziel verfehlt hatten und weitere Änderungen des EU-Prospektregimes erforderlich waren, um seine Anwendung zu vereinfachen und zu verbessern, seine Effizienz zu erhöhen, die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Union zu steigern und so zum Abbau von Verwaltungslasten beizutragen.<sup>14</sup> Die nunmehr in der Form einer unmittelbar anwendbaren Verordnung bewirkte Rechtsvereinheitlichung soll sicherstellen, dass die Regelungen für öffentliche Angebote von Wertpapieren und deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt unionsweit einheitlich angewandt werden. Die Möglichkeiten divergierender Maßnahmen auf nationaler Ebene sollen dadurch verringert werden, ein kohärenter Ansatz sowie größere Rechtssicherheit sichergestellt und erhebliche Beeinträchtigungen verhindert werden.<sup>15</sup>

- 11 Die ProspektVO verfolgt, wie auch die ProspektRiL zuvor, zwei Hauptziele. Sie will einerseits den **Anlegerschutz** und die **Markteffizienz** bei Wertpapieremissionen sicherstellen und andererseits den **Kapitalbinnenmarkt** stärken.<sup>16</sup> Bereits durch die mit der ProspektRiL bewirkte einheitliche inhaltliche Gestaltung von Wertpapierprospekten sollte das Transparenzniveau verbessert und damit das Vertrauen der Anleger in den europäischen Kapitalmarkt gefördert werden.<sup>17</sup> Indem Prospekten quasi gemeinschaftsweite Geltung verliehen wird, sollen zudem **grenzüberschreitende Emissionen** von Wertpapieren in den EU-Mitgliedstaaten erleichtert und der Aufwand für die Kapitalaufnahme für den Emittenten verringert werden (zum sog. Europäischen Pass im Einzelnen → § 5 Rn. 36 ff.).

- 12 **2. Delegierte Verordnung (EU) 2019/980.** Unter Geltung der alten Prospektverordnung (VO (EG) Nr. 809/2004<sup>18</sup>) wurden die in einen Prospekt aufzunehmenden **Mindestangaben** durch die Anhänge zu dieser Verordnung konkretisiert. Nunmehr ergeben sich die Mindestangaben aus der Delegierten Verordnung 2019/980<sup>19</sup> (im Folgenden: DelVO 2019/980).<sup>20</sup> Dabei wird zwischen verschiedenen Wertpapierarten, Emittenten und Angebotsformen differenziert. Wie bereits unter Geltung der VO (EG) Nr. 809/2004 bestimmen sich die Mindestanforderungen nach den **Anhängen**, nunmehr nicht zur ProspektVO selbst, sondern zur DelegiertenVO. Die Anwendbarkeit der Anhänge im Einzel-

<sup>13</sup> S. Erwägungsgrund 1 ProspektVO.

<sup>14</sup> S. Erwägungsgrund 6 ProspektVO.

<sup>15</sup> S. Erwägungsgrund 5 ProspektVO.

<sup>16</sup> S. Erwägungsgrund 7 ProspektVO.

<sup>17</sup> Gegenstand der ProspektVO sind ausschließlich anfängliche Offenlegungspflichten. Die an die Zulassung anknüpfenden Folgepflichten sind Gegenstand der RL 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der RL 2001/34/EG, ABl. 2004 L 390, 38, zuletzt geändert durch Art. 1 ÄndRL 2013/50/EU, ABl. 2013 L 294, 13.

<sup>18</sup> VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission v. 29.4.2004 zur Umsetzung der RL 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Angaben sowie die Aufmachung, die Aufnahme von Angaben in Form eines Verweises und die Veröffentlichung solcher Prospekte sowie die Verbreitung von Werbung, ABl. 2005 L 186, 3 (Berichtigungsfassung); erheblich geändert durch VO (EU) Nr. 486/2012 der Kommission v. 30.3.2012 zur Änderung der VO (EG) Nr. 809/2004 in Bezug auf Aufmachung und Inhalt des Prospekts, des Basisprospekts, der Zusammenfassung und der endgültigen Bedingungen und in Bezug auf die Angabepflichten, ABl. 2012 L 150, 1. Zur Entstehungsgeschichte der ProspektVO und die Vorarbeiten von CESR *Kunold/Schlitt* BB 2004, 501 (507); *Criwell* AG 2003, 243 (246 f.).

<sup>19</sup> Delegierte VO (EU) 2019/980 der Kommission vom 14.3.2019 zur Ergänzung der VO (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Aufmachung, des Inhalts, der Prüfung und der Billigung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, und zur Aufhebung der VO (EG) Nr. 809/2004 der Kommission.

<sup>20</sup> Die DelVO wurde von der Europäischen Kommission auf Grundlage einer Ermächtigung der ProspektVO erlassen (Art. 13 Abs. 1 ProspektVO).