

**Die Prospektverordnung im Entwurf –  
Empfehlungen um gute Ideen zu  
verwirklichen**

Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts [Transparenzregister 38064081304-25] zum Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist [COM(2015) 583 v. 30.11.2015], vom 22.02.2016

## Zusammenfassung

Wir begrüßen ausdrücklich die ursprüngliche Intention der EU-Kommission, die Erstellung von Prospekten und damit die Kapitalmarktfinanzierung zu erleichtern. Die meisten Prospekte werden nicht bei Aktienbegebung erstellt, sondern dienen der Anleiheemission. Die Aufnahme von Fremdkapital über den Kapitalmarkt neben dem Bankkredit zu vereinfachen, ist erklärtes Ziel der Kapitalmarktunion und wollen auch wir mit unserer Stellungnahme unterstützen. Wir halten es daher für absolut dringend, dass die EU-Gesetzgeber verschiedene Punkte im Vorschlag der EU-Kommission erhalten, aber auch abändern, damit die ursprüngliche Intention zur Förderung der Kapitalaufnahme auch erreicht wird.

### **Die Anzahl von knapp 30 verschiedenen Ermächtigungen sind zu viele**

Da entscheidende Fragen, wie bspw. die genaue Ausgestaltung der Erleichterungen für Sekundäremissionen, des Prospektinhalts und der Risikofaktoren, auf Level 2 delegiert werden soll, lässt sich noch nicht bewerten, ob die Prospektverordnung zu Erleichterungen oder Erschwernissen der Kapitalaufnahme führen wird.

Eine Anwendungsfrist von 12 Monaten ist für die Marktteilnehmer vor diesem Hintergrund zu kurz. EU-Kommission und ESMA können nicht alle wesentlichen delegierten Rechtsakte und Leitlinien in dieser kurzen Zeit entwickeln und erlassen, geschweige denn, dass den Marktteilnehmer noch genug Zeit bliebe, sich auf die neuen Vorgaben einzustellen.



Die EU-Gesetzgeber müssen die Anwendungsfrist daher mindestens auf 24 Monate verlängern und die Anzahl der Ermächtigungen erheblich reduzieren. Zum einen, indem sie die im ersten Absatz angesprochenen entscheidenden Fragen selbst beantworten und zum anderen, indem Ermächtigungen, die schon in der Vergangenheit keinen Mehrwert erreicht haben, weggelassen werden. Dazu zählt beispielsweise die Delegierte Verordnung zur Billigung und Veröffentlichung von Prospekten und die zu Nachträgen.

## Wholesale-Erleichterungen erhalten

Der Vorschlag der EU-Kommission, die Prospektausnahme für auf 100.000 Euro lautende Anleihen zu streichen und damit vermutlich schon klarstellen zu wollen, dass es in den noch zu entwickelnden Annexen keine den heutigen Annexen IX und XIII vergleichbaren Erleichterungen bei der Zulassung von auf 100.000 Euro lautende Anleihen geben soll, ist abzulehnen. Auch heute werden auf 1.000 Euro lautende Anleihen von „erstklassigen“ Emittenten begeben (bspw. Daimler mit 64 Prozent ihres Anleihevolumens in den letzten fünf Jahren). Die Liquidität kann es ohnehin nicht erhöhen, da typische Corporate Bond Investoren zumeist bis zum Ende der Laufzeit ihre Anleihen halten und in größeren Einheiten handeln.



Die Erleichterungen für Anleihen mit einer Stückelung von 100.000 Euro vereinfachen den Kapitalmarktzugang und die Anleiheemissionen für KMU, „erstklassige“ Emittenten und außereuropäische Emittenten. Wenn die angeblichen Nachteile nicht vorliegen, muss die Ausnahme für öffentliche Angebote in Art. 1 Abs. 3 übernommen und in Art. 13 Abs. 1 festgelegt werden, dass die Wholesale-Erleichterungen für Zulassungsprospekte auch zukünftig Anwendung finden.

## Basisprospektregime – Mindestens Status quo erhalten

Das Basisprospektregime ist anerkannt und funktioniert. Um die Kapitalaufnahme für Anleiheemittenten nicht zu schweren, sollte der Status quo erhalten bleiben und verschiedene kleinere Änderungsvorschläge der EU-Kommission, die einen Mehraufwand an Dokumentation bedeuten würden, nicht angenommen werden.

## Erleichterungen für Sekundäremissionen effizient ausgestalten

Wir begrüßen diesen Vorschlag der EU-Kommission sehr. Damit es keine Zweifel gibt, dass Anleiheemittenten diese Erleichterungen tatsächlich nutzen können, muss der Begriff der Wertpapiergattung noch klarer gefasst und insbesondere garantierte Anleihen in den Anwendungsbereich aufgenommen werden. Ferner muss eine deutliche Ausweitung der Informationsanforderungen auf Level 2 verhindert werden, indem schon auf Level 1 klargestellt wird, dass es keines Prospekts, sondern lediglich eines Dokuments braucht, dass die Wertpapierbeschreibung umfasst und im Falle von öffentlichen Angeboten die wesentlichen Veränderungen beim Emittenten seit dem letzten Bericht beschreibt.

## Bei Risikofaktoren auf dem heutigen Stand bleiben

Von einer Ermächtigung auf Level 2 sollte in Art. 16 abgesehen werden. Diese entscheidenden Fragen für die zukünftige Prospekterstellung müssen von den EU-Gesetzgebern beantwortet werden.

Dabei empfehlen wir dringend von einer Kategorisierung von Risiken abzusehen. Es ist den Unternehmen nicht möglich eine rechtssichere Einstufung von Risiken vorzunehmen. Bei der Risikobewertung bestehen so erhebliche Spielräume, dass die Einstufung letztlich eine willkürliche Entscheidung wäre. Das liegt auch daran, dass nicht klar ist, wie ein Probability-Magnitude-Test die Frage der Wesentlichkeit beantworten will. Es gibt Risiken, deren Eintrittswahrscheinlichkeit gering ist, deren Auswirkungen aber erheblich sein können. Umgekehrt können die Auswirkungen bei hoher Eintrittswahrscheinlichkeit gering sein. In beiden Fällen kann es sich aber trotzdem um wesentliche Risiken handeln (bspw. Naturkatastrophen wie Fukushima sind unwahrscheinlich, ihre Auswirkungen aber verheerend).

Die Dynamik von Risiken würde zudem in günstigen Marktfenstern den Emissionsprozess erheblich verlangsamen und damit der Intention der Kapitalmarktunion widersprechen. Die erheblich gestiegenen Haftungsrisiken würden KMU ohnehin motivieren, eine Prospekterstellung zu vermeiden.

Da es bereits Ratings und sog. Management Discussions & Analysis gibt, kann auch nicht die Behauptung geführt werden, dem Investor würde die Bewertung des Wertpapiers nicht erleichtert.

Eine Beschränkung auf die fünf wesentlichsten Risiken in der Zusammenfassung bedeutet automatisch dem Investor wesentliche Risiken vorzuenthalten. Es ist schließlich Intention der Zusammenfassung, dem Retail Investor ein in sich geschlossenes Dokument anzubieten.



Sowohl durch Kategorisierung als auch Beschränkung auf fünf wird der Investor in jedem Fall in die Irre geführt. Als „low“ eingestufte Risiken wird er nicht ernst nehmen und eine Beschränkung in der Zusammenfassung wird ihn glauben lassen, es gäbe gar nicht mehr als jeweils fünf wesentliche Risiken. Diese Vorschläge der EU-Kommission dienen nicht dem Ziel eine fundierte Anlageentscheidung zu erleichtern.

## **6-Seiten-Limit in Zusammenfassung erhöhen**

Eine Beschränkung auf sechs Seiten ist zu alledem zu kurz, um alle wesentlichen Informationen wiederzugeben. Emittenten und Wertpapiere können von so unterschiedlicher Komplexität sein, dass eine „one size fits all“-Lösung nicht angemessen ist. Dass eine etwaige Garantiegeberin beschrieben und damit eigentlich eine zweite Gesellschaft vollständig dargestellt werden müsse, wurde bei Berechnung der Seiten weggelassen. Die Seitenzahl sollte ohnehin wieder auf den alten Stand erhöht werden. Mindestens aber sind bei Garantiegeberin zwei weitere Seiten vorzusehen.

## Verwendete Abkürzungen

ProspV-E	= „Prospektverordnung im Entwurf“; Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist [COM(2015) 583 v. 30.11.2015]
PD II	= Prospektrichtlinie 2003/71/EG
PR	= Prospektverordnung (EG) Nr. 809/2004
TD	= Transparenzrichtlinie 2004/109/EG
KMU	= Kleinere und mittlere Unternehmen

## Inhaltsverzeichnis

1	Aussagekraft erhöhen und Ermächtigungen von Level 2 vermeiden.....	8
2	Art. 1 Abs. 3 und Art. 13 Abs. 2 – Ausnahme für 100.000er-Anleihen und Wholesale-Erleichterungen erhalten .....	10
2.1	Exkurs: Die Prospektausnahmen bei öffentlichen Angeboten.....	11
2.2	Retail Investoren können auf Corporate Bonds zugreifen.....	12
2.3	Liquidität wird dadurch nicht hergestellt werden .....	14
2.4	100.000er-Ausnahme und Wholesale-Erleichterungen auf Level 1 .....	16
3	Art. 1 Abs. 3 d), Art. 3 Abs. 2 – Prospektschwelle auf 20 Mio. anheben .....	17
4	Art. 1 Abs. 4 a) – Erhöhung auf 20 Prozent wird insb. KMU unterstützen .....	18
5	Art. 7 – Mehr Flexibilität bei der Zusammenfassung geben.....	19
5.1	Art. 7 Abs. 3 – 6-Seiten-Beschränkung ist zu gering .....	19
5.2	Beschränkung auf die fünf wesentlichen Risikofaktoren .....	21
6	Art. 8 – Basisprospektregime erhalten.....	22
6.1	Exkurs: Das Basisprospektregime und andere Vereinfachungen .....	22
6.2	Art. 8 Abs. 2 (a) – Nur indikative Liste.....	23
6.3	Art. 8 Abs. 4 – Veröffentlichung von endgültigen Bedingungen.....	24
6.4	Art. 8 Abs. 7 – Keine Billigung von endgültigen Bedingungen .....	24
8	Art. 14 und Art. 1 Abs. 3 und 4 – Sekundäremissionen.....	27
8.1	Art. 14 Abs. 1 a) – Den Begriff Gattung konkretisieren.....	28
8.2	Art. 14 Abs. 1 a) und b) – Garantierte Anleihen berücksichtigen .....	29
8.3	Art. 14 – Informationsniveau tatsächlich absenken .....	30
8.4	Listingprospekte brauchen noch weniger Angaben.....	32
8.5	Keine Zusammenfassung bei Sekundäremissionen möglich.....	33
8.6	Art. 19 Abs. 5 - Billigungsfrist auf fünf Tage verkürzen.....	34
9.1	Konkretisierung von Spezifität und Wesentlichkeit kaum möglich .....	37
9.3	Keine Beschränkung auf die fünf wesentlichsten Risiken.....	42
10	Art. 18 –Incorporation-by-reference-Mechanismus verbessert .....	45
11	Art. 19 X - Reine elektronische Abstimmung mit Aufsichtsbehörde .....	46

## 1 Aussagekraft erhöhen und Ermächtigungen von Level 2 vermeiden

Nach unserer Zählung sind in der heutigen Prospektverordnung 32 verschiedene Ermächtigungen der EU-Kommission und von ESMA vorgesehen, Vorgaben der Prospektverordnung („ProspV-E) entweder in sog. Delegierten Verordnungen oder durch Leitlinien zu konkretisieren. Unter anderem soll erst auf Level 2 festgelegt werden, welche Informationen ein Prospekt überhaupt umfassen, welche Informationen ein „Prospekt“ im Falle von Sekundäremissionen beinhalten und wie Risikofaktoren zukünftig dargestellt werden sollen. Allein diese drei Punkte sind von so wesentlicher Bedeutung für die Erstellung eines Prospekts, dass erst mit ihrer Konkretisierung auf Level 2 feststünde, wie die Prospekte zukünftig auszusehen haben. Das bedeutet, dass Emittenten und Marktteilnehmer ihre entsprechenden Systeme auch erst umstellen können, wenn diese konkreten Anforderungen determiniert wurden. Auch erst dann wird klar sein, ob die neue ProspV-E tatsächlich Vereinfachungen gebracht hat oder die Prospekterstellung, was aktuell eher zu befürchten ist, noch unattraktiver gemacht wurde. Der heutige ProspV-E lässt aus Praxissicht viele Fragen offen.

Die EU-Organe sollten sich keinesfalls ihrer Möglichkeiten berauben, selbst zu entscheiden, wie das Prospektrecht zukünftig ausgestaltet werden soll und ob damit ein wesentliches Ziel der Kapitalmarktunion, nämlich der vereinfachte Kapitalmarktzugang, erreicht werden kann.

Die Masse an Ermächtigungen ist vor diesem Hintergrund sehr problematisch. Das ist sie allerdings auch in Anbetracht der sehr kurzen Anwendungsfrist von 12 Monaten in Art. 47 ProspV-E. Wir halten es für nahezu unmöglich, dass alle delegierten Rechtsakte bereits 12 Monate nach in Krafttreten der ProspV-E abgestimmt und umgesetzt wurden, geschweige denn, dass das in so kurzer Zeit geschieht, dass die Emittenten und deren Berater genügend Zeit hätten, sich auf die neuen Anforderungen einzustellen. Regeln, die unter so einem Druck zu Stande kommen, sind zudem prädestiniert, Inkonsistenzen und Diskrepanzen aufzuwerfen, die von der EU-Kommission in ihrem Aktionsplan zur Kapitalmarktunion klar zum Hindernis eines funktionierenden Kapitalbinnenmarktes erklärt wurde.

Wir empfehlen daher dringend:

1. Die Anzahl der Ermächtigungen deutlich zu reduzieren. Konkretisierungen zu den Sekundäremissionen und bei Risikofaktoren sind von so elementarer Bedeutung für das Funktionieren der Kapitalmarktunion, dass die Entscheidungen über die genaue Ausgestaltung auf Level 1 getroffen werden müssen (s. dazu im Einzelnen später).



2. Zudem haben Erfahrungen in der Vergangenheit gezeigt, dass bestimmte Delegationen und Ermächtigungen, die nun auch wieder vorgesehen sind, keinen Mehrwert geboten haben. Damit sprechen wir insbesondere die RTS zu Nachträgen (Delegierte Verordnung (EU) Nr. 382/2014) und die noch nicht veröffentlichten RTS zur Billigung und Veröffentlichung des Prospekts vom 30.11.2015 an. Die Konsultation und die Umsetzung der Ergebnisse haben sowohl ESMA, alle nationalen Aufsichtsbehörden als auch die Marktteilnehmer sehr viel Zeit gekostet. Am Ende wurden aber nur gängige Marktpraktiken festgeschrieben und keinerlei Mehrwert für den Markt geschaffen, da strittige Fragestellungen unbeantwortet blieben. Die in Art. 22 Abs. 6 ProspV-E vorgesehene Entwicklung von technischen Regulierungsstandards durch die ESMA wird demzufolge nutzlos sein. Ob die Ermächtigungen und Delegationen in Art. 19 Abs. 10 und 11 ProspV-E Mehrwert bringen werden, ist vor diesem Hintergrund jedenfalls sehr zweifelhaft.
3. Darüber hinaus muss die Anwendungsfrist dringend auf mindestens 24 Monate verlängert werden, um den Marktteilnehmern Zeit zu geben, die neuen Anforderungen, die sich v.a. durch die genaue Ausgestaltung des Prospektinhalts ergeben werden, auch umzusetzen.
4. Die delegierten Rechtsakte sollten spätestens nach 12 Monaten abgestimmt und erlassen worden sein, damit den Marktteilnehmern zumindest noch 12 Monate zur Umsetzung verbleiben.

## 2 Art. 1 Abs. 3 und Art. 13 Abs. 2 – Ausnahme für 100.000er-Anleihen und Wholesale-Erleichterungen erhalten

*Die EU-Kommission hat vorgeschlagen, den von Anleiheemittenten meist genutzten Ausnahmetatbestand für Anleihen mit einer Mindeststückelung von 100.000 Euro („100.000er-Anleihen“) ersatzlos zu streichen. Wir gehen davon aus, dass in der Folge auch bei der Festlegung der Prospektinhalte auf Level 2 nach Art. 13 Abs. 1 ProspV-E keine Vereinfachungen mehr für 100.000er-Anleihen (sog. „Wholesale-Erleichterungen“) vorgesehen werden sollen.<sup>1</sup> Unsere Argumente beziehen sich daher auf beide Aspekte. Die EU-Kommission beabsichtigt Retail Investoren angeblich den Zugriff auf Anleihen „erstklassiger“ Emittenten zu ermöglichen und die Liquidität am Corporate-Bond-Markt zu beleben. Die vorgeschlagene Streichung und implizite Abschaffung der „Wholesale-Erleichterungen“ wird dieses Ziel aber nicht erreichen.*

**Der Prospektausnahmetatbestand bei öffentlichem Angebot von 100.000er-Stücken sollte daher erhalten bleiben und zusätzlich in Art. 13 Abs. 1 ProspV-E festgelegt werden, dass es auch zukünftig Erleichterungen für 100.000er-Anleihen beim Prospektinhalt gibt.**

- **Die Annahmen der EU-Kommission, auf denen ihr Vorschlag beruht, gehen überwiegend fehl.** Auch heute begeben „erstklassige“ Emittenten auf 1.000 Euro lautende Anleihen, auf die Retail Investoren Zugriff haben. Selbst die im Impact Assessment beispielhaft genannten Unternehmen begeben auf 1.000 Euro lautende Anleihen. Die Automobilherstellerin Daimler hat in den vergangenen fünf Jahren ca. 64 Prozent ihres Anleihevolumens in 1.000er-Stücken begeben.
- Über Fonds können sich Retail Investoren zudem an 100.000er-Anleihen beteiligen.
- Die Liquidität des Corporate-Bond-Markts würde nicht erhöht werden. Der typische Corporate Bond Investor hält bis zum Ende und handelt in Einheiten von 200.000 bis 500.000 Euro.

<sup>1</sup> In diese Richtung geht die Begründung der EU-Kommission auf S. 17 ihres Vorschlags.

- Würde es ferner eine hohe Nachfrage von Retail Investoren geben, würden die begleitenden Konsortialbanken ein größeres Volumen an 1.000er-Stücken empfehlen.
- Das Prospektrecht kann die Folgen der Bankenregulierung nicht kompensieren und deren Tätigkeit als Liquiditätssponder nicht ersetzen.
- **Die Prospektausnahme muss daher für öffentliche Angebote erhalten bleiben.** Es ist schließlich der rechtssicherste Ausnahmetatbestand und erlaubt vor allem KMU, die einfache Kapitalaufnahme über MTFs.
- **Das gilt gleichermaßen für die Wholesale-Erleichterungen, die KMU, großen Emittenten wie auch außereuropäischen Gesellschaften erhalten bleiben müssen.** Alle hätten andernfalls erhebliche Mehraufwendungen. Die Wholesale-Erleichterungen vereinfachen die Anleihebegebung an institutionelle Investoren erheblich.

## 2.1 Exkurs: Die Prospektausnahmen bei öffentlichen Angeboten

Die heutige Prospektrichtlinie sieht verschiedene Ausnahmetatbestände vor, wann ein öffentliches Angebot oder die Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt keinen Prospekt verlangen. So existiert bereits in Art. 1 Abs. 2 h) PD II eine Ausnahmegvorschrift für Wertpapierbegebungen bis zu 5 Mio. Euro und weitere Ausnahmegvorschriften in Art. 3 und Art. 4 PD II.

Nach Art. 3 Abs. 2 PD II besteht bei einem öffentlichen Angebot keine Prospektspflicht, wenn a) sich das Angebot ausschließlich an qualifizierte Anleger (institutionelle Investoren usw.) oder b) an weniger als 150 nicht qualifizierte Anleger (bspw. Retail Investoren) pro Mitgliedstaat richtet. Ferner besteht keine Prospektspflicht bei öffentlichen Angeboten, wenn c) Anleger nur Wertpapiere im Gesamtwert von mindestens 100.000 Euro erwerben können, d) es sich um Wertpapiere mit einer Mindeststückelung von 100.000 Euro handelt) oder e) das Angebot für alle Wertpapiere unter 100.000 Euro liegt.

Der Ausnahmetatbestand d), Mindeststückelung von 100.000 Euro, ist der meist genutzte Ausnahmetatbestand bei der Anleiheemission. Die 100.000er-Anleihe wird von vielen Anleiheemittenten auch genutzt, obwohl sie Wertpapiere nicht öffentlich angeboten, sondern privat platziert haben. Es gibt zwar keinen Art. 3 Abs. 2 d) PD II vergleichbaren Ausnahmetatbestand für die bloße Zulassung zum Regulierten Markt. Davon ausgehend, dass Retail Investoren Anleihen in Stückelungen von 100.000 Euro nicht kaufen werden, gelten für 100.000er-Anleihen aber sog. Wholesale-Erleichterungen. Das sind u.a. reduzierte Informationsanforderungen im Prospekt nach Annex IX und XIII der PR. So wird

bspw. kein IFRS-Abschluss verlangt, was es außereuropäischen Gesellschaften teilweise überhaupt erst ermöglicht, Anleihen ohne Umstellung ihrer Rechnungslegung in der EU zu begeben. Eine Zusammenfassung, die insbesondere den Retail Investoren dienen soll, muss zudem nicht erstellt werden, Art. 5 Abs. 2 Uabs. 3 PD II.

Dass diese Ausnahmegesetzgebung bzw. diese Erleichterungen auch von den größten Unternehmen (sog. Blue Chips) genutzt wird, sieht die EU-Kommission kritisch. Nach ihrer Auffassung würden Retail Investoren damit Schuldverschreibungen „erstklassiger“ Emittenten und demzufolge Spar- und Anlagemöglichkeiten vorenthalten. Ferner ist sie der Auffassung, dass mit der Streichung der Ausnahmegesetzgebung der Corporate-Bond-Markt liquider werden könnte und damit zukünftige Turbulenzen vermieden werden könnten. Wie wir nachfolgend aufzeigen, gibt es für diese beiden Annahmen allerdings wenig Anhaltspunkte. Die Streichung dieser Ausnahmegesetzgebung würde im Gegenteil zu mehr Rechtsunsicherheit führen.

## 2.2 Retail Investoren können auf Corporate Bonds zugreifen

Die EU-Kommission nimmt an, dass mit Streichung der Ausnahmegesetzgebung Art. 3 Abs. 2 d) PD II, der Ausnahme für Mindeststückelungen von 100.000 Euro, insbesondere große Emittenten zukünftig kleinere Stückelungen wählen würden. Diese Annahme basiert auf dem Impact Assessment zum ProspV-E<sup>2</sup>. Dort werden beispielhaft fünf große Anleiheemittenten (McDonald’s Corp., Walgreens Boots, Bat Intl. Finance, Pepsico Inc. und BP Capital PLC) mit drei Anleihen auf Euro, Pfund und Dollar aufgeführt. Die Anleihen auf Euro und Pfund wurden jeweils in 100.000-Stückelungen begeben, während die Dollar-Anleihe in einer 1.000er-Stückelung emittiert wurde.<sup>3</sup> Daraus schließt die EU-Kommission auf die grundsätzliche Bereitschaft der Emittenten, kleinere Stückelungen zu begeben, wenn die Vorteile einer 100.000er-Stückelung neutralisiert würden.<sup>4</sup>

### 2.2.1 Kein Automatismus & schon heute werden 1.000er-Stücke begeben

Vorab ist darauf hinzuweisen, dass die Streichung der Ausnahmegesetzgebung nicht bedeutet, dass Emittenten zukünftig kleiner gestückelte Anleihen emittieren müssen. Sie können auch weiterhin auf 100.000 Euro lautende Stücke emittieren, bspw. aus der Erwägung heraus ihre Investorenbasis übersichtlich zu halten und deshalb keine Retail Investoren beteiligen zu wollen.

<sup>2</sup> Commission Staff Working Document, Impact Assessment, SWD(2015) 255, vom 30.11.2015 <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015SC0255&from=DE>

<sup>3</sup> s. Fn. 1, S. 31.

<sup>4</sup> s. Fn. 1, S. 30.

Ferner bleibt die Prospektausnahme für Mindestangebote von 100.000 Euro erhalten. Wenn nun eine Stückelung von 100.000 Euro gewählt wird, ist dieses Erfordernis – wenn mindestens zum Nominalwert angeboten wird – mit Sicherheit erfüllt.

Zudem suggeriert die EU-Kommission in ihrer Darstellung ein falsches Bild. Sie weist im Impact Assessment daraufhin, dass – laut OECD-Daten – rund 70 Prozent aller in der EU „gelisteten“ Corporate Bonds über 100.000 Euro gestückelt wurden. Daneben führt sie ihr Beispiel mit den fünf Unternehmen (s.o.) an, die eine 1.000er-Stückelung in US-Dollar begeben haben und suggeriert damit, dass diese fünf Unternehmen – die stellvertretend für einen großen Teil der Blue-Chip-Unternehmen genannt werden – keine auf 1.000 Euro lautenden Stücke begeben, es aber tun würden, würden die Privilegierungen für auf 100.000 Euro lautende Stücke abgeschafft. Das stimmt aber nicht.

US-Unternehmen stellvertretend für Emittenten auf dem europäischen Kapitalmarkt zu nehmen ist jedenfalls irreführend. Warum sie nur 100.000er-Anleihen begeben, wissen wir nicht. In Deutschland aber jedenfalls, ist die Emission von 100.000er wie auch 1.000er-Anleihen gängig. Daimler hat beispielsweise unter ihrem EMTN-Programm in den vergangenen fünf Jahren ca. 64 Prozent ihres Anleihevolumens in 1.000er-Anleihen begeben. Das waren v.a. sogenannte Benchmark-Anleihen. Die übrigen 36 Prozent entfielen auf Anleihen mit variablem Zinssatz und auf Anleihen von ausländischen Finanzierungsgesellschaften, die keine IFRS-Abschlüsse haben und deshalb auf die Wholesale-Erleichterungen in Annex IX der PR angewiesen sind.

Davon abgesehen, ist die Währung auch nicht entscheidend für die Anwendung der Prospektvorgaben. Auch europäische Emittenten können Anleihen mit einer Mindeststückelung in Dollar begeben.

An dieser Stelle ist auch darauf hinzuweisen, dass die OECD-Daten nicht nach reguliertem Markt und Freiverkehr unterscheiden, weshalb bei den gelisteten Anleihen vermutlich auch Emissionen auf speziellen MTFs für institutionellen Investoren wie der luxemburgische Euro MTF oder der britische Professional Securities Market mitgezählt werden. Das OECD-Papier geht jedenfalls auf diese Marktsegmente ein, was dafür spricht, dass sie mitgezählt wurden.<sup>5</sup> Dort werden typischerweise 100.000er-Stückelungen begeben. Die dortigen Investoren handeln aber ohnehin in größeren Einheiten von bspw. 200.000 oder 500.000 Euro. Wie hoch der Anteil an 100.000er-Stücken in Marktsegmenten ist, die Retail Investoren auch zugänglich sind, sagt die Statistik der OECD nicht aus.

---

<sup>5</sup> vgl. Celik/Demirtas/Isaksson(2015), Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance, OECD Corporate Governance Working Papers, No. 16, S. 41 <http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5js69lj4hvnw.pdf?expires=1453282440&id=id&accname=guest&checksum=3F2033F98C984A9871FDBE93BD6A4CFA>.

### 2.2.2 100.000er-Anleihen wegen Transparenzrichtlinie

Soweit der Emittent den Ausnahmetatbestand des Art. 8(1)(b) TD in Anspruch nimmt, kann er auch gar nicht anders als auf 100.000 Euro lautende Anleihen zu begeben. Nach dieser Vorschrift unterfällt ein Emittent nicht der TD, wenn er auf 100.000 Euro lautende Anleihen begibt.

### 2.2.3 Retail Investoren gelangen über Fonds an 100.000er-Anleihen

Im Impact Assessment wie auch in der Begründung und den Erwägungsgründen der ProspV-E bleibt vollkommen unerwähnt, dass Retail Investoren immer seltener direkt auf Unternehmensanleihen zugreifen, sondern über Fonds an ihnen beteiligt werden.<sup>6</sup> Für Fonds ist es ohne weiteres möglich, in 100.000er-Anleihen zu investieren. Zu suggerieren, Retail Investoren könnten sich an 100.000er-Anleihen von Blue-Chip-Unternehmen nicht beteiligen, ist daher irreführend.

## 2.3 Liquidität wird dadurch nicht hergestellt werden

Wir sind darüber hinaus der festen Überzeugung, dass die Liquidität im Corporate-Bond-Markt nicht durch die Aufhebung der Prospektausnahme für 100.000er-Stückelungen wieder belebt wird. Zutreffend hat die IOSCO eine geringere Stückelung von Anleihen auch nicht als Grund für die mangelnde Liquidität im Corporate-Bond-Markt identifiziert.<sup>7</sup>

### 2.3.1 Typischer Corporate-Bond-Investor hält bis zum Ende

Mit Corporate Bonds werden oftmals Portfolien abgesichert und damit das Risiko volatilerer Werte ausgeglichen. Der typische Corporate-Bond-Investor verfolgt also eine buy-and-hold-Strategie. Im derzeitigen Niedrigzinsumfeld ist ein Verkauf von Anleihen auch in Ermangelung anderer Sparmöglichkeiten unattraktiv. Geringere Stückelungen würden die Anleger daher nicht motivieren mehr zu handeln.

<sup>6</sup> Vgl. OICV-IOSCO Staff Working Paper [SWP4/2014], Corporate Bond Markets: A Global Perspective, S. 46 ff.

<sup>7</sup> Vgl. OICV-IOSCO Staff Working Paper [SWP4/2014], Corporate Bond Markets: A Global Perspective.

### 2.3.2 Die Nachfrage von Retail Investoren ist gar nicht so hoch

Wie unter 2.2.1 geschildert, werden von Blue-Chip-Unternehmen auch Anleihen mit einer Mindeststückelung von 1.000 Euro begeben. Es ist daher nicht so, dass aufgrund der Privilegierungen für 100.000er-Anleihen die Begebung von auf 1.000 Euro lautenden Anleihen vermieden wird. Wie hoch der Anteil der 1.000er-Anleihen ist, hängt entscheidend von der Empfehlung der begleitenden Konsortialbanken ab. Wenn die kein höheres Interesse von etwaigen Retail Investoren erkennen, fällt der Anteil der 1.000er-Anleihen entsprechend gering aus. Dass bei Anleiheemissionen der Anteil 1.000er-Stücke teilweise nur eine untergeordnete Rolle spielt, liegt also an einer mangelnden Nachfrage. Die Suggestion der EU-Kommission, diese Nachfrage wäre eigentlich sehr hoch, entspricht nicht der Marktrealität. Folglich würde es mit Abschaffung der 100.000er-Ausnahmen nicht zu einer viel höheren Liquidität kommen.

### 2.3.3 Typischer Corporate-Bond-Investor handelt in höheren Einheiten

Liquiditätsspender am Markt sind selten Retail Investoren. Wenn es darum geht, dass Risiken vermieden werden sollen, gerade wenn Investoren in großer Stückzahl Corporate Bonds verkaufen wollen, kommt es darauf an, ob es eine ausreichende Anzahl institutioneller Investoren gibt, die überhaupt in der Lage sind, eine große Stückzahl abzunehmen. Für diese institutionellen Investoren ist eine Stückelung von 100.000 Euro aber nicht entscheidend, da sie ohnehin zu meist in Einheiten von 200.000 oder 500.000 Euro rechnen.

### 2.3.4 Das Prospektrecht kann Bankenregulierung nicht kompensieren

Dass es dann auch noch bei Marktengen an Liquiditätsspendern fehlt, ist nicht auf Anleihen mit 100.000er-Stücken, sondern auf die regulatorische Einschränkung der Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute zurückzuführen. Das Zusammenspiel höherer Kapitalanforderungen für Banken, wie bspw. die „Liquidity oder Leverage Ratio“, hat zu einer erheblichen Reduktion der Bestände im Handelsbuch geführt. Dass Market-Making-Aktivitäten erheblich verringert wurden, ist darauf zurückzuführen. Diesen Effekt kann die Aufhebung der 100.000er-Ausnahme nicht kompensieren.<sup>8</sup> Die EU-Kommission hat vielmehr zu prüfen, inwiefern eine Anpassung der Kapitalanforderungen zu einer Steigerung der Liquidität führen könnte.

<sup>8</sup> s. schon Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts vom 13.05.2015, S. 20 f.  
[https://www.dai.de/files/dai\\_usercontent/dokumente/positionspapiere/2015-05-13%20Position%20of%20Deutsches%20Aktieninstitut%20to%20the%20consultation%20of%20the%20Prspectus%20Directive%20with%20answered%20survey.pdf](https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/positionspapiere/2015-05-13%20Position%20of%20Deutsches%20Aktieninstitut%20to%20the%20consultation%20of%20the%20Prspectus%20Directive%20with%20answered%20survey.pdf).

## 2.4 100.000er-Ausnahme erhalten und Wholesale-Erleichterungen auf Level 1 festlegen

### 2.4.1 Diese Ausnahme ist die rechtssicherste Ausnahme

Neben Art. 3 Abs. 2 d) PD II gibt es, wie oben aufgezeigt, auch andere Ausnahmetatbestände wie bspw. c), das Mindestangebot von 100.000 Euro. Die Mindeststückelung von 100.000 Euro wird typischerweise gewählt. Das hat einen einfachen Grund. Art. 3 Abs. 2 d) PD II bietet eine verlässlichere Variante als die anderen Ausnahmetatbestände mit der mit Sicherheit davon ausgegangen werden kann, dass eine Prospektspflicht wegen eines öffentlichen Angebots nicht besteht. Das ist bei einem Mindestangebot von 100.000 Euro nicht der Fall, v.a. nicht, wenn die Konsortialbanken oder Investoren teilweise aus Banken mit einem Privatkundengeschäft bestehen. Wenn diese Banken Stücke der Anleihe zu einem geringeren Preis an ihre Kunden verteilen, können rechtliche Zweifel bestehen, ob dem Emittenten das Verhalten der Banken nicht zugerechnet werden kann. Das liegt an der Formulierung in Art. 5(1) S. 2 ProspV-E, der auf das „final placement“ abstellt und damit die Frage aufwirft, ob eine Weitergabe an Retail Investoren ein final placement für den Emittenten ist. Um solche Auslegungsfragen zu vermeiden, sollte die einfach zu handhabende Ausnahme für auf mindestens 100.000 Euro lautende Anleihestücke erhalten bleiben.

### 2.4.2 Einfache Ausnahme für KMU

In der Intention der Kommission soll die Kapitalmarktunion die Kapitalaufnahme v.a. KMU erleichtern. Den KMU diese rechtssichere Variante zur einfachen und kurzfristigen Kapitalaufnahme, v.a. über MTFs, zu nehmen, steht den Zielen der Kapitalmarktunion ausdrücklich entgegen.

Mit den Wholesale-Erleichterungen wird ihnen zugleich die Möglichkeit eröffnet auch kostengünstiger auf dem regulierten Markt zu emittieren.

### 2.4.3 Fazit

Wenn weder ein wirklicher Vorteil für Retail Investoren noch eine Belebung der Corporate-Bond-Markt-Liquidität angenommen werden kann, sondern die Verwendung von Prospektausnahmen lediglich mit höheren rechtlichen Risiken verbunden werden, sollten die heutige Ausnahme für Wertpapiere mit einer Mindeststückelung von 100.000 Euro in Art. 3 Abs. 2 d) PD II auch in Art. 1 Abs. 3 ProspV-E übernommen und in Art. 13 Abs. 1 ProspV-E die heutigen Wholesale-Erleichterungen wieder festgelegt werden, damit die gleiche Diskussion nicht auf Level 2 wieder geführt werden muss..



### 3 Art. 1 Abs. 3 d), Art. 3 Abs. 2 – Prospektschwelle auf 20 Mio. anheben

Nach der heutigen PD II verlangen öffentliche Wertpapierangebote mit einem Gesamtgegenwert in der Union von weniger als 100.000 Euro keinen Prospekt, Art. 3 Abs. 2 e) PD II. Zudem sieht Art. 1 Abs. 2 h) PD II vor, dass die PD II auf Wertpapierangebote mit einem Gesamtgegenwert in der Union von weniger als 5 Mio. Euro überhaupt keine Anwendung finden kann. Im Gegensatz zu Art. 3 Abs. 2 e) PD II steht die 5 Mio. Euro-Schwelle aber im Ermessen der Mitgliedstaaten.<sup>9</sup>

Der ProspV-E sieht nun eine Erhöhung der 100.000er-Schwelle für Wertpapierangebote auf 500.000 Euro vor, Art. 1 Abs. 3 d) ProspV-E. Eine diskretionäre Regelung für die Mitgliedstaaten soll es mit Art. 3 Abs. 2 ProspV-E wieder geben. Der Vorschlag sieht allerdings zwei Änderungen gegenüber der heutigen 5 Mio. Euro-Grenze vor. Zum einen soll der Wert auf 10 Mio. Euro erhöht werden. Zum anderen soll diese Grenze nur für das Angebot in dem betreffenden Mitgliedstaat gelten und keine unionsweite Betrachtung mehr erlaubt werden.

Der Sinn dieser Einschränkung ist nicht ersichtlich. Auch Erwägungsgrund 13 liefert keine wirkliche Begründung für diesen Ansatz. Ziel der Kapitalmarktunion ist gerade, einen integrierten (Binnen-)Kapitalmarkt mit vereinfachtem grenzüberschreitendem Kapitalzugang zu schaffen. Eine rein national ausgerichtete Regelung steht dem völlig entgegen. Gerade kleineren Emittenten, die Kapital „einwerben“ wollen, würden gezwungen bei einem Kapitalbedarf von über 500.000 Euro – ein Wert der nicht besonders hoch ist – nur inländische Investoren anzusprechen. Das beschränkt ihre Möglichkeiten zum Kapitalzugang. Die Vorgabe sollte daher unionsweit gelten.

**Damit Investoren aber nicht in jedem Mitgliedstaat mit anderen Grenzen konfrontiert werden, empfehlen wir eine nichtdiskretionäre Regelung. Einen Art. 3 Abs. 2 ProspV-E braucht es daher nicht. Der Wert in Art. 1 Abs. 3 d) ProspV-E sollte nach oben und zwar auf mindestens 20 Mio. Euro angepasst werden.<sup>10</sup>**

**Zumindest sollte Art. 1(3)(d) ProspV-E auf 2,5 Mio. Euro angehoben werden.** Jedenfalls in Deutschland entspricht das einer typischen Crowdfunding-Ausnahme für Vermögensanlagen, die kleinere Wertpapieremissionen aktuell benachteiligt.

<sup>9</sup> Deutschland hat Art. 1 Abs. 2 h) PD II in § 1 Abs. 2 Nr. 4 WpPG umgesetzt. Die 5-Mio.-Euro-Grenze gilt in Deutschland nur für Wertpapiere eines Emittenten, dessen Aktien bereits am regulierten Markt zugelassen sind.

<sup>10</sup> So bereits in unserer Stellungnahme vom 13.05.2015, S. 19.

#### 4 Art. 1 Abs. 4 a) – Erhöhung auf 20 Prozent wird insbesondere KMU unterstützen

Für die Möglichkeit, Kapitalerhöhungen und sog. Tap Issues, bis zu 20 Prozent Prospekt vornehmen zu können, haben wir uns immer eingesetzt und begrüßen diese Änderung daher ausdrücklich. Die Kapitalaufnahme insbesondere für KMU und andere wachsende Unternehmen wird damit erheblich erleichtert.

## 5 Art. 7 – Mehr Flexibilität bei der Zusammenfassung geben

*Die EU-Kommission schlägt vor, genau vorzugeben, welche Informationen eine Zusammenfassung zu beinhalten und in welcher Reihenfolge und in welchen Abschnitten sie dargestellt werden sollen. Zudem will sie die Maximallänge von 15 Seiten bzw. 7 Prozent des Prospekts auf starre 6 Seiten verkürzen.*

**Gleich an mehreren Stellen sehen wir erhebliche Probleme mit der neuen Ausgestaltung der Zusammenfassung, auch vor dem Hintergrund des Haftungsmaßstabs.**

- Die maximale Seitenzahl von sechs Seiten ist zu kurz, um tatsächlich einen Überblick über alle wesentlichen Informationen zu schaffen.
- Die Beschränkung auf sechs Seiten spiegelt auch unzureichend wieder, dass es viele unterschiedliche Wertpapierarten gibt, deren Beschreibung einen unterschiedlichen Umfang verlangen.
- Bei Berechnung der sechs Seiten ist eine etwaige Garantiegeberin nicht berücksichtigt worden; die maximale Seitenzahl muss in diesem Fall erhöht werden.
- Die Beschränkung der Risikofaktoren auf jeweils fünf vermittelt dem Anleger zudem den Eindruck, es würde sich bei diesen um die einzigen wesentlichen Faktoren handeln. Dadurch lässt die Zusammenfassung wesentliche Angaben, die dem Anleger eine Entscheidungshilfe wären, vermissen und widerspricht damit der Grundintention einer Zusammenfassung, eine in sich geschlossene Darstellung des Prospektinhalts zu bieten.

### 5.1 Art. 7 Abs. 3 – 6-Seiten-Beschränkung ist zu gering

Nach der heutigen PD II darf die Zusammenfassung entweder nicht 15 Seiten oder 7 Prozent des gesamten Prospektumfangs überschreiten, Art. 24 Abs. 1 Uabs. 2 PR.

### 5.1.1 Art. 7 Abs. 3 - Unterschiedliche Komplexität von Wertpapieren

Eine Beschränkung auf 6 Seiten ist eine erhebliche Verkürzung und wird der unterschiedlichen Komplexität von Wertpapieren nicht gerecht. Auch hier zeigt sich, dass das Prospektrecht noch von Aktien als Leitbild geprägt ist. Während eine Aktie, insbesondere im Hinblick auf ihre Wertpapierbeschreibung, knapp dargestellt werden kann, erfordert die Darstellung von Anleihen, Zertifikaten usw. einen erheblich höheren Umfang (bspw. da es sich um einen Emittenten und eine Garantiegeberin handeln könnte, bei derivativen Papieren das Underlying zusätzlich dargestellt werden muss oder mit Schuldverschreibungen verbundene Rechte viel umfangreicher sind).

Die Emittenten haben schon heute Schwierigkeiten die Begrenzung von 15 Seiten bzw. 7 Prozent nicht zu überschreiten. Dass eine Zusammenfassung bei Basisprospekten nun erst mit den endgültigen Bedingungen zu veröffentlichen ist, stellt auch keine besondere Abhilfe dar. Es bedeutet nur, dass auf die Darstellung aller Finanzierungstöchter unter einem Programm verzichtet werden darf, da es nur noch auf den jeweiligen Emittenten und die Garantiegeberin bei der einzelnen Ziehung ankommt. Dieser Umstand rechtfertigt aber keine Verknappung auf weniger als die Hälfte der heutigen Anzahl. **Im Gegenteil sollte der neu gewonnene Raum genutzt werden dürfen, um eine nicht so gedrängte Darstellung zu ermöglichen.**

### 5.1.2 Art. 7 Abs. 3 und 6 – Etwaige Garantiegeber brauchen mehr Seiten

Viele Anleiheemissionen begibt nicht die Muttergesellschaft, die mit ihren Aktien bereits an einem regulierten Markt zugelassen ist, sondern eine Finanzierungstochtergesellschaft. Die Muttergesellschaft fungiert aber als Garantiegeberin, weshalb es auf ihre Kreditwürdigkeit und Bonität für den Investor ankommt. Es überrascht uns, dass die Beschreibung der Garantie und der Garantiegeberin zwar bereits vorgesehen ist, Art. 7 Abs. 7 c) ProspV-E. Für diese Beschreibung allerdings keine zusätzlichen Seiten vorgesehen sind. Dies obwohl nach aktuellem Recht ein Garantiegeber in dem Umfang wie ein Emittent zu beschreiben ist, vgl. Art. 9 iVm Anhang VI Nr. 3 PR.

Wenn zusätzliche Informationen zur Garantiegeberin gegeben werden sollen, ist die ohnehin schon zu knapp bemessene 6-Seiten-Beschränkung (zu unserer Kritik s. unten) spätestens unverhältnismäßig. **Sie muss mindestens um zwei Seiten erhöht werden.** Schließlich müssen nun Informationen zu zwei Gesellschaften gegeben werden.

### 5.1.3 Art. 7 Abs. 3 – Übersetzungen sollten länger sein dürfen

Gemäß Art. 25 ProspV-E können die Behörden der einzelnen Mitgliedstaaten bei einem grenzüberschreitenden Angebot eine Übersetzung der Zusammenfassung in ihre Amtssprache(n) verlangen. Ob für diese Übersetzungen auch die Beschränkung auf sechs Seiten gilt, ist allerdings unklar. Um den gleichen Informationsgehalt einer englischen Zusammenfassung auch auf einer französischen oder deutschen Zusammenfassung wiederzugeben, sind oftmals mehr Worte bzw. Zeichen notwendig, **weshalb auch hier eine Verlängerung der Maximalzahl für die Übersetzung um mindestens eine Seite vorgesehen werden sollte.**

## 5.2 Die Beschränkung auf die fünf wesentlichen Risikofaktoren birgt erhebliche faktische wie auch rechtliche Probleme

Diesen Punkt stellen wir im Zusammenhang mit den allgemeinen Anforderungen zu den Risikoinformationen nach Art. 16 ProspV-E dar, vgl. bei Kapitel 9. Nur zusammenfassend wird darauf hingewiesen, dass wir gegen eine Beschränkung auf die fünf wesentlichsten Risikofaktoren sind. Dem Anleger würde suggeriert, dass lediglich diese fünf Risiken wesentlich seien. Den Zweck der Zusammenfassung berücksichtigend, nämlich eine in sich geschlossene kurze Darstellung des Prospektinhalts zu bieten<sup>11</sup>, damit der Retail Investor den restlichen Prospekt gar nicht lesen muss, ist sogar eher noch zu befürchten, dass er annimmt, es gäbe nur diese fünf Risiken. Die Beschränkung auf fünf Risiken lässt also zum einen wesentliche Angaben für die Anlageentscheidung vermissen und wiegt den Retail Investor in einer Scheinsicherheit, ist also irreführend. Der eigentlichen Intention einer Zusammenfassung widerspricht diese letztlich willkürliche Auswahl zwischen wesentlichen Risikofaktoren und erfüllt damit eigentlich den Haftungstatbestand für Zusammenfassungen in Art. 11 Abs. 2 ProspV-E.

---

<sup>11</sup> Vgl. nur Art. 7 Abs. 1 ProspV-E und Erwägungsgrund 21 der PD 2003/71/EG in seiner aktuellen Fassung.

## 6 Art. 8 – Basisprospektregime erhalten

*Die EU-Kommission sieht für das Basisprospektregime grundsätzlich nur kleinere Änderungen vor, die allerdings größere Auswirkungen haben können. Das Basisprospektregime ist ein anerkanntes und funktionierendes System für Emittenten, um schnell Anleihen begeben zu können.*

### Das Basisprospektregime sollte daher weitestgehend unangetastet bleiben.

- Art. 8 Abs. 2 (a) ProspV-E sollte daher wie nach heutiger Rechtslage nur eine Indikation der Informationen geben, die in den Endgültigen Bedingungen aufzunehmen sind.
- Art. 8 Abs. 4 ProspV-E sollte die heutige Formulierung „where possible“ übernehmen und damit kurzfristige Wertpapierbegebungen ermöglichen.
- Art. 8 Abs. 7 ProspV-E sollte angepasst werden, um keinen Zweifel darüber entstehen zu lassen, dass endgültige Bedingungen, wenn sie nicht in einem Prospekt oder Nachtrag enthalten sind, nur hinterlegt werden müssen.
- Art. 8 Abs. 9 ProspV-E sollte gestrichen werden, da diese Regelung keinen materiellen Gehalt hat und verwirrend ist.

### 6.1 Exkurs: Das Basisprospektregime und andere Vereinfachungen

Ein Prospekt besteht grundsätzlich aus drei Teilen: Angaben zum Emittenten, Angaben zum Wertpapier und der Zusammenfassung. Es ist grundsätzlich möglich, diese drei Teile getrennt voneinander zu billigen, sog. Tripartite-Regime. Die entsprechende Regelung dazu findet sich in Art. 10 ProspV-E. Die Angaben zum Emittenten sind dann in einem Registrierungsformular und die Angaben zum Wertpapier in einer Wertpapierbeschreibung zu veröffentlichen. Die EU-Kommission hat mit Art. 9 ProspV-E nun vorgeschlagen, dieses Tripartite-Regime auszubauen und neben dem bereits bekannten Registrierungsformular ein einheitliches Registrierungsformular zu ermöglichen, was für jegliche Wertpapierbegebung herangezogen werden und eine schnellere Billigung der übrigen Dokumente, nämlich mit einer Frist von 5 anstatt 10 Arbeitstagen, ermöglichen soll. Dieses einheitliche Registrierungsformular soll insbesondere

Daueremittenten (frequent issuer) dienen und, wenn es bereits in den drei vorausgegangenen Jahren gebilligt wurde, beim vierten Mal nicht mehr gebilligt werden müssen (s. dazu Kapitel 9).

Daneben soll weiterhin das Basisprospektregime in Art. 8 ProspV-E bestehen. Der Basisprospekt kann nur für Nichtdividendenwerte (bspw. Anleihen) genutzt werden. Er wird unabhängig von einer konkreten Wertpapierbegebung erstellt, enthält Angaben sowohl zu Emittent und Wertpapier und wird auch gebilligt. Logischerweise enthält er nur Informationen, die zum Zeitpunkt der Basisprospekterstellung bzw. jährlichen Aktualisierung bekannt sind, insb. emittentenspezifische Angaben und Angaben zur grundsätzlichen Ausgestaltung der Wertpapiere (bspw. Anleihebedingungen). Mit der jeweiligen „Ziehung“, Wertpapierbegebung, werden im Rahmen von endgültigen Bedingungen (final terms) die noch zu spezifizierenden Informationen wie Kupon, Stückelung, Laufzeit usw. gegeben und zusammen mit einer Zusammenfassung veröffentlicht. Diese endgültigen Bedingungen werden nicht mehr gebilligt, um dem Emittenten eine „schnelle“<sup>12</sup> Begebung von Wertpapieren zu ermöglichen.

Während sich Basisprospekt-, Tripartie-Regime und das Modell des einheitlichen Registrierungsformulars alle an grundsätzlich der gleichen Menge an erforderlicher Information orientieren, gibt es für Sekundäremissionen und für KMUs spezielle Erleichterungen beim Informationsumfang.

Nach den vorgeschlagenen Erleichterungen für sog. Sekundäremissionen, Art. 14 ProspV-E, sollen bestimmte Prospektinformationen nicht mehr nötig sein, wenn der Emittent bereits mit Wertpapieren an einem regulierten Markt zugelassen ist und folglich dem Veröffentlichungsregime der Transparenzrichtlinie unterfällt.

Gemäß Art. 15 ProspV-E soll es zudem erhebliche Erleichterungen für KMUs geben, „sofern sie keine Wertpapiere begeben haben, die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen wurden“. KMU die Aktien und einfache Anleihen begeben, sollen zudem ihren Prospekt in Form eines Fragebogens veröffentlichen dürfen.

## 6.2 Art. 8 Abs. 2 (a) – Nur indikative Liste

Im Gegensatz zum heutigen Art. 22 Abs. 5 Uabs. 1 PR will die Kommission im Basisprospekt nicht nur eine bloße Indikation genügen lassen, welche Informationen in den Final Terms gegeben werden. Es müsste vielmehr eine „feste“ Liste an Informationen geben, die in den endgültigen Bedingungen aufgenommen werden. Das entspräche einer Art Cross-reference-Liste. Allerdings ist

<sup>12</sup> vgl. Erwägungsgrund 24 der Richtlinie 2003/71/EG.

durch die Lücken im Basisprospekt auch ohne diese Liste erkennbar, welche Informationen noch eingesetzt werden. Ferner ist aus dem Template erkennbar, welche Informationen in den endgültigen Bedingungen genannt werden. Eine zusätzliche Liste ist daher redundant.

### **6.3 Art. 8 Abs. 4 – Veröffentlichung von endgültigen Bedingungen auch nach Beginn des öffentlichen Angebots**

Insbesondere Anleihen werden teilweise innerhalb von 1-2 Stunden begeben, um gute Marktopportunitäten zu nutzen. Die gesamte Dokumentation wird in diesen Fällen oftmals nachgereicht, da sie eine längere Zeit in Anspruch nimmt als die Emission selbst.

Der heutige Art. 5 Abs. 4 Uabs. 3 PD II ließ das zu, indem er eine Veröffentlichung vor Beginn des Angebots von ihrer Möglichkeit dazu abhängig macht. Wir empfehlen, Emittenten auch weiterhin die Möglichkeit der kurzfristigen Kapitalaufnahme durch Ausnutzen günstiger Kapitalmarktfenster im Sinne der Kapitalmarktunion zu bieten und daher den Wortlaut des Art. 5 Abs. 4 Uabs. 3 PD II unverändert zu übernehmen.

### **6.4 Art. 8 Abs. 7 – Keine Billigung von endgültigen Bedingungen**

Nach den Vorgaben der Prospekttrichtlinie brauchen endgültige Bedingungen nicht gebilligt zu werden, sondern sind gemäß Art. 5 Abs. 4 Uabs. 3 PD II lediglich zu hinterlegen. Auch Art. 8 Abs. 4 ProspV-E verlangt ausdrücklich nur die Hinterlegung, wenn die endgültigen Bedingungen nicht im Basisprospekt oder einem Nachtrag aufgenommen wurden (weil Basisprospekt und Nachtrag ohnehin zu billigen sind).

Ein Unterschied zum heutigen Prospektregime ist der Vorschlag der EU-Kommission in Art. 8 Abs. 7 ProspV-E. Danach brauchen Zusammenfassungen nicht mehr im Basisprospekt aufgenommen, sondern erst mit der jeweiligen Emission erstellt zu werden. Das vermeidet einigen Aufwand bei der Prospekterstellung, v.a. vor dem Hintergrund, dass die Zusammenfassung im Gegensatz zum Prospekt nicht nur auf Englisch, sondern in der jeweiligen Landessprache abgefasst werden muss, in der die Wertpapiere zum Handel zugelassen werden sollen bzw. in denen Anlegern die Wertpapiere angeboten werden (vgl. Art. 19 Abs. 2 und 3 PD II).

Verwirrend ist allerdings die Bezugnahme auf gebilligte endgültige Bedingungen in Abs. 7. Vermutlich soll die Wortwendung die Möglichkeit nachvollziehen, dass die



endgültigen Bedingungen bereits im Basisprospekt oder in einem Nachtrag aufgenommen werden und dann auch zu billigen sind. Es ist jedenfalls nach Erwägungsgrund 29 der ProspV-E nicht Ziel, endgültige Bedingungen sowie die dann erst zu erstellende Zusammenfassung (vgl. Erwägungsgrund 30) billigen zu lassen.

Ferner ist die folgende sprachliche Wendung irritierend: „Erst wenn [...] gebilligt oder hinterlegt [...] wird eine Zusammenfassung erstellt...“. Danach dürfte die Zusammenfassung erst nach Hinterlegung erstellt werden. Vernünftigerweise und Abs. 8 zu entnehmen ist allerdings, dass die Zusammenfassung den endgültigen Bedingungen anzufügen ist, also mit ihnen zusammen hinterlegt werden sollen.

**Um diese Irritationen beim Rechtsanwender zu vermeiden, empfehlen wir die folgende sprachliche Anpassung von Art. 8 Abs. 7 ProspV-E<sup>13</sup>: „A summary shall only be drawn up at the same time as the final terms and shall be specific to the individual issue.“**

## 6.5 Art. 8 Abs. 9 führt zur Verwirrung

Basisprospekte sind schon gemäß Art. 8 Abs. 1 ProspV-E Teil eines Prospekts und Prospekte können der Nachtragspflicht nach Art. 22 ProspV-E unterfallen. Wir verstehen daher nicht, welchen materiellen Gehalt Abs. 9 haben soll. Damit der Wortlaut nicht am Ende dahingehend überinterpretiert wird, dass zukünftig Basisprospekte zu jeder Zeit aktuell zu halten sind auch wenn sie nicht genutzt werden, empfehlen wir diesen Absatz einfach zu streichen.

---

<sup>13</sup> Davon ausgehend, dass sowohl die weiteren Diskussionen als auch die Kompromisse über den ProspV-E im Englischen erfolgen, machen wir unseren Formulierungsvorschlag ebenfalls nur auf Englisch.

## 7 Art. 9 – Einheitliches Registrierungsformular scheint für sog. nichtfinanzielle Emittenten keinen besonderen Vorteil zu haben

Der Vorschlag für einheitliches Registrierungsformular („URD“) ist bei den deutschen Corporates auf kein besonderes Interesse gestoßen. Wir verstehen Art. 10 Abs. 2 Uabs. 2 und 3 ProspV-E so, dass das sog. URD selbst im vierten Jahr, wo es eigentlich nur zu hinterlegen ist, für die jeweiligen Emission trotzdem wieder zu billigen ist. Das Basisprospektregime verlangt keine Billigung und ist damit flexibler, um kurzfristige Marktopportunitäten zu nutzen.

## 8 Art. 14 und Art. 1 Abs. 3 und 4 ProspV-E – Erhebliche Erleichterungen für Sekundäremissionen tatsächlich schaffen

*Wir begrüßen ausdrücklich die Intention der EU-Kommission mit Art. 14 ProspV-E Erleichterungen bei sog. Sekundäremissionen zu schaffen.<sup>14</sup> Emittenten, deren Wertpapiere bereits an einem regulierten Markt zugelassen sind und die folglich der Transparenzrichtlinie<sup>15</sup> und dem Marktmissbrauchsrecht<sup>16</sup> unterfallen, sollten nicht verpflichtet sein, bereits publizierte Informationen in Prospekten immer wiederholen zu müssen.*

**Damit Art. 14 ProspV-E sein eigentliches Ziel aber tatsächlich erreicht, bedarf es noch einiger Anpassungen.**

- Es muss klargestellt werden, dass der Begriff Wertpapiergattung nur zwischen Dividendenwerten und Nichtdividendenwerten unterscheidet. Andernfalls gehen die intendierten Erleichterungen ins Leere.
- Da es bei Anleiheemissionen oftmals eine Garantiegeberin gibt, die bereits mit ihren Aktien am regulierten Markt zugelassen ist, sollten auch diese typischen Konstellationen einbezogen werden.
- Das Informationsniveau sollte auf Level 1 klar abgesenkt werden, so dass sich eine Delegation auf Level 2 erübrigt. Es braucht nur noch die Wertpapierbeschreibung, die im Falle von öffentlichen Angeboten um emittentenbezogenen Informationen zu kürzlichen Entwicklungen seit dem letzten regulären Bericht zu ergänzen ist.
- Diese Informationen sollten nur in Form eines Dokuments veröffentlicht werden müssen und eine entsprechende Ausnahme in Art. 1 Abs. 3 und Abs. 4 ProspV-E vorgesehen werden, damit keine Informationsmängel geltend gemacht werden können.

<sup>14</sup> Das Deutsche Aktieninstitut fordert die Einführung von Sonderregeln für „secondary issuances“ bereits seit der Konsultation zum Prospektrecht, vgl. Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts vom 13.05.2015, S. 17.

<sup>15</sup> Richtlinie 2004/109/EG in der Fassung der Richtlinie 2013/50/EU.

<sup>16</sup> Verordnung (EU) Nr. 596/2014, anwendbar ab dem 3.7.2016 und Richtlinie 2014/57/EU.

## 8.1 Art. 14 Abs. 1 a) – Den Begriff Gattung konkretisieren

Gemäß Art. 14 Abs. 1 ProspV-E soll eine sog. Sekundäremission gegeben sein, wenn der Emittent Wertpapiere derselben Gattung wie solche Wertpapiere begibt, die seit mindestens 18 Monaten zum Handel an einem geregelten Markt oder einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind.

Hinsichtlich a) ist aber nicht ganz klar, was mit „Gattung“ von Wertpapieren gemeint ist. Hierbei handelt es sich um einen nicht definierten Begriff, der unserer Kenntnis nach bisher nicht verwendet wurde. Bekannt ist lediglich die Unterscheidung zwischen Aktiegattungen, vgl. Art. 14 Abs. 1 S. 2 PD II (Art. 20 Abs. 1 Uabs. 2 ProspV-E). Bei Aktien sind (mindestens) Vorzugs- von Stammaktien als Gattungen zu unterscheiden, da sie unterschiedliche Rechte gewähren. Die grundsätzliche Unterscheidung nach Rechten könnte bei Wertpapieren aber bedeuten, dass jede Anleihe eine eigene Gattung darstellen soll. Jede Anleihe unterscheidet sich über ihre Anleihebedingungen, die Zinshöhe oder die Laufzeit in den mit ihr verbundenen Rechten. Dann würde Art. 14 Abs. 1 a) ProspV-E aber seinen eigentlichen Zweck verfehlen, da er gerade ermöglichen soll, die wiederholte Begebung von Anleihen zu erleichtern. Das macht auch die Formulierung in Art. 1 Abs. 4 a) ProspV-E deutlich, der auf die Fungibilität abstellt. Fungibel sind Wertpapiere, wenn sie wegen ihrer gleichen Struktur und der mit ihnen verbundenen Rechte austauschbar sind. Dass der Begriff Gattung in Art. 1 Abs. 4 a) ProspV-E gegenüber dem heutigen Art. 4 Abs. 1 a) PD II bewusst aufgegeben wurde, um Anleiheerhöhungen, sog. Tap Issues, zu ermöglichen, zeigt dass der Begriff Gattung im Sinne des Gesetzgebers einen zu weiten Anwendungsbereich für Art. 1 Abs. 4 a) ProspV-E eröffnet hätte.

Gemeint wird die Unterscheidung zwischen Dividendenwerten und Nichtdividendenwerten sein. Sie entspricht der Unterscheidung zwischen Aktien und Schuldtiteln in der Transparenzrichtlinie, vgl. Art. 5 Abs. 1 TD. An diese beiden Wertpapiergattungen werden unterschiedliche Transparenzpflichten geknüpft. Genau diese Unterscheidung vollzieht Art. 14 Abs. 1 ProspV-E nach, der eben an die unterschiedlichen Informationspflichten nach Gattung des Wertpapiers anknüpft und gerade deshalb den Aktienemittenten in Art. 14 Abs. 1 b) ProspV-E privilegiert. Der Aktienemittent hat schließlich die höchsten Informationsanforderungen zu erfüllen.

Dieser Schluss ergibt sich auch daraus, dass weiterhin eine Wertpapierbeschreibung zu geben ist, die eine ausreichende Abgrenzung innerhalb der Dividenden- und Nichtdividendenwerte erlaubt.

**Damit keine Zweifel über den Willen des Gesetzgebers entstehen, was mit Wertpapiergattung gemeint ist, empfehlen wir eine Definition in einem neuen**

**Art. 2 b) ProspV-E einzufügen, der lauten könnte:<sup>17</sup> “Securities of the same class“ means equity securities and non-equity securities.**

## **8.2 Art. 14 Abs. 1 a) und b) – Garantierte Anleihen berücksichtigen**

Art. 14 Abs. 1 b) ProspV-E Lit. b) besagt, dass die Emission von Nichtdividendenwerten (bspw. Anleihen) auch dann als Sekundäremission gilt, wenn bisher (nur) Dividendenwerte (v.a. Aktien) zugelassen waren. Das wird in den Erwägungsgründen zwar nicht begründet, wird aber – völlig zu Recht – daran liegen, dass der Aktienemittent ohnehin den höchsten Informationsanforderungen genügen muss.

### **8.2.1 Garantiegeberin berücksichtigen**

Art. 14 Abs. 1 b) ProspV-E ist für typische Emissionskonstruktionen von Anleihen aber nur scheinbar hilfreich. Da große Gesellschaften, deren Aktien an einem regulierten Markt zugelassen sind, Anleihen oftmals über Tochterfinanzierungsgesellschaften begeben (s.o.), fallen Aktien- und Anleiheemittent auseinander. Die mit ihren Aktien gelistete Muttergesellschaft fungiert dann als Garantiegeberin, weshalb es trotz der Emission über eine andere Gesellschaft auf ihre Kreditwürdigkeit und Bonität und demzufolge auf ihre Berichterstattung ankommt. Dass deren Aktien bereits seit über 18 Monaten notiert sind, sollte ebenfalls ausreichen. Das ist mit Sicherheit auch im Sinne des Gesetzgebers.

### **8.2.2 Auf Finanzierungsgesellschaft kommt es nicht an**

Wenn es aber ohnehin auf die Garantiegeberin ankommt, sollte Art. 14 Abs. 1 a) ProspV-E nicht nur voraussetzen, dass dieselbe Tochtergesellschaft bereits ein Wertpapier selber Gattung emittiert hat. Es sollte auch ausreichen, wenn ein von der Mutter garantiertes Wertpapier selber Gattung in den letzten 18 Monaten begeben wurde. Die Emission von Aktien bliebe durch diese Formulierung – richtigerweise – außen vor.

---

<sup>17</sup> Davon ausgehend, dass sowohl die weiteren Diskussionen als auch die Kompromisse über den ProspV-E im Englischen erfolgen, machen wir unseren Formulierungsvorschlag ebenfalls nur auf Englisch.

### 8.2.3 Informationsniveau für Garantiegeberin entsprechend absenken

Die reduzierten Informationsanforderungen (s. nachfolgend) müssen selbstverständlich auch für eine Garantiegeberin gelten.

## 8.3 Art. 14 – Informationsniveau tatsächlich absenken

Art. 14 Abs. 2 ProspV-E enthält Vorgaben für bei Sekundäremissionen abgespeckte Prospekte. So sollen nur Informationen über die Aussichten des Emittenten und etwaiger Garantiegeber, die mit den Wertpapieren verbundenen Rechte, die Gründe für die Emission und ihre Auswirkungen auf den Emittenten gegeben werden, wobei diese Informationen nur das letzte Geschäftsjahr betreffen müssten. Inwiefern sich die Aussichten des Emittenten gegenüber der letzten regelmäßigen Publikation verändert haben, wird heutzutage in den sog. Trendinformationen (vgl. nur PR Annex I Nr. 12) mitgeteilt. Die Gründe der Emission und ihre Auswirkungen auf den Emittenten sind heute Teil der Wertpapierbeschreibung (vgl. PR Annex IV Nr. 3.2). Kürzliche Entwicklungen seit dem letzten regulären Bericht zu beschreiben und eine Wertpapierbeschreibung zu geben, halten wir ebenfalls für notwendig, aber auch absolut ausreichend.<sup>18</sup>

### 8.3.1 Unsicherheiten wegen Erwägungsgrund 40 beseitigen

Allerdings sehen wir drei Probleme. Zum einen scheint der Erwägungsgrund 40 eine andere Vorstellung zu verfolgen als Art. 14 Abs. 2 ProspV-E. Dort wird beispielhaft davon gesprochen, dass ebenfalls die mit dem Emittenten verbundenen spezifischen Risikofaktoren zu benennen wären, die Praktiken der Leitungsorgane (die Corporate Governance), die Vergütung der Mitglieder der Unternehmensleitung, die Beteiligungsstruktur oder Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen. Das läge daran, dass solche Informationen nach Transparenzrichtlinie oder Marktmissbrauchsrecht nicht laufend offengelegt werden müssten. Diese Aufzählung ist aber diametral zur Aufzählung in Art. 14 Abs. 2 ProspV-E, der doch eigentlich deutlich machen soll, dass es eben auf solche Informationen nicht ankommt. Die Vergütung der Mitglieder der Unternehmensleitung wird doch nicht laufend geändert. Warum also sollte das eine notwendige Information im Prospekt sein? Die Corporate Governance ändert sich ebenfalls nicht laufend, weshalb es einer über die jährliche Berichterstattung im Lagebericht hinausgehenden Information nicht bedarf. Diese umfassende Aufzählung würde Rechtsanwender verunsichern und vermutlich dazu führen, dass

<sup>18</sup> So auch die Forderung des Deutschen Aktieninstituts in seiner Stellungnahme vom 13.05.2015, S. 17.

– ähnlich wie beim heutigen „proportionate disclosure regime“ – wiederum vollständige Prospekte erstellt werden.

Die Aufzählung in Erwägungsgrund 40 ist vollkommen irritierend und sollte daher an die Aufzählung in Art. 14 Abs. 2 ProspV-E angepasst werden. Zudem sind die Aspekte der Corporate Governance und der Vergütung gerade bei Anleiheemissionen auch von untergeordneter Bedeutung, weshalb sie spätestens dort nicht verlangt werden sollten.<sup>19</sup>

Im Erwägungsgrund wird auch vollkommen unerwähnt gelassen, dass das Marktmissbrauchsrecht natürlich eine laufende Offenlegung verlangt. Nämlich dann, wenn die Voraussetzungen einer Insiderinformation im Sinne von Art. 7 MAR vorliegen, es sich also um für einen potentiellen Anleger wesentliche Informationen handeln könnte (vgl. Art. 7 Abs. 4 MAR).

### 8.3.2 Keine Prospekt- sondern Dokumentenpflicht

Aber auch in Art. 14 Abs. 2 ProspV-E bedarf es mehrerer Anpassungen. Gerade der letzte Satz würde den Rechtsanwender wieder soweit verunsichern, dass er aus haftungsrechtlichen Gesichtspunkten einen vollständigen Prospekt erstellt. Nach diesem Satz müssten die im (abgespeckten) Prospekt enthaltenen Informationen „es den Anlegern ermöglichen eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen“. Diese Formulierung erinnert stark an den grundsätzlichen Maßstab in Art. 6 Abs. 1 ProspV-E. Danach müssen die Informationen ein „fundiertes Urteil“ erlauben. Die Formulierung in Art. 14 Abs. 2 ProspV-E geht deshalb zu weit und entspricht auch nicht der Idee der Erleichterung bei Sekundäremissionen. Für die Entscheidung des Anlegers soll es gerade nicht nur auf den Prospekt ankommen, weshalb die Formulierung „die im Prospekt enthaltenen Informationen“ verfehlt ist. Da bereits anderweitige Informationen vorliegen, soll der Anleger auch diese miteinbeziehen. Die Informationen im Zusammenhang mit der Sekundäremission sollen nur ein vollständiges Bild vermitteln und dienen damit nur der Ergänzung. Folgerichtig kann bei solchen ergänzenden Informationen nicht mehr von einem Prospekt gesprochen werden. Deshalb – um mit Art. 14 ProspV-E tatsächlich eine Erleichterung zu erreichen – sollte der Begriff Prospekt gestrichen und nur noch von einem Dokument im Zusammenhang mit einer Sekundäremission gesprochen werden; ähnlich wie in den Ausnahmetatbeständen in Art. 1 Abs. 3 f), g) etc. und Abs. 4 d), e) etc. ProspV-E.

<sup>19</sup> Deshalb verlangt Annex IV auch weniger Angaben zu Geschäftsführungspraktiken und überhaupt keine Angaben zur Vergütung im Gegensatz zu Annex I.

### 8.3.3 Emittentenbezogene Informationen sollten nur wesentliche Veränderungen seit dem letzten Bericht sein

Darüber hinaus ist die Wortwahl zu den emittentenbezogenen Informationen anzupassen und nur noch die wesentlichen Veränderungen seit dem letzten Bericht zu verlangen. Der Begriff „Aussichten“ ist entgegen dem Prospektsystem. Der Prospekt ist grundsätzlich vergangenheitsbezogen und trifft nur unter ganz speziellen zusätzlichen Voraussetzungen zukunftsbezogene Aussagen. Der Emittent sollte dazu auch vor dem Hintergrund etwaiger Prospekthaftungsansprüche nicht gezwungen werden.

### 8.3.4 Festlegungen auf Level 1 treffen

In der Vergangenheit hat die Delegation auf Level 2 oftmals nicht zu Erleichterungen, sondern zu Auslegungsschwierigkeiten und höherem Aufwand geführt. Ob ein neues System für Sekundäremissionen tatsächlich Erleichterungen bedeutet und dadurch die wiederholte Wertpapierbegebung vereinfacht wird, ist von entscheidender Bedeutung für die Ziele der Kapitalmarktunion. Die entscheidenden Weichenstellungen dürfen daher nicht der Ausgestaltung auf Level 2 überlassen, sondern müssen von den EU-Organen selbst getroffen werden.

Anstatt einer Delegation in Abs. 3 sollte die Aufzählung in Art. 14 Abs. 2 ProspV-E daher ganz klar herausstellen, dass im Falle von öffentlichen Angeboten nicht mehr als die o.g. Informationen über den Emittenten und etwaiger Garantiegeber und eine Wertpapierbeschreibung gegeben werden.

## 8.4 Listingprospekte brauchen noch weniger Angaben

Als Listingprospekte werden die Prospekte bezeichnet, die bei der Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt, ohne vorheriges öffentliches Angebot, erforderlich sind (vgl. Art. 3 Abs. 3 ProspV-E). Die Zulassung der Wertpapiere wird typischerweise erst nach der privaten bzw. prospektfreien Platzierung bei Investoren vorgenommen. Die haben ihre Entscheidung offensichtlich nicht auf Grundlage eines Prospekts getroffen. Sobald die Wertpapiere im Sekundärmarkt, also im regulierten Markt nach Zulassung gehandelt werden, wird der Prospekt auch nicht mehr aktualisiert, da die Nachtragspflicht des Art. 22 ProspV-E bei fehlendem öffentlichem Angebot mit der Eröffnung des Handels an der Börse endet. Ein Investor im Sekundärmarkt muss sich insofern also auf die Sekundärmarktinformationspflichten des Emittenten verlassen. Auf den Prospekt kommt es für seine Anlageentscheidung nicht mehr an. Das bedeutet, dass ein Listingprospekt zu erstellen ist, obwohl er typischerweise keine



Entscheidungsgrundlage für ein Investment sein kann(!). Unseres Erachtens muss das grundsätzliche Erfordernis eines Prospekts (in der Intention alle notwendigen Informationen für eine fundierte Anlageentscheidung zur Verfügung zu stellen) spätestens hier aufgegeben werden. Bei der Zulassung von Sekundäremissionen sollte daher lediglich eine Wertpapierbeschreibung verlangt werden, da es auf die Informationen zum Emittenten für niemanden ankommt bzw. diese den Abschlüssen und Lageberichten und etwaigen Ad-hoc-Mitteilungen entnommen werden können.<sup>20</sup>

## 8.5 Keine Zusammenfassung bei Sekundäremissionen möglich

Bei öffentlichen Angeboten von Sekundäremissionen schließt sich die Erstellung einer Zusammenfassung durch die Ausgestaltung im Prospektrecht aus. Da bewusst auf emittentenbezogene Informationen verzichtet werden soll, die bereits in anderen Berichten (insb. der Regelberichterstattung wegen der Transparenzrichtlinie) veröffentlicht wurden, fehlt es dem Prospekt/Dokument bewusst an vielen wesentlichen Informationen. Wenn der normale Anspruch einer Zusammenfassung erfüllt werden soll, müssten also Informationen in die Zusammenfassung einbezogen werden, die nicht im Prospekt, sondern andernorts veröffentlicht wurden. Das wiederum würde Art. 11 Abs. 2 ProspV-E widersprechen. Diese Vorschrift verlangt gerade, dass die Zusammenfassung mit dem Prospekt zusammen gelesen werden können muss, um alle wesentlichen Informationen zu erlangen. Da Verweise in der Zusammenfassung nicht erlaubt sind, würde der Leser verschiedene Informationen nicht wiederfinden können.

**Es ist daher entweder auf die Zusammenfassung im Falle des öffentlichen Angebots von Sekundäremissionen zu verzichten oder es sind die Anforderungen an die Zusammenfassung auf die Informationen, die noch im Prospekt/Dokument für Sekundäremissionen anzugeben sind, zu beschränken.**

Im Falle von Listingprospekten sollte es keinesfalls eine Zusammenfassung geben. Wie oben aufgezeigt, können die Investitionsentscheidungen bei reiner Zulassung der Wertpapiere nicht auf Grundlage eines Listingprospekts getroffen werden. Die Erstellung einer Zusammenfassung mit den gegebenenfalls notwendigen Übersetzungen wäre nutzlos. **Wir empfehlen daher, spätestens beim Listingprospekt/Listingdokument in Bezug auf Sekundäremissionen auf eine Zusammenfassung zu verzichten.**

---

<sup>20</sup> So schon in der Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts vom 13.05.2015, S. 17.

## 8.6 Art. 19 Abs. 5 - Billigungsfrist auf fünf Tage verkürzen

Wenn das politische Ziel eines verkürzten Prospekts/Dokuments bei Sekundäremissionen im Gesetz tatsächlich abgebildet ist, empfehlen wir ebenfalls die Möglichkeiten einer schnelleren Billigung zu eröffnen, wie in Art. 19 Abs. 5 ProspV-E für Daueremittenten vorgesehen.

Im Falle von Sekundäremissionen verlangt der Prospekt/das Dokument ein deutlich Weniger an Informationen. Die Prüfung beschränkt sich wegen der bereits bestehenden Kapitalmarktpublizität dann v.a. auf die Prüfung der zusätzlichen Information. **Wegen der Verringerung dieses Aufwands sollte sich zum Vorteil einer kapitalgünstigen Wertpapierbegebung die Billigungsfrist ebenfalls auf fünf Tage verkürzen.**

## 8.7 Verhältnis zu Art. 1 Abs. 4 h) klären

Art. 14 Abs. 1 ProspV-E schreibt gerade nicht vor, dass die Emission der weiteren Wertpapiere an dem selben regulierten Markt erfolgen muss. Demzufolge wären auch Emissionen an einem anderen regulierten Markt, in einem anderen EU-Mitgliedstaat, ebenfalls Sekundäremissionen. Unseres Erachtens erübrigt sich die Ausnahmevorschrift des Art. 1 Abs. 4 h) ProspV-E damit allerdings.

## 8.8 Entsprechende Ausnahmen in Art. 1 Abs. 3 und 4 aufnehmen

Da wir vorschlagen, anstatt eines Prospekts nur noch ein Dokument zu verlangen, sollte in Art. 1 Abs. 3 und 4 ProspV-E klargestellt werden, dass Sekundäremissionen keinen Prospekt benötigen, sondern lediglich ein in Art. 14 ProspV-E determiniertes Dokument. Andernfalls stünde eine Prospektspflicht für öffentliche Angebote oder einer Zulassung neben einer Dokumentenpflicht, anstatt das die Dokumentpflicht die Prospektspflicht ersetzt.

## 9 Art. 16 und Art. 7 Abs. 6 c) und Abs. 7 d) – Die Darstellung der Risikofaktoren nach Wesentlichkeit und beschränkt auf 5 in der Zusammenfassung birgt erhebliche faktische wie rechtliche Probleme

*An dieser Stelle stellen wir unsere Auffassung zur Darstellung von Risikofaktoren in der Zusammenfassung und im Prospekt zusammenhängend dar, um Redundanzen in unserer Argumentation zu vermeiden und dem Leser ein zusammenhängendes Bild zu vermitteln.*

*Die EU-Kommission schlägt hinsichtlich der Darstellung von Risiken im Prospekt an sich drei und hinsichtlich der Zusammenfassung eine wesentliche Neuerung vor. Gemäß Art. 16 Abs. 1 ProspV-E soll in einem Prospekt auf Risikofaktoren eingegangen werden, allerdings nur insoweit, als es sich um Risiken handelt, die dem Emittenten und/oder den Wertpapieren eigen und im Hinblick auf eine fundierte Anlageentscheidung von wesentlicher Bedeutung sind. Die Risikofaktoren sollen ferner nach ihrer relativen Wesentlichkeit auf der Grundlage einer vom Emittenten vorgenommenen Bewertung der Wahrscheinlichkeit ihres Eintritts und des zu erwartenden Umfangs ihrer negativen Auswirkungen jeweils einer von maximal drei Risikokategorien zugeordnet werden. Die ESMA soll über einen Abs. 2 zur Erarbeitung von Leitlinien für die Spezifität und Wesentlichkeit der Risikofaktoren sowie für die Einstufung der Risikofaktoren in Risikokategorien ermächtigt werden. Dass Risiken spezifisch und wesentlich sein sollen, schreibt zwar schon Art. 2 Nr. 3 PR vor. Neu ist aber, dass diese Begrifflichkeiten konkretisiert und Risikokategorien eingeführt werden sollen.*

*Für die Zusammenfassung nach Art. 7 Abs. 6 c) schlägt die EU-Kommission korrespondierend vor, dass die Zusammenfassung nur noch „eine kurze Erläuterung von höchstens fünf der dem Emittenten eigenen wesentlichsten Risikofaktoren, die der höchsten Wesentlichkeitsstufe gemäß Art. 16 zuzuordnen sind“, gegeben werden. Gemäß Art. 7 Abs. 7 d) soll es die gleiche Vorgabe für Risikofaktoren in Bezug auf die Wertpapiere geben.*

**Wir bezweifeln, dass eine Konkretisierung von Spezifität und Wesentlichkeit gelingen kann.**

- Risiken sind dynamisch und oft ungewiss, inwiefern sich bspw. Umweltrisiken genau materialisieren. Der Hinweis auf etwaige Naturkatastrophen wirkt dadurch zwar generisch. Auf die Folgen von Fukushima hätte aber beispielsweise nicht anders hingewiesen werden können. Eine Konkretisierung von Spezifität und Wesentlichkeit wird daher nur in ganz seltenen Fällen gelingen.

**Eine Kategorisierung von Risiken und die Nennung der fünf höchsten in der Zusammenfassung lehnen wir vollständig aus mehreren Gründen ab; auch um eine Irritation des Anlegers zu vermeiden.**

- Die Einteilung in Kategorien reduziert nicht die Anzahl der Risikofaktoren. Der Vorschlag der EU-Kommission darf auch nicht darüber hinwegtäuschen, dass alle Risikofaktoren schon heute mindestens spezifisch und wesentlich sind. Die Bezeichnung als „low“ ist daher irreführend und wird den Anleger verleiten, sie gar nicht in seine Entscheidung miteinzubeziehen. Eine fundierte Entscheidung wird er nicht mehr treffen.
- Insbesondere der Retail Investor wird durch die Beschränkung auf die fünf höchsten Risiken in der Zusammenfassung in der Scheinsicherheit gewogen, für seine Entscheidung käme es nur auf diese fünf Risikofaktoren an.
- Mit der Kategorisierung gehen erhebliche Ermessensspielräume und deshalb auch erhebliche Haftungsrisiken einher, die Emittenten eher verleiten könnten, mehr generische Risiken darzustellen oder alle als „high“ risk einzuordnen. Wie sollte beispielsweise das weitere Verhältnis zu Russland eingestuft werden? Nichtsdestotrotz kann die weltpolitische Lage erheblichen Einfluss auf die Absatzmöglichkeiten der Industrie haben.
- Wie die Einstufung zu erfolgen hat, ist zudem unklar und müsste, wenn überhaupt auf Level 1 festgelegt werden. Solche Vorgaben könnten aber dazu führen, dass die Risiken höher oder niedriger eingestuft werden als beispielsweise im US-Prospekt oder im Lagebericht, was wegen angeblicher Informationsmängel einen Haftungsausfall auslösen könnte.
- Da ein Rating bei Bonds genannt, eine Management Discussion & Analysis bei Aktien gegeben und bei allen Prospekten grundsätzlich Trendinformationen und ggf. Prognosen genannt werden, bietet der Prospekt auch genügend Hilfestellung, um die Bewertung einer Investition zu erleichtern.

- Die Schwierigkeiten bei der Risikoeinteilung und –bewertung würde die Fertigstellung der endgültigen Bedingungen bei heutigen Ziehungen von Corporate Bonds unter einem Basisprospekt innerhalb von 1-2 Stunden verhindern und würde damit die Flexibilität des Basisprospektregimes erheblich einschränken.
- In Anbetracht erheblich gesteigener Haftungsrisiken würde die Attraktivität der Kapitalmarktfinanzierung für KMU verringert.

### **9.1 Risikofaktoren sind dynamisch und deshalb Konkretisierung von Spezifität und Wesentlichkeit kaum möglich**

Nach Auffassung der EU-Kommission sollen zu generische Risikofaktoren vermieden werden, indem die Begriffe Spezifität und Wesentlichkeit auf Level 2 konkretisiert werden. Spezifität und Wesentlichkeit sind schon die heutige Mindestschwelle (vgl. Art. 25 Abs. 1 Nr. 3 und Art. 26 Abs. 1 Nr. 3 PR sowie Art. 5 PD II). Es ist fraglich, welche Konkretisierung sich die EU-Kommission hier vorstellte. Bevor die ESMA sich der gleichen Unsicherheit gegenübersteht und weil die Konkretisierung einen ganz wesentlichen Einfluss auf die Risikodarstellung haben würde, sollte schon auf Level 1 klargestellt werden, ob und wenn ja welche neuen Anforderungen an die Risikoberichterstattung damit einhergehen.

Die EU-Gesetzgeber müssen sich allerdings darüber im Klaren sein, dass heute zwar viele Risiken berichtet werden. Diese aber die Mindestanforderungen an Spezifität und Wesentlichkeit erfüllen. Für Anleiheemittenten gibt es beispielsweise Anhang IV Nr. 4. Nach dieser Vorschrift dürfen nur Risiken genannt werden, die die Fähigkeit des Emittenten seinen Verpflichtungen nachzukommen beeinträchtigen können.

Dass Risikofaktoren in der kritisierten Form berichtet werden, beruht entgegen der Annahme in Erwägungsgrund 48 der ProspV-E auch nicht nur darauf, dass der Emittent sich vor etwaigen Haftungsansprüchen absichern will – was im Übrigen ein legitimes Anliegen ist –, sondern weil die jeweilige Aufsichtsbehörde die Darstellung dieser Risikofaktoren zum einen akzeptiert und teilweise auch verlangt. Die Aufsichtsbehörden sind sich der Anforderung von Spezifität und Wesentlichkeit dabei bewusst. Was zu generisch erscheint, gilt für Marktteilnehmer heute als spezifisch genug. Das liegt u.a. daran, dass bestimmte Risiken einfach nicht enger gefasst werden dürften.

*Als Beispiel ist hier der typische Risikofaktor zu nennen, dass Naturkatastrophen, terroristische Anschläge oder Krankheiten erhebliche Auswirkungen auf den Emittenten haben können. Niemand konnte vorsehen, dass eine Überschwemmung*

*in Japan zur Explosion des Atomkraftwerks in Fukushima führen könnte und im Nachgang – jedenfalls – Energieversorgungsunternehmen der Ausstieg aus der Atomenergie abverlangt wurde. Der Anschlag vom 11. September 2001 in New York führte zu einem starken Rückgang bei allen Fluggesellschaften, war aber nicht vorhersehbar. Der Ausbruch von Ebola brachte das Importgeschäft im Westafrikanischen Raum zum Erliegen. Niemand hätte dieses Risiko im Vorhinein spezifizieren können. Warum aber sollte der Investor nicht darauf hingewiesen werden, dass so etwas geschehen kann? Der Investor soll eine fundierte Entscheidung treffen und dabei über alle relevanten Risiken aufgeklärt werden. Dazu zählen Naturkatastrophen genauso wie ein Rückgang der Weltkonjunktur.*

Entgegen der sehr pauschalen Annahmen, dass es viele zu generische Risikofaktoren gäbe, wird das Ergebnis einer Konkretisierung vermutlich sein, dass die Begriffe „Spezifität“ und „Wesentlichkeit“ nicht wirklich enger gefasst werden können.

Sollten sie enger gefasst werden, ist lediglich die Gefahr hoch, dass zukünftig bestimmte Risiken nicht mehr genannt werden dürfen, die an sich die Wesentlichkeitsschwelle überschreiten und der Anleger, insb. der Retail Investor eigentlich in seine Entscheidung miteinbeziehen sollte.

Wir empfehlen daher, dass die EU-Organe überprüfen, ob eine Konkretisierung der Begriffe tatsächlich Sinn machen kann und dass sie, wenn sie bei ihrer Auffassung bleiben, dass die Konkretisierungen erfolgen sollen, diese wegen der erheblichen politischen Bedeutung, auf Level 1 festlegen.

## 9.2 Risikokategorien im Prospekt vermeiden

Wir sind gegen eine solche Einteilung in Risikokategorien. Auch wenn Art. 16 Abs. 1 ProspV-E formuliert, dass bis zu maximal drei Risikokategorien gebildet werden können und folglich die Bildung nur einer Risikokategorie zulässig wäre, ist davon auszugehen, dass mindestens zwei Risikokategorien zu bilden sind. Da die ESMA hier zur Konkretisierung ermächtigt wird, ist sogar davon auszugehen, dass die bereits in einem vorherigen an die Öffentlichkeit geratenen Kommissionsentwurf vorgeschlagene Unterteilung in eine „high risk“, „medium risk“ und „low risk“ nun über die Level-2-Maßnahme der ESMA-Leitlinie eingeführt wird. Darauf deuten auch die Formulierungen in Art. 7 Abs. 6 c) und Abs. 7 d) ProspV-E hin, die von der „höchsten Wesentlichkeitsstufe“ sprechen, also erstens von einer Unterteilung in mehr als eine Kategorie ausgehen und zweitens von einer Einteilung nach hohen und weniger hohen Risiken ausgehen.

Der Vorschlag der Kommission zur Einteilung nach „high, medium und low risk“ wurde heftig kritisiert, da Risiken nicht valide hierarchisch gegliedert werden

können. Die Unterteilung in eine „high risk“-Kategorie und eine „low risk“-Kategorie würde dem Anleger zudem ein falsches Bild der Risiken vermitteln.

### 9.2.1 Irreführend und Vermeidung zu generischer Risikofaktoren nicht erreichbar

Der Rückschluss der EU-Kommission, dass mit einer Einteilung von Risikokategorien eine zu generische Risikobeschreibung vermieden werden können, ist nicht nachvollziehbar, vgl. S. 17 des Kommissionsvorschlags. Eine Einteilung in mindestens zwei Risikoklassen ändert nicht die Art ihrer Beschreibung.

Der Vorschlag der EU-Kommission zur Risikoeinteilung darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass auch für etwaige „low risks“ immer noch die Wesentlichkeit und Spezifität als Mindestschwelle gelten. Eine Einteilung als geringes oder geringeres Risiko würde den Anleger daran zweifeln lassen und vermutlich dazu führen, dass er diese gering klassifizierten Risiken gar nicht beachtet. Der Anleger sollte aber gerade in Kenntnis aller wesentlichen Risiken eine Anlageentscheidung treffen und nicht durch Einteilung in Risikokategorien zur Wahrnehmung nur der höchsten Risikokategorie verleitet werden. Mit einer Risikoeinteilung wird er keine fundierte Anlageentscheidung mehr treffen.

### 9.2.2 Haftungsrisiken verhindern, dass Kategorisierung nützlich wäre

Es ist zudem zu bedenken, dass eine Risikokategorisierung für den Emittenten erhebliche Haftungsrisiken birgt. Tritt ein „low risk“ ein, ist unabhängig davon, ob dieser Risikofaktor richtig kategorisiert wurde, immer eine Klagewelle zu erwarten. Ob die eigene Bewertung einer gerichtlichen Überprüfung standhält, ist mit erheblichen Unsicherheiten für den Emittenten verbunden, was dem Emittenten damit ein Haftungsrisiko auferlegt, was er nur geringfügig beherrschen kann.

Die Risikoeinschätzung ist sehr schwierig und lässt so viele Spielräume, dass eine andere Einschätzung und Bewertung typischerweise möglich ist. Das liegt zum einen daran, dass die Risikobewertung nur auf vergangenheitsbezogenen Daten erfolgen kann und folglich mit erheblichen Unsicherheiten verbunden ist.

*Nur beispielhaft wird darauf verwiesen, wie schwierig es ist, eine Wahrscheinlichkeit dafür zu berechnen, wie sich die weitere weltpolitische Lage und damit das Verhältnis zu Russland oder den arabischen Ländern gestaltet. Nichtsdestotrotz hat diese entscheidenden Einfluss auf die Absatzmöglichkeiten der Industrie und ist damit ein wesentliches Risiko. Als „high“ oder „low“ ist es aber schwerlich zu kategorisieren.*

Es liegt aber auch an der von der EU-Kommission in Art. 16 ProspV-E wohl favorisierten probability-magnitude-Bewertung der Wesentlichkeitskategorien. Risikofaktoren können für Investoren relevant sein, weil die potentiellen Auswirkungen erheblich sind, auch wenn die Eintrittswahrscheinlichkeit gering ist. Umgekehrt können auch Risikofaktoren mit vergleichsweise geringer Auswirkung, deren Eintritt eine hohe Wahrscheinlichkeit hat, wesentlich sein.

*Vor allem die sog. Compliance Risiken sind deshalb schwer einzuordnen. Veranschaulichen lässt sich das leicht an den konzernumsatzorientierten Geldbußen, die nun über die Transparenzrichtlinie und Marktmissbrauchsverordnung eingeführt wurden. Nach Art. 30 Abs. 2 j) i) und S. 3 der Marktmissbrauchsverordnung sind finanzielle Sanktionen bis zu 15 Prozent des Konzernumsatzes möglich. Bei der Transparenzrichtlinie sind es gemäß Art. 28b Abs. 1 c) i) bis zu 5 Prozent. Bei einem Umsatz von beispielsweise 50 Mrd. Euro könnten das bis zu 7,5 bzw. 2,5 Mrd. Euro sein. Da es bei der Wesentlichkeit gemäß Art. 16 Abs. 1 ProspV-E auch auf den Umfang des zu erwartenden Schadens ankommt, der bei einer konzernumsatzorientierten Sanktion nicht vorab klar einzuschätzen ist, wäre eine Einordnung jedes Risiko als „high risk“ trotz einer geringen Eintrittswahrscheinlichkeit aber wegen der Höhe der möglichen finanziellen Sanktion, vermutlich zulässig. Ebenfalls vertretbar sollte eine Einordnung als „medium“ oder „low risk“ aufgrund der geringen Eintrittswahrscheinlichkeit sein. Würde dieser geringer qualifizierte Risikofaktor nun eintreten und eine hohe finanzielle Sanktion drohen, würde die Bewertung sehr wahrscheinlich gerichtlich überprüft, der Ausgang wäre aber offen, da jede Einordnung grundsätzlich nachvollziehbar gewesen wäre.*

Der Emittent wird durch das erhebliche Prospekthaftungsrisiko dazu motiviert, möglichst viele, wenn nicht alle, Risiken als „high“ zu kategorisieren.

Um einer gerichtlichen Überprüfung möglichst standzuhalten, wird der Emittent zudem motiviert, möglichst generische Risikofaktoren zu benutzen. Je konkreter ein Risiko dargestellt wird, desto höher ist das Risiko einer fehlerhaften Annahme bei dessen Einschätzung.

Selbst wenn die ESMA in ihren Leitlinien nicht mehr von „high, medium und low risk“ sprechen würde, läge dieselbe Situation vor. Solange Art. 16 Abs. 1 ProspV-E überhaupt eine Einteilung nach relativer Wesentlichkeit vorschreibt, führen die damit verbundenen Ermessensspielräume immer zu erheblichen Haftungsrisiken.



### 9.2.3 Einige Risiken sind nicht kategorisierbar

Darüber hinaus gibt es Risiken, wie bspw. die Entwicklung der Weltwirtschaft oder die oben bereits erwähnte weltpolitische Lage, die erhebliche Auswirkungen auf den Emittenten haben kann, allerdings nicht wirklich bewertbar sind. Ob sie ein „high“ oder „low risk“ sind, kann auch der Emittent nicht bewerten, weshalb auch keine Einteilung vorgenommen werden kann. Das ändert aber nichts an deren Wesentlichkeit. Der Investor soll schließlich in Kenntnis eines möglichen weltweiten Wirtschaftsabschwungs eine Anlageentscheidung treffen.

### 9.2.4 Vergleichbarkeit mit US-Prospekten und Lageberichten gefährdet

Dabei ist auch zu beachten, dass eine solche Risikokategorisierung nicht für die Abschlüsse bzw. Lageberichte vorgeschrieben ist. Insbesondere bei Sekundäremissionen wäre nicht hinnehmbar, dass es parallel zwei unterschiedliche Arten von Risikoberichterstattung in Bezug auf den Emittenten gäbe. Genau das würde aber passieren, wenn für die Risikoberichterstattung im Lagebericht keine und für den Prospekt eine Risikoeinteilung vorgeschrieben wären.

Ferner gibt es eine solche Einteilung nicht bei US-Prospekten. Emittenten müssten folglich bei unionsüberschreitenden Angeboten unterschiedliche Unterlagen erstellen. Das widerspricht dem in Art. 13 Abs. 3 ProspV-E angelegten Grundsatz der Vergleichbarkeit der Bedingungen für Investoren in unterschiedlichen Märkten.

Insbesondere angesichts der strengen US-Haftungsrisiken wäre zu befürchten, dass US-Anleger einen angeblichen Mangel an Information gerichtlich verfolgen würden. Das könnte vor allem dann geschehen, wenn ESMA-Vorgaben auf Level 2 dazu führen, dass Risiken bei EU-Prospekten anders zu bewerten sind als im US-Recht. Wenn ein Risiko eintritt, das im jeweils anderen Prospekt als geringer eingestuft werden musste, würde das Klagen wegen angeblicher Informationsmängel geradezu provozieren.

### 9.2.5 Rating und MD&A schaffen schon Abhilfe

Sollte eine Risikokategorisierung damit gerechtfertigt werden wollen, dass dem Investor die Bewertung des Unternehmens erleichtert werden soll, ist zu berücksichtigen, dass das Emittenten- und Wertpapierrating ohnehin im Prospekt ausgewiesen wird. Im Falle von Nichtdividendenwerten ist dem Anleger damit eine Bewertung der Kreditausfallwahrscheinlichkeit zugänglich. Bei Aktienprospekten steht ihm die Management Discussion und Analysis (MD&A, vgl. Annex I Ziffer 9. PR) zur Verfügung und für alle Prospektarten sind die Angabe von Trendinformationen vorgesehen bzw. die Aufnahme von Prognosen möglich.

### 9.3 Zusammenfassung - Keine Beschränkung auf die fünf wesentlichsten Risiken

Die Intention hinter dem Vorschlag der EU-Kommission, die Darstellung der Risikofaktoren auf die jeweils fünf wesentlichsten Risiken in Bezug auf den Emittenten und das Wertpapier (also insg. bis zu 10), die der höchsten Wesentlichkeitsstufe entsprechen, zu begrenzen, ist leider nicht nachvollziehbar.

#### 9.3.1 Auswahl in höchster Wahrscheinlichkeitsstufe ist irreführend

Die Wesentlichkeitsbewertung ist ohnehin schon mit erheblichen Unsicherheiten und Bewertungsspielräumen verbunden (s.o.). Den Emittenten nun zu zwingen, aus einer Kategorie heraus nochmal die fünf wesentlichsten auszuwählen, stellt den Emittenten vor noch erheblich höhere Probleme. Eine genaue hierarchische Einteilung ist nicht möglich und würde zu einer willkürlichen Nennung seitens des Emittenten führen.

Zudem erscheint diese Beschränkung auch für den Anleger noch irritierender als es eine Einteilung in Kategorien, die alle die Wesentlichkeitsschwelle überschreiten müssen, schon ist. Wenn es schon eine höchste Wesentlichkeitsstufe geben soll, wieso sollte er dann wiederum nur über einen Teil dieser höchst wesentlichen Risiken informiert werden? Das würde den Anleger, insbesondere den Retail Investor, dem die Zusammenfassung vorrangig dienen soll, dazu verleiten, nur diese fünf Risikofaktoren in seine Entscheidung miteinzubeziehen und nicht mal die übrigen „high risks“ zu beachten.

Es ist auch nicht nachvollziehbar, warum es nur bis zu fünf Risiken in der höchsten Wahrscheinlichkeitsstufe sein dürfen. Angenommen der Emittent kategorisiert nur 3 Risikofaktoren als „high“ ein, dürfte er die beispielsweise beiden obersten Risiken der nächst geringeren Kategorie nicht nennen. Das wiederum kann nicht im Interesse des Anlegers sein, der den Eindruck gewänne, es gäbe nur drei wesentliche Risiken.

#### 9.3.2 Irreführung bedeutet Haftung

Für Zusammenfassungen soll gemäß Art. 11 Abs. 2 Uabs. 2 nur gehaftet werden, wenn die darin enthaltenen Angaben zusammen mit dem übrigen Prospekt irreführend, unpräzise oder inkohärent sind oder wesentliche Angaben vermissen lassen, die in Bezug auf Anlagen in Wertpapieren für die Anleger eine Entscheidungshilfe darstellen würden.

Durch die Beschränkung auf die Darstellung lediglich der fünf wesentlichsten Risikofaktoren entspricht die Zusammenfassung nahezu automatisch nicht mehr den gesetzlichen Anforderungen einer korrekten Darstellung und kann als Basis für Schadensersatzklagen genutzt werden.

*So ist eine Auswahl von fünf von vielleicht sieben höchst wesentlichen Risikofaktoren irreführend, da sie das Bild vermitteln, es gäbe nur fünf.*

*Wie wäre zudem dem Umstand zu begegnen, dass es vier höchste Risikofaktoren gibt, aber zwei oder mehr Risiken gleichrangig sind, allerdings nur ein fünf höchster genannt werden darf?*

Es wäre auch inkohärent aus den ohnehin höchst wesentlichen Risikofaktoren noch einmal fünf auszuwählen.

Ohnehin sollte der Anleger alle Risikofaktoren in seine Entscheidung miteinbeziehen, weshalb die Beschränkung auf fünf (oder gar weniger) eben genau solche Angaben vermissen lässt, die für den Anleger eine Entscheidungshilfe darstellen würden.

Der gesetzliche Befehl zur Beschränkung auf fünf Faktoren erfüllt damit automatisch einen Haftungstatbestand. Dagegen könnte zwar angeführt werden, dass es sich schließlich um eine gesetzliche Beschränkung handelt und sie daher keinen Haftungsfall begründen kann. Aufgrund der erheblichen Schwierigkeiten Risiken überhaupt in Kategorien einzuteilen, geschweige denn sie innerhalb dieser Kategorie auch noch hierarchisch zu ordnen, würde diese Vorgabe aber aller Wahrscheinlichkeit von entsprechend geeigneten Anlegern genutzt, um Emittenten mit Haftungsklagen zu überziehen. Aufgrund der erheblichen Spielräume wäre der Ausgang ungewiss.

### 9.3.3 Fazit: Keine Auswahl treffen, sondern alle Risiken stichpunktartig nennen

Aus den o.g. Gründen ist von einer Auswahl der Risikofaktoren abzusehen. Es ist ohnehin nicht ersichtlich, warum die gängige Praxis alle (typischerweise um die 20 bis 25) Risiken stichpunktartig aufzuzählen und dem Anleger in einer knappen Beschreibung deutlich zu machen, welche Risiken insgesamt bestehen, er zur Erläuterung aber in den allgemein Teil schauen muss, nicht anlegerorientiert genug sein soll. **Wenn Vorgaben gemacht werden sollen, würden wir dringend empfehlen, diese gängige Praxis für alle Emittenten verpflichtend vorzugeben.**

## 9.4 Einschränkung des Basisprospektregimes

Das Basisprospektregime soll dem Emittent ermöglichen, eine Emission kurzfristig durchzuführen, um günstige Marktfenster zu nutzen. Das steigert die Attraktivität der Kapitalmärkte und liegt in der Intention der Kapitalmarktunion.

Bei jeder einzelnen Ziehung/Emission müsste aber überprüft werden, ob die Risikofaktoren noch in die richtigen Kategorien eingeteilt bzw. aus der höchsten die fünf höchsten ausgewählt wurden. Diese Bewertung kann sich schnell verändern. Das verlangt eine Abstimmung im Unternehmen nicht nur zwischen den Abteilungen Recht, Treasury und Investor Relations, sondern auch mit dem Vorstand, der die Risikoeinschätzung verantwortet. Dem Abstimmungsprozess folgt dann eine weitere Abstimmung mit den Konsortialbanken und den jeweiligen Rechtsanwälten. Ziehungen von Corporate Bonds dauern heutzutage aber oftmals nur 1-2 Stunden. Mit dieser Form der Absprache würde der Zeitraum, bis ein Pricing vorgenommen werden kann, erheblich verlängert und damit das Ausnutzen günstiger Kapitalfenster verhindert.

*Als Beispiel verweisen wir auf die Frage des „Brexit“ oder der finanziellen Situation Griechenlands, die jeweils erhebliche Auswirkungen haben können, deren Wahrscheinlichkeit sich aber dauernd ändern. Was zum Zeitpunkt des Basisprospekts ggf. ein „high risk“ ist, könnte im Zeitpunkt der einzelnen Ziehung „low“ und bei weiterer Ziehung wieder „high“ sein.*

Die Flexibilität des Basisprospektregimes wäre damit nicht mehr in der intendierten Form gegeben. Die Folge liegt in einer Erhöhung der Kapitalkosten und einer verringerten Attraktivität der Kapitalmarktfinanzierung. Die regelmäßige Nutzung des Kapitalmarkts zu erschweren, ist jedoch entgegen der Ziele der Kapitalmarktunion.

## 9.5 Strengere Haftung hält Emittenten und insb. KMU ab

Die EU-Gesetzgeber müssen ferner berücksichtigen, dass erhöhte Haftungsrisiken Emittenten und insbesondere KMU demotivieren, den Kapitalmarkt zu nutzen. Eine strengere Haftung als in anderen Jurisdiktionen birgt zudem die Gefahr, dass Emittenten dort vorrangig versuchen werden Kapital aufzunehmen. Im Vordergrund sollte daher keine Erschwernis für die Emittenten, sondern eine Vereinfachung stehen.

## 10 Art. 18 –Incorporation-by-reference-Mechanismus verbessert

Dass im Gegensatz zu Art. 11 PD II wegen Art. 18 ProspV-E zukünftig nicht mehr nur auf Informationen verwiesen werden können soll, die die Transparenzrichtlinie verlangt, begrüßen wir sehr.<sup>21</sup> Dadurch kann unproblematisch auch auf unterjährige Finanzinformationen (vgl. Art. 18 Abs. 1 d) ProspV-E) wie bspw. Quartalsmitteilungen verwiesen werden.

---

<sup>21</sup> V.a. vor dem Hintergrund, dass die ESMA Tendenzen zeigte, die Möglichkeiten des Incorporation-by-reference-Mechanismus einzuengen, vgl. Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts vom 19.12.2014 <https://www.dai.de/de/das-bieten-wir/positionen/positionspapiere.html?d=297>.

## 11 Art. 19 X - Reine elektronische Abstimmung mit Aufsichtsbehörde ermöglichen

Zur Erleichterung des Billigungsprozesses sollten der vollständige Billigungsprozess und die Abstimmung mit der Behörde auf elektronischem Wege möglich sein. Damit sollte nicht etwa die Einbindung in ein elektronisches System gemeint, sondern die Versendung von elektronischen Dateien per E-Mail an die zuständigen Mitarbeiter erlaubt sein. Die Vorgaben aus Art. 2 der delegierten Verordnung vom 30.11.2015 sollten dabei Berücksichtigung finden, aber auch den finalen Billigungsprozess miteinschließen. Diese grundsätzliche Festlegung, dass der Billigungsprozess vollständig im E-Mail-Verkehr durchgeführt werden kann, sollte schon auf Level 1 getroffen werden, um keinen Diskussionsspielraum auf Level 2 zu erlauben.

## Kontakt

---

Holger Lehnen  
Leiter Kapitalmarktpublizität  
Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Senckenberganlage 28  
60325 Frankfurt am Main  
Telefon + 49 69 92915-27  
Fax + 49 69 92915-12  
[lehnen@dai.de](mailto:lehnen@dai.de)  
[www.dai.de](http://www.dai.de)

Maximilian Lück, LL.M.  
Leiter Europarecht  
Deutsches Aktieninstitut e.V.  
23, Rue du Luxembourg  
1000 Bruessel  
Telefon + 32 2 503016 - 4  
Fax + 32 2 503016 - 5  
[lueck@dai.de](mailto:lueck@dai.de)  
[www.dai.de](http://www.dai.de)