

Berlin, Juni 2004
Stellungnahme Nr. 26/04

Stellungnahme des Deutschen Anwaltvereins

durch den Handelsrechtsausschuss

zum

Regierungsentwurf eines

**Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes
(Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG)**

Mitglieder des Ausschusses:

Prof. Dr. Michael Hoffmann-Becking (Vorsitzender)
Dr. Manfred Balz
Dr. Christian Decher
Dr. Hans Friedrich Gelhausen
Dr. Wilhelm Happ
Dr. Georg Hohner
Dr. Hans-Christoph Ihrig
Prof. Dr. Gerd Krieger
Dr. Georg Maier-Reimer (Berichterstatter)
Prof. Dr. Reinhard Marsch-Barner (Berichterstatter)
Dr. Welf Müller
Dr. h.c. Karlheinz Quack
Prof. Dr. Arndt Raupach
Dr. Bodo Riegger
Prof. Dr. Johannes Semler
Prof. Dr. Walter Sigle
Prof. Dr. Frank A. Schäfer (Berichterstatter)
Dr. Martin Winter

Zuständiger DAV-Geschäftsführer:

Rechtsanwalt Jens Wagener

Verteiler:

Bundesministerium der Justiz
Bundesministerium der Finanzen
Vorsitzender des Rechtsausschusses des Bundestages
Vorstand und Geschäftsführung des Deutschen Anwaltvereins
Landesgruppen und -verbände des DAV
Vorsitzende der Gesetzgebungsausschüsse des DAV
Vorsitzende der Arbeitsgemeinschaften des DAV
Handelsrechtsausschuß des DAV
Bundesrechtsanwaltskammer
Bundesnotarkammer
Deutscher Notarverein
Institut der Wirtschaftsprüfer
Deutscher Richterbund
ÖTV Abt. Richterinnen und Richter
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)
Deutscher Steuerberaterverband
Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI)
Bundesverband der Freien Berufe
ver.di
Deutscher Industrie- und Handelskammertag (DIHK)
Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft
Bundesverband Deutscher Banken
Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. (SdK) - Die Aktionärsvereinigung -
Zeitschrift „Die Aktiengesellschaft“
NZG Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
WM Wertpapiermitteilungen
ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
Börsenzeitung
Handelsblatt
Frankfurter Allgemeine Zeitung
NJW
Financial Times Deutschland
Deutscher Notarverein
Kommission der Europäischen Gemeinschaften

Der Deutsche Anwaltverein (DAV) ist der freiwillige Zusammenschluss der deutschen Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte. Der DAV mit derzeit ca. 60.000 Mitgliedern vertritt die Interessen der deutschen Anwaltschaft auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene.

Die Bundesregierung hat am 21. April 2004 den Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (AnSVG) vorgelegt. Durch den Gesetzentwurf soll vor allem die EU-Marktmisbrauchsrichtlinie durch Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) umgesetzt und eine Prospektpflicht für nicht in Wertpapieren verbriefte Anlageformen des sog. "Grauen Kapitalmarkts" durch Ergänzung des Verkaufsprospektgesetzes (VerkProspG) eingeführt werden. Der Handelsrechtsausschuss des DAV nimmt zu einzelnen Regelungen des Gesetzentwurfs wie folgt Stellung:

Zu Art. 1 – Änderung des Wertpapierhandelsgesetzes

1. § 10 WpHG-E - Anzeige von Verdachtsfällen

Nach § 10 Abs. 1 S. 1 WpHG-E obliegt Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Kreditinstituten, Betreibern von Märkten sowie der Börsengeschäftsführung eine Pflicht zur Abgabe einer Verdachtsanzeige, wenn die Verpflichteten Tatsachen feststellen, die darauf schließen lassen, dass mit dem Geschäft über Finanzinstrumente gegen das Insiderhandelsverbot nach § 14 WpHG oder das Verbot der Kursmanipulation gem. § 20a WpHG verstoßen wird. Nach § 10 Abs. 1 S. 2 WpHG-E obliegt dem Anzeigepflichtigen eine Pflicht zur Verschwiegenheit (außer gegenüber staatlichen Stellen und von Berufswegen zur Verschwiegenheit verpflichteten Personen). Nach § 10 Abs. 3 WpHG-E darf der Anzeigepflichtige für die Anzeige nicht verantwortlich gemacht werden, wenn die Anzeige nicht vorsätzlich oder grob fahrlässig unwahr erstattet wurde. - Eine ähnliche Anzeigepflicht findet sich in § 11 Geldwäschegesetz (GwG) und eine entsprechende Freistellung von der Verantwortlichkeit in § 12 GwG. Das GwG sieht in § 11 Abs. 1 S. 3 ausdrücklich eine Pflicht vor, die angetragene Finanztransaktion ohne Zustimmung der Staatsanwaltschaft erst zwei Werktage nach dem Abgangstag der Anzeige durchzuführen. Damit ist für die Anzeigepflichtigen eine klare Regelung für die Zulässigkeit der Durchführung der angetragenen Finanztransaktion nach fruchtlosem Ablauf von zwei Tagen gegeben. Demgegenüber enthält § 10 WpHG-E keine Regelung der Frage, ob die vermutliche Insidertransaktion oder kursmanipulative Handlung durchgeführt werden darf. Wer in Kenntnis der Insidertransaktion oder der kursmanipulativen Handlung diese durchführt, begibt sich trotz Anzeige in die Gefahr, Beihilfe zu der strafbaren Handlung zu leisten (entsprechend den Beihilfehandlungen von Bankmitarbeitern bei der Weiterleitung von un versteuerten Geldern in das Ausland als Beihilfe zur Steuerhinterziehung). Nach § 830 Abs. 2 BGB macht sich der Gehilfe ggf. ebenso wie der Täter gegenüber geschädigten Dritten schadensersatzpflichtig. Die Gefahr, sich strafrechtlich einer Beihilfe schuldig zu machen und zivilrechtlich als Gehilfe schadensersatzpflichtig zu werden, wird abschreckend auf die Vornahme einer Verdachtsanzeige wirken.

Würde der Anzeigepflichtige die ihm angetragene Transaktion zur Vermeidung straf- und zivilrechtlicher Haftungsfolgen ablehnen, würde er gegen das Mitteilungsverbot nach § 10 Abs. 1 S. 2 WpHG-E verstoßen, da er eine Begründung für die Ablehnung der Transaktion angeben müsste. Würde er sie jedoch durchführen, würde er sich straf- und zivilrechtlichen Haftungsrisiken aussetzen. Die gesetzliche Regelung wäre somit in sich widersprüchlich und trüge die Gefahr der Verfassungswidrigkeit in sich, denn jede Handlungsweise des Anzeigepflichtigen würde für diesen die Gefahr eines Gesetzesverstößes bergen.

In das Gesetz sollte daher eine § 11 Abs. 1 S. 3 GwG vergleichbare Regelung aufgenommen werden. Diese Regelung sollte jedoch die sofortige Ausführung der angetragenen Transaktionen aufgrund der Volatilität der Wertpapierkurse gestatten.

Zumindest sollte in der Gesetzesbegründung klargestellt werden, dass weder eine straf- noch eine zivilrechtliche Gehilfenhaftung des Anzeigenden gegeben ist, wenn er das angefragte Geschäft nach pflichtgemäßer Anzeige ausführt.

2. § 14 WpHG-E - Verbot von Insidergeschäften

Das Verbot der Insidergeschäfte geht in § 14 Abs. 1 WpHG-E Nr. 1 ab von dem "Ausnutzen einer Insiderkenntnis" und über zu der "Verwendung einer Insiderinformation". In der Regierungsbegründung hierzu heißt es: "..... Zudem wurde das „Ausnutzen“ als Alleinstellungsmerkmal interpretiert und führte bei Hinzutreten weiterer, oft kaum zu widerlegender Motive des Täters, zu Straflosigkeit. Der Begriff "Verwendung" macht deutlich, dass ein solches subjektiv ausgerichtetes Handeln nicht mehr verlangt wird. Der Zweck des Handelns,, findet damit nicht mehr im Tatbestand, sondern nur noch bei der Straf- bzw. Bußgeldzumessung Berücksichtigung. Ungeachtet dessen muss der Täter, um den Tatbestand zu erfüllen, die Information in sein Handeln einfließen lassen. Die reine Erfüllung einer Verbindlichkeit, welche in gleicher Weise auch ohne Kenntnis der Insiderinformation erfolgt wäre, reicht, wie Art. 2 Abs. 3 der Marktmissbrauchsrichtlinie klarstellt, hierfür noch nicht aus."

Bisher wurde ein "Ausnutzen" nur dann bejaht, wenn der Insider seinen Wissensvorsprung bewusst mit dem Ziel einsetzte, für sich oder einen anderen einen wirtschaftlichen Vorteil zu erzielen, der als Verstoß gegen den Grundsatz der Chancengleichheit angesehen und missbilligt wurde (vgl. BT-Drucks. 12/6679, S. 47). Diese Auslegung wurde auch auf einen Vergleich zu der bisher geltenden Fassung von § 14 Abs. 1 Nr. 3 WpHG gestützt, nach der der Insider in der Variante des Empfehlungsverbot es lediglich "auf der Grundlage seiner Kenntnis" handeln musste. Für die bisher geltende Gesetzeslage wurde daher von der ganz überwiegenden Meinung angenommen, dass eine "Ausnutzung" der Kenntnis von einer Insiderinformation zweierlei voraussetzt, nämlich

- einen Ursachenzusammenhang dergestalt, dass der Insider das Geschäft ohne die Kenntnis von der Insiderinformation nicht vorgenommen hätte, und
- die Absicht, mit der Transaktion einen Gewinn zu erzielen bzw. Verlust zu vermeiden.

§ 14 Abs. 1 WpHG-E ist so zu verstehen, dass lediglich das Erfordernis der Gewinnerzielungsabsicht, nicht jedoch das des Ursachenzusammenhangs entfallen soll. In der zitierten Regierungsbegründung wird dies jedoch nicht hinreichend deutlich. Dass der Täter die Information "in sein Handeln einfließen lassen" muss und die "reine Erfüllung einer Verbindlichkeit" eine "Verwendung einer Insiderinformation" entfallen lassen soll, könnte so interpretiert werden, dass nur im Falle der Erfüllung einer Verbindlichkeit ein Ursachenzusammenhang entfällt, nicht jedoch in anderen Fallkonstellationen. Ein derartiger Ursachenzusammenhang wird derzeit nicht angenommen, wenn eigene unternehmerische Pläne oder Entschlüsse umgesetzt werden, auch wenn diese selbst Insiderinformationen darstellen. Gleiches gilt für die Ausführung eines Entschlusses zum Aufbau oder zur Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen. In diesen sowie einer Reihe weiterer Fallkonstellationen handelt es sich nicht um die Erfüllung einer Verbindlichkeit.

Der derzeitige Entwurf der Gesetzesbegründung führt daher zu einer erheblichen Rechtsunsicherheit für wichtige wirtschaftliche Entscheidungen. In der Gesetzesbegründung sollte daher klargestellt werden, dass nicht nur im Falle der Erfüllung von Verbindlichkeiten sondern auch in weiteren Fallkonstellationen der (weiterhin) erforderliche Ursachenzusammenhang nicht gegeben ist.

3. § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG-E - Veröffentlichung und Mitteilung von Insiderinformationen

§ 12 S. 2 WpHG-E erweitert die Definition der Insiderpapiere (und damit das Verbot des Insiderhandels) auch auf Finanzinstrumente, für die „der Antrag auf Zulassung oder Einbeziehung gestellt oder öffentlich angekündigt ist“. Dies wird verschiedentlich kritisiert, wird hierdurch doch das Insiderhandelsverbot auch auf den Markt, der den eigentlichen Börsenmärkten vorgelagert ist, erstreckt. Besonders mit Blick auf den Handel per Erscheinen, der während des Börsenbooms 1999/2000 zu erheblichen Missständen führte, ist die Vorwirkung des Insiderhandelsverbotes jedoch zu begrüßen.

Wesentliche Komponente der Verhinderung des Insiderhandels ist neben dem Verbot des Insiderhandels die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität. Diese wird nach § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG-E jedoch nur auf Emittenten von Finanzinstrumenten erstreckt, „die zum Handel an einem inländischen organisierten Markt zugelassen sind oder für die der Emittent eine solche Zulassung beantragt hat“. Es ist inkonsequent, einerseits Insiderhandel auch im Freiverkehr und beim Handel per Erscheinen zu verbieten, jedoch hierauf nicht die Ad-hoc-Publizität zu erstrecken. Ein Grund für die Beschränkung der Ad-hoc-Publizität auf den amtlichen und geregelten Markt und dort auf Finanzinstrumente, für die die Zulassung beantragt wurde, ist nicht ersichtlich. Wenn sich der Gesetzgeber zu der Statuierung eines Verbotes entschließt, ist es nur konsequent, wenn die in den Verbotsbereich einbezogenen Märkte den gleichen Regeln zur Verhinderung der Ad-hoc-Publizität unterliegen.

§ 15 Abs. 1 S. 1 WpHG-E sollte daher auch auf den Freiverkehr und den Handel per Erscheinen erstreckt werden.

4. § 15 Abs. 1 S. 2 WpHG-E - Veröffentlichung und Mitteilung von Insiderinformationen

§ 15 Abs. 1 S. 2 WpHG-E enthält eine Präzisierung des in Satz 1 enthaltenen Tatbestandsmerkmals der "unmittelbaren Betroffenheit" des Emittenten. Zu diesem Zweck führt Satz 2 aus, dass eine Insiderinformation dann einen Emittenten unmittelbar betreffen soll, wenn sie sich auf eine **Tatsache** bezieht, die". Die Definition einer Insiderinformation in § 13 recurriert jedoch nicht mehr auf "Tatsachen" sondern auf "Umstände oder Ereignisse".

Durch die ansonsten durchgängig abgeschaffte Verwendung des Begriffs der "Tatsache" in § 15 könnte die erneute Verwendung des Begriffs der Tatsache Anlass zu Überlegungen geben, ob der Gesetzgeber insoweit eine Abweichung von der sonstigen Definition in § 13 beabsichtigt. Der Begriff der "Tatsache" sollte ersetzt werden durch "Umstände oder Ereignisse".

5. § 15a Abs. 1 S. 1 WpHG-E - Veröffentlichung und Mitteilung von Geschäften

Meldepflichtig sind nach § 15a Abs. 1 S. 1 WpHG-E nur "eigene Geschäfte" der Führungsperson. Bei dem Begriff der "eigenen Geschäfte" ist unklar, ob damit die von der Führungsperson selbst initiierten Geschäfte gemeint sind oder alle Geschäfte, die dieser Führungsperson zugerechnet werden. Diese Frage ist für den betroffenen Kreis der Führungspersonen von besonderer Bedeutung, da sich diese häufig aufgrund ihrer beruflichen Inanspruchnahme eines Vermögensverwalters bedienen, der in Vollmacht für die Führungsperson jedoch ohne vorherige Rücksprache mit dieser Aktien kauft oder verkauft.

Die Meldepflicht nach § 15a WpHG besteht aufgrund der Signalwirkung, die die Geschäfte von Führungspersonen in Aktien der Gesellschaft, die sie führen, haben kann. „Eigene

Geschäfte“ sollten daher nur solche Geschäfte sein, die auf einer eigenen Entscheidung der Führungsperson beruhen, da nur diesen eine Signalwirkung zukommen kann. Geschäfte von Personen, die für die Führungsperson handeln, jedoch nicht von dieser initiiert sind, sind keine "eigenen Geschäfte" der Führungsperson, denen Signalwirkung beigemessen werden kann. Eine Veröffentlichung von derartigen Geschäften könnte sogar eine den Markt irreführende Signalwirkung entfalten.

In der Gesetzesbegründung sollte daher klargestellt werden, dass "eigene Geschäfte" nur solche Geschäfte sind, die von der Führungsperson initiiert werden und nicht solche, die von Dritten für sie ohne vorherige Rücksprache durchgeführt werden. Ohne eine derartige Klarstellung steht zu befürchten, dass Bußgeldverfahren nach § 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. c) WpHG-E gegen die Führungspersonen eingeleitet werden und wegen der möglichen Geldbuße von bis zu € 100.000,00 zu nicht unerheblicher Verunsicherung führen können.

6. § 15a Abs. 1 S. 5 WpHG-E - Veröffentlichung und Mitteilung von Geschäften

Nach § 15a Abs. 1 S. 5 WpHG-E besteht die Meldepflicht über eigene Geschäfte der Führungsperson nicht, wenn die "Gesamtsumme der Geschäfte einer Person einen Betrag von € 5.000,00" nicht erreicht. Der Begriff der Gesamtsumme der Geschäfte wird durch die Regierungsbegründung nicht näher erläutert.

Zu den meldepflichtigen Geschäften zählen auch Geschäfte in Derivaten. Bei diesen ist völlig unklar, worauf die "Gesamtsumme der Geschäfte" zu beziehen ist. Zum einen kommt in Betracht der Kaufpreis für Optionen bzw. der Erlös aus dem Verkauf von Optionen. Denkbar ist jedoch auch, nicht den Wert der Derivate selbst als ausschlaggebend für die "Gesamtsumme der Geschäfte" anzusehen, sondern den Wert des sog. Underlying, also den Verkehrswert der veroptionierten Aktien. Da die Diskrepanz zwischen diesen beiden leicht das 50-fache erreicht, können mit einem Optionspreis von € 5.000,00 Gegenwerte in Höhe von € 250.000,00 gehandelt werden. Dass die Gesamtsumme von € 250.000,00 typischerweise nicht gezahlt wird hat seinen Grund darin, dass die Optionen vor Fälligkeit glattgestellt werden.

Es ist wünschenswert, dass in der Gesetzesbegründung das Verständnis der „Gesamtsumme“ bei Derivaten klargestellt wird.

7. § 20 a WpHG-E - Verbot der Marktmanipulation

Das Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation nach dem bisherigen § 20 a WpHG soll durch mehrere Änderungen und Ergänzungen an die Marktmißbrauchsrichtlinie vom 28.01.2003 (Richtlinie 2003/06) angepasst werden. Neu eingefügt werden soll in Abs. 1 Nr. 2 das Verbot von Geschäften mit falschen oder irreführenden Signalen sowie von Geschäften mit einer Eignung zum künstlichen Preisniveau. Damit wird Art. 1 Abs. 1 Nr. 2 a, zweiter Spiegelstrich, der Marktmißbrauchsrichtlinie umgesetzt. Die vorgesehene Regelung geht allerdings über die Richtlinie hinaus, indem sie alle Geschäfte verbietet, die abstrakt geeignet sind, ein künstliches Preisniveau herbeizuführen. Nach der Richtlinie stellen dagegen nur solche Geschäfte eine Marktmanipulation dar, die den Kurs eines Finanzierungsinstrumentes tatsächlich so beeinflussen, dass ein anomales oder künstliches Kursniveau erzielt wird. Eine Begründung für diese strengere Umsetzung enthält der Regierungsentwurf nicht.

Problematisch erscheint auch der neu eingeführte Abs. 2, wonach das Verbot gemäß Abs. 1 Nr. 2 nicht gelten soll, wenn die Handlung mit der zulässigen Marktpraxis vereinbar ist und der Handelnde hierfür legitime Gründe hat. Als zulässige Marktpraxis gelten entsprechend Art. 1 Abs. 5 der Marktmißbrauchsrichtlinie nur solche Gepflogenheiten, die auf dem jeweiligen Markt nach vernünftigem Ermessen erwartet werden können und von der BaFin als solche anerkannt werden. Diese Anerkennung kann, worauf die Gesetzesbegründung (S.

25) hinweist, auch ex post erfolgen. Eine solche nachträgliche Nichtanerkennung darf aber nicht dazu führen, dass das Verhalten rückwirkend zu einer Ordnungswidrigkeit nach § 39 Abs. 1 Nr. 1 WpHG n. F. oder zu einer Straftat nach § 38 Abs. 2 i.V.m. § 39 Abs. 1 Nr. 1 WpHG n. F. wird. Dies würde dem Grundsatz nulla poena sine lege (Art. 103 Abs. 2 GG) widersprechen.

Rechtliche Bedenken bestehen auch bei dem zusätzlichen Erfordernis, dass der Handelnde "legitime Gründe" haben muss, damit sein Verhalten nicht gegen Abs. 1 Nr. 2 verstößt. Dieses negative Tatbestandsmerkmal führt dazu, dass sich der Handelnde rechtfertigen muß. Eine solche Umkehr der Beweislast ist mit der allgemeinen Unschuldsvermutung jedoch nicht vereinbar. Das Verhalten sollte vielmehr nach objektiven Kriterien rechtmäßig sein, wenn es im Zeitpunkt seiner Vornahme einer Marktpraxis entspricht, die nach vernünftigem Ermessen als zulässig angesehen werden kann. Die Gesetzesbegründung (S. 24) versucht die Problematik mit der einschränkenden Aussage zu entschärfen, dass legitime Gründe nur dann zu verneinen seien, wenn festgestellt werden könne, dass der Handelnde in betrügerischer oder manipulativer Absicht gehandelt hat. Eine solche Einschränkung gehört, wenn sie ernst gemeint ist, allerdings nicht in die Begründung, sondern in den Gesetzestext.

8. § 34 b WpHG-E Wertpapieranalyse

Mit der Neufassung des § 34 b WpHG sollen Art. 6 Abs. 5 der Marktmißbrauchsrichtlinie sowie die Durchführungsrichtlinie vom 22.12.2003 (Richtlinie 2003/125) umgesetzt werden. Dabei geht die Umsetzung im AnSVG teilweise über die europäischen Vorgaben hinaus.

Nach § 34 b Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 WpHG-E sollen bei der Weitergabe oder Verbreitung von Finanzanalysen Umstände oder Beziehungen angegeben werden, die bei den Erstellern Interessenkonflikte begründen können. Nach Art. 5 Abs. 1 der Durchführungsrichtlinie 2003/125 muß dagegen nicht jeder denkbare, sondern nur ein "erheblicher Interessenkonflikt" offengelegt werden, wobei offen ist, ob damit nur bestehende oder auch lediglich potentielle Konflikte gemeint sind. Da ein Verstoß gegen die Pflicht zur Offenlegung von Interessenkonflikten eine Ordnungswidrigkeit darstellt (§ 39 Abs. 1 Nr. 4 WpHG-E), sollte die Umsetzung auf die Offenlegung "erheblicher" - schon bestehender und/oder nur potentieller - Interessenkonflikte beschränkt werden. In der nach § 34 b Abs. 8 WpHG-E vorgesehenen Rechtsverordnung lässt sich eine solche Klarstellung angesichts des Gesetzesvorrangs nicht mehr vornehmen.

Problematisch ist auch, wenn bestimmte im Gesetz verwendete Begriffe nur in der Gesetzesbegründung definiert werden. Zur "Erstellung" einer Finanzanalyse heißt es dort (S. 28) zum Beispiel, dass damit nicht nur die Erarbeitung, sondern auch die wesentliche Veränderung einer Finanzanalyse gemeint ist. Solche über die Wortauslegung hinausgehenden Interpretationen sollten in den Gesetzestext oder zumindest in die nach § 34 b Abs. 8 WpHG-E zu erlassende Rechtsverordnung aufgenommen werden.

§ 35 Abs. 2 WpHG-E sieht wie die bisherige Fassung vor, dass die BaFin auch von Unternehmen mit Sitz im Ausland Auskünfte und Vorlagen verlangen kann. Was die materiell-rechtlichen Verpflichtungen angeht, so werden die allgemeinen Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 31 WpHG nach dessen Abs. 3 auch auf ausländische Unternehmen erstreckt. Für die besonderen Verhaltensregeln aus dem neuen § 32 WpHG sieht der dortige Abs. 3 eine entsprechende Regelung vor. Für die Verpflichtungen aus § 34 b WpHG-E fehlt dagegen die Klarstellung, dass die Absätze 1 bis 3 unter den in § 31 Abs. 3 bestimmten Voraussetzungen auch für Unternehmen mit Sitz im Ausland gelten.

§ 34 b Abs. 6 WpHG-E bezieht sich auf das Verhältnis der Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu ihren Kunden und umfasst damit die tägliche Anlageberatung. Dabei sind mögliche Interessenkonflikte offen zu legen und die

Organisationspflichten gemäß Abs. 5 zu beachten. Darüber hinaus müssen die betroffenen Unternehmen sicherstellen, dass Anlageempfehlungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit „dargeboten“ werden. Was dies konkret für die Kreditinstitute und deren Kundenberater bedeutet, ist unklar. Nach dem Gesetzeswortlaut bezieht sich der Sorgfaltsmaßstab auf die „Darbietung“ der Empfehlungen, nach der Gesetzesbegründung dagegen auf die Empfehlungen selbst und damit offenbar auch auf deren Inhalt. Eine Klarstellung erscheint hier notwendig, zumal die Bestimmungen des § 34 b Abs. 6 WpHG-E als Schutzgesetz im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB angesehen werden könnten und dann jede Verletzung zu Schadensersatzansprüchen führen kann.

In der Begründung zu § 34 b Abs. 6 WpHG-E heißt es im übrigen, die Bestimmung enthalte den Regelungsgehalt des „§ 15 Abs. 1 a.F.“ Tatsächlich gemeint ist hier vermutlich die bisherige Fassung des § 34 b Abs. 1 WpHG.

9. §§ 37b und 37c WpHG-E – Schadensersatz wegen unterlassener oder unwahrer Insiderinformationen

Diese Vorschriften sollen nach der Begründung lediglich redaktionell an die Änderungen bei § 15 angepasst werden. Insoweit sind keine Anmerkungen veranlasst. Die bisherige Fassung der §§ 37b und c WpHG hat jedoch eine Fülle von Fragen ausgelöst, die bisher nicht geklärt sind. Aus Anlass der Anpassung der Vorschriften sollten diese Fragen durch das Gesetz geklärt werden. Es geht insbesondere um folgende Fragen:

- (1) Setzt § 37b WpHG (Haftung für Unterlassung der Mitteilung) eine Veröffentlichungspflicht voraus oder begründet er eine solche Verpflichtung bzw. knüpft lediglich an das faktisch Unterlassene an?
- (2) Welcher Schaden ist nach den Vorschriften ersatzpflichtig?
 - (a) Der Kursdifferenzschaden, d. h. die Differenz zwischen dem erzielten oder gezahlten Preis und dem hypothetischen Börsenpreis, der sich eingestellt hätte, wenn die unterlassene Mitteilung erfolgt wäre / die unrichtige Mitteilung nicht erfolgt wäre?
 - (b) Der Schaden, der aus der Investition / Desinvestition entstanden ist, einschließlich Schäden aus anderweitig verursachten Kursveränderungen?
 - (c) Oder kann der Differenzschaden jedenfalls und ein weitergehender Schaden aus der Investition / Desinvestition bei zusätzlichem Kausalitätsnachweis liquidiert werden?
- (3) Was ist für die Kausalität erforderlich?
 - (a) Muss die Investitions- / Desinvestitionsentscheidung durch die Desinformation des Marktes verursacht sein („konkrete Kausalität“) oder kommt es darauf nicht an, weil (nur) der Kursdifferenzschaden zu ersetzen und dieser jedenfalls durch die Desinformation des Marktes verursacht ist?

- (b) Besteht eine Vermutung / Umkehr der Beweislast dahin, dass die Desinformation des Marktes zu der schadensverursachenden Entscheidung geführt hat?

Die Fragen (2) und (3) hängen zusammen. Weil in § 37c Abs. 1 WpHG vorausgesetzt ist, „dass der Dritte auf die Richtigkeit der Insiderinformation vertraut“, scheint das Erfordernis einer konkreten Kausalität zu bestehen. Ein entsprechendes Element enthält § 37b WpHG indessen nicht. Daraus ergibt sich die Frage, ob in diesem Punkt die Parallelität zwischen beiden Vorschriften aufgehoben ist. Ist dies nicht gewollt, so fragt sich, in welcher Richtung die Gleichstellung erfolgen soll:

- Dadurch, dass in § 37b WpHG ein weiteres Erfordernis aufgenommen wird, dass nämlich der Anspruchsteller bei Kenntnis der Insiderinformation seine Entscheidung nicht getroffen hätte oder
- in umgekehrter Richtung dadurch, dass in § 37c WpHG die Worte „dadurch ... dass der Dritte auf die Richtigkeit der Insiderinformation vertraut“ in dem Sinne gelesen werden:

"dadurch ... dass der Markt auf die Richtigkeit der Insiderinformation vertraut".

Für die letztere Lesweise spricht § 37c Abs. 3 WpHG, der den Anspruch für den Fall ausschließt, dass "der Dritte die Unrichtigkeit ... kannte". Wäre das Vertrauen des Einzelnen auf die Richtigkeit der Insiderinformation Tatbestandsvoraussetzung, so bräuchte der Anspruch für den Fall der Kenntnis nicht ausgeschlossen zu werden.

- (1) Zur ersten Frage scheint sich zwar zum geltenden Recht eine herrschende Meinung herauskristallisiert zu haben, dass in § 37b WpHG eine Rechtspflicht aus § 15 WpHG vorausgesetzt ist mit der Folge, dass eine Befreiung durch die BaFin auch den § 37b WpHG ausschließt. Diese Frage wird sich aber möglicherweise wegen der Neukonzeption der Befreiung gemäß § 15 Abs. 3 WpHG-E in Zukunft auch anders stellen. Es empfiehlt sich deshalb eine Klarstellung in § 37b Abs. 1 WpHG wie folgt:

"Unterlässt es der Emittent von Finanzinstrumenten, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, *entgegen* § 15, unverzüglich ..."

- (2) Die Entscheidung der zweiten und dritten Frage sollte nicht der Rechtsprechung überlassen bleiben. Es geht nicht um die Herausbildung angemessener Regeln für komplexe Fragestellungen, die erst auf der Grundlage von Fällen aus der Praxis differenziert entwickelt werden können, sondern schlicht um die Präzisierung des Willens des Gesetzgebers. Genauer geht es um den Schutzzweck der Verpflichtung zur Ad-hoc-Mitteilung. Geht es dabei nur um Markttransparenz, die Beschränkung auch nur der Möglichkeit des Insiderhandels und die Stärkung des Vertrauens in den Kapitalmarkt oder

sollen auch die Grundlagen der Investitions-/ Desinvestitionsentscheidung des Einzelnen geschützt werden? Die Formulierung des Zwecks auf Seite 20 der Begründung lässt beide Auslegungen zu. Ebenso lassen die §§ 37b und c WpHG beide Auslegungen zu – wenn man nicht, wie ein Teil der Literatur, gerade aus diesen Vorschriften folgert, dass der Schutzzweck des § 15 WpHG auch auf die Grundlagen der Investitionsentscheidung des Einzelnen erstreckt wird.

Nach Auffassung des Handelsrechtsausschusses entspricht es dem Sinn der Verpflichtung zur Ad-hoc-Publizität besser,

- die beiden Tatbestände hinsichtlich der Kausalitätsanforderungen und des ersatzfähigen Schadens gleichzustellen,
- auf das Erfordernis einer (bewiesenen oder vermuteten) konkreten Kausalität im Sinne der Frage (3) (a) zu verzichten und
- demgemäss den ersatzfähigen Schaden ohne Rücksicht auf die Umstände des Einzelfalls nach dem Kursdifferenzschaden (Frage (1) (a)) zu bemessen und auf diesen zu begrenzen.

Wenn demgegenüber die Frage des Schutzzwecks und des ersatzfähigen Schadens im Sinne der Alternative (2) (b) – Gesamtschaden aus der Investition / Desinvestition – beantwortet wird, sind jedenfalls angemessene Vorkehrungen zu treffen, die sicherstellen, dass nicht wegen einer punktuellen Fehlinformation dem Anleger das Risiko der allgemeinen Marktentwicklung zu Lasten des Emittenten (und damit auch der anderen Investoren, die die weiteren Tatbestandsvoraussetzungen nicht erfüllen) abgenommen wird. Ob dafür, wie es in der Literatur vertreten wird, das Instrument der Vorteilsausgleichung genügt, ist mindestens zweifelhaft.

- (3) Soll zur dritten Frage eine Parallelität der §§ 37b und c WpHG sichergestellt werden und soll es auf das konkrete Vertrauen des einzelnen Anlegers nicht ankommen, sollte in § 37c WpHG wie folgt formuliert werden:

"... zum Ersatz des Schadens verpflichtet, der durch die unwahre Veröffentlichung entsteht, wenn der Dritte ...".

Mit dieser Änderung wäre jedenfalls nahegelegt, dass der Kursdifferenzschaden ohne den Nachweis einer Kausalität der Desinformation für die Anlage / Desinvestitionsentscheidung liquidiert werden kann.

- (4) Sprachlich ist zu § 37c WpHG noch anzumerken, dass die Formulierung "unwahre Insiderinformation" ungenau ist. Insiderinformation ist gemäß § 13 die konkrete Information über nicht bekannte kursrelevante Umstände oder

Ereignisse. Die Mitteilung über nicht bestehende Umstände oder Ereignisse ist danach keine Insiderinformation, auch keine unwahre. Es würde genügen, in § 37c wie folgt zu formulieren:

"... in einer Mitteilung nach § 15 eine unwahre Information über Umstände oder Ereignisse, die ihn unmittelbar betreffen ...".

Sind die behaupteten Umstände und Ereignisse nicht kursrelevant, so kann ihre unrichtige Behauptung in der Veröffentlichung keinen (Kurs)-Schaden verursachen. Ist sie relevant, so ist es eine Tatsache die, träfe sie zu, die in § 13 genannte Eignung hätte.

Zu Art. 2 – Änderung des Verkaufsprospektgesetzes

Zu Abschnitt III a – Prospektpflicht für Angebote anderer Vermögensanlagen

Mit diesem Abschnitt wird grundsätzlich eine Prospektpflicht für öffentliche Angebote im sogenannten grauen Kapitalmarkt eingeführt. Dies ist zu begrüßen.

1. § 8f VerkProspG-E – Anwendungsbereich

- (1) § 8f Abs. 1 VerkProspG-E regelt den Anwendungsbereich. Vorausgesetzt ist, wie auch für die Verkaufsprospektpflicht für Wertpapiere, ein öffentliches Angebot. Der Begriff wird hier, ebenso wie in § 1, nicht näher definiert. Gegenstand des Angebots müssen Anteile mit Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens oder Anteile an einem Treuhandvermögen oder sonstige Anteile an einem geschlossenen Immobilienfonds sein. Die Prospektpflicht soll auch für das öffentliche Angebot von Namensschuldverschreibungen gelten.
- (2) Die Anteile an dem Treuhandvermögen werden beschrieben als „Anteile an einem Vermögen, das ein Unternehmen in eigenem Namen für fremde Rechnung verwaltet (Treuhandvermögen)“. Nach der üblichen Differenzierung zwischen Verwaltungstreuhand und Vollrechtstreuhand legt dies die Auslegung nahe, dass nur die Verwaltungstreuhand gemeint sei. Das wäre zu eng. Auch die Nennung eines Unternehmens als Treuhänder verengt den Anwendungsbereich tendenziell. Der typische Fall des Treuhandkommanditisten ist mit der Formulierung „Anteile an einem Vermögen“ auch nur unscharf erfasst. Deshalb sollte wie folgt formuliert werden:

"Anteile an einer Vermögensmasse oder einer Unternehmensbeteiligung, die der *Emittent* oder ein *Dritter* im eigenen Namen für fremde Rechnung *hält* oder verwaltet (Treuhandvermögen), oder für Anteile an einem sonstigen geschlossenen Immobilienfonds muss ...".

- (3) Die Vorschrift differenziert nicht danach, ob die Vermögensanlage deutschem oder ausländischem Recht unterliegt. Das ist sachgerecht.
- (4) Absatz 2 sieht in Anlehnung an die §§ 2-4 VerkProspG-E bestimmte Ausnahmen für bestimmte Emittenten oder Typen von Angeboten vor. Neu gegenüber den §§ 2-4 VerkProspG-E ist eine Ausnahme für Beteiligungen an Erwerbs- und Wirtschaftsgenossenschaften sowie für Vermögensanlagen, die von Versicherungsunternehmen oder Pensionsfonds angeboten werden. Ebenfalls neu ist eine Bagatellausnahme für Angebote von höchstens 20 Anteilen oder von Anteilen mit einem jährlichen Gesamtanlagevolumen von höchstens € 100.000. Die Ausnahmen sind sachlich angemessen, redaktionell jedoch undeutlich. Sprachlich bezieht sich die Ausnahme zum Teil auf Angebote (Nr. 3, 4 und 6), zum Teil auf die Anlagen (Nr. 1, 2, 5 und 8), und zum Teil auf den Emittenten (Nr. 7). Bei Nr. 2 (Angebote von Versicherungsunternehmen oder Pensionsfonds) ist überdies unklar, ob es hierbei um Vermögensanlagen bei den Versicherungsunternehmen/Pensionsfonds geht oder um solche, die von diesen Unternehmen vertrieben werden. Richtigerweise sollten die Ausnahmen der Nr. 2 so gefasst werden, dass die Ausnahmen für Angebote der dann aufzuführenden Art gilt.
- (5) Nach Absatz 2 Nr. 7 sind von der Prospektpflicht ausgenommen „Emittenten von Vermögensanlagen im Sinne des Absatz 1, die die Voraussetzungen des § 3 Nr. 1, 2 oder 4 erfüllen“. Der Prospektpflicht nach Absatz 1 unterliegt der Anbieter, der nicht notwendig mit dem Emittenten identisch ist. Die Nummer 7 ist schon deshalb unklar. Zwar soll nach der Begründung der Begriff des Emittenten in § 8f eine weitere Bedeutung haben als sonst und denjenigen bezeichnen, der die Vermögensanlage erstmals auf den Markt bringt. Dieses Verständnis des Begriffs „Emittent“ findet jedoch im Gesetzestext keinen Niederschlag und ist auch verfehlt. Der Begriff sollte in allen kapitalmarktrechtlichen Bestimmungen einheitlich verwendet werden.

Außerdem sollte in der Nummer 7 der Bezug der Verweisung auf § 3 verdeutlicht werden. Demgemäss sollte die Nr. 7 wie folgt gefasst werden:

"(ausgenommen von der Prospektpflicht sind Angebote von ...) 7. Vermögensanlagen im Sinne des Absatzes 1 bei Emittenten, die die Voraussetzungen des § 3 Nr. 1, 2 oder 4 erfüllen."

Nur mit dieser Umstellung ist deutlich, dass die Voraussetzungen des § 3 Nr. 1, 2 oder 4 den Emittenten und nicht die Vermögensanlage betreffen. Mit dieser Umstellung sind dann alle Vermögenseinlagen bei Kreditinstituten und bestimmten Finanzdienstleistungsinstituten freigestellt, soweit sie nicht verbrieft sind und deshalb die weiteren Voraussetzungen von § 3 Nr. 2 zu erfüllen sind. Die für die Ausnahme der Nummern 1 und 2 maßgebenden Gründe gelten für die Kreditinstitute erst recht. Würde sich der Relativsatz dagegen (wie es die Fassung des Entwurfs nahe legt) auf die Vermögensanlagen beziehen, so wären die Voraussetzungen des § 3 Nr. 2 und 4 außer für Namensschuldverschreibungen schon deshalb nicht zu erfüllen, weil § 3 Nr. 2 und 4 nur für Schuldverschreibungen, also Wertpapiere, gelten. Die Ausnahme liefe weitgehend leer. Sind durch die Nr. 7, wie hier vorgeschlagen, Vermögensanlagen bei Kreditinstituten insgesamt von der Prospektpflicht ausgenommen, so bedarf es des zweiten Halbsatzes (kein Erfordernis der Wiederholung oder Dauerhaftigkeit der Emission) nicht.

2. § 8g VerkProspG-E – Prospektinhalt

- (1) Nach Nr. 4 soll die Verordnung auch Angaben über den Jahresabschluss und den Lagebericht des Emittenten regeln können. Nach § 8h Abs. 2 kann der Emittent indessen die Verpflichtung zur Erstellung eines Lageberichts ausschließen. Deshalb sollte formuliert werden „*und gegebenenfalls* des Lageberichts“.
- (2) Insgesamt sollte geprüft werden, ob § 8g durch eine sinngemäße Verweisung auf § 7 ersetzt werden kann. Er entspricht ihm nahezu vollständig.

3. § 8h – Prüfung des Jahresabschlusses und Aufstellung und Prüfung des Lageberichts

Nach dieser Vorschrift soll der Emittent der Verpflichtung unterworfen werden, nach den für große Kapitalgesellschaften geltenden Vorschriften einen Jahresabschluss und einen Lagebericht aufzustellen und prüfen zu lassen; er soll sich davon aber durch einen hervorgehobenen Hinweis im Prospekt befreien können.

- (1) Die Vorschrift ist ein Fremdkörper in dem Gesetz. Anders als der übrige Gesetzesinhalt regelt sie nämlich nicht das Angebot, sondern die Pflichten eines Emittenten, die sich aus dem öffentlichen Angebot ergeben. Es wäre systematisch richtiger, als Voraussetzung des öffentlichen Angebots entweder einen entsprechenden Hinweis in dem Prospekt oder eine Verpflichtungserklärung gegenüber der Bundesanstalt vorzusehen.
- (2) Da sich die Verpflichtung zur Rechnungslegung und Prüfung erst aus dem öffentlichen Angebot ergibt, sollte auch geregelt werden, wann sie endet.

- (3) Wenn die für große Kapitalgesellschaften geltenden Vorschriften zur Anwendung kommen sollen, dann sollten auch die Publizitätsvorschriften (§§ 325 ff HGB) für entsprechend anwendbar erklärt werden.

4. § 8i VerkProspG-E – Hinterlegungsstelle/Rechte der Hinterlegungsstelle/ Sofortige Vollziehung

Hinsichtlich der Hinterlegung und Prüfung des Verkaufsprospektes durch die Bundesanstalt wird, teilweise durch Verweisung, eine weitgehend der Regelung für Wertpapierverkaufsprospekte entsprechende Lage hergestellt, jedoch mit einem wesentlichen Unterschied.

Nach § 8a hat die Bundesanstalt zehn Werktage zur Prüfung von Wertpapierverkaufsprospekten. Wenn sie nicht binnen dieser zehn Werktage die Veröffentlichung untersagt, gilt dies als Gestattung. Nach § 8i Abs. 2 VerkProspG-E soll die Frist von 10 Werktagen durch 20 Werktage ersetzt werden und außerdem ausdrücklich vorgesehen werden, dass es nicht als Gestattung gilt, wenn innerhalb dieser Frist keine Untersagung erfolgt. Weiterhin soll die Frist von 20 Werktagen erst zu laufen beginnen, wenn die Unterlagen nach Auffassung der Bundesanstalt vollständig sind. Allerdings „soll“ die Bundesanstalt binnen 10 Werktagen mitteilen, wenn sie weitere Unterlagen für erforderlich hält. Als Grund für diese Differenzierung gegenüber dem Wertpapierverkaufsprospekt führt die Begründung die Unterschiedlichkeit der Anlageformen an, bei der standardisierte Verkaufsprospekte die Ausnahme bilden sollten. Außerdem ist das vorgesehene Verfahren an die noch umzusetzende Prospektrichtlinie 2003/71/EG angelehnt. Diese Richtlinie gilt indessen nur für Wertpapiere und damit größtenteils nicht für die von Abschnitt IIIa betroffenen Anlageformen. Nach der Prospektrichtlinie beträgt die normale Prüfungsfrist 10 Arbeitstage. Die Frist verlängert sich allerdings auf 20 Arbeitstage für Wertpapiere eines Emittenten, dessen Wertpapiere erstmals öffentlich angeboten werden (Art. 13 der Richtlinie).

Die Vorschrift ist mit dem Verfahren für die Prüfung von Wertpapierverkaufsprospekten nicht abgestimmt. Mit der (der Prospektrichtlinie entnommenen) Formulierung in Abs. 2 Satz 2 „gelangt die Bundesanstalt zu der Auffassung, dass die ihr übermittelten Unterlagen unvollständig sind ...“, wird impliziert, dass bereits mit der Einreichung des Prospekts weitere Unterlagen vorzulegen seien. Das steht im Gegensatz zu dem Verfahren gemäß §§ 8, 8c VerkProspG-E für Wertpapierprospekte. Nach diesem Verfahren sind außer dem Prospekt weitere Unterlagen nur auf Anforderung der Bundesanstalt gemäß § 8c VerkProspG-E vorzulegen. Es gibt keinen Grund, Prospekte gemäß § 8f VerkProspG-E anders zu behandeln. Auch im übrigen überzeugt die Begründung für die abweichende Behandlung der von Abschnitt IIIa betroffenen Vermögensanlagen gegenüber Wertpapieren nicht. Viele Anbieter in diesem Markt erstellen schon bisher Prospekte, für die auch der IDW Standard S 4 (FN-IDW 2000, 538) gilt. Die in Absatz 2 vorgesehene Regelung würde weit über die Sicherstellung angemessener Informationen hinausgehen. Es erscheint nicht angemessen, wegen möglicher Sonderformen in diesem Marktsegment das gesamte Segment durch ungebührlich lange Wartefristen zu behindern. Der Bundesanstalt muss es möglich sein, innerhalb der für Wertpapierverkaufsprospekte geltenden Prüfungsfrist von 10 Werktagen festzustellen, ob

- die Anlageform einem bekannten Muster entspricht und die dafür erforderlichen Angaben vorliegen oder
- die konkrete Anlage besondere Züge in einem Maße aufweist, dass weitere Informationen erforderlich sind, die sie dann anfordern mag, oder

- schon die Anlageform nicht hinreichend deutlich beschrieben ist, so dass es schon deshalb weiterer (von der Bundesanstalt dann anzufordernder) Informationen bedarf, um auf ihrer Grundlage den Umfang der erforderlichen weiteren Informationen abschätzen zu können.

Der Diskussionsentwurf hatte es noch bei der für Wertpapierverkaufsprospekte geltenden Regelung belassen, wonach der Verkaufsprospekt veröffentlicht werden darf, wenn die Bundesanstalt nicht binnen 10 Werktagen nach seiner Vorlage die Veröffentlichung untersagt. Allerdings sollte nach dem Diskussionsentwurf bei Verkaufsprospekten für Vermögensanlagen gemäß § 8f VerkProspG-E die Frist erst mit der Einreichung des vollständigen Prospekts zu laufen beginnen. Da es aber gerade die Aufgabe der Prüfung durch die Bundesanstalt ist, die Vollständigkeit des Prospektes zu überprüfen, war schon diese Regelung nicht sachgemäß. Sie hätte den Anbietenden mit dem Risiko belastet, in unzulässiger Weise einen Prospekt zu veröffentlichen, ohne Kenntnis von der Unzulässigkeit zu haben, weil entgegen der Annahme des Anbietenden der eingereichte Prospekt nicht vollständig ist.

5. § 9 Abs. 3 VerkProspG-E

- (1) Der erste Halbsatz von § 9 Abs. 3 VerkProspG-E ist richtig wie folgt zu fassen:

"Verkaufsprospekte für Wertpapiere *oder* Vermögensanlagen ..."

oder

"Verkaufsprospekte für Wertpapiere und *Verkaufsprospekte für* Vermögensanlagen ...".

- (2) In Satz 2 dieser Vorschrift sollen die Worte „von Wertpapieren“ gestrichen werden, so dass es lediglich heißen soll „bei einem Angebot über ein elektronisches Informationssystem ...“; in den übrigen Bestimmungen (Nummern 3 bis 5) soll statt dessen jeweils formuliert werden:

"Wertpapieren oder Vermögensanlagen gemäß § 8f Abs. 1".

Die letztere Fassung ist um der Klarheit Willen vorzuziehen und sollte auch für § 9 Abs. 3 Satz 2 gewählt werden.

6. § 13 VerkProspG-E

Nach dieser Bestimmung sollen für einen Verkaufsprospekt gemäß § 8f die Vorschriften der §§ 44 und 45 des Börsengesetzes entsprechend gelten, jedoch mit einigen Modifikationen.

- (1) Nach § 45 Abs. 2 Nr. 2 des Börsengesetzes haftet der Prospektverantwortliche nicht, wenn der im Prospekt unrichtig oder gar nicht dargestellte Sachverhalt nicht zu einer Minderung des Börsenpreises der Wertpapiere beigetragen hat. Nach dem Entwurf soll bei der entsprechenden Anwendung dieser Bestimmung auf Prospekte gemäß § 8f VerkProspG-E der Erwerbspreis an die Stelle des Börsenpreises treten. Mit dieser Maßgabe ist

die Bestimmung sinnlos. Es geht bei § 45 Abs. 2 Nr. 2 des Börsengesetzes darum, dass der Prospektfehler in keinem Zusammenhang mit einem tatsächlich eingetretenen Wertverlust steht, wobei der Wertverlust am Börsenpreis gemessen wird. Ersetzt man in dieser Regelung den Börsenpreis durch den Erwerbspreis, dann hat der Anleger keinen Schadensersatzanspruch, wenn der Sachverhalt nicht zu einer Minderung des von ihm selbst gezahlten Erwerbspreises geführt hat – das wird in aller Regel der Fall sein mit der Folge, dass der Anleger seinen Schaden gerade nicht liquidieren könnte. Anstelle des Börsenpreises in § 44 Abs. 2 Nr. 2 BörsG ist deshalb richtigerweise nicht auf den Erwerbspreis, sondern auf den Verkehrswert der Anlage abzustellen.

- (2) Nach § 13 Abs. 2 Nr. 2 VerkProspG-E soll entsprechend § 1 Abs. 3 des Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetzes im Zusammenhang mit Prospekthaftungsansprüchen klargestellt werden, dass Frankfurt als Sitz der Bundesanstalt gilt. Das dient allein dem Zweck, den Gerichtsstand in Frankfurt zu begründen. Die Vorschrift könnte einfacher (allerdings bei redaktioneller Anpassung des gesamten Absatzes) dahin gefasst werden, dass ausschließlich das Landgericht Frankfurt am Main zuständig ist, wenn eine Zulassung zum amtlichen Handel oder zum geregelten Markt nicht beantragt worden ist.

7. § 13a VerkProspG-E

Diese Bestimmung führt einen neuen Haftungstatbestand ein, nämlich die Haftung bei fehlendem Prospekt. Der Anleger soll unter weiteren Voraussetzungen ein Rückgaberecht haben, wenn entgegen dem Gesetz ein Verkaufsprospekt nicht veröffentlicht wurde.

- (1) Als Haftungstatbestand wird die Unterlassung der Prospektveröffentlichung angesprochen. Richtigerweise sollte es das öffentliche Angebot ohne vorausgegangene Prospektveröffentlichung sein. Deshalb sollte mindestens wie folgt formuliert werden:

"Der Erwerber von *öffentlich angebotenen* zum Handel an einer inländischen Börse nicht zugelassenen Wertpapieren oder Vermögensanlagen im Sinne des § 8f Abs. 1 kann, wenn ein Verkaufsprospekt entgegen § 1 oder § 8f nicht veröffentlicht wurde ...".

- (2) Voraussetzung soll weiter sein, dass das Erwerbsgeschäft vor Veröffentlichung eines Prospekts und innerhalb von sechs Monaten nach dem ersten öffentlichen Angebot im Inland abgeschlossen wurde. Die letztere Voraussetzung leuchtet nicht ein. Wenn das Angebot sich über mehr als sechs Monate hinzieht, wird immer wieder ein neuer Verstoß begangen. Denn Haftungstatbestand ist das unzulässige öffentliche Angebot und nicht die Unterlassung der Prospektveröffentlichung. Die Sechsmonatsfrist entspricht deshalb nur scheinbar der in § 44 Abs. 1 Satz 1 des Börsengesetzes

vorgesehenen Frist. Nach dieser Bestimmung greift die Prospekthaftung nur unter der Voraussetzung ein, dass das Erwerbsgeschäft binnen sechs Monaten nach erstmaliger Einführung der Wertpapiere erfolgte. Hier ist der haftungsauslösende Sachverhalt mit der Veröffentlichung des unrichtigen Prospekts und der Einführung der Wertpapiere auf seiner Grundlage abgeschlossen. Eine sinngemäße Übertragung des der Sechsmonatsfrist in § 44 Abs. 1 Satz 1 BörsG zugrundeliegenden Gedankens würde deshalb bedeuten, dass Ansprüche wegen des Fehlens eines Verkaufsprospektes begründet sind, wenn der Anleger die Vermögensanlage vor dem Ablauf von *sechs Monaten nach Beendigung des öffentlichen Angebots* erworben hat.

- (3) Schuldner des Anspruchs soll der Emittent sein. In den Fällen, in denen der Emittent nicht mit dem Anbietenden identisch ist, ist dies nicht sachgerecht. Schuldner des Anspruchs sollte der Anbietende sein.
- (4) Der Anspruch soll ausgeschlossen sein, wenn der Erwerber die Pflicht, einen Prospekt zu erstellen, kannte. Dies entspricht in der Anlage der korrespondierenden Bestimmung des Börsengesetzes. An die Stelle der Tatsachenkenntnis tritt hier die Kenntnis von dem Rechtsverstoß. Dazu würde freilich auch die Kenntnis davon gehören, dass ein Verkaufsprospekt nicht veröffentlicht worden ist. Der Sinn dieses an der Kenntnis des Erwerbers orientierten Ausschlusstatbestandes ist zweifelhaft. Der Erwerber weiß immer, dass er selbst keinen Prospekt gesehen hat, weil es ihn nicht gibt. Wenn gleichwohl ein Anspruch eingeräumt wird, so ist nicht unmittelbar einleuchtend, warum die Kenntnis von dem Rechtsverstoß dem Erwerber schaden soll. Die Lage ist mit der Kenntnis von verschwiegenen oder falsch dargestellten Tatsachen nicht vergleichbar.
- (5) Der Ausschluss des Anspruchs gemäß Abs. 4 knüpft an der Kenntnis des Erwerbers davon an, dass ein Verkaufsprospekt *zu erstellen* ist, während der Anspruch selbst daran anknüpft, dass ein Verkaufsprospekt nicht *veröffentlicht* wurde. Der Ausschlusstatbestand des Abs. 4 sollte insoweit dem Haftungstatbestand des Abs. 1 angepasst werden.
- (6) Der Anspruch soll nach Abs. 5 entsprechend der Regelung in § 46 des Börsengesetzes ein Jahr nach Kenntniserlangung, spätestens drei Jahre nach Abschluss des Erwerbsgeschäftes, verjähren. Bezüglich der relevanten Kenntnis ist hier dasselbe anzumerken wie zu dem Haftungsausschluss wegen Kenntnis des Erwerbers (oben unter 4); im übrigen sollte es auch hier auf die Kenntnis von der Pflicht zur Veröffentlichung (nicht: zur Erstellung) des Prospektes ankommen.

8. § 17 VerkProspG

Es soll ein neuer Bußgeldtatbestand eingeführt werden, nach dem derjenige ordnungswidrig handelt, der (vorsätzlich oder leichtfertig) „entgegen § 8h Abs. 2 einen Hinweis nicht, nicht richtig, nicht vollständig oder nicht in der vorgeschriebenen Weise gibt“. Normadressat ist wohl derjenige, der die Prospektverantwortung übernommen hat (so noch ausdrücklich der Diskussionsentwurf). Die Vorschrift ist insgesamt unverständlich. Wird der Hinweis nicht gegeben oder nicht hinreichend hervorgehoben, so besteht die Verpflichtung gemäß § 8h Abs. 1 zur Aufstellung, Prüfung (und Offenlegung) von Jahresabschluss und Lagebericht. Wenn mit der Vorschrift die Fälle erfasst werden sollen, in denen die Verpflichtung gemäß § 8h Abs. 1 gegen den Emittenten (beispielsweise als ausländisches Unternehmen) nicht durchgesetzt werden kann, so sollte der Tatbestand entsprechend eingeschränkt werden.