

Aufsätze*Dr. Jonathan Bauerschmidt **

Entwicklungen des europäischen Prospektrechts 2019–2021

Die europäische Prospektverordnung regelt seit dem 21.7.2019 unmittelbar in allen Mitgliedstaaten das einheitliche Publizitätsregime für öffentliche Angebote und die Marktzulassung von Wertpapieren. Inzwischen hat der europäische Gesetzgeber die Prospektverordnung mehrfach geändert und unterstützte zuletzt im Angesicht der Covid-19-Pandemie die wirtschaftliche Erholung. Dieser Beitrag stellt die wesentlichen Entwicklungen im europäischen Prospektrecht vor und beleuchtet vor dem Hintergrund neuester Gerichtsentscheidungen einige der bisher noch unbemerkt gebliebenen Neuerungen im europäischen Prospektrecht. Schließlich wird die Bedeutung der verordnungskonformen Auslegung des WpPG insbesondere für die Prospekthaftung herausgearbeitet.

I. Einführung

1

Mit der Verordnung (EU) 2017/1129¹ (ProspektVO) hat der europäische Gesetzgeber das Prospektrecht erstmals umfassend mit unmittelbarer Geltung geregelt. Die Überführung der vormaligen Richtlinie 2003/71/EG² (ProspektRL) in eine Verordnung ermöglicht dabei auch, die Stärken des europäischen Gesetzgebungsprozesses effizienter zu nutzen. Denn im Gegensatz zu Richtlinien müssen Verordnungen nicht umgesetzt werden, was eine zügige Anpassung der Regeln auf europäischer Ebene ermöglicht. Von den Prospektnovellen der letzten drei Jahre hat insbesondere die Reaktion auf die Covid-19-Pandemie die Handlungsfähigkeit des europäischen Gesetzgebers unter Beweis gestellt (Rz. 2 ff.). Die gesteigerte Betriebsamkeit ist jedoch nicht ohne Kritik geblieben und gelegentlich wird ein Verstoß gegen die europäische Kompetenzordnung moniert, was bei näherer Betrachtung jedoch nicht überzeugt (Rz. 14 ff.). Neben der Gesetzgebung hat auch die Rechtsprechung die Entwicklung des europäischen Prospektrechts entscheidend vorangebracht. In einem der ersten Urteile zur neuen ProspektVO hat sich der EFTA-Gerichtshof zur Interpretation des öffentlichen Angebots geäußert und lässt alte Dispute in neuem Licht erscheinen (Rz. 22 ff.). Schließlich ist das Verhältnis zwischen ProspektVO und nationalem Recht noch immer nicht ausgeleuchtet. Hier soll mithilfe der verordnungskonformen Auslegung ein Beitrag zum besseren Verständnis der Prospekthaftung des WpPG geleistet werden (Rz. 35 ff.).

II. Prospektnovellen 2019, 2020 und 2021

2

Der europäische Gesetzgeber hat die ProspektVO inzwischen drei Mal geändert. Die erste Änderung stärkt die Märkte für kleine und mittlere Unternehmen (sog. KMU) in der EU (

Rz. 3 ff.), während die zweite Änderung die Schwarmfinanzierung fördert (Rz. 7 ff.). Die letzte Änderung steht ganz im Zei-

AG 2022, 58

chen der Covid-19-Pandemie mit dem Ziel, Unternehmen bei der wirtschaftlichen Erholung zu unterstützen (Rz. 10 ff.).

1. Stärkung der KMU-Wachstumsmärkte durch Verordnung (EU) 2019/2115

3

In der ersten Änderung der ProspektVO stärkt der europäische Gesetzgeber die KMU-Wachstumsmärkte in der Verordnung (EU) 2019/2115.³ Kleinen und mittleren Unternehmen sowie anderen – bestimmte Schwellenwerte nicht überschreitende – Emittenten steht mit dem in Art. 15 ProspektVO geregelten EU-Wachstumsprospekt ein vereinfachtes Offenlegungsregime zur Verfügung. Die Kosten bei der Erstellung dieser neuen Prospektform sind dadurch reduziert, dass die Aufmachung standardisiert ist⁴ und inhaltliche Vereinfachungen vorgesehen sind:⁵ Gegenüber dem Standardprospekt müssen etwa Finanzinformationen nur für die letzten beiden Geschäftsjahre aufgeführt werden, Angaben zur Geschäfts- und Finanzlage (MD&A) sind bei Dividendenwerten grds. nicht notwendig und es erfolgt eine verkürzte Darstellung der Haupttätigkeitsbereiche, der wichtigsten Märkte und der Organisationsstruktur.⁶ Darüber hinaus ist eine spezielle Zusammenfassung zu erstellen, die grds. sechs DIN-A4-Seiten nicht überschreiten darf.⁷

4

Während des Gesetzgebungsverfahrens ist darüber hinaus eine unbeabsichtigte Lücke in den Ausnahmeregelungen der ProspektVO geschlossen worden. Bei der Übernahme im Wege eines Tauschangebotes (Art. 1 Abs. 4 lit. f und Abs. 5 lit. e ProspektVO) sowie bei der Verschmelzung oder Spaltung (Art. 1 Abs. 4 lit. g und Abs. 5 lit. f ProspektVO) besteht keine Prospektpflicht. Stattdessen ist der Öffentlichkeit ein Dokument mit Informationen zur Transaktion und den Auswirkungen auf den Emittenten zur Verfügung zu stellen, dessen inhaltliche Anforderungen nunmehr von der Kommission in der Delegierten Verordnung (EU) 2021/528 festgelegt sind.⁸ Als unbeabsichtigte Folge dieser Ausnahmeregelungen bestand die Möglichkeit, dass ein nicht börsennotiertes Unternehmen die erstmalige Zulassung seiner Aktien zu einem geregelten Markt ohne Erstellung eines Prospektes vornehmen kann. Diese Lücke hat der Gesetzgeber nunmehr in Art. 1 Abs. 6a und 6b ProspektVO geschlossen.

5

Einerseits müssen bei der Übernahme im Wege eines Tauschangebotes (Art. 1 Abs. 4 lit. f und Abs. 5 lit. e ProspektVO) gem. Art. 1 Abs. 6a lit. a ProspektVO die angebotenen Dividendenwerte bereits vor der Übernahme und der damit verbundenen Transaktion mit den vorhandenen bereits zum Handel zugelassenen Dividendenwerten des Emittenten fungibel sein. Darüber hinaus darf es sich bei der Übernahme nicht um einen umgekehrten Unternehmenserwerb i.S.d. der Verordnung (EG) 1126/2008⁹ und den internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS 3, Paragraph B19 handeln. Dies ist etwa der Fall, wenn ein nicht börsennotiertes Unternehmen sich von einem kleineren börsennotierten Unternehmen „erwerben“ lässt, um auf diese Weise eine Börsennotierung

zu erhalten. Hierzu veranlasst das nicht börsennotierte Unternehmen den Austausch von Eigenkapitalanteilen mit dem börsennotierten Unternehmen. In der Folge ist das nicht börsennotierte Unternehmen als rechtlich erworbenes Unternehmen einzuordnen, da seine Kapitalanteile erworben wurden. Das börsennotierte Unternehmen wiederum ist als rechtlicher Erwerber anzusehen, da es seine Kapitalanteile emittiert hat. Gleichwohl liegt hierin ein umgekehrter Unternehmenserwerb, wenn das erworbene Unternehmen die Möglichkeit hat, die Finanz- und Geschäftspolitik des Erwerbers zu bestimmen und den Nutzen aus dessen Geschäftstätigkeit zu ziehen. Alternativ können die Ausnahmen bei der Übernahme im Wege eines Tauschangebotes in Anspruch genommen werden, wenn gem. Art. 1 Abs. 6a lit. b ProspektVO eine Billigung des prospektersetzenden Dokumentes durch die nach der Übernahmerichtlinie 2004/25/EG ¹⁰ zuständige Aufsichtsstelle (in Deutschland die BaFin) erfolgt ist.

6

Andererseits darf bei der Verschmelzung oder Spaltung (Art. 1 Abs. 4 lit. g und Abs. 5 lit. f ProspektVO) gem. Art. 1 Abs. 6b ProspektVO die zugrunde liegende Transaktion keinen umgekehrten Unternehmenserwerb darstellen. ¹¹ Darüber hinaus müssen im Falle einer Verschmelzung die Dividendenwerte der übernehmenden Einrichtung gem. Art. 1 Abs. 6b lit. a ProspektVO bereits vor der Transaktion zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sein. Ebenso müssen im Falle einer Spaltung die Dividendenwerte der zu spaltenden Einrichtung gem. Art. 1 Abs. 6b lit. b ProspektVO bereits vor der Transaktion zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sein. Durch diese Änderungen konnte der europäische Gesetzgeber die Regelungslücke schließen.

2. Förderung von Schwarmfinanzierungen durch Verordnung (EU) 2020/1503

7

Die zweite Änderung der ProspektVO erfolgte anlässlich der Verordnung (EU) 2020/1503 (SchwarmfinanzVO) ¹², um die sog. Schwarmfinanzierung (crowdfunding) in der Europäischen Union zu stärken. Bei öffentlichen Angeboten über einen auf Schwarmfinanzierung spezialisierten Dienstleister besteht ein spezielles Offenlegungsregime, das auf die Besonderheiten des crowdfunding und den Informationsbedarf der Anleger zugeschnitten ist.

8

Da der Begriff des öffentlichen Angebots in Art. 2 lit. d ProspektVO weit zu verstehen ist ¹³ und im Anwendungsbereich

AG 2022, 59

der ProspektVO doppelte Publizitätspflichten drohten, hat der europäische Gesetzgeber eine neue Ausnahmegvorschrift mit Wirkung zum 10.11.2021 geschaffen. Nach Art. 1 Abs. 4 lit. k ProspektVO ist das öffentliche Angebot über einen zugelassenen Schwarmfinanzierungsdienstleister prospektfrei, wenn der Gesamtgegenwert dieses Angebots weniger als 5 Mio. € über einen Zeitraum von 12 Monaten beträgt und damit unterhalb des in Art. 1 Abs. 2 lit. c SchwarmfinanzVO geregelten Schwellenwerts liegt. Bei der Berechnung des Gesamtgegenwertes wird nicht nur das aktuelle Angebot herangezogen. Es werden vielmehr alle Angebote des Emittenten über eine

Schwarmfinanzierungsplattform sowie alle sonstigen öffentlichen Angebote des Emittenten (über einen Zeitraum von 12 Monaten) zugrunde gelegt. Entfällt die Prospektpflicht nach der ProspektVO, muss der Schwarmfinanzierungsdienstleister im Gegenzug allen potentiellen Anlegern nach Art. 23 SchwarmfinanzVO ein Anlagebasisinformationsblatt bereitstellen. Die relevanten Informationen werden vom Emittenten bereitgestellt und das Informationsblatt muss fair, klar und nicht irreführend sein. Da dieses spezielle Offenlegungsregime auf die Besonderheiten der Schwarmfinanzierung und den Informationsbedarf der Anleger zugeschnitten ist, kann nach Ansicht des Unionsgesetzgebers die Prospektpflicht entfallen.¹⁴

9

Obwohl die Ausnahme von der Prospektpflicht in Art. 1 Abs. 4 lit. k ProspektVO unmittelbar wirkt, hat der deutsche Gesetzgeber im Begleitgesetz für die Schwarmfinanzierung¹⁵ den Anwendungsbereich des WpPG durch Hinzufügung eines neuen § 1 Satz 2 WpPG zur Klarstellung eingeschränkt. Wie die europäische Verordnung ist diese Einschränkung seit dem 10.11.2021 anwendbar.

3. Reaktion auf die Covid-19-Pandemie durch die Verordnung (EU) 2021/337

10

Ganz im Zeichen der Covid-19-Pandemie steht die dritte und vorerst letzte Prospektnovelle durch die Verordnung (EU) 2021/337.¹⁶ Um einen Beitrag zur Erholung von dem wirtschaftlichen Schock zu leisten, den die Pandemie ausgelöst hat, vereinfacht der europäische Gesetzgeber den Zugang zu Liquidität auf den Finanzmärkten. Dafür werden zeitlich begrenzt ein vereinfachtes Offenlegungsregime sowie neue Ausnahmen von der Prospektpflicht eingeführt.

11

Einerseits schafft Art. 14a ProspektVO den EU-Wiederaufbauprospekt. Die vereinfachten Offenlegungsregeln stehen Emittenten bzw. Anbietern offen, deren Aktien bereits seit 18 Monaten ununterbrochen an einem geregelten Markt oder einen KMU-Wachstumsmarkt gehandelt werden. Der EU-Wiederaufbauprospekt enthält verkürzte Angaben, die es Anlegern ermöglichen sich über die Aussichten und die finanzielle Leistungsfähigkeit des Emittenten zu informieren. Darüber hinaus sind die wesentlichen Informationen über die Aktien – einschließlich der damit verbundenen Rechte – aufzunehmen. Der Umfang des EU-Wiederaufbauprospektes darf 30 DIN-A4-Seiten in gut leserlicher Schriftgröße nicht überschreiten und umfasste als einheitliches Dokument umfasst die in Anhang Va der ProspektVO aufgeführten Mindestangaben. Darüber hinaus ist eine Zusammenfassung zu erstellen, die ihrerseits nicht länger als zwei DIN-A4-Seiten sein darf.¹⁷

12

Andererseits führen Art. 1 Abs. 4 lit. l und Abs. 5 lit. k ProspektVO zwei neue zeitlich begrenzte Ausnahmen ein. Sie greifen die Ausnahmen für Daueremittenten in Art. 1 Abs. 4 lit. j und Abs. 5 lit. i ProspektVO auf und verdoppeln den Gesamtbetrag von 75 Mio. € auf 150 Mio. € im Zeitraum vom 18.3.2021 bis 31.12.2022. In Erwägungsgrund 4 der

Verordnung (EU) 2021/337 wird die Ausnahme damit erklärt, dass Kreditinstitute aktiv die Unternehmen bei der wirtschaftlichen Erholung von der Covid-19-Krise unterstützen. Um die Mittelbeschaffung von Banken zu fördern und ihnen Spielraum zu verschaffen, damit sie ihre Kunden in der Realwirtschaft unterstützen, sei eine zeitlich begrenzte Anhebung auf 150 Mio. € gerechtfertigt. Für die Berechnung der Frist ist auf Art. 3 der Verordnung (EWG, Euratom) Nr. 1182/71 zurückzugreifen.¹⁸ Danach werden Fristen ähnlich der §§ 187 ff. BGB berechnet.

13

Bemerkenswert an den Neuerungen durch die Verordnung (EU) 2021/337 ist, dass der Unionsgesetzgeber in weniger als fünf Monaten nach Vorlage des Gesetzgebungsvorschlags im Dezember 2020 eine politische Einigung erzielen konnte.¹⁹ Nach der sprachjuristischen Prüfung wurde die Verordnung Mitte Februar verabschiedet und ist nach der Veröffentlichung seit dem 18.3.2021 anzuwenden.²⁰ Hier zeigt sich eine der Stärken der direkt und unmittelbar wirkenden Verordnung, da die für Richtlinien oft langwierige Umsetzung durch die Mitgliedstaaten entfällt und somit auch im Bereich des europäischen Prospektrechts zügig agiert werden kann.

III. Kein Verstoß gegen die Kompetenzordnung

14

Die gesteigerte Betriebsamkeit des europäischen Gesetzgebers ist nicht ohne Kritik geblieben. So wurden etwa gegen den EU-Wiederaufbauprospekt und die Verordnung (EU) 2021/337 zuletzt Zweifel angemeldet, ob diese überhaupt auf die Rechtsgrundlage in Art. 114 AEUV zur Harmonisierung des Binnenmarktes gestützt werden können (Rz. 15 f.). Diese Kritik kann bei näherer Betrachtung nicht überzeugen (Rz. 17 ff.) und der europäische Gesetzgeber hat die Wahl der Rechtsgrundlage auch ausreichend begründet (Rz. 20 ff.).

1. Zweifel an der Tragbarkeit der Rechtsgrundlage

15

Im Sommer 2021 fragte etwa *Brauneck*, ob der EU-Wiederaufbauprospekt tatsächlich eine zulässige Hilfe für Emittenten darstelle oder doch eher ein Fall unzulässiger Wirtschaftspolitik

AG 2022, 60

sei²¹. Aus seiner Sicht ist die Verordnung (EU) 2021/337 kompetenzwidrig und stellt einen ultra-vires Akt dar, wofür er im Wesentlichen drei Gründe angeführt.

16

Erstens weist *Brauneck* darauf hin, dass es im europäischen Kapitalmarktrecht – im Unterschied zur Dienstleistungs- und Niederlassungsfreiheit – keine generelle gegenseitige Anerkennung der Zulassung von Prospekten gibt. Vielmehr habe erst die Einführung des Europäischen Passes in Art. 24 ff. ProspektVO und das Ziel, einen hohen Verbraucher- und Anlegerschutz zu gewährleisten, die Harmonisierungskompetenz in Art. 114 AEUV für die ursprüngliche ProspektVO eröffnet.²² Zweitens weiche hiervon die

Verordnung (EU) 2021/337 ab, mangels Überlegungen darüber, warum eine Rechtsvereinheitlichung für das Funktionieren des Binnenmarktes erforderlich sei. Vielmehr gehe es dem Unionsgesetzgeber nur darum, eine leichtere Kapitalbeschaffung auf den europäischen Finanzmärkten zu ermöglichen.²³ Drittens fehle die nach Art. 296 Abs. 2 AEUV notwendige Begründung, um den Rückgriff auf Art. 114 AEUV zu rechtfertigen²⁴. Vor diesem Hintergrund kommt *Brauneck* zu dem Schluss, bei dem EU-Wiederaufbauprosppekt handele es sich „um eine ausschließlich wirtschaftspolitische Maßnahme“,²⁵ die nach der Rechtsprechung des BVerfG mit der Kompetenzordnung nicht vereinbar sei.²⁶

2. Binnenmarktharmonisierung und die Ziele des Unionsgesetzgebers

17

Diese Einwände sind bei näherer Betrachtung nicht überzeugend. Nach ständiger Rechtsprechung ist die Kompetenz in Art. 114 AEUV für Rechtsakte anwendbar, die zum einen Maßnahmen zur Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten umfassen und zum anderen die Errichtung und das Funktionieren des Binnenmarkts zum Gegenstand haben.²⁷ Dadurch ist dem Unionsgesetzgeber einerseits ein Ermessensspielraum eingeräumt, um die am besten geeignete Angleichungstechnik insbesondere in solchen Bereichen zu wählen, die durch komplexe technische Gegebenheiten gekennzeichnet sind.²⁸ Der Unionsgesetzgeber darf Art. 114 AEUV andererseits aber nur dann heranziehen, wenn aus dem Rechtsakt objektiv und tatsächlich hervorgeht, dass er den Zweck hat, die Voraussetzungen für die Errichtung und das Funktionieren des Binnenmarkts zu verbessern.²⁹ Darüber hinaus sind bei ändernden Rechtsakten deren Ziele und Auswirkungen nicht isoliert zu analysieren, sondern im Kontext der Ziele und Auswirkungen des zu ändernden Rechtsaktes.³⁰

18

Wie bekannt, verfolgt die ProspektVO die Zieltrias Anlegerschutz, Markteffizienz sowie die Stärkung des Kapitalbinnenmarktes.³¹ Die Offenlegungspflichten sollen die Anleger dabei in die Lage versetzen, die mit dem öffentlichen Angebot oder der Zulassung verbundenen Risiken zu bewerten und das reibungslose Funktionieren der Märkte sicherzustellen.³² Von diesen Offenlegungspflichten führt die Verordnung (EU) 2021/337 mit dem EU-Wiederaufbauprosppekt nicht nur Erleichterungen ein, sie schafft auch zeitlich begrenzte Ausnahmetatbestände für Daueremittenten. Dadurch sollen letztlich Investitionen in die Realwirtschaft erleichtert, eine rasche Rekapitalisierung ermöglicht und Emittenten in einem frühen Stadium der Zugang zu den öffentlichen Märkten eröffnet werden.³³ Diese Ziele der Verordnung (EU) 2021/337 fügen sich nahtlos in die Zieltrias der ProspektVO ein. Denn sie stärken nicht nur den Kapitalbinnenmarkt, sondern gestatten auch die effiziente Ressourcenallokation unter gleichzeitiger Wahrung des Anlegerschutzes, indem die für eine Investition notwendigen Informationen bereitgestellt werden. Dies bestätigt der Unionsgesetzgeber auch in Erwägungsgrund 2 der der Verordnung (EU) 2021/337, wonach die Änderungen im Einklang mit den übergeordneten Zielen der ProspektVO stehen.

19

Vor diesem Hintergrund wird auch deutlich, warum eine Änderung der ProspektVO gestützt auf Art. 114 AEUV notwendig ist. Denn nur durch eine europaweite Regelung des EU-Wiederaufbauprospektes sowie der Ausnahmen für Daueremittenten kann der Kapitalbinnenmarkt gestärkt werden bei gleichzeitiger Wahrung des Anlegerschutzes und der Ermöglichung von Markteffizienz. In diesem Sinne hatte bereits der Vorschlag der Kommission auf die Notwendigkeit hingewiesen, dass eine vorübergehende Einschränkung des Anwendungsbereiches der ProspektVO auf Art. 114 AEUV zu stützen sei.³⁴

3. Keine Begründungsmängel

20

Was schließlich die angeblichen Begründungsmängel angeht, ist zunächst darauf hinzuweisen, dass nach der maßgeblichen Rechtsprechung des EuGH die Begründungspflicht nach Art. 296 Abs. 2 AEUV von der Rechtsnatur der betreffenden Maßnahme abhängt. Insbesondere bei allgemeingültigen Rechtsakten des Unionsgesetzgebers kann sich die Begründung darauf beschränken, die Gesamtlage anzugeben, die zum Erlass der Maßnahme geführt hat, und die allgemeinen Ziele zu bezeichnen, die mit ihr erreicht werden sollen. Es genügt, wenn der betreffende Rechtsakt den vom Unionsgesetzgeber verfolgten Zweck in seinen wesentlichen Zügen erkennen lässt. Es ginge demgegenüber zu weit, eine besondere Begründung für die

AG 2022, 61

einzelnen technischen Entscheidungen zu verlangen.³⁵ Dementsprechend enthalten die Erwägungsgründe 2–5 und 18 der Verordnung (EU) 2021/337 hinreichende Erklärungen, warum Art. 114 AEUV die korrekte Rechtsgrundlage ist.

21

Daher kann die Ansicht nicht überzeugen, dass die Verordnung (EU) 2021/337 kompetenzwidrig erlassen wurde. Wer also die jüngere Rechtsprechung des BVerfG dafür einspannen möchte, um mit der Rechtsstaatlichkeit einen der Grundwerte der Union in Frage zu stellen, sollte sich einen anderen Fall als die Verordnung (EU) 2021/337 suchen.

IV. Rechtsprechung zum öffentlichen Angebot

22

Neben dem europäischen Gesetzgeber hat auch die Rechtsprechung die Entwicklung des europäischen Prospektrechts entscheidend vorangebracht. In einem der ersten Urteile zur neuen ProspektVO hat sich der EFTA-Gerichtshof zur Interpretation des öffentlichen Angebots geäußert (Rz. 23 ff.). Hieraus wird auch deutlich, dass die konkrete Erwerbsmöglichkeit spätestens mit Erlass der ProspektVO kein Tatbestandsmerkmal des öffentlichen Angebots ist (Rz. 27 ff.). Vielmehr lassen sich mithilfe des Merkmals der individuellen Entscheidung eine ganze Reihe von Einzelfällen lösen, die auch in der Literatur umstritten sind (Rz. 30 ff.).

1. Zum Begriff des öffentlichen Angebots

23

Die in Liechtenstein ansässige ADCADA hat Anleihen ohne Bereitstellung eines Prospekts beworben. Hiergegen ging die Liechtensteinische Finanzmarktaufsicht mit den Argumenten vor, dass ein öffentliches Angebot vorliege, das mangels Prospekts zu untersagen sei. Die ADCADA wandte sich an ein nationales Gericht, das dem EFTA-Gerichtshof die Frage zur Interpretation des öffentlichen Angebots nach Art. 2 lit. d ProspektVO vorlegte. Dabei ist die ProspektVO durch den Beschluss des Gemeinsamen EWR-Ausschusses³⁶ auch für die EFTA-Staaten Norwegen, Island und Liechtenstein anwendbar und erlaubt dem EFTA-Gerichtshof sich zur Auslegung des EWR-Rechts und damit auch Unionsrechts zu äußern. Bindet dieses Urteil den EuGH auch nicht unmittelbar, pflegen der EFTA-Gerichtshof und der EuGH jedoch einen konstruktiven Dialog. Und mehr als nur gelegentlich folgt der EuGH dem EFTA-Gerichtshof bei der Auslegung gleich gelagerter Rechtsfragen.³⁷

24

Zunächst weist der EFTA-Gerichtshof auf den Wortlaut des Art. 2 lit. d ProspektVO hin.³⁸ Ein öffentliches Angebot ist danach „eine Mitteilung an die Öffentlichkeit in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die anzubietenden Wertpapiere enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, sich für den Kauf oder die Zeichnung jener Wertpapiere zu entscheiden.“ Dabei geht der EFTA-Gerichtshof – wie auch der EuGH³⁹ – von einer weiten Auslegung aus⁴⁰. Das ist aus systematischer Sicht auch überzeugend, denn der supranationale Gesetzgeber hat das öffentliche Angebot als Regelfall ausgestaltet, dem ein langer Katalog von Ausnahmen zur Seite gestellt ist.⁴¹ Eine weite Auslegung des öffentlichen Angebots garantiert, dass die Prospektpflicht nicht ungebührlich eingeschränkt wird.⁴² Aus historischer Sicht dient die Definition des öffentlichen Angebots der weitgehenden Rechtsangleichung, um u.a. Unterschiede im Anlegerschutz zu vermeiden.⁴³ Darüber hinaus weist der EFTA-Gerichtshof aus teleologischer Sicht auf die Ziele des Unionsgesetzgebers zur Auslegung unbestimmter Rechtsbegriffe hin:⁴⁴ Denn das Prospektrecht verfolgt ausweislich der Erwägungsgründe 3, 4 und 7 der ProspektVO die Ziele, den Anlegerschutz und Markteffizienz sicherzustellen und gleichzeitig den Kapitalbinnenmarkt zu stärken. Durch die Veröffentlichung eines Prospekts sollen die Anleger einerseits in die Lage versetzt werden, die mit dem öffentlichen Angebot von Wertpapieren verbundenen Risiken zu bewerten. Andererseits soll durch die Prospektpflicht das reibungslose Funktionieren der Märkte sichergestellt werden.⁴⁵ Dabei spielt die Veröffentlichung eines Prospekt vor dem öffentlichen Angebot von Wertpapieren eine entscheidende Rolle beim Anlegerschutz, da dieses Dokument den Anlegern genaue und vollständige Informationen über den Emittenten gibt und ihnen so grundsätzlich die Bewertung der Risiken des Geschäfts erlaubt.⁴⁶

25

Der EFTA-Gerichtshof untergliedert das öffentliche Angebot in drei Elemente. Erstes ist eine Mitteilung an die Öffentlichkeit in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise notwendig.⁴⁷ Zweitens hat diese Mitteilung ausreichend Informationen über die Angebotsbedingungen zu enthalten. Dies verlangt ein gewisses Mindestmaß an Informationen, das im Einzelfall anhand der mit der ProspektVO verfolgten Ziele zu konkretisieren ist.⁴⁸ Drittens ist der Anleger in die Lage zu versetzen, sich für den Kauf

oder die Zeichnung der Wertpapiere zu entscheiden. Dafür muss der Anleger im Hinblick auf Erwägungs-

AG 2022, 62

grund 22 der ProspektVO die Möglichkeit einer individuellen Entscheidung haben.⁴⁹ Dieses Merkmal entfällt nach der Rechtsprechung des EuGH etwa, wenn Wertpapiere durch gerichtliche Entscheidung – wie etwa in einem Insolvenzverfahren – zugeteilt werden.⁵⁰

26

Vor diesem Hintergrund enthalten die werbenden Mitteilungen der ADCADA ausreichend Informationen über die Anleihen, da sie im Internet frei zugänglich den Mindestanlagebetrag, die mögliche Zinsspanne, die Mindestlaufzeit, die Häufigkeit der Zinszahlungen und anwendbare Gebühren nannten.⁵¹ Dem stehe auch nicht entgegen, dass die vollständigen Anleihebedingungen nicht online abrufbar waren, da bereits die werbenden Mitteilungen alle notwendigen Informationen enthielten.⁵² Damit bestätigt der EFTA-Gerichtshof, dass das öffentliche Angebot bereits jene Handlungen erfasst, die im deutschen Zivilrecht mit der invitatio ad offerendum umschrieben werden.⁵³

2. Konkrete Erwerbsmöglichkeit kein Tatbestandsmerkmal

27

Aus der Entscheidung des EFTA-Gerichtshofs wird auch deutlich, dass für das öffentliche Angebot der ProspektVO die konkrete Erwerbsmöglichkeit kein Tatbestandsmerkmal ist. Während § 1 VerkProspG a.F. noch auf die Erwerbsmöglichkeit abstellte, fand dies keinen Niederschlag im Wortlaut der ProspektRL. Hieraus wurde bereits geschlossen, dass Merkmal der konkreten Erwerbsmöglichkeit sei gänzlich entfallen.⁵⁴ Die wohl überwiegende Auffassung im deutschsprachigen⁵⁵ Schrifttum ging hingegen von einer Kontinuität in der Rechtslage zum Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz aus und führte im Wesentlichen zwei Argumente an:⁵⁶ Einerseits berief sie sich auf die Gesetzesbegründung zu § 2 Nr. 4 WpPG a.F. Die Bundesregierung hatte ausgeführt, dass „in Übereinstimmung mit dem bisherigen Begriffsverständnis“ vom öffentlichen Angebot solche Maßnahmen ausgenommen sind, „bei denen noch keine Erwerbs- oder Zeichnungsmöglichkeit besteht.“⁵⁷ Mit Verweis auf den Umsetzungsspielraum der Mitgliedstaaten sei daher für die Begriffsbestimmung in § 2 Nr. 4 WpPG a.F. auch eine konkrete Erwerbsmöglichkeit für das Vorliegen eines öffentlichen Angebots notwendig.⁵⁸ Andererseits berief sich diese Auffassung auf das Merkmal der Investitionsentscheidung, das notwendig eine Letztentscheidung des Anlegers über das „Ob“ des Erwerbs voraussetze.⁵⁹

28

Spätestens mit Erlass der ProspektVO ist das Merkmal der konkreten Erwerbsmöglichkeit jedoch entfallen. Es wird zwar gelegentlich noch vorgebracht, Art. 2 lit. d ProspektVO erfordere ebenso wie § 1 VerkProspG a.F. eine konkrete Erwerbsmöglichkeit.⁶⁰ Diese Ansicht kann sich jedoch nicht mehr auf den Umsetzungsspielraum der Mitgliedstaaten berufen, da ein solcher im Rahmen der unmittelbar geltenden Verordnung nach Art. 288 Abs. 2 AEUV gerade nicht besteht. Zwar hat der Unionsgesetzgeber die

Regelungstechnik einer „hinkenden Verordnung“⁶¹ gewählt, die den Mitgliedstaaten in klar begrenzten Bereichen aufgibt, die Prospekthaftung nach Art. 11 ProspektVO „sicherzustellen“, eine zuständige nationale Behörde nach Art. 21 Abs. 1 ProspektVO zu „benennen“ und diese mit den Befugnissen zu wirksamen, verhältnismäßigen und abschreckenden Sanktionen nach Art. 38 ProspektVO „auszustatten“. Dies erfasst jedoch nicht die Begriffsbestimmungen des Art. 2 ProspektVO und es besteht für die Mitgliedstaaten gerade kein Umsetzungsspielraum. Das wird auch in der Regierungsbegründung zum WpPG 2019 betont: „Die Bestimmung der Begrifflichkeiten erfolgt grundsätzlich durch Verweis auf die in der EU-Prospektverordnung enthaltenen Definitionen, um der unmittelbaren Wirkung der EU-Prospektverordnung Rechnung zu tragen und sicherzustellen, dass die Anwendung des WpPG im Einklang mit den europäischen Vorgaben erfolgt.“⁶²

29

Das Merkmal der konkreten Erwerbsmöglichkeit ergibt sich auch nicht aus dem neuen Erwägungsgrund 22 der ProspektVO.⁶³ Dabei fällt sofort auf, dass der Unionsgesetzgeber gar nicht den Erwerb anspricht. Vielmehr stellt er auf die Entscheidung ab, die eine individuelle Entscheidung des Erwerbers sein muss und von der Zuteilung von Wertpapieren etwa im Zuge eines gerichtlichen Insolvenzverfahrens abzugrenzen ist. Dieser Erwägungsgrund rezipiert die Rechtsprechung des EuGH, wonach Maßnahmen der Zwangsvollstreckung kein öffentliches Angebot darstellen, weil diese der Befriedigung des Vollstreckungsgläubigers dienen und gerade keine wirtschaftliche Betä-

AG 2022, 63

tigung auf den Wertpapiermärkten darstellen.⁶⁴ Somit geht es nicht um den Erwerb (oder Erhalt) von Wertpapieren, wie er im Falle der Zuteilung bei der Zwangsvollstreckung ja auch erfolgt. Vielmehr stellt Erwägungsgrund 22 ProspektVO auf die mit der individuellen Entscheidung verbundenen Wahlmöglichkeit ab.⁶⁵ In diesem Sinne stellt auch die ESMA in ihrem (wenn auch unverbindlichen) Fragen und Antwort Dokument auf die Wahlmöglichkeit als ein bestimmendes Merkmal des öffentlichen Angebots ab.⁶⁶ Vor diesem Hintergrund sollte auf das Merkmal der konkreten Erwerbsmöglichkeit aus § 1 VerkProspG a.F. endgültig verzichtet werden und sollten die Einzelfälle auf der Grundlage des bestehenden und unmittelbar anwendbaren Unionsrechts gelöst werden.

3. Einzelfälle

30

Mithilfe dieses Verständnisses vom öffentlichen Angebot in Art. 2 lit. d ProspektVO lässt sich eine Reihe von Einzelfällen lösen. So stellt die Zuteilung von Wertpapieren aufgrund gerichtlicher Entscheidungen etwa bei der Zwangsvollstreckung kein öffentliches Angebot dar, wie der EuGH bereits entscheiden hat. Denn solche Maßnahmen dienen der Befriedigung des Vollstreckungsgläubigers.⁶⁷

31

Ein öffentliches Angebot entfällt ebenfalls mangels individueller Entscheidung bei der Zuteilungen von Wertpapieren kraft Gesetzes.⁶⁸ Dies ist etwa der Fall bei der der

Verschmelzung (§ 20 Abs. 1 Nr. 3 UmwG), der Spaltung (§ 131 Abs. 1 Nr. 3 UmwG) und dem Formwechsel (§ 202 Abs. 1 Nr. 2 UmwG) bzw. der Umwandlung von Aktiengattungen durch Satzungsänderung. In diesen Fällen erfolgt der Erwerb bzw. die Änderung des Mitgliedschaftsrechts kraft Gesetzes und es liegt keine individuelle Entscheidung des Anlegers vor.⁶⁹ Daher kommt es für Verschmelzungen und Spaltungen nach deutschem Recht auch nicht auf die Ausnahmetatbestände in Art. 1 Abs. 4 lit. g ProspektVO an und diese Ausnahmen sind hierzulande weitgehend überflüssig.⁷⁰

32

Eine individuelle Entscheidung und damit ein öffentliches Angebot liegen jedoch vor, wenn aufgrund der in § 29 UmwG⁷¹ geregelten Ausnahmefälle ein Wahlrecht besteht oder eine Zuzahlung erforderlich ist.⁷² Dagegen wird zwar gelegentlich vorgebracht, dass bei der Mischverschmelzung kein Angebot zum Erwerb oder Kauf durch den Aktionär vorliege, sondern ein Angebot zum Erwerb oder Kauf von dem Aktionär, so dass nicht der Aktionär erwerbe, sondern der übernehmende Rechtsträger.⁷³ Für diese Differenzierung und einschränkende Interpretation des Begriffes des öffentlichen Angebots fehlt es jedoch an einer entsprechenden Grundlage in der ProspektVO. So erkennt Erwägungsgrund 22 ProspektVO die einschränkende Interpretation des öffentlichen Angebots im Falle einer Zuteilung von Wertpapieren an, wenn der Empfänger keine individuelle Entscheidung treffen kann. Bei einer Mischverschmelzung hat der Aktionär im Rahmen des § 29 UmwG jedoch eine Wahl, die neuen Wertpapiere zu erhalten oder den Widerspruch zu erklären und so eine Barabfindung zu erhalten.

33

Für Gratisangebote (sog. „free offers“) muss unterschieden werden: Werden Wertpapiere zugeteilt, ohne dass der Erwerber eine individuelle Entscheidung trifft und bei dem er keine Wahl hat, liegt schon kein öffentliches Angebot vor.⁷⁴ Mangels Entscheidung fehlt es an einem durch den Prospekt zu befriedigendes Informationsbedürfnis. Sobald der Erwerber jedoch die Möglichkeit einer Entscheidung hat und wählen kann, das kostenlose Angebot anzunehmen oder abzulehnen, liegt auch ein öffentliches Angebot i.S.d. Art. 2 lit. d ProspektVO vor. In dieser Konstellation entfällt die Prospektpflicht für öffentliche Angebote regelmäßig angesichts des eingeschränkten Anwendungsbereiches der Verordnung: Denn nach Art. 1 Abs. 3 gilt die ProspektVO für öffentliche Angebote unter 1 Mio. € nicht.⁷⁵ Darüber hinaus muss im Einzelfall jedoch noch untersucht werden, ob ein als kostenlos deklariertes Angebot nicht tatsächlich eine versteckte Gegenleistung enthält. Eine Prospektpflicht kann sich so insbesondere dann ergeben, wenn der Erwerber das „Gratisangebot“ anstelle quantifizierbarer finanzieller Vorteile erhalten hat und der Schwellenwert von 1 Mio. € überschritten ist.⁷⁶

34

Schließlich kann bei der Bankenabwicklung nach der Richtlinie 2014/59/EU⁷⁷ (BRRD) das öffentliche Angebot entfallen. Zwar hat der Unionsgesetzgeber eine Ausnahme von der Prospekt-

pflicht nur bei der Börsenzulassung in Art. 1 Abs. 5 lit. c ProspektVO geschaffen⁷⁸ und für das öffentliche Angebot bewusst keine entsprechende Ausnahme vorgesehen. Für die Prospektpflicht muss jedoch im Einzelfall geprüft werden, ob bei einer Bankenabwicklung überhaupt ein öffentliches Angebot vorliegt. Ein solches kann etwa entfallen, wenn die zuständige Behörde die Wertpapiere in Ausübung ihrer Abwicklungsbefugnisse zuteilt und der Anleger gar keine Möglichkeit einer individuellen Entscheidung hat.

V. Verordnungskonforme Auslegung und Prospekthaftung

35

Im Anwendungsbereich der ProspektVO dient das WpPG zur Durchführung des Unionsrechts nach Art. 291 Abs. 1 AEUV. Dabei sind die Mitgliedstaaten gem. Art. 51 Abs. 1 GRCh an die europäischen Grundrechte gebunden,⁷⁹ was Auswirkungen insbesondere auf die Verwaltungspraxis haben dürfte⁸⁰ aber auch die nationalen Gerichte bindet. Die verordnungskonforme Auslegung des WpPG weist viele Gemeinsamkeiten mit der richtlinienkonformen Auslegung auf (Rz. 36 f.). Im Unterschied zur Richtlinie gilt die ProspektVO jedoch unmittelbar und kann so auch Rechtswirkung im Horizontalverhältnis zwischen Privaten entfalten (Rz. 38 ff.). Die verordnungskonforme Auslegung ist insbesondere bei der spezialgesetzlichen Prospekthaftung des WpPG zu beachten (Rz. 41 ff.).

1. Grundlagen und Funktion

36

Die verordnungskonforme Auslegung ist ein Unterfall der unionsrechtskonformen Auslegung⁸¹ und weist viele Gemeinsamkeiten mit der Konformauslegung von Richtlinien auf.⁸² Im Unterschied zur Richtlinie gilt die Verordnung jedoch unmittelbar und daher sind bei der Begründung, Funktion und Wirkung Besonderheiten zu beachten.⁸³ So wird die Konformauslegung von Richtlinien auch damit begründet, im Einklang mit Art. 288 Abs. 3 AEUV das mit der Richtlinie zu erreichende Ziel zu verwirklichen.⁸⁴ Für Verordnungen ist hingegen die allgemeine Begründung für die unionsrechtskonforme Auslegung heranzuziehen: Als Ausfluss des Vorrangs des Unionsrechts⁸⁵ stützt sich die verordnungskonforme Auslegung daher auf das Prinzip loyaler Zusammenarbeit gem. Art. 4 Abs. 3 EUV.⁸⁶

37

Die verordnungskonforme Auslegung hat die Funktion, einen Normenkonflikt zwischen dem Unionsrecht und dem nationalen Recht dahingehend aufzulösen, dass nationales Recht weiterhin anzuwenden ist. Damit ähnelt die verordnungskonforme Auslegung der verfassungskonformen Auslegung, die dem Erhalt von Normen („favor legis“) im Rang unter der Verfassung dient.⁸⁷ Da sich der Vorrang des Unionsrechts jedoch als Anwendungs- und nicht als Geltungsvorrang manifestiert, wird mithilfe der unionsrechtskonformen Auslegung nicht die Geltung, sondern die Anwendbarkeit der nationalen Norm erhalten. Das zeigt sich auch daran, dass der EuGH zwar keine Verwerfungskompetenz für nationales Recht besitzt. Durch die Auslegung des Unionsrechts kann er jedoch die Anwendbarkeit nationalen Rechts (inklusive des Verfassungsrechts) erheblich einschränken. Sind nationale Vorschriften

verordnungskonform auslegbar, können so auch Vertragsverletzungsverfahren nach Art. 258, 260 AEUV vermieden werden.⁸⁸ Dafür müssen die nationalen Vorschriften jedoch hinreichend klar und bestimmt sein, um auch dem Erfordernis der Rechtssicherheit zu genügen.⁸⁹

2. Wirkung und Schranken

38

Wie die richtlinienkonforme Auslegung dient die verordnungskonforme Auslegung dazu, die im Unionsrechtsakt vorgeschriebenen Ziele zu erreichen. Daher hat der EuGH seine Rechtsprechung zur richtlinienkonformen Auslegung zu Recht auf Verordnungen übertragen.⁹⁰ Danach haben die mitgliedstaatlichen Gerichte die Vorgaben des Unionsrechts zu berücksichtigen und nationale Gesetze unter voller Ausschöpfung ihres Beurteilungsspielraumes in Übereinstimmung mit den europarechtlichen Anforderungen auszulegen und anzuwenden.⁹¹

39

Die verordnungskonforme Auslegung unterliegt Schranken: Zwar müssen die nationalen Gerichte den ihnen zustehenden Beurteilungsspielraum vollständig ausschöpfen, eine Überschreitung der methodischen Grenzen der nationalen Rechtsordnung ist jedoch nicht notwendig.⁹² Insbesondere ist der

AG 2022, 65

Grundsatz der Rechtssicherheit zu beachten und die Konformauslegung darf nicht als Grundlage für eine Auslegung contra legem des nationalen Rechts dienen.⁹³ Kennt das nationale Recht die Methode der gesetzeskonformen Rechtsfortbildung – etwa im Wege des Analogieschlusses oder der teleologischen Reduktion – ist diese als Teil der Auslegung im weiteren Sinne zur Anwendung zu bringen.⁹⁴ Danach kommt auch im deutschen Recht eine verordnungskonforme Rechtsfortbildung im Lichte der ProspektVO in Betracht, soweit der konkrete Wille des Gesetzgebers erkennbar ist, eine verordnungskonforme Regelung zu schaffen.⁹⁵ Zur Ermittlung dieses konkreten Willens wären insbesondere die Gesetzgebungsmaterialien zum WpPG 2018⁹⁶ und zum WpPG 2019⁹⁷ heranzuziehen.

40

Vermag die verordnungskonforme Auslegung (inkl. ggf. der Rechtsfortbildung) kein den europäischen Vorgaben entsprechendes Ergebnis zu liefern, ist auf die unmittelbare Wirkung der ProspektVO abzustellen. Hier verlangt der Vorrang des Unionsrechts i.e.S.,⁹⁸ die entgegenstehenden nationalen Vorschriften nicht anzuwenden.⁹⁹ In der unmittelbaren Wirkung der Verordnung zeigt sich einer der großen Unterschiede zur vorherigen ProspektRL und die ProspektVO kann so auch selbstverständlich Rechtswirkung im Horizontalverhältnis zwischen Privaten entfalten.¹⁰⁰

3. Berücksichtigung in der Prospekthaftung

41

Die Grundsätze zur verordnungskonformen Auslegung sind insbesondere im Rahmen der Prospekthaftung nach §§ 8 ff. WpPG zu beachten.¹⁰¹ Denn nach Art. 11 ProspektVO haben die Mitgliedstaaten sicherzustellen, dass der jeweilige Prospektverantwortliche „für die Richtigkeit der in einem Prospekt und Nachträgen dazu enthaltenen Angaben haftet“. Dabei kommt den Mitgliedstaaten bei der Festlegung der Modalitäten der Haftung zwar ein weites Ermessen zu, wie der EuGH zuletzt zur ProspektRL hervorhob.¹⁰² Gleichzeitig sind jedoch der Äquivalenz- und der Effektivitätsgrundsatz zu beachten: Nach dem Äquivalenzgrundsatz dürfen die nationalen Verfahrensvorschriften, die dem Unionsrecht unterliegende Sachverhalte regeln, nicht ungünstiger sein als diejenigen, die gleichartige, dem innerstaatlichen Recht unterliegende Sachverhalte regeln. Der Effektivitätsgrundsatz verlangt wiederum, dass solche Bestimmungen die Ausübung der durch das Unionsrecht verliehenen Rechte nicht unmöglich machen oder übermäßig erschweren.¹⁰³

42

Vor diesem Hintergrund hat der deutsche Gesetzgeber in § 8 WpPG die Prospektverantwortlichen definiert, in § 9 f. und § 14 WpPG die Anspruchsgrundlagen für die Prospekthaftung normiert und in § 12 WpPG den Haftungsausschluss sowie in § 16 WpPG die unzulässigen Haftungsbeschränkungen geregelt. Dabei sind alle Begriffe des nationalen Rechts verordnungskonform auszulegen und im Ergebnis auch der Äquivalenz- und Effektivitätsgrundsatz zu beachten. Bei den Anforderungen an den Inhalt des Prospektes und zur Bestimmung eines Prospektmangels ist jedoch direkt auf Art. 6 ff. ProspektVO und die einschlägige DelVO (EU) 2019/980 abzustellen.¹⁰⁴ Für den Maßstab bei der Beurteilung des Prospektmangels hat der EuGH zuletzt ausgeführt, dass der Sachverstand eines qualifizierten Anlegers herangezogen werden darf.¹⁰⁵ Damit zeichnet sich eine gewisse Konvergenz zur deutschen Rechtsprechung ab, die noch zum alten Recht anlegerbezogene Differenzierungen beim Beurteilungsmaßstab für einen Prospektmangel eingeführt hat.¹⁰⁶ Ob solche Überlegungen die in Art. 6 Abs. 1 Unterabs. 2 ProspektVO neu aufgenommenen Differenzierungskriterien für die Bestimmung wesentlicher Prospektinformationen beeinflussen werden, hängt nicht zuletzt von der Bereitschaft deutscher Gerichte zum Dialog mit dem EuGH ab.¹⁰⁷

43

Komplizierter sind die Auswirkungen der ProspektVO jenseits der spezialgesetzlichen Prospekthaftung in §§ 8 ff. WpPG zu beurteilen. Grundsätzlich gilt, dass die ProspektVO außerhalb ihres Anwendungsbereiches keine Auswirkung auf die nationale Prospekthaftung hat. In seiner jüngeren Rechtsprechung hat der Bankrechtssenat des BGH darüber hinaus prominent vertreten, dass die spezialgesetzliche Prospekthaftung in ihrem Anwendungsbereich der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung i.e.S. vorgeht.¹⁰⁸ Die abschließende Wirkung der spezialgesetzlichen Prospekthaftung wird von der h.M. vor allem dadurch begründet, dass andernfalls die „Privilegierung der Spezialgesetzte“ insbesondere beim Verschuldensmaßstab (Vorsatz

AG 2022, 66

und grobe Fahrlässigkeit in § 12 Abs. 1 WpPG statt § 276 BGB) leerlaufen würde.¹⁰⁹

44

Da die spezialgesetzliche Prospekthaftung europarechtlich determiniert ist, entfaltet die ProspektVO gegenüber der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung i.e.S. eine Sperrwirkung¹¹⁰ in materiell-rechtlicher Hinsicht: Soweit eine Prospektpflicht nach Art. 3 ProspektVO für ein öffentliches Angebot oder die Börsenzulassung besteht, richtet sich die Prospekthaftung nach Art. 11 ProspektVO und der in Deutschland dafür erlassenen Regeln nach §§ 8 ff. WpPG. Das gilt selbst für den Fall, dass bei einem prospektpflichtigen öffentlichen Angebot die Veröffentlichung eines Prospekts unterlassen wurde. Dann richtet sich die Haftung nach § 14 WpPG für den fehlenden Prospekt.¹¹¹ Darüber hinaus ist die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung i.e.S. auch in den Fällen des Art. 11 Abs. 2 Unterabs. 2 ProspektVO ausgeschlossen: Dies untersagt eine Prospekthaftung (jedweder Art) allein aufgrund einer fehlerhaften Prospektzusammenfassung nach Art. 7 ProspektVO. Eine Prospekthaftung kommt demgegenüber nur in Betracht, wenn die Zusammenfassung im Zusammenhang mit dem Prospekt irreführend, unrichtig, widersprüchlich ist oder nicht die Basisinformationen vermittelt. Keine Sperrwirkung entfaltet Art. 11 ProspektVO jedoch in persönlicher Hinsicht, da Abs. 1 als Haftungsadressaten „zumindest“ den Emittenten, den Anbieter, den Zulassungsantragsteller und den Garantiegeber nennt. Diese Formulierung lässt ausdrücklich einen weiteren Adressatenkreis zu,¹¹² deren Haftung sich aus europarechtlicher Sicht aus den spezialgesetzlichen Regelungen in §§ 8 ff. WpPG oder der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung ergeben kann.

VI. Zusammenfassung

45

1. Der europäische Gesetzgeber hat die ProspektVO seit ihrer vollständigen Anwendbarkeit im Sommer 2019 inzwischen drei Mal geändert. Damit konnte er die Stärken der direkt und unmittelbar geltenden Verordnung, die im Gegensatz zur Richtlinie nicht umgesetzt werden muss, unter Beweis stellen und im Bereich des europäischen Prospektrechts zügig agieren.

46

2. Entgegen der gelegentlich geäußerten Kritik an den Maßnahmen zur wirtschaftlichen Erholung von der Covid-19-Pandemie ist die letzte Änderung an der ProspektVO mit der Kompetenzordnung vereinbar und zu Recht auf die Binnenmarktkompetenz in Art. 114 AEUV gestützt worden.

47

3. Die neueste Rechtsprechung des EFTA-Gerichtshofs zum öffentlichen Angebots nach Art. 2 lit. d ProspektVO gibt ein – wenn auch für den EuGH unverbindliches – Indiz zur Auslegung dieses Begriffes. Spätestens mit der ProspektVO ist die konkrete Erwerbsmöglichkeit kein Tatbestandsmerkmal des öffentlichen Angebots mehr. Vielmehr lassen sich mithilfe des Merkmals der individuellen Entscheidung eine ganze Reihe von Einzelfällen lösen, die auch in der Literatur umstritten sind.

48

4. Das nationale Recht ist verordnungskonform auszulegen. Wie die richtlinienkonforme Auslegung dient die verordnungskonforme Auslegung dazu, die im Unionsrechtsakt vorgeschriebenen Ziele zu erreichen. Angesichts der unmittelbaren Wirkung der Verordnung kann die ProspektVO jedoch auch Rechtswirkung im Horizontalverhältnis zwischen Privaten entfalten. Dies ist auch bei der spezialgesetzlichen Prospekthaftung nach §§ 8 ff. WpPG zu beachten, die weitgehend europarechtlich determiniert ist und im Anwendungsbereich der ProspektVO eine Sperrwirkung gegenüber der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung i.e.S. entfaltet.

Dr. iur. Jonathan Bauerschmidt

Rechtsberater

Juristischer Dienst des Rates der Europäischen Union, Brüssel

Schwerpunkte: Europarecht, Verfassungsrecht, Wirtschaftsrecht

Jonathan.BAUERSCHMIDT@consilium.europa.eu



★

Mitglied im Juristischen Dienst des Rates der Europäischen Union. Dieser

1 Beitrag gibt die persönliche Auffassung des Autors wieder.

VO des EP und des Rates vom 14.6.2017 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, ABl. EU Nr. L 168 v. 14.6.2017, 12.

2 RL 2003/71/EG des EP und des Rates vom 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, ABl. EU Nr. L 345 v. 31.12.2003, 64.

3 VO (EU) 2019/2115 des EP und des Rates vom 27.11.2019 zur Änderung der RL 2014/65/EU und der VOen (EU) Nr. 596/2014 und (EU) 2017/1129 zur Förderung der Nutzung von KMU-Wachstumsmärkten, ABl. EU Nr. L 320 v. 11.12.2019, 1.

4 Art. 32 der DelVO (EU) 2019/980.

5 Art. 28–31 und Anhänge 24–27 der DelVO (EU) 2019/980.

6 Siehe ausführlich *Möller/Ziegltrum*, BKR 2020, 161.

7 Art. 33 Abs. 4 und 12 der DelVO (EU) 2019/980.

8 DelVO (EU) 2021/528 der Kommission vom 16.12.2020 im Hinblick auf die Mindestinformationen für die Inanspruchnahme bestimmter Ausnahmen, ABl.

9 EU Nr. L 106 v. 26.3.2021, 32.

VO (EG) Nr. 1126/2008 der Kommission vom 3.11.2008 zur Übernahme bestimmter internationaler Rechnungslegungsstandards, ABl. EU Nr. L 320 v. 29.11.2008, 1.

10 RL 2004/25/EG des EP und des Rates vom 21.4.2004 betreffend

11 Übernahmeangebote, ABl. EU Nr. L 142 v. 30.4.2004, 12.

Die gleiche Anforderung findet sich auch in Art. 1 Abs. 6a lit. a ProspektVO für das Tauschangebot.

12 VO (EU) 2020/1503 des EP und des Rates vom 7.10.2020 über Europäische Schwarmfinanzierungsdienstleister für Unternehmen und zur Änderung der VO (EU) 2017/1129 und der RL (EU) 2019/1937, ABl. EU Nr. L 347 v. 20.10.2020, 1.

13 Siehe hierzu noch Rz. 22 ff.

14 Siehe Erwägungsgrund 67 der SchwarmfinanzVO.

15

- Art. 5 des Gesetzes zur begleitenden Ausführung der VO (EU) 2020/1503 und der Umsetzung der RL EU/2020/1504 zur Regelung von Schwarmfinanzierungsdienstleistungen (Schwarmfinanzierung-Begleitgesetz) und anderer europarechtlicher Finanzmarktvorschriften vom 3.6.2021, BGBl. I 2021, S. 1568.
- 16 VO (EU) 2021/337 des EP und des Rates vom 16.2.2021 zur Änderung der VO (EU) 2017/1129 im Hinblick auf den EU-Wiederaufbauprospekt und gezielte Anpassungen für Finanzintermediäre und der RL 2004/109/EG im Hinblick auf das einheitliche elektronische Berichtsformat für Jahresfinanzberichte zur Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung von der COVID-19-Krise, ABl. EU
- 17 Nr. L 68 v. 26.2.2021, 1.
- 18 Ausführlich *Lenz*, AG 2021, R103.
- 19 VO (EWG, Euratom) Nr. 1182/71 des Rates vom 3.6.1971 zur Festlegung der Regeln für die Fristen, Daten und Termine, ABl. Nr. L 124 v. 8.6.1971, 1.
- 20 *Lenz*, AG 2021, R103.
- 21 Art. 3 Verordnung (EU) 2021/337.
- 22 *Brauneck*, WM 2021, 912.
- 23 *Brauneck*, WM 2021, 912, 916.
- 24 *Brauneck*, WM 2021, 912, 916.
- 25 *Brauneck*, WM 2021, 912, 917 f.
- 26 *Brauneck*, WM 2021, 912, 919.
- Brauneck*, WM 2021, 912, 920 f. mit Verweis auf BVerfG v. 5.5.2020 – 2 BvR 859/15, BVerfGE 154, 17 Rz. 135 ff. = ZIP 2020, 966 – Public Sector Purchase Programme.
- 27 Siehe nur EuGH v. 6.12.2005 – C-66/04, ECLI:EU:C:2005:743 Rz. 44 f. – Raucharomen; EuGH v. 22.1.2014 – C-270/12, ECLI:EU:C:2014:18 Rz. 100, AG 2014, 199 – ESMA. Siehe zur Harmonisierungskompetenz auch *Korte* in Calliess/Ruffert, 6. Aufl. 2022, Art. 114 AEUV Rz. 39 ff.; *Tietje* in Grabitz/Hilf/Nettesheim, Das Recht der EU, 74. EL 2021, Art. 114 AEUV Rz. 94 ff.
- 28 EuGH v. 6.12.2005 – C-66/04, ECLI:EU:C:2005:743 Rz. 45 – Raucharomen; v. 22.1.2014 – C-270/12, ECLI:EU:C:2014:18 Rz. 102 f., AG 2014, 199 – ESMA; v. 4.5.2016 – C-547/14, ECLI:EU:C:2016:325 Rz. 63 – Philip Morris Brands; v. 22.6.2017 – C-549/15, ECLI:EU:C:2017:490 Rz. 30 – E.ON Biofor Sverige.
- 29 EuGH v. 6.12.2005 – C-66/04, ECLI:EU:C:2005:743 Rz. 44 – Raucharomen; v. 2.5.2006 – C-217/04, Vereinigtes Königreich/Parlament und Rat (ENISA), ECLI:EU:C:2006:279 Rz. 42; v. 22.1.2014 – C-270/12, ECLI:EU:C:2014:18 Rz. 113, AG 2014, 199 – ESMA.
- 30 Siehe in diesem Sinne EuGH v. 23.1.2018 – C-267/16, ECLI:EU:C:2018:26 Rz. 60 – Buhagiar.
- 31 Siehe Erwägungsgründe 3, 4 und 7 ProspektVO. Hierzu etwa *Bauerschmidt*, BKR 2019, 324, 325.
- 32 EuGH v. 17.9.2014 – C-441/12, ECLI:EU:C:2014:2226, AG 2015, 496 Rz. 33 – Almer Beheer und Daedalus Holding.
- 33 Erwägungsgründe 5 und 18 der Verordnung (EU) 2021/337.
- 34 COM(2020) 281 final, S. 6 und 8.
- 35 EuGH v. 17.3.2011 – C-221/09, ECLI:EU:C:2011:153 Rz. 58 f. – AJD Tuna; v. 7.2.2018 – C-304/16, ECLI:EU:C:2018:66 Rz. 85 f. – American Express; v. 22.11.2018 – C-151/17, ECLI:EU:C:2018:938 Rz. 79–82 – Swedish Match.
- 36 Beschluss Nr. 84/2019 v. 29.3.2019, ABl. EU Nr. L 235 v. 12.9.2019, 5.
- 37 Siehe nur die Übersicht von *Baudenbacher*, Handbook of EEA Law, 2017, S. 179 ff.
- 38 EFTA-Gerichtshof v. 18.6.2021 – E-10/20, AG 2021, 634 Rz. 28 f. = EWiR 2021,

- 620 (*Fuhrmann*) – ADCADA Immobilien. Dabei ist zu beachten, dass alle Sprachfassungen gleichermaßen verbindlich sind: EuGH v. 12.11.1969 – 29/69, ECLI:EU:C:1969:57 Rz. 3 – Stauder; v. 6.10.1982 – 283/81, ECLI:EU:C:1982:335 Rz. 18 – C.I.L.F.I.T.; v. 15.4.2010 – C-511/08, ECLI:EU:C:2010:189 Rz. 51, ZIP 2010, 839 – Heinrich Heine; v. 27.4.2017 – C-559/15, ECLI:EU:C:2017:316 Rz. 39 – Onix Asigurări.
- 39 EuGH v. 17.9.2014 – C-441/12, ECLI:EU:C:2014:2226, AG 2015, 496 Rz. 28 –
- 40 Almer Beheer und Daedalus Holding.
- EFTA-Gerichtshof v. 18.6.2021 – E-10/20, AG 2021, 634 Rz. 29 – ADCADA
- 41 Immobilien.
- Siehe EuGH, Schlussanträge des Generalanwalts Sharpston v. 19.6.2014 – C-441/12, ECLI:EU:C:2014:2226 Rz. 59 – Almer Beheer und Daedalus Holding.
- 42 *Bauerschmidt*, BKR 2019, 324, 325.
- 43 Geänderter Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist und zur Änderung
- 44 der Richtlinie 2001/34/EG, KOM(2002) 460 endg. – 2001/0117(COD), S. 13.
- EFTA-Gerichtshof v. 18.6.2021 – E-10/20, AG 2021, 634 Rz. 30 – ADCADA
- 45 Immobilien.
- So schon EuGH v. 17.9.2014 – C-441/12, ECLI:EU:C:2014:2226, AG 2015, 496
- 46 Rz. 33 – Almer Beheer und Daedalus Holding.
- So auch EuGH v. 17.9.2014 – C-441/12, ECLI:EU:C:2014:2226, AG 2015, 496
- 47 Rz. 38 – Almer Beheer und Daedalus Holding.
- EFTA-Gerichtshof v. 18.6.2021 – E-10/20, AG 2021, 634 Rz. 33 – ADCADA
- 48 Immobilien.
- EFTA-Gerichtshof v. 18.6.2021 – E-10/20, AG 2021, 634 Rz. 33, Rz. 36 f. –
- 49 ADCADA Immobilien.
- EFTA-Gerichtshof v. 18.6.2021 – E-10/20, AG 2021, 634 Rz. 33 – ADCADA
- 50 Immobilien.
- EuGH v. 17.9.2014 – C-441/12, ECLI:EU:C:2014:2226, AG 2015, 496 Rz. 34 ff. –
- 51 Almer Beheer und Daedalus Holding.
- EFTA-Gerichtshof v. 18.6.2021 – E-10/20, AG 2021, 634 Rz. 38 f. – ADCADA
- 52 Immobilien.
- EFTA-Gerichtshof v. 18.6.2021 – E-10/20, AG 2021, 634 Rz. 41–43 – ADCADA
- 53 Immobilien.
- Bauerschmidt*, BKR 2019, 324, 325; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2021,
- 54 Rz. 234.
- König*, ZEuS 2004, 251, 257 f.; *Schlitt/Schäfer*, AG 2005, 498, 500; *Grosjean* in
- Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2014, § 2 WpPG Rz. 9;
- Hamann* in Schäfer/Hamann, Stand: Januar 2013, § 2 WpPG Rz. 26; unklar
- 55 *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 503 sowie *Harrer/Müller*, WM 2006, 653, 656.
- Dem englischsprachigen Schrifttum ist ein solches Tatbestandsmerkmal fremd
- Lucantoni* in Lehmann/Kumpan, European Financial Services Law, 2019, Art. 2
- PD Rz. 7 ff.; *Moloney*, EU Securities and Financial Markets Regulation, 3. Aufl.
- 56 2014, S. 83 weist aber auch auf den Umsetzungsspielraum der ProspektRL hin.
- Siehe
- von Kopp-Colomb/J. Schneider* in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, 3. Aufl. 2017, § 2 WpPG Rz. 58
- sowie *Schnorbus* in FrankfurtKomm/WpPG, 2. Aufl. 2017, § 2 WpPG Rz. 44;
- Ritz/Zeising* in Just/Voß/Ritz/Zeising, 2009, § 2 WpPG Rz. 128 f.; *Foelsch* in
- Holzborn, 2. Aufl. 2014, § 2 WpPG Rz. 12; *R. Müller*, 2. Aufl. 2017, § 2 WpPG
- Rz. 6; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2010, Rz. 10.270; *Kaufmann*, Die

- Prospektpflicht nach dem WpPG, 2015, S. 56 ff.; *Schnorbus*, AG 2008, 389, 393 f.; *Giedinghagen*, BKR 2007, 233, 234; *Leuering*, Der Konzern 2006, 4, 5 f.; vgl. schon zum Richtlinienentwurf *von Kopp-Colomb/Lenz*, AG 2002, 24, 27.
- 57 Begr. RegE zu § 2 Nr. 4 WpPG, [BT-Drucks. 15/4999](#), 28. Insoweit ähnlich Begr. RegE zu § 99 Abs. 7 Sanierungs- und AbwicklungsgG, [BT-Drucks. 18/2575](#), 177: „... handelt es sich nicht um ein öffentliches Angebot i.S.d. § 2 Nr. 4 WpPG, da der Anleger schon keine Entscheidung über den Kauf oder die Zeichnung der Wertpapiere treffen kann.“
- 58
- 59 *Ritz/Zeising* in Just/Voß/Ritz/Zeising, 2009, § 2 WpPG Rz. 128 a.E. *von Kopp-Colomb/J. Schneider* in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, 3. Aufl. 2017, § 2 WpPG Rz. 58
- 60 mit Verweis auf *Ritz/Zeising* in Just/Voß/Ritz/Zeising, 2009, § 2 WpPG Rz. 130 f. *Groß*, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl. 2022, § 2 WpPG Rz. 17; *Mayston* in Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2020, § 2 WpPG Rz. 9; *Oulds* in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bankrecht und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2022, Rz. 15.705.
- 61 Zum Begriff *Constantinesco*, Das Recht der Europäischen Gemeinschaften I, 1977, S. 562.
- 62 Begr. RegE zu § 2 WpPG, [BT-Drucks. 19/8005](#), 44.
- 63 A.A. *Groß* Kapitalmarktrecht, 8. Aufl. 2022, § 2 WpPG Rz. 17.
- 64 EuGH v. 17.9.2014 – C-441/12, ECLI:EU:C:2014:2226, AG 2015, 496 Rz. 34 ff. – Almer Beheer und Daedalus Holding.
- 65 EFTA-Gerichtshof v. 18.6.2021 – E-10/20, AG 2021, 634 Rz. 38 – ADCADA Immobilien.
- 66 Vgl. nur ESMA, Questions and Answers on the Prospectus Regulation, Version 10 v. 27.7.2021, Dok.-Nr. ESMA31-62-1258, Frage Nr. 4.2, S. 34: „element of choice“.
- 67 EuGH v. 17.9.2014 – C-441/12, ECLI:EU:C:2014:2226, AG 2015, 496 Rz. 34 ff. – Almer Beheer und Daedalus Holding.
- 68 *Oulds* in Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried, Bankrecht und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2022, Rz. 15.705; *Preuße* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 2 WpPG Rz. 17. Ebenso bereits zur alten Rechtslage *Mayston* in Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2020, § 2 WpPG Rz. 9; *Ritz/Zeising* in Just/Voß/Ritz/Zeising, 2009, § 2 WpPG Rz. 137; *Schnorbus* in FrankfurtKomm/WpPG, 2. Aufl. 2017, § 2 WpPG Rz. 53.
- 69 *Groß*, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl. 2022, § 2 WpPG Rz. 12; *Preuße* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 2 WpPG Rz. 17. Ebenso bereits zur alten Rechtslage *Mayston* in Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2020, § 2 WpPG Rz. 23; *Schnorbus* in FrankfurtKomm/WpPG, 2. Aufl. 2017, § 2 WpPG Rz. 54.
- 70 Siehe nur *Groß*, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl. 2022, Art. 1 ProspektVO Rz. 31. § 29 UmwG ist über die Verweisungsnorm in § 125 Satz 1 UmwG auch auf die Auf- und Abspaltung anwendbar. Für die Spaltung in Form der Ausgliederung findet § 29 UmwG nach § 125 Satz 1 UmwG hingegen keine Anwendung, so dass hier kein Wahlrecht und folgerichtig auch kein öffentliches Angebot vorliegt.
- 72 Siehe bereits zur Rechtslage nach der ProspektRL Begr. RegE zu § 3 WpPG, [BT-Drucks. 15/4999](#) v. 3.3.2005, 28, 30; *Holzborn/Mayston* in Holzborn, 2. Aufl. 2014, § 4 WpPG Rz. 7; *Gebhardt* in Schäfer/Hamann, Stand: Januar 2013, § 4 WpPG Rz. 12; *Straßner/Grosjean* in Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2020, § 4 WpPG Rz. 5.
- 73 *Groß*, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl. 2022, Art. 1 ProspektVO Rz. 29 mit Verweis auf die Kommentierung zur alten Rechtslage bei *Schnorbus* in

- 74 FrankfurtKomm/WpPG, 2. Aufl. 2017, § 4 WpPG Rz. 29.
ESMA, Questions and Answers on the Prospectus Regulation, Version 10 v. 27.7.2021, Dok.-Nr. ESMA31-62-1258, Frage Nr. 4.2, S. 34 f.; *Preuße* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 2 WpPG Rz. 17. Ebenso bereits zum alten Recht *Mayston* in Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2020, § 2 WpPG Rz. 22; *Schnorbus* in
- 75 FrankfurtKomm/WpPG, 2. Aufl. 2017, § 2 WpPG Rz. 92.
ESMA, Questions and Answers on the Prospectus Regulation, Version 10 v. 27.7.2021, Dok.-Nr. ESMA31-62-1258, Frage Nr. 4.2, S. 34; *Groß*,
- 76 Kapitalmarktrecht, 8. Aufl. 2022, § 2 WpPG Rz. 10.
So im Hinblick auf Beteiligungsprogramme für Mitarbeiter: ESMA, Questions and Answers on the Prospectus Regulation, Version 10 v. 27.7.2021, Dok.-
- 77 Nr. ESMA31-62-1258, Frage Nr. 4.2, S. 34 f.
RL 2014/59/EU des EP und des Rates vom 15.5.2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und
- 78 Wertpapierfirmen, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, 190.
Bauerschmidt, BKR 2019, 324, 326.
- 79 Für Deutschland zuletzt BVerfG v. 6.11.2019 – 1 BvR 276/17, BVerfGE 152, 216
Rz. 59 – Recht auf Vergessen II.
- 80 Siehe hierzu *Bauerschmidt*, BKR 2019, 324, 330.
Konzis zur unionsrechtskonformen Auslegung *Roth/Jopen* in Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 4. Aufl. 2021, § 13 Rz. 9 f. und *Ruffert* in Calliess/Ruffert, 6. Aufl. 2022, Art. 1 AEUV Rz. 24 sowie monographisch *Höpfner*, Die systemkonforme Auslegung, 2008, S. 230 ff. und *Gänswein*,
- 82 Grundsatz unionsrechtskonformer Auslegung, 2006, S. 98 ff.
Ausführlich *Roth/Jopen* in Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 4. Aufl. 2021, § 13; *Höpfner*, Die systemkonforme Auslegung, 2008, S. 249 ff.; *Prechal*,
- 83 Directives in EC Law, 2. Aufl. 2005, S. 180 ff.
Übersicht etwa bei *Král*, EL Rev. 33 (2008), 243, 252 ff.
- 84 EuGH v. 5.10.2004 – C-397/01–C-403/01, ECLI:EU:C:2004:584 Rz. 114 – Pfeiffer; v. 10.10.2013 – C-306/12, ECLI:EU:C:2013:650 Rz. 29 – Spedition Welter; *Roth/Jopen* in Riesenhuber, Europäische Methodenlehre, 4. Aufl. 2021, § 13
- 85 Rz. 3.
Beljin, EuR 2002, 351, 358 f.; *Jarass/Beljin*, NVwZ 2004, 1, 2 f. verorten die unionsrechtskonforme Auslegung präzise beim Vorrang im weiteren Sinne.
- 86 Unentschieden *Gänswein*, Der Grundsatz unionsrechtskonformer Auslegung, 2006, S. 102, der die verordnungskonforme Auslegung zusätzlich auch auf Art. 288 Abs. 2 AEUV stützen will, dabei aber Begründung und Wirkung der
- 87 Konformauslegung vermengt.
Siehe nur aus der st. Rspr. BVerfG v. 7.5.1953 – 1 BvL 104/52, BVerfGE 2, 266, 282 – Notaufnahme; v. 19.9.2007 – 2 BvF 3/02, BVerfGE 119, 247, 274 – Teilzeitbeschäftigung von Beamten; v. 16.12.2014 – 1 BvR 2142/11, BVerfGE 138, 64 Rz. 86 – Unterlassen einer Richtervorlage und aus der Literatur *Hesse*, Grundzüge des Verfassungsrechts, 20. Aufl. 1999, Rz. 80 f.; *Vosskuhle*, AöR 125
- 88 (2000), 178, 183 f.
Gänswein, Der Grundsatz unionsrechtskonformer Auslegung, 2006, S. 104.
- 89 Übertragbar von der richtlinienkonformen Auslegung
EuGH v. 10.5.2001 – C-144/99, ECLI:EU:C:2001:257 Rz. 20 f., ZIP 2001, 1373 – Kommission/Niederlande; v. 19.9.1996 – C-236/95, ECLI:EU:C:1996:341 Rz. 12 f.
- 90 – Kommission/Griechenland.
EuGH v. 7.1.2004 – C-60/02, ECLI:EU:C:2004:10 Rz. 59 f. – X.
- 91 St. Rspr. EuGH v. 4.2.1988 – 157/86, ECLI:EU:C:1988:62 Rz. 11 – Murphy/An

- Bord Telecom Eireann; v. 13.12.1989 – C-322/88, ECLI:EU:C:1989:646 Rz. 18 – Grimaldi; v. 27.2.2003 – C-327/00, ECLI:EU:C:2003:109 Rz. 63 – Santex; v. 5.10.2004 – C-397-403/01, ECLI:EU:C:2004:584 Rz. 114–116 – Pfeiffer;
- 92 v. 4.7.2006 – C-212/04, ECLI:EU:C:2006:443 Rz. 111, ZIP 2006, 2141 – Adeneler. EuGH v. 10.4.1984 – 14/83, ECLI:EU:C:1984:153 Rz. 26, ZIP 1984, 1386 – von Colson und Kamann/Land Nordrhein-Westfalen; v. 14.7.1994 – C-91/92, ECLI:EU:C:1994:292 Rz. 26, ZIP 1994, 1187 – Faccini Dori; v. 5.10.2004 – C-397/01–C-403/01, ECLI:EU:C:2004:584 Rz. 116 – Pfeiffer; v. 10.10.2013 – C-306/12, ECLI:EU:C:2013:650 Rz. 30 – Spedition Welter.
- 93 EuGH v. 16.6.2005 – C-105/03, ECLI:EU:C:2005:386 Rz. 47 – Pupino; v. 15.4.2008 – C-268/06, ECLI:EU:C:2008:223 Rz. 100 – Impact; v. 21.1.2021 – C-308/19, ECLI:EU:C:2021:47 Rz. 62 – Whiteland Import.
- 94 BGH v. 26.11.2008 – VIII ZR 200/05, BGHZ 179, 27 Rz. 21 ff. = ZIP 2009, 176 – Quelle im Anschluss an EuGH v. 17.4.2008 – C-404/06, ECLI:EU:C:2008:231 –
- 95 Quelle.
Nur der konkrete und nicht schon der allgemeine Wille des Gesetzgebers, eine unionsrechtskonforme Regelung zu schaffen, begründet die planwidrige Regelungslücke, vgl. BGH v. 26.11.2008 – VIII ZR 200/05, BGHZ 179, 27 Rz. 25, 31 = ZIP 2009, 176. Siehe hierzu etwa *Bauerschmidt/Harnos*, ZGS 2010, 202,
- 96 204 f. m.w.N.
- 97 Begr. RegE, [BT-Drucks. 19/2435](#).
- 98 Begr. RegE, [BT-Drucks. 19/8005](#).
- 99 Präzise *Beljin*, EuR 2002, 351, 355, 360 ff.; *Jarass/Beljin*, NVwZ 2004, 1, 2 f. EuGH v. 4.2.1988 – 157/86, ECLI:EU:C:1988:62 Rz. 11 – Murphy/An Bord Telecom Eireann; v. 26.9.2000 – C-262/97, ECLI:EU:C:2000:492 Rz. 40 –
- 100 Engelbrecht.
- 101 *Král*, EL Rev. 33 (2008), 243, 255.
Siehe Übersichten etwa bei *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, 11. Aufl. 2020, Rz. 271 ff.; *Poelzig*, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2021, Rz. 230 ff.
- 102 EuGH v. 3.6.2021 – C-910/19, ECLI:EU:C:2021:433, AG 2021, 835 Rz. 42 – Bankia SA/UMAS zu Art. 6 Abs. 2 ProspektRL.
- 103 EuGH v. 3.6.2021 – C-910/19, ECLI:EU:C:2021:433, AG 2021, 835 Rz. 45 f. mit Verweis auf EuGH v. 19.12.2013 – C-174/12, ECLI:EU:C:2013:856 Rz. 40, ZIP 2014, 121 – Hirmann sowie EuGH v. 19.12.2019 – C-752/18, ECLI:EU:C:2019:1114 Rz. 33 – Deutsche Umwelthilfe. Siehe allgemein zur diesen Grundsätzen und ihren Auswirkungen auf das Privatrecht *Harnos*, ZEuP 2015,
- 104 546.
Das gleiche gilt für die prospektersetzenden Dokumente, deren inhaltliche Vorgaben nunmehr in der DelVO (EU) 2021/528, ABl. EU Nr. L 106 v. 26.3.2021, 32, geregelt sind. Verstöße gegen diese Vorgaben können gem. § 9 Abs. 4 WpPG
- 105 auch zur Prospekthaftung führen *Schlitt/Landschein*, ZBB 2019, 103, 112 f. EuGH v. 3.6.2021 – C-910/19, ECLI:EU:C:2021:433, AG 2021, 835 Rz. 44 – Bankia
- 106 SA/UMAS.
BGH v. 18.9.2012 – XI ZR 344/11, BGHZ 195, 1 Rz. 25 = AG 2012, 874. Hierzu etwa *Habersack* in *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Hdb. der Kapitalmarktinformation, 3. Aufl. 2020, § 28 Rz. 15; *Heidelbach* in *Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 9 WpPG
- 107 Rz. 15; *Groß*, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl. 2022, § 9 WpPG Rz. 53 ff.
- 108 Siehe hierzu bereits *Bauerschmidt*, BKR 2019, 324, 331 f.
BGH v. 21.10.2014 – XI ZB 12/12, BGHZ 203, 1 Rz. 71 = AG 2015, 351;
BGH v. 23.10.2018 – XI ZB 3/16, BGHZ 220, 100 Rz. 55–57 = AG 2019, 210 zu § 127 Abs. 1 InvG a.F. sowie BGH v. 19.1.2021 – XI ZB 35/18, BGHZ 228, 237

- Rz. 26 f. = AG 2021, 464 und BGH v. 27.4.2021 – XI ZB 35/18, AG 2021, 707 Rz. 4 ff. zu § 13 VerkProspG a.F., §§ 44 ff. BörsG a.F. Hierzu zuletzt auch
- 109 OLG Bremen v. 24.11.2021 – 1 U 6/21, AG 2022, 80, 81 f.
Buck-Heeb/Dieckmann, ZHR 184 (2020), 646, 664; *Buck-Heeb*, BKR 2021, 317, 318 f.; *Groß*, Kapitalmarktrecht, 8. Aufl. 2022, § 9 WpPG Rz. 114; *Habersack* in *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Hdb. der Kapitalmarktinformation, 3. Aufl. 2020, § 28 Rz. 76; *Heidelberg* in *Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, § 9 WpPG Rz. 40; *Oulds* in *Kümpel/Mülbert/Früh/Seyfried*, Bankrecht und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2022, Rz. 15.851; *Mülbert/Steup* in *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, § 41 Rz. 155.
- 110 Siehe zur Möglichkeit des europäischen Gesetzgebers die Reichweite der Sperrwirkung nach Art. 2 Abs. 2 AEUV selbst festzulegen *Bauerschmidt*, EuR 2014, 277, 291 ff.
- 111 *Mülbert/Steup* in *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 4. Aufl. 2019, § 41 Rz. 155.
- 112 *Buck-Heeb/Dieckmann*, ZHR 184 (2020), 646, 675 f.

© Verlag Dr. Otto Schmidt KG