

Vor EU-ProspektVO

Literatur: *Bauerschmidt*, Die Prospektverordnung in der europäischen Kapitalmarktunion, BKR 2019, 324; *Bronger/Scherer*, Das neue europäische Prospektrecht – (Geplante) Änderungen und Auswirkungen, WM 2017, 460; *Döpfner/Tatavoussian*, Die neue EU-Prospektverordnung – wesentliche Änderungen für KMU, Daueremittenten und bei Sekundäremissionen, WPg 2017, 1392; *Ebner/Nicolussi*, Anlegerschutz nach der Prospektverordnung und dem KMG 2019, VbR 2019, 200; *Geyer/Schelm*, Das neue europäische Prospektrecht ein Überblick aus Sicht der Praxis, BB 2019, 1731; *Gruber*, EU-Prospektrecht (2016); *Hartmann/Raptis*, Die EU-Prospektverordnung – ein Überblick, ZFR 2019, 502; *Heppekausen*, Blockchain, Wertpapierprospektrecht und das übrige Aufsichtsrecht – Keineswegs kann neue Technik das geltende Recht ersetzen, BKR 2020, 10; *Heydt*, Die Kodifizierung börsenrelevanter Vorschriften in der Richtlinie 2001/34/EG, EuZW 2001, 578; *Höhlein/Weiß*, Krypto-Assets, ICO und Blockchain: prospektrechtliche Perspektive und aufsichtsrechtliche Praxis, RdF 2019, 116; *Kaufmann*, Die Prospektspflicht nach dem WpPG – Die Entwicklung des Prospektrechts infolge der Vorgaben durch EU-Prospektrichtlinie und EU-Prospektverordnung (2015); *Kurth*, Umsetzung der EU-Prospektverordnung – das Wertpapier-Informationsblatt kommt! DB 2018, 4; *Lenz/Heine*, Incorporation by reference – ein neuer Anlauf unter der EU-Prospektverordnung, NZG 2019, 766; *Mark/Wagner*, Die neue EU-Prospektverordnung: Die wichtigsten Änderungen im Prospektregime, ecolex 2020, 7; *Müllbert*, EU-rechtliche Kapitalmarktinformationsvorschriften und mitgliedstaatliche Haftungsregeln – Möglichkeiten und Grenzen am Beispiel der Prospektverordnung (EU) 2017/1129, in FS Bergmann (2018) 529; *Oulds/Wöckener*, 200 Tage neues Prospektrecht – erster Erfahrungsbericht, RdF 2020, 4; *Poelzig*, Erleichterungen der Prospektspflicht zur Anpassung an die EU-Prospektverordnung, BKR 2018, 357; *Rath*, Änderung der Prospekt-RL – der Kommissionsvorschlag zur neuen Prospektverordnung, ecolex 2016, 172; *Schulz*, Die Reform des Europäischen Prospektrechts – Eine Analyse der geplanten Prospektverordnung und ihrer Praxisauswirkungen, WM 2016, 1417; *Schulz*, Aktienemissionen nach der Europäischen Prospektverordnung, WM 2018, 212; *Streicher*, Gute Absichten, gelungene Umsetzung? – neue europäische Prospektverordnung, Die Bank 2019, 64; *The de Larosièrè Group*, The High-Level Group on Financial Supervision in the EU (2009); *Voß*, Das Gesetz zur Ausübung von Optionen der EU-Prospektverordnung, ZBB 2018, 305; *Wilfling*, Ausgewählte rechtliche Aspekte der neuen EU-Prospektverordnung, ZFR 2018, 172; *Wöckener/Kurzbach*, Neue EU-Prospektverordnung – Anpassungsbedarf bei der Praxis der Prospekterstellung, RdF 2018, 276; *Zivny*, Wesentlicher Inhalt des Vorschlags einer neuen Prospektverordnung, ZFR 2016, 148.

Übersicht

	Rz
I. Die EU-ProspektVO als europäische Verordnung	1
II. Historische Entwicklung des europäischen Prospektrechts	3
A. Erste Regelungsansätze	4
B. Financial Services Action Plan (FSAP)	6
1. Lamfalussy-Verfahren	7
2. ProspektRL	8
3. (Alte) ProspektVO und delegierte Rechtsakte	10
4. Stellungnahmen der CESR/ESMA	13
C. Entstehung der neuen EU-ProspektVO	15
1. Lamfalussy-Verfahren II	15
2. Regelungsziele	17
a) Ziel der Rechtsvereinheitlichung	18
b) Reduktion des Kosten- und Verwaltungsaufwands	22
c) Anlegerschutz und Markteffizienz	24
3. Gesetzgebungsverfahren	25
4. Bisherige Änderungen	26
III. Wirtschaftliche Bedeutung und Rechtstatsachen	28
IV. Auslegung der EU-ProspektVO	30

A. Grundsatz der autonomen Auslegung	31
B. Lückenschließung und das Erfordernis der Bestimmung der Ersatzrechtsordnung	33
V. Rechtsquellen des (geltenden) europäischen Prospektrechts	36
VI. Emissionspraxis	42

I. Die EU-ProspektVO als europäische Verordnung

- Bei der EU-ProspektVO handelt es sich um eine europäische Verordnung, die nach Art 288 AEUV **allgemeine Geltung** hat und in jedem Mitgliedstaat **unmittelbar** gilt. Gleichwohl kommt die EU-ProspektVO nicht vollständig ohne nationales Recht aus und setzt dieses sogar an vielen Stellen voraus. Dies ergibt sich zunächst daraus, dass die EU-ProspektVO für die Mitgliedstaaten verschiedene Wahlrechte bei der genaueren Ausgestaltung auf nationaler Ebene enthält. Zum anderen ist die EU-ProspektVO keine allumfassende und abschließende Regelung des (europäischen) Prospektrechts, so dass von dieser nicht adressierte Regelungsbe- reiche vom nationalen Recht ausgefüllt werden müssen (Rz 35).
- Diese **Regelungstechnik** der EU-ProspektVO begründet vor allem bei der Auslegung zahl- reiche Probleme (Rz 30 ff).

II. Historische Entwicklung des europäischen Prospektrechts

- Die historische Entwicklung des europäischen Prospektrechts lässt sich im Wesentlichen in **drei Abschnitte** einteilen. Nachdem der europäische Gesetzgeber zunächst verhältnismäßig zaghafte Regelungsversuche unternahm (Rz 4f), führte der Financial Services Action Plan von 2000 zu einer umfassenden Neuordnung des europäischen Kapitalmarktrechts, in des- sen Folge es zu einer umfassenden Harmonisierung kam (Rz 6). Diese Harmonisierungsbe- mühungen wurden iE aber als unzureichend betrachtet, so dass der europäische Gesetzgeber für das europäische Prospektrecht letztlich auf europäisches Verordnungsrecht zurückgriff (Rz 10 ff).

A. Erste Regelungsansätze

- Auf europäischer Ebene wurde das Prospektrecht erstmals durch die **BörsenzulassungsRL** adressiert, die selbst auf den Prospekt aber nur mittelbar einging bzw die Verabschiedung einer speziellen ProspektRL in Aussicht stellte (Art 22 Abs 1 UAbs 1 BörsenzulassungsRL). Diese **BörsenzulassungsprospektRL** wurde bereits 1980 verabschiedet und stellt sozusagen den Nukleus des europäischen Prospektrechts dar. Wenige Jahre später folgte 1987 die **Bör- senprospektanerkennungsRL**, mit der die BörsenzulassungsprospektRL abgeändert wurde. 1989 folgte dann die **EmissionsprospektRL**. Damit wurde dem europäischen Prospektrecht eine Dichotomie von Prospekten für öffentliche Angebote und Prospekte für Börsenzulassun- gen zugrunde gelegt, die bis zum heutigen Tag nicht vollständig aufgegeben wurde (Rz 36 ff). Vgl zu diesen Richtlinien insgesamt *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht⁶ Rz 34.2 ff.
- Im Jahr 2001 entschied sich der europäische Gesetzgeber einen Teil dieser Richtlinien und andere kapitalmarktrechtliche Richtlinien aus Gründen der Klarheit und Wirtschaftlichkeit in einer neuen **BörsenzulassungsRL 2001** zusammenzufassen (ErwGr 1 BörsenzulassungsRL 2001). Damit waren aus prospektrechtlicher Sicht allerdings keine größeren inhaltlichen Ver- änderungen verbunden (*Heydt*, EuZW 2001, 578).

B. Financial Services Action Plan (FSAP)

Eine vollständige Neuausrichtung erfuhr das europäische Prospektrecht durch den von der Kommission 1999 verabschiedeten Financial Services Action Plan (FSAP), womit eine **umfassende Harmonisierung des Kapitalmarktrechts** in wenigen Jahren erreicht werden sollte (Mitteilung der Kommission, KOM[1999] 232 endg). Das Prospektrecht gehörte dabei zu den Topprioritäten (Mitteilung der Kommission, KOM[1999] 232 endg 23).

1. Lamfalussy-Verfahren

Zu Erreichung dieses Ziels wurde das *Lamfalussy*-Verfahren entwickelt, womit eine **Beschleunigung des EU-Gesetzgebungsprozesses** und damit eine Erreichung der Ziele des Financial Services Action Plan (FSAP) erreicht werden sollte (dazu nur *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht⁶ Rz 14.43 ff).

2. ProspektRL

Für das europäische Prospektrecht wurde in diesem Zusammenhang die **ProspektRL** entwickelt und am 4. 11. 2003 verabschiedet (dazu *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht⁶ Rz 34.3 ff), in der maßgebliche Grundzüge des europäischen Prospektrechts normiert wurden, die in großen Teilen auch die heutige EU-ProspektVO prägen. Die ProspektRL ist mit 31. 12. 2003 in Kraft getreten und war in den Mitgliedstaaten bis zum 1. 7. 2005 umzusetzen. Dies ist in **Österreich** durch eine Reform des KMG (vgl *Zivny*, KMG² Vor § 1 Rz 6 ff) und in **Deutschland** durch das dWpPG erfolgt.

Die ProspektRL wurde mit der am 31. 12. 2010 in Kraft getretenen **ÄnderungsRL** maßgeblich modifiziert. Die ÄnderungsRL geht auf die in Art 31 ProspektRL verpflichtend vorgesehene Überprüfung durch die Kommission fünf Jahre nach ihrem Inkrafttreten zurück und hat auf eine Erhöhung der Effizienz und der Klarheit bestimmter Regelungen, auf eine Entlastung von Emittenten und Finanzintermediären sowie eine Verbesserung des Anlegerschutzes abgezielt. Die ÄnderungsRL hat dabei die folgenden Regelungsbereiche umfasst: Anhebung von Schwellenwerten und Wertgrenzen, Anpassung der Definition des qualifizierten Anlegers, Regelungen zur Retail-Kaskade, Veränderung der Prospektausnahmen für Arbeitnehmer, Neuregelung der Zusammenfassung, die Aufnahme einer Prospektpflicht (bei gleichzeitig herabgesetzten Prospektanforderungen) für Bezugsrechtsemissionen, die Abschaffung des jährlichen Dokuments (s dazu für viele *Spindler in Holzborn*, WpPG² Einleitung Rz 31 a). Ein wesentlicher Punkt war die Aufnahme der Art 24a–24c ProspektRL durch die ÄnderungsRL, die Befugnisse der Kommission im Hinblick auf sog „Delegierte Verordnungen“ regelt. Die ÄnderungsRL war bis zum 1. 7. 2012 in den nationalen Rechtsordnungen umzusetzen. Österreich ist dieser Verpflichtung mit BGBl I 2012/83 (mit Verspätung) nachgekommen; in Deutschland erfolgte die Umsetzung durch das Gesetz zur Umsetzung der RL 2010/73/EU und zur Änderung des Börsengesetzes vom 26. 6. 2012 (dBGBl I 2012, 1375).

3. (Alte) ProspektVO und delegierte Rechtsakte

Die Kommission hat im April 2004 auf Grundlage der von CESR veröffentlichten Konsultationen und Berichte (vgl insb *CESR*, Advice Prospectus Directive 03–208; 03–300; 03–399) die EU-ProspektVO 2004 verabschiedet. Die EU-ProspektVO 2004 wurde zunächst durch drei Verordnungen geändert:

- VO (EG) 1787/2006 der Kommission vom 4. 12. 2006 zur Änderung der VO (EG) 809/2004 der Kommission zur Umsetzung der RL 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Informationen sowie das Format, die Auf-

nahme von Informationen mittels Verweis und die Veröffentlichung solcher Prospekte und die Verbreitung von Werbung, ABl L 2006/337, 17.

- VO (EG) 211/2007 der Kommission vom 27. 2. 2007 zur Änderung der VO (EG) 809/2004 zur Umsetzung der RL 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die Finanzinformationen, die bei Emittenten mit komplexer finanztechnischer Vorgeschichte oder bedeutenden finanziellen Verpflichtungen im Prospekt enthalten sein müssen, ABl L 2007/61, 24.
- VO (EG) 1289/2008 der Kommission vom 12. 12. 2008 zur Änderung der VO (EG) 809/2004 zur Umsetzung der RL 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf bestimmte Angaben für den Prospekt und auf Werbung, ABl L 2008/340, 17.

11 Zusätzlich hat die Kommission mehrere **delegierte Verordnungen** verabschiedet, welche auch die EU-ProspektVO 2004 abgeändert haben, um einzelne Detailfragen näher zu regeln. Dabei handelt es sich um:

- DelVO (EU) 311/2012 der Kommission vom 21. 12. 2011 zur Änderung der VO (EG) 809/2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf bestimmte Angaben für den Prospekt und auf Werbung, ABl L 2012/103, 13.
- DelVO (EU) 486/2012 der Kommission vom 30. 3. 2012 zur Änderung der VO (EG) 809/2004 in Bezug auf Aufmachung und Inhalt des Prospektes, des Basisprospektes, der Zusammenfassung und der endgültigen Bedingungen und in Bezug auf die Angabepflichten, ABl L 2012/150, 1.
- DelVO (EU) 862/2012 der Kommission vom 4. 6. 2012 zur Änderung der VO (EG) 809/2004 in Bezug auf die Zustimmung zur Verwendung des Prospektes, die Informationen über Basisindizes und die Anforderungen eines von unabhängigen Buchprüfern oder Abschlussprüfern erstellten Berichts, ABl L 2012/256, 4.
- DelVO (EU) 621/2013 der Kommission vom 21. 3. 2013 zur Berichtigung der polnischen Fassung der VO (EG) 809/2004 der Kommission zur Umsetzung der RL 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Informationen sowie das Format, die Aufnahme von Informationen mittels Verweis und die Veröffentlichung solcher Prospekte und die Verbreitung von Werbung, ABl L 2013/177, 14.
- DelVO (EU) 759/2013 der Kommission vom 30. 4. 2013 zur Änderung der VO (EG) 809/2004 in Bezug auf die Angabepflichten bei wandelbaren und umtauschbaren Schuldtiteln, ABl L 2013/213, 1.
- DelVO (EU) 2015/1604 der Kommission vom 12. 6. 2015 zur Änderung der VO (EG) 809/2004 zur Umsetzung der RL 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf bestimmte Angaben für den Prospekt und auf Werbung, ABl L 2015/249, 1.
- DelVO (EU) 2016/301 der Kommission vom 30. 11. 2015 zur Ergänzung der RL 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für die Billigung und Veröffentlichung des Prospekts und die Verbreitung von Werbung und zur Änderung der VO (EG) 809/2004 der Kommission, ABl L 2016/58, 13.

12 Daneben traten in wenig übersichtlicher Art und Weise **weitere Verordnungen**, die nicht im Text der EU-ProspektVO 2004 konsolidiert wurden, womit es zu einer zunehmenden Zersplitterung des Rechtsbestands kommt:

- DelVO (EU) 382/2014 der Kommission vom 7. 3. 2014 zur Ergänzung der RL 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards für die Veröffentlichung eines Prospektnachtrags, ABl L 2014/111, 36.

- Die DelVO (EU) 2016/301 regelt die Prospektbilligung, die Prospektveröffentlichung, die Verbreitung von Werbeanzeigen sowie die Übereinstimmung der verbreiteten Informationen über das Angebot bzw die Zulassung mit den Prospektangaben.

4. Stellungnahmen der CESR/ESMA

Darüber hinaus waren die **Verlautbarungen** der CESR zu beachten. Deren Aufgaben wurden seit 1. 1. 2011 von der ESMA übernommen (ESMA-Empfehlungen [ESMA, ESMA update of the CESR recommendations]). Für die EU-ProspektVO hat die ESMA Q&A veröffentlicht (ESMA, Q&A¹⁰, ESMA31–62-1258; daneben kann auch noch die Vorgängerversion verwendet werden: ESMA, Q&A³⁰, ESMA31–62-780).

Zudem erstellt die ESMA nach Art 47 EU-ProspektVO jährlich einen Bericht über Prospekte (s Art 47 Rz 1).

C. Entstehung der neuen EU-ProspektVO

1. Lamfalussy-Verfahren II

Infolge des **Larosière-Berichts** (*The de Larosière Group, The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*) wurde das neue *Lamfalussy-Verfahren II* entwickelt (dazu *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht⁶ Rz 14.46 ff), das sich überblicksartig wie folgt darstellt:

- In der **ersten Stufe** werden Rahmenrichtlinien und Verordnungen durch das Europäische Parlament und den Europäischen Rat im Gesetzgebungsverfahren nach Art 294ff AEUV erlassen.
- Die Kommission erlässt in der **zweiten Stufe** in Zusammenarbeit mit der ESMA entsprechende Durchführungsmaßnahmen (auf Basis von Art 290 oder Art 291 AEUV). Sofern in den Basisrechtsakten vorgesehen, hat die ESMA die Befugnis, technische Regulierungs- und Durchführungsstandards zu entwerfen, welche die Kommission in der Folge als Verordnung oder mittels Beschluss annimmt (Art 10ff und Art 15ff ESMA-VO). Zu Rechtsakten der zweiten Stufe zählen insb die EU-ProspektVO (Rz 10) und die delegierten Verordnungen (Rz 11).
- In der **dritten Stufe** arbeitet – wie auch bisher – die ESMA (für den Wertpapierbereich) Leitlinien und Empfehlungen für die Aufsicht aus. Gem Art 16 Abs 3 ESMA-VO haben die zuständigen Behörden und Finanzmarktteilnehmer den auf dieser Ebene vorbereiteten Dokumenten nachzukommen und Abweichungen zu begründen.
- In der **vierten Stufe** prüft die Kommission die fristgemäße und richtige Umsetzung der europäischen Vorschriften in nationales Recht. Darüber hinaus kommt der ESMA hier ebenfalls eine Prüffunktion zu.

Zusammenfassend kann eine Entwicklung in Richtung einer **gesamthaften Regulierung** der Wertpapiermärkte unter Entwicklung vereinheitlichter Aufsichtsstandards und -praktiken festgestellt werden. Gerade im europäischen Prospektrecht zeigt sich die Tragweite des *Lamfalussy-Verfahrens II*, da bei diesem von allen vier Stufen umfassend Gebrauch gemacht wurde (Rz 15).

2. Regelungsziele

Das auf Grundlage des Financial Services Action Plan (FSAP) geschaffene europäische Prospektrecht erwies sich allerdings bald als **reformbedürftig** (Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, KOM[2015] 63 endg 11), da das ursprünglich anvisierte Maß an Harmonisierung nicht erreicht werden konnte (ErwGr 4 und 6 EU-ProspektVO).

a) Ziel der Rechtsvereinheitlichung

- 18 Daher entschied sich der europäische Gesetzgeber stattdessen für die Reform des europäischen Prospektrechts auf das **Regelungsinstrument der (europäischen) Verordnung** (Art 288 AEUV) zurückzugreifen (ErwGr 5 Satz 2 und 4 EU-ProspektVO). Dies entspricht einer Tendenz, die auch in anderen Bereichen des europäischen Kapitalmarktrechts festzustellen ist. So wurde etwa die MarktmissbrauchsRL durch die MarktmissbrauchsVO ersetzt. Auch wenn somit jedenfalls innerhalb der Regelungsmaterien der EU-ProspektVO keine Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten bestehen können, dürfte die erforderliche einheitliche Anwendung bis zur vollständigen Umsetzung noch Zeit in Anspruch nehmen. Dies gilt insbesondere für die Auslegung (Rz 30 ff).
- 19 Mit der Wahl einer europäischen Verordnung als Regelungsinstrument für das neue europäische Prospektrecht ist gleichwohl nicht die Frage nach dem verbleibenden **Gestaltungsspielraum der nationalen Gesetzgeber der Mitgliedstaaten** beantwortet. Dahingehend muss zwischen zwei Aspekten unterschieden werden.
- 20 Zum einen gewährt die EU-ProspektVO eine ganze Reihe von **Wahlrechten zugunsten der Mitgliedstaaten**. Von diesen haben der österr Gesetzgeber durch das KMG und der deutsche Gesetzgeber durch das dWpPG Gebrauch gemacht.
- 21 Zum anderen enthält die EU-ProspektVO aber vor allem **materielles (Kapitalmarkt-)Recht**, das nach Art 288 Abs 2 AEUV unmittelbar anwendbar ist. Dabei ist im Grundsatz davon auszugehen, dass es sich um abschließende Regelungen handelt, so dass die Mitgliedstaaten keine darüber hinausgehenden Regelungen vorsehen können (*Bauerschmidt*, BKR 2019, 324). Dies kann man auch als Vollharmonisierung beschreiben (so etwa *Mülbert* in FS Bergmann 529 [537 f]), auch wenn der Begriff wegen der fehlenden Regelung als Richtlinie nicht völlig passt. Dieser fehlende Gestaltungsspielraum der Mitgliedstaaten ergibt sich schon aus dem Konzept des europäischen Passes (Art 24 Rz 1 ff), da dieses Konzept bei abweichenden Regelungen in einzelnen Mitgliedstaaten nicht funktionieren würde bzw sich kaum wirklich lösbare Abgrenzungsfragen stellen würden (zum Zusammenhang von Vollharmonisierung und europäischem Pass *Mülbert* in FS Bergmann 529 [537 f]). Schließlich sprechen auch eine Reihe von Erwägungsgründen (ErwGr 5, 27, 60 EU-ProspektVO) für eine fehlende Regelungskompetenz der Mitgliedstaaten bei den materiellen Regelungen der EU-ProspektVO.

b) Reduktion des Kosten- und Verwaltungsaufwands

- 22 Zentrales Anliegen des europäischen Gesetzgebers war es zudem, die bestehenden Regelungen zur **Erstellung, Genehmigung und Verbreitung von Prospekten** zu vereinfachen und den mit der Prospekterstellung verbundenen Kosten- und Verwaltungsaufwand zu reduzieren (ErwGr 6 EU-ProspektVO).
- 23 Ob dieses Ziel durch die EU-ProspektVO tatsächlich erreicht wurde, muss jedenfalls **in einer kurzfristigen Perspektive bezweifelt** werden (ebenso *Schulz*, WM 2018, 212 [220]). Gerade durch die Umstellung vom nationalen Umsetzungsrecht der EU-ProspektRL auf die EU-ProspektVO ist es zu erheblichen Rechtsunsicherheiten und einem Umstellungsbedarf gekommen, der sich zunächst negativ auswirken dürfte. Gleichwohl dürfte die Vereinheitlichung durch die EU-ProspektVO **mittel- und langfristig** wohl zu einem geringeren Kosten- und Verwaltungsaufwand führen. Dies gilt insbesondere dann, wenn die delegierte Rechtsakte alle tatsächlich vorliegen.

c) Anlegerschutz und Markteffizienz

- 24 Schließlich bestehen auch bei der EU-ProspektVO die Regelungsziele des Anlegerschutzes und der Markteffizienz (ErwGr Z 7). Dabei dürfte es sich letztlich aber um **Selbstverständlichkeiten** handeln, die sich bereits aus der Regelungsmaterie selbst ergeben. Daher muss an-

gezweifelt werden, dass diese Regelungsziele bei der Auslegung der EU-ProspektVO eine eigenständige Bedeutung erlangen werden.

3. Gesetzgebungsverfahren

Das Gesetzgebungsverfahren für die **EU-ProspektVO** gestaltete sich folgendermaßen:

25

Datum	Dokument
30. 11. 2015	Vorschlag für eine (neue) EU-ProspektVO; KOM(2015) 583 endg (dazu etwa Gruber, EU-Prospektrecht 9ff; Rath, ecoloex 2016, 172; Zivny, ZFR 2016, 148)
16. 3. 2016	Stellungnahme des Wirtschafts- und Sozialausschusses vom 16. 3. 2016, ABl C 2016/177, 9
17. 3. 2016	Stellungnahme der EZB vom 17. 3. 2016, ABl C 2016/19, 1
19. 7. 2016	Bericht des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments, A8-0238/2016 (sog ECON-Entwurf)
15. 9. 2016	Abänderungen des Europäischen Parlaments vom 15. 9. 2016 zu dem Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, ABl C 2016/204, 227
5. 4. 2017	Legislative Entschließung des Europäischen Parlaments vom 5. 4. 2017, ABl C 2017/298, 290
16. 5. 2017	Verabschiedung durch den Rat, 2015/0268(COD)
14. 6. 2017	Verabschiedung der EU-ProspektVO
30. 6. 2017	Veröffentlichung im ABl L 2017/168, 12
21. 7. 2019	Geltung der EU-ProspektVO (Art 49)

4. Bisherige Änderungen

Die EU-ProspektVO wurde seit dem Inkrafttreten zwei Mal geändert. Dies erfolgte zunächst durch die ÄnderungsVO 2019 zur **Förderung des KMU-Wachstumsmarktes**.

26

Zudem erfolgte eine Modifikation durch die ÄnderungsVO 2021, womit die Grundlagen für den **EU-Wiederaufbauprospekt** zur Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung von der COVID-19-Pandemie geschaffen wurden (dazu KOM[2020] 281 endg 2).

27

III. Wirtschaftliche Bedeutung und Rechtstatsachen

Die EU-ProspektVO hat enorme wirtschaftliche Bedeutung, da sie die Grundlage für die Kapitalaufnahme einer Vielzahl von Unternehmen darstellt. So wurden im Jahr 2019 in der EU insgesamt 3.113 Prospekte auf Grundlage der EU-ProspektVO gebilligt, von denen 59 von der FMA (1,9%) und 291 von der BaFin (9,3%) gebilligt wurden (ESMA, Report 2019 6). Damit setzt sich der seit der Finanzkrise 2007/2008 bestehende **Trend der stetigen Abnahme der gebilligten Prospekte** immer weiter fort. So wurden im Jahr 2007 noch insgesamt 10.390 Prospekte – davon 70 von der FMA (0,7%) und 700 von der BaFin (6,7%) – gebilligt (ESMA, Report 2019 6). Dieser Trend könnte sich für 2020/2021 umkehren, wenn sich die Zahl der IPOs wesentlich erhöht.

28

Bei der Zahl der gebilligten Prospekte ist auffällig, dass in großem Umfang vom **Europäischen Pass** (Art 24) Gebrauch gemacht wird. Zudem wurden im Jahr 2019 18% der gebilligten Prospekte von der irischen Finanzmarktaufsicht und 17% von der luxemburgischen Finanzmarktaufsicht gebilligt; insgesamt waren lediglich zehn Mitgliedstaaten für 86% der gebilligten Prospekte verantwortlich (ESMA, Report 2019 8). Beim sog **passport out** – also bei einer Betrachtung der Herkunftsmitgliedstaaten – belegten 2019 Luxemburg und Deutschland die Spitzenpositionen, die zusammen für 60% der Prospekte (Deutschland 208 und Luxemburg 270)

29

verantwortlich waren; von der FMA gebilligte Prospekte wurden in 34 Fällen (4,1%) in anderen Mitgliedstaaten notifiziert (ESMA, Report 2019 15). Beim sog **passport in** – also bei einer Betrachtung der Aufnahmemitgliedstaaten – zeigt sich ein anderes Bild. Hier belegt Österreich mit 318 Prospekten (12,5%) die klare Spitzenposition, während Deutschland nur auf 249 Prospekte (9,8%) kommt (ESMA, Report 2019 17).

IV. Auslegung der EU-ProspektVO

- 30 Die Auslegung der EU-ProspektVO steht vor **zwei grundlegenden Problemen**, die in der praktischen Anwendung nicht zu unterschätzen sind und die bisher im Schrifttum gleichwohl verhältnismäßig wenig adressiert werden. Zum einen geht es um den Grundsatz der autonomen Auslegung (Rz 31 f) und zum anderen um das Erfordernis der Bestimmung der Ersatzrechtsordnung (Rz 33 ff).

A. Grundsatz der autonomen Auslegung

- 31 Als europäische Verordnung (Rz 1) ist die EU-ProspektVO **autonom** und somit ohne Rückgriff auf das nationale Recht auszulegen (ebenso *Groß*, Kapitalmarktrecht⁷ Vorbemerkungen Rz 7).
- 32 Ob im Rahmen der Auslegung der EU-ProspektVO auf die **für die ProspektRL gewonnenen Erkenntnisse** zurückgegriffen werden kann, ist skeptisch zu betrachten (großzügiger aber *Groß*, Kapitalmarktrecht⁷ Vorbemerkungen Rz 5). In diesem Kontext ist zunächst festzuhalten, dass die Rechtsprechung des EuGH zur ProspektRL jedenfalls dann herangezogen werden kann, wenn sich die jeweiligen Regelungen von EU-ProspektVO und ProspektRL entsprechen und keine inhaltliche Veränderungen erfahren haben. Eine inhaltliche Identität kann dabei nicht allein anhand der in Anh VI ProspektRL enthaltenen Entsprechungstabelle abgeleitet werden (ebenso *Groß*, Kapitalmarktrecht⁷ Vorbemerkungen Rz 6). Die Rechtsprechung zum nationalen Umsetzungsrecht der ProspektRL kann hingegen für die Auslegung der EU-ProspektVO keine Bedeutung haben, da dies dem Grundsatz der autonomen Auslegung widerspricht (aA aber offenbar *Groß*, Kapitalmarktrecht⁷ Vorbemerkungen Rz 5).

B. Lückenschließung und das Erfordernis der Bestimmung der Ersatzrechtsordnung

- 33 Mit dem Wechsel des Rechtssetzungsinstruments von der Richtlinie zur Verordnung hat der europäische Gesetzgeber das Problem der Bestimmung der Ersatzrechtsordnung geschaffen, dem die EU-ProspektVO insgesamt keine Rechnung trägt. Dabei geht es um das – auch in anderen Rechtsgebieten bei der Nutzung des Regelungsinstruments der europäischen Verordnung auftretende – Problem, dass die EU-ProspektVO in vielen Zusammenhängen direkte Ansprüche und Rechte definiert, ohne diese aber abschließend zu regeln. So fehlt es regelmäßig an der **Regelung der konkreten Rechtsfolgen oder aber allgemein des gesamten Leistungsstörsrechts**. Dies ist etwa beim Widerrufsrecht nach Art 17 Abs 1 lit a (Art 17 Rz 13) und nach Art 23 Abs 2 (Art 23 Rz 70) oder beim Anspruch der Anleger auf Aushändigung des Prospekts nach Art 21 Abs 11 (Art 21 Rz 42) der Fall. Zur Lösung dieses Problems stehen im Prinzip **zwei Lösungsansätze** zur Verfügung.
- 34 Zunächst kann auf das **nationale Umsetzungsrecht von entsprechenden Richtlinien** abgestellt werden, was allerdings voraussetzt, dass es überhaupt Richtlinien mit einem entsprechenden Regelungsinhalt gibt. Dies ist etwa beim Widerrufsrecht nach Art 17 Abs 1 lit a (Art 17 Rz 15) und nach Art 23 Abs 2 (Art 23 Rz 70) nicht aber beim Anspruch der Anleger auf Aushändigung des Prospekts nach Art 21 Abs 11 (Art 21 Rz 40 ff) der Fall. Soweit diese Möglichkeit besteht, ist dieser aufgrund der damit verbundenen (weitgehenden) einheitlichen Anwendung im Binnenmarkt der Vorzug zu geben.

Darüber hinaus kann die Lücke durch nationales Recht geschlossen werden, das dann anhand der Rom-I-VO bestimmt werden müsste. Aus dieser **Ersatzrechtsordnung** ergeben sich dann die nicht in der EU-ProspektVO geregelten Aspekte. Diesem Ansatz ist zu folgen, wenn es zur Lösung keine Richtlinien mit einem entsprechenden Regelungsinhalt gibt. **35**

V. Rechtsquellen des (geltenden) europäischen Prospektrechts

Neben der EU-ProspektVO bestehen zahlreiche weitere Rechtsquellen auf europäischer Ebene. Dabei handelt es sich um **delegierte Rechtsakte** (Rz 37), **Leitlinien** (Rz 39) und technische **Regulierungsstandards** (Rz 40). Für eine Übersicht zum alten europäischen Prospektrecht vgl etwa *Lutter/Bayer/Schmidt*, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht⁶ § 34 IV. **36**

Im Rahmen ihrer durch die EU-ProspektVO eingeräumten Kompetenzen hat die Kommission bisher die **vier folgenden delegierten Rechtsverordnungen** erlassen: **37**

- DelVO (EU) 2019/979 der Kommission vom 14. 3. 2019 zur Ergänzung der VO (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für wesentliche Finanzinformationen in der Zusammenfassung des Prospekts, die Veröffentlichung und Klassifizierung von Prospekten, die Werbung für Wertpapiere, Nachträge zum Prospekt und das Notifizierungsportal und zur Aufhebung der Delegierten VO (EU) 382/2014 der Kommission und der Delegierten VO (EU) 2016/301 der Kommission, ABL L 2019/166, 1.
- DelVO (EU) 2019/980 der Kommission vom 14. 3. 2019 zur Ergänzung der VO (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates hinsichtlich der Aufmachung, des Inhalts, der Prüfung und der Billigung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist, und zur Aufhebung der VO (EG) 809/2004 der Kommission, ABL L 2019/166, 26.
- DelVO (EU) 2020/1272 der Kommission vom 4. 6. 2020 zur Änderung und Berichtigung der Delegierten VO (EU) 2019/979 zur Ergänzung der VO (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates durch technische Regulierungsstandards für wesentliche Finanzinformationen in der Zusammenfassung des Prospekts, die Veröffentlichung und Klassifizierung von Prospekten, die Werbung für Wertpapiere, Nachträge zum Prospekt und das Notifizierungsportal, ABL L 2020/300, 1.
- DelVO (EU) 2021/528 der Kommission vom 16. 12. 2020 zur Ergänzung der VO (EU) 2017/1129 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die Mindestinformationen des Dokuments, das der Öffentlichkeit bei einer Ausnahme von der Prospektspflicht im Zusammenhang mit einer Übernahme im Wege eines Tauschangebots, einer Verschmelzung oder einer Spaltung zur Verfügung zu stellen ist, ABL L 2021/106, 32.

Dabei handelt es sich allerdings **nicht um den abschließenden Bestand an delegierten Rechtsakten**, da die Kommission in verschiedenen Zusammenhängen von ihren Kompetenzen noch keinen Gebrauch gemacht hat. **38**

Neben diesen delegierten Rechtsakten hat die ESMA zudem im Rahmen der EU-ProspektVO **zwei Leitlinien** im Rahmen von Art 16 Abs 4 verabschiedet. Dabei handelt es sich um: **39**

- ESMA, Leitlinien Risikofaktoren 2019, ESMA31–62-1293;
- ESMA, Leitlinien Offenlegungspflichten 2021, ESMA32–382-1138.

Weiterhin sind zudem die **technischen Regulierungsstandards** zu beachten, die von der ESMA erlassen wurden. Dabei handelt es sich um den Final Report Draft regulatory technical standards under the Prospectus Regulation (ESMA, Draft regulatory technical standards 2018), der Basis für die DelVO (EU) 2019/979 ist. **40**

- 41 Schließlich sind auch die von der ESMA veröffentlichten Q&A (Rz 13) zu beachten, die vor allem für die Praxis erhebliche Bedeutung haben.

VI. Emissionspraxis

- 42 Die Zahl der in Europa gebilligten und veröffentlichten Wertpapierprospekte ist seit der Finanzkrise stark rückläufig. Konkret sank die Zahl der Prospekte (ohne UK) von 8.875 (EU-27), 700 (Deutschland) und 70 (Österreich) jeweils im Jahr 2007 auf 2.612 (EU-27), 301 (Deutschland) und 57 (Österreich) im Jahr 2020 (ESMA, Report 2020). 2020 wurden 19% der Prospekte in Luxemburg, 17% in Irland, 13% in Schweden, 12% in Deutschland und 2% in Österreich gebilligt.