

ECO/073

**"Beim öffentlichen Angebot von
Wertpapieren zu
veröffentlichender Prospekt"**

Brüssel, den 17. Januar 2002

STELLUNGNAHME

des Wirtschafts- und Sozialausschusses

zu dem

**"Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates
über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren
oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist"**

KOM (2000) 280 endg. –2001/0117 (COD)

Der Rat beschloss am 2. Juli 2001 gemäß Artikel 262 des EG–Vertrags, den Wirtschafts– und Sozialausschuss um Stellungnahme zu folgender Vorlage zu ersuchen:

" Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist"
(KOM(2001) 280 endg.)

Die mit der Vorbereitung der Arbeiten beauftragte Fachgruppe Wirtschafts– und Währungsunion, wirtschaftlicher und sozialer Zusammenhalt nahm ihre Stellungnahme am 5. Dezember 2001 an. Berichterstatter war **Herr Levitt**.

Der Ausschuss verabschiedete auf seiner 387. Plenartagung am 16./17. Januar 2002 (Sitzung vom 17. Januar) mit 92 gegen 1 Stimme bei 3 Stimmenthaltungen folgende Stellungnahme:

1. Einleitung

1.1 Die Kommission hat einen Richtlinienvorschlag vorgelegt, mit dem ein neuer "einheitlicher Pass für Emittenten" eingeführt werden soll. Prospekte für öffentliche Zeichnungsangebote bzw. die Zulassung zum Handel an geregelten Märkten, die von der Behörde im Herkunftsland des Emittenten genehmigt wurden, müssten damit EU–weit akzeptiert werden. Mit dem Prospekt erfolgt die Offenlegung der Emittenten für die Anleger, wenn erstere Kapital aufnehmen wollen und/oder ihre Wertpapiere zum Handel zugelassen werden sollen. Mit der vorgeschlagenen Richtlinie wird angestrebt, das Prospektsystem stark zu vereinfachen, um die europaweite Kapitalaufnahme einfacher und billiger zu machen. Die Initiative ist ein wichtiger Teil des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen und des Vorstoßes zur Schaffung eines integrierten Wertpapierdienstleistungsmarkts bis 2003. Die Kommission hat betont, dass es sich um einen der beiden ersten Richtlinienvorschläge nach dem neuen "Lamfalussy"–Konzept handelt, das vom Europäischen Rat in Stockholm gebilligt wurde, und das zwischen grundsätzlichen Rahmenregelungen und technischen Umsetzungsmaßnahmen unterscheidet. Sie beabsichtigt, nach Anhörung der Vertreter der Mitgliedstaaten im (neuen) Wertpapierausschuss die technischen Maßnahmen zur Ergänzung der in der Richtlinie niedergelegten Grundsätze zu verabschieden.

1.2 Mit der vorgeschlagenen Richtlinie soll gewährleistet werden, dass angemessene, äquivalente Offenlegungsstandards in allen Mitgliedstaaten gelten, wenn Wertpapiere europäischen Anlegern öffentlich angeboten werden bzw. wenn sie gehandelt werden dürfen. Der Anwendungsbereich des Richtlinienvorschlags umfasst alle auf den Märkten üblicherweise gehandelten Wertpapierarten; zudem wird eine Standarddefinition des "öffentlichen Angebots" eingeführt.

1.3 Den Darlegungen der Kommission in ihrer Pressemitteilung und der Begründung zufolge enthält der Richtlinienvorschlag nachstehende Kernelemente:

- Festlegung von Voraussetzungen für öffentliche Zeichnungsangebote und für die Zulassung zum Handel;

- Harmonisierung wesentlicher Begriffsbestimmungen, um Gesetzeslücken und unterschiedliche Ansätze der Mitgliedstaaten zu vermeiden und somit EU–weit gleiche Wettbewerbsbedingungen zu schaffen;
- Einführung verbesserter Offenlegungsstandards, die internationalen Normen (IOSCO) für öffentliche Zeichnungsangebote für Wertpapiere und deren Zulassung zum Handel entsprechen (somit Erleichterung des Angebots von Wertpapieren durch EU–Emittenten auch außerhalb der EU, namentlich in den USA);
- Einführung eines Registrierungsformularsystems für Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf geregelten Märkten zugelassen sind, um so eine jährliche Aktualisierung der wichtigsten Angaben über den Emittenten zu gewährleisten;
- Bündelung der Zuständigkeiten bei der zuständigen Behörde des Herkunftslandes;
- einheitlicher Emittentenpass – mit anderen Worten: Eröffnung der Möglichkeit, Wertpapiere nach einfacher Notifizierung des von der zuständigen Behörde des Herkunftslandes genehmigten Prospekts zum Handel anzubieten oder zuzulassen;

1.4 Die Kommission erklärt, der Richtlinienvorschlag folge dem Konzept, das der Ausschuss der Weisen unter dem Vorsitz von **Alexandre Lamfalussy** vorgeschlagen hatte, und das in einer Entschließung des Europäischen Rates im März 2001 in Stockholm bestätigt worden ist. Dieses Konzept schließt eine Konsultation der Marktteilnehmer vor der Annahme von Rechtsvorschriften bzw. Regelungen ein und unterscheidet zwischen Grundprinzipien und Durchführungsmaßnahmen. Bezugnehmend auf die Prospekttrichtlinie führt die Kommission aus, in der Richtlinie seien alle wichtigen Regeln, grundlegenden Konzepte und Grundsätze festgelegt, sie beabsichtige aber, technische Leitlinien und Durchführungsmaßnahmen für spezifische Bereiche nach Anhörung der Vertreter der Mitgliedstaaten im Wertpapierausschuss anzunehmen. Zu diesen technischen bzw. Durchführungsmaßnahmen gehören:

- Anpassungen und Aktualisierung der Begriffsbestimmungen und Ausnahmen;
- Festlegung besonderer Offenlegungsstandards im Einklang mit den vom IOSCO angenommenen internationalen Offenlegungsstandards für grenzübergreifende Angebote und Erstnotierungen;
- detaillierte technische Regeln und Leitlinien zu Fragen wie der Veröffentlichung der Prospekte, Werbung, Genehmigung von Prospekten, Anerkennung von durch Emittenten in Drittstaaten ausgegebenen Prospekten.

1.5 Den derzeit geltenden Vorschriften der EU zufolge kann die zuständige Behörde des Aufnahmelandes bei Anerkennung des Prospekts zusätzliche Informationen für den inländischen Markt verlangen, wobei die Vorschriften und Praktiken von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat sehr unterschiedlich sind. Das hat zu einer Abschottung der Kapitalmärkte geführt, und der Prospekt kann nur selten zur Kapitalaufnahme im Ausland genutzt werden. Zwar ist in der geltenden Börsenprospekt–Richtlinie (80/390/EWG) eine gegenseitige Anerkennung vorgesehen, diese wird aber nur für Prospekte gewährt, die die Offenlegungsanforderungen in dieser Richtlinie erfüllen, und es gibt kein Anerkennungssystem auf EU–Ebene für jene Wertpapiere, die nicht in den Anwendungsbereich dieser Richtlinie fallen.

2. Allgemeine Bemerkungen

2.1 Es ist zutiefst enttäuschend, dass die Kommission die Marktteilnehmer vor der Annahme des Richtlinienvorschlags nicht umfassend konsultiert hat. Zu Recht wird in dem Vorschlag die Notwendigkeit verbesserter, gemeinsamer Offenlegungsnormen für dem Publikum angebotene Wertpapiere herausgestellt. Die professionellen Anleger, Emittenten und Finanzmittler wissen alle um die Notwendigkeit eines Schutzes der Kleinanleger einschließlich einer ordnungsgemäßen Offenlegung – sie betonen jedoch auch, dass auf den Großkundenmärkten ein schlankeres Verfahren wünschenswert ist. In dieser Stellungnahme wird erläutert, dass die Kommission in einer Reihe von Punkten nicht in ausreichendem Maße die bereits zur Zufriedenheit funktionierenden Verfahren bei der Rechtsetzung und auf den Märkten anerkennt. (Zudem weicht sie sachlich von dem Offenlegungspapier des Forum of European Securities Commissions – FESCO ab, zu dem die Marktteilnehmer konsultiert wurden). Der Ausschuss betont zudem, dass der Verweis auf Informationen über die Arbeitnehmer in Anhang I der Richtlinie auch Informationen über die Verfahren zur Anhörung der Arbeitnehmer enthalten muss.

2.2 In dem Richtlinienvorschlag wird ein umfangreicher Bereich geregelt, in dem ganz deutlich die Notwendigkeit besteht, Folgendes zu erreichen:

- größere Übereinstimmung bei den Ausnahmen von der Prospektpflicht und den damit verbundenen Anforderungen, insbesondere zur Erleichterung von institutionellen und privaten Investitionen in Wertpapiere (was bei grenzübergreifenden Großkundengeschäften besondere Vorteile bietet);
- stärkere gegenseitige Anerkennung von Prospekten, hauptsächlich damit weniger Übersetzungen der gesamten Angebotsunterlagen erforderlich werden, sofern die Wertpapiere in mehreren Ländern angeboten werden (was bei grenzübergreifenden Angeboten an Kleinanleger besondere Vorteile bietet)

Fortschritte bei diesen Fragen würden einen echten Beitrag zur Entwicklung des europäischen Binnenmarktes leisten. Es bestehen jedoch eine Reihe von Zweifeln an der Zweckmäßigkeit des in dem Richtlinienentwurf gewählten Herangehens an diese Fragen.

2.3 Die in der Begründung und der Pressemitteilung genannten, lobenswerten Ziele der Richtlinie, die sehr zu begrüßen sind und in den vorstehenden Absätzen dieser Stellungnahme umrissen wurden, stimmen nicht immer mit dem verfügbaren Teil des Richtlinienentwurfs überein. In den nachstehenden Absätzen werden dazu folgende wichtige Themen erörtert:

- angemessene Offenlegungsanforderungen für Platzierungen bei institutionellen Anlegern und Privatpersonen sowie für Kleinanleger;
- Recht des Emittenten, den Emissionsplatz zu wählen ("Herkunftsland"-Prinzip);
- Folgen für die internationalen Schultitelmärkte in der EU, insbesondere die Auswirkungen auf den Eurobondmarkt und den Markt der von mehreren Emittenten begebenen mittelfristigen Euro-Emissionen (Medium Term Note – MTN);
- jährliche Aktualisierung der Unterlagen auch durch Unternehmen, die keine Neuemissionen vornehmen;

- Verbindungen zwischen der vorgeschlagenen und den geltenden Richtlinien;
- Auswirkungen auf ausländische Emittenten und auf den Wettbewerb zwischen geregelten Märkten;
- sonstige Themen einschließlich der Befugnis der zuständigen Behörden, ihre Auflagen außerhalb des Hoheitsgebietes ihres Mitgliedstaats durchzusetzen, der rechtlichen Haftung für die Werbung sowie der Wechselwirkung mit der Richtlinie über den elektronischen Geschäftsverkehr.

3. **Institutionelle und private Anlagen**

3.1 Wichtigstes Hindernis für die Entwicklung des europäischen Kapitalmarktes für Großkunden sind derzeit die verschiedenen Beurteilungen in den Mitgliedstaaten hinsichtlich der Frage, wann Zeichnungsangebote von der Prospektpflicht freizustellen sind. So sehen sich insbesondere Unternehmen, die grenzübergreifend Wertpapiere bei institutionellen Anlegern oder als private Anlagen platzieren wollen, damit konfrontiert, dass die einzelnen Mitgliedstaaten ihre Offenlegungsanforderungen auf ganz unterschiedliche Art anwenden. So kann in einem Mitgliedstaat ein Angebot an bestimmte Kategorien professioneller Anleger von der Prospektpflicht befreit sein, während in anderen Mitgliedstaaten ein Mindestbetrag gefordert wird oder sonstige Voraussetzungen erfüllt sein müssen, damit eine Freistellung gewährt werden kann.

3.2 Einer der größten potenziellen Vorteile des Richtlinienvorschlags ist die Harmonisierung dieser Ausnahmeregelungen, die so zu gestalten ist, dass institutionelle und private Anlagen tatsächlich erleichtert werden, vor allem bei der grenzübergreifenden Kapitalaufnahme. Mit der vorgeschlagenen Richtlinie wird dieses Ziel jedoch nicht erreicht.

3.2.1 Der Richtlinienentwurf enthält insbesondere eine sehr restriktive Begriffsbestimmung der Kategorien "qualifizierter Anleger", denen Wertpapiere angeboten werden dürfen, ohne dass eine Forderung nach Registrierung eines Prospekts besteht. Vor allem schließt der Richtlinienentwurf (in Artikel 2.1.c) sogar die größten und am weitesten entwickelten Unternehmen sowie viele weitere Kategorien institutioneller Anleger (wie Kapitalanlagegesellschaften und sonstige geschlossene Investmentfonds) von der Begriffsbestimmung des "qualifizierten Anlegers" aus. (Natürlich müssen die unterschiedlichen Merkmale der Investmentfonds berücksichtigt werden, wenn festgelegt wird, ob sie qualifiziert sind). Die Frage der Unterscheidung zwischen professionellen und unerfahrenen Kleinanlegern wird derzeit in der laufenden Anhörung der Kommission zur Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie (ISD) erörtert. Möglich ist, dass große Gesellschaften und erfahrene Einzelpersonen (natürliche Personen) als "professionell" eingestuft werden. In der vorgeschlagenen Richtlinie sollte ein Verweis auf die Überarbeitung der ISD in dieser Hinsicht ergehen. Wie bereits in Ziffer 2.1 erwähnt ist zwar der Schutz der Kleinanleger von Bedeutung, die vorgeschlagene Richtlinie würde jedoch unverhältnismäßig streng die Märkte mit im Wesentlichen professionellen Anlegern – vor allem die internationalen Schultitelmärkte – regulieren, auf denen rund 95% der Anleger professionelle Anleger sind.

3.2.2 Praktisch verbietet die vorgeschlagene Richtlinie den Mitgliedstaaten nicht, für Wertpapierangebote an qualifizierte Anleger oder andere Angebote, die nicht als Angebote an das Publikum behandelt werden, eine vorherige Anmeldung oder Hinterlegung zu verlangen oder sonstige Auflagen zu machen. Den Mitgliedstaaten sollte jedoch die Möglichkeit genommen werden, durch

Auflagen dieser Art Hemmnisse für Platzierungen bei institutionellen Anlegern oder Privatpersonen zu schaffen.

3.2.3 Der Richtlinienentwurf behandelt nicht den häufig auftretenden Fall, dass ein Zeichnungsangebot in einem Mitgliedstaat (oder einem Drittstaat) gemacht wird, während Platzierungen bei institutionellen Anlegern oder Privatpersonen in einem anderen Mitgliedstaat erfolgen. Die Firmen, die das Angebot durchführen, sollten nicht gezwungen werden, für die Platzierung von Wertpapieren bei institutionellen Anlegern oder Privatpersonen in einem Mitgliedstaat das Verfahren der gegenseitigen Anerkennung (u.U. einschließlich einer Übersetzung zumindest eines Teils des Prospekts) allein deshalb zu durchlaufen, weil woanders ein öffentliches Angebot gemacht wird. Artikel 3.2 sieht zwar Ausnahmen von der Offenlegungsanforderungen für einen bestimmten Anlegerkreis oder Emissionen ab einem Mindestbetrag vor, die Offenlegungsanforderungen kommen aber **stets** in Anwendung, wenn die Wertpapiere zum Handel zugelassen werden (d.h. börsennotiert sind). Da viele professionelle Anleger (auf Grund nationaler Regelungen oder ihrer eigenen Satzung) **ausschließlich** in börsennotierte Wertpapiere investieren dürfen, sind die geltenden Ausnahmen nicht ausreichend, um die Anwendung der Offenlegungsanforderungen auf die Schultitelmärkte zu verhindern. Daher sollte eine weitere Ausnahme für auf Euro lautende Schuldtitel mit einem Wert von 40.000 und darüber gelten. (Dieser Schwellenwert gilt in anderen Rechtsvorschriften, u.a. in der Richtlinie über öffentliche Angebote; die Offenlegung gegenüber Kleinanlegern würde dabei **nicht** beeinträchtigt).

3.2.4 In dem Richtlinienentwurf (Artikel 3.3) wird der Anwendungsbereich der Ausnahmen in Bezug auf eine Reihe weiterer Fragen in unangemessener Weise eingeschränkt, u.a. in Bezug auf das Anbieten der Ausübung von Rechten und das Anbieten von Aktienoptionen an Angestellte.

3.3 In dieser Hinsicht erscheint die Richtlinie deutlich restriktiver als die ursprünglichen Vorschläge des FESCO in seinem Dokument "Ein einheitlicher Pass für Emittenten". Dies gibt besonderen Anlass zur Sorge, denn offenbar hindert die vorgeschlagene Richtlinie die Mitgliedstaaten an einer liberaleren Auslegung der Frage, wann die Prospektpflicht gelten muss: praktisch verpflichtet der Vorschlag die Mitgliedstaaten, bestehende Ausnahmen für Privatanlagen und weitere ähnliche Ausnahmen einzuschränken oder zu streichen, selbst wenn diese in Übereinstimmung mit den geltenden Richtlinien bereits jetzt bestehen.

4. **Herkunftsland-Prinzip**

4.1 In dem Richtlinienentwurf (Artikel 2.1.g) wird der Staat, in dem sich der Emittent gegründet hat, als sein "Herkunftsland" bezeichnet. Emittenten müssen den zuständigen Behörden in ihrem Herkunftsland stets einen Prospekt (bzw. eine Wertpapierbeschreibung und eine Zusammenfassung) zur vorherigen Prüfung und Genehmigung (Artikel 4) unabhängig davon vorlegen, ob der Emittent ein Angebot an das Publikum richten will oder die amtliche Notierung seiner Wertpapiere bzw. die Zulassung zum Handel anstrebt. Nach den geltenden Richtlinien hat ein Emittent, der in einem anderen Mitgliedstaat ein Angebot an das Publikum richten will (oder die amtliche Notierung seiner Wertpapiere anstrebt) die Wahl, seinen Prospekt in diesem Mitgliedstaat vorab genehmigen zu lassen, und er kann diesen Prospekt dann für ein öffentliches Angebot in einem

dritten Mitgliedstaat nach dem geltenden Verfahren der gegenseitigen Anerkennung einsetzen. Einzige Ausnahme ist der Fall, dass der Emittent auch in seinem Herkunftsland ein Angebot an das Publikum richtet (oder die amtliche Notierung anstrebt).

4.2 Offenbar besteht kein dringlicher Grund, einen Emittenten daran zu hindern, seinen Prospekt in einem anderen Mitgliedstaat vorab prüfen und genehmigen zu lassen, in dem er ein Angebot an das Publikum richten will, oder in dem er die amtliche Notierung seiner Wertpapiere oder deren Zulassung zum Handel anstrebt (anstatt die inländischen Behörden in Anspruch zu nehmen). Richtig ist, dass es in bestimmten Fällen einer Behörde eines Herkunftslandes leichter fallen könnte, Angaben über den Emittenten nachzuprüfen. Allerdings haben die für die Börsenzulassung zuständigen Behörden über Jahre hinweg Prospekte von Emittenten aus anderen Mitgliedstaaten oder Drittstaaten ohne besondere Schwierigkeiten geprüft und gebilligt (und sogar die ausländischen Emittenten ermutigt, eine grenzübergreifende Notierung zu beantragen). Befürchtungen einer "Regelungswillkür" oder "einer Nivellierung nach unten" sind übertrieben. Die erfolgreichsten Wertpapiermärkte in der Welt wenden die strengsten Offenlegungsstandards an und sind gekennzeichnet durch eine Kultur der Transparenz und Einhaltung der Vorschriften, womit sie das Vertrauen von Anlegern und Emittenten gleichermaßen gewinnen.

4.3 Außerdem würde eine Reihe von Problemen entstehen, wollte man auf die genannte Weise die Emittenten der Freiheit berauben, einen anderen Mitgliedstaat zu wählen.

4.3.1 Betrachten wir das Beispiel eines französischen Emittenten, der Kapital in Deutschland durch ein Angebot an das deutsche Publikum aufnehmen und eine Zulassung seiner Anteile zur Notierung in Deutschland erreichen möchte. Der Emittent will kein öffentliches Angebot in Frankreich machen. Dem Richtlinienentwurf zufolge müsste der Emittent jedoch seinen Prospekt von den französischen Behörden vorab prüfen und genehmigen lassen.

4.3.2 Gemäß dem Richtlinienentwurf könnten die französischen Behörden verlangen, dass der Prospekt in Französisch (mit einer in Frankreich üblichen Aufmachung) erstellt wird (Artikel 7), während die deutschen Behörden vom Emittenten lediglich verlangen könnten, dass er eine Übersetzung der Zusammenfassung des Prospekts in die deutsche Sprache für das Angebot in Deutschland vorlegt (Artikel 16). Aus praktischen Gründen des Marketings würde der Emittent jedoch (insbesondere wenn deutsche Kleinanleger Zielgruppe des Angebots wären) eine deutsche Fassung des gesamten Prospekts (mit einer in Deutschland üblichen Aufmachung) erstellen müssen. Den geltenden Richtlinien zufolge könnte sich der Emittent seinen Prospekt in Deutschland vorab prüfen und genehmigen lassen und müsste somit lediglich eine Sprachfassung des Prospekts erstellen.

4.3.3 Da der Emittent die Zulassung zur amtlichen Notierung in Deutschland beantragt, müsste er dann immer noch einen Antrag an die deutschen Behörden richten, um den Kriterien für die Zulassung zur amtlichen Notierung zu genügen (Artikel 15). Zusätzlich müsste er sich mit den zuständigen Behörden in Bezug auf die für Emittenten von Wertpapieren fortdauernden Verpflichtungen ins Benehmen setzen (etwa wegen der Ad-hoc-Offenlegungsanforderungen). Ferner müsste er – da er seine Wertpapiere in Deutschland anbietet – eine Reihe gesetzlicher Auflagen in Deutschland hinsichtlich der Art und Weise erfüllen, wie seine Wertpapiere dem Publikum angeboten

werden (u.a. Artikel 15 Absatz 3). Nach den geltenden Richtlinien muss der Emittent (in diesem Fall) sich lediglich an die gesetzlichen Auflagen in Deutschland in Bezug auf die Durchführung seines Angebots halten (und er hätte durchgängig nur mit einer einzigen Regulierungsbehörde, hier der deutschen Regulierungsbehörde, hinsichtlich der ständigen Verpflichtungen auf Grund der amtlichen Notierung zu tun). Gemäß dem Richtlinienentwurf müsste der Emittent sich mit den Behörden in Deutschland und Frankreich ins Benehmen setzen, sowohl zu Beginn für das Angebot wie auch fortlaufend danach.

4.3.3.1 Die Notwendigkeit einer Übersetzung (siehe Absätze 3.2.3, 4.3.2 und 4.3.3) auf Grund der erforderlichen Genehmigung durch die Behörde im Herkunftsland statt wie bisher im Land, in dem die Emission durchgeführt bzw. das Wertpapier notiert werden soll, sowie die Notwendigkeit der Erfüllung der gesetzlichen Auflagen in beiden Ländern (siehe Absatz 4.3.3) sind kostentreibend. Der Emittent könnte dann sehr wohl entscheiden, dass die Kosten für ein grenzübergreifendes Angebot und die Beantragung einer grenzübergreifenden Notierung wegen dieser zusätzlichen Anforderungen zu hoch sind. Es wäre für den Emittenten einfacher, eine Notierung in seinem Herkunftsland anzustreben und das Angebot auf Anleger in seinem Herkunftsland zu beschränken. Die vorgeschlagene Richtlinie könnte damit praktisch von grenzübergreifenden Angeboten und Notierungen abhalten und den Wettbewerb zwischen den Börsen bei der Gewinnung von Emittenten für ihre Märkte einschränken.

4.3.3.2 Ebenso werden die Vorschläge Folgen für die in einem bestimmten Land notierten Emittenten haben, die für ihre internationalen Schultitel gegenwärtig eine Notierung in London, Luxemburg oder einem anderen ausländischen Finanzplatz wählen. Beispielsweise kann ein spanisches Unternehmen, dessen Anteile in Spanien notiert sind und an einer spanischen Wertpapierbörse gehandelt werden, derzeit eine Notierung im Vereinigten Königreich für seine Euroschuldverschreibungen anstreben. Im Zusammenhang mit einem solchen Antrag auf Zulassung zur amtlichen Notierung wird es ein Offenlegungspapier (Prospekt) in englischer Sprache zur Prüfung durch die Behörden des VK vorbereiten, und die Eurobonds werden bei den Anlegern als private Anlage bzw. unter Inanspruchnahme einer anderen Ausnahmeregelung platziert. Der Handel mit den Euroschuldverschreibungen wird wie üblich außerbörslich nach den Regeln der International Securities Market Association und nicht an der Londoner Wertpapierbörse stattfinden. Es besteht auch kein Anlass, die spanischen Behörden mit der Operation zu befassen.

4.3.3.3 Nach dem Richtlinienentwurf müsste der Emittent eine Wertpapierbeschreibung und eine Zusammenfassung für dieses Angebot erstellen, und beide müssten durch die spanischen Behörden vorab geprüft und genehmigt werden. Verlangen die spanischen Behörden jedoch diese Dokumente (und das zugrunde liegende Registrierungsformular) in spanischer Sprache in einer in Spanien üblichen Aufmachung, so müsste der Emittent in der Praxis immer noch ein Dokument in englischer Sprache in einer für internationale Anleger gewohnten Aufmachung erstellen (selbst wenn die Behörden des VK keine Übersetzung der Zusammenfassung ins Englische verlangen). Zusätzlich müsste der Emittent sich auch noch mit den Behörden des VK wegen seines Notierungsantrags ins Benehmen setzen, und er müsste die im VK geltenden Vorschriften in Bezug auf die laufenden Verpflichtungen für notierte Emittenten erfüllen. Somit wird die Durchführung der Richtlinie in ihrer derzeitigen Form voraussichtlich zumindest zu höheren Kosten für Emittenten führen, die eine

Notierung ihrer Wertpapiere im Ausland anstreben, und sie wird für die Emittenten Anreize bieten, eine inländische Notierung ihrer Wertpapiere zu beantragen (vorausgesetzt, dass dies für die internationalen Anleger annehmbar ist).

4.3.3.4 Zudem wird der Richtlinienentwurf einen Verlust der Effizienz bewirken, die Emittenten zur Zeit dadurch erreichen, dass sie die Überprüfung der Unterlagen für die Notierung und die Angebote für eine große Zahl der internationalen Emissionen von Schuldtiteln in Luxemburg und dem VK wirksam bündeln. Durch die Forderung, diese Operationen immer im Herkunftsland des Emittenten abzuwickeln, zerschlägt der Richtlinienentwurf das derzeit recht effiziente Verfahren der Überprüfung der Unterlagen auf dem Eurobondmarkt. Es bestehen Zweifel daran, dass das Ausschussverfahren zu einem so hohen Grad der Übereinstimmung führen kann, wenn jeweils Einzelfälle behandelt werden. Aus den dargelegten Gründen sollte Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe g (siehe Ziffer 4.1) dahingehend **geändert** werden, dass als "Herkunftsland" der Staat gilt, den der Emittent für die Notierung oder das Angebot der Wertpapiere gewählt hat.

4.3.3.5 Weniger strikte Offenlegungsanforderungen für auf dem professionellen Markt gehandelte Eurobonds sind ganz eindeutig wünschenswert.

4.3.4 Medium-Term-Note-Programme (MTN) sind Instrumente, die es einem Emittenten oder einer Gruppe von Emittenten ermöglichen, eine Art Rahmenregistrierung („shelf registration“) vornehmen zu lassen und in diesem Rahmen von Zeit zu Zeit Schuldtitel zu begeben, die an einer oder mehreren Wertpapierbörsen notiert werden sollen. So kann beispielsweise eine Unternehmensgruppe beabsichtigen, Emissionen von Schuldtiteln durch die Muttergesellschaft und mehrere Tochtergesellschaften kurzfristig durchzuführen, wobei einige der Tochtergesellschaften ihren Sitz in einem anderen Mitgliedstaat als dem Herkunftsland der Mutter (oder in Drittstaaten) haben können. In der Regel würden diese Wertpapiere an institutionelle Anleger als Privatanlagen oder mit ähnlichen Ausnahmeregelungen verkauft.

4.3.4.1 Gegenwärtig können die Emittenten einen Antrag auf Zulassung der Notierung des Programms bei einer einzigen Börse stellen, und die zuständigen Behörden des Staates, in dem diese Börse ansässig ist, prüfen und genehmigen nur ein einziges Offenlegungsdokument (einen Prospekt), das dann für alle Wertpapieremissionen im Rahmen dieses Programms durch alle beteiligten Emittenten gilt. Die Emittenten müssen keine Genehmigung des Dokuments bei den Behörden ihres Herkunftslandes einholen.

4.3.4.2 Dem Richtlinienentwurf zufolge müsste jedoch ein deutsches Unternehmen, das ein MTN-Programm für die Emission seiner Schuldtitel und der Schuldtitel seiner Niederlassungen in Frankreich, den Niederlanden und den USA an der Luxemburger Börse notieren lassen wollte, den Prospekt dafür von den zuständigen Behörden in Deutschland, Frankreich, den Niederlanden und (wegen des Emittenten in den USA) in Luxemburg genehmigen lassen. Somit müssten vier verschiedene Behörden den Prospekt vorab prüfen und genehmigen (und sie könnten im Einklang mit der Richtlinie ihre Landessprache verlangen sowie weitere Forderungen hinsichtlich Form und Inhalt stellen), obwohl der Prospekt für die Ausgabe von Schuldtiteln im Rahmen eines einzigen Programms

gilt. Gegenwärtig wäre es in dem dargelegten Fall ausreichend, wenn die Unterlagen für das Programm durch die Luxemburger Behörden genehmigt würden.

4.3.4.3 Das Erfordernis einer vorherigen Prüfung und Genehmigung einer kompletten Wertpapierbeschreibung und der Zusammenfassung für alle Schuldtitelemissionen würde im Ergebnis beträchtliche zusätzliche Belastungen für die MTN-Programme bedeuten. Normalerweise erfordert die Emission einer Wertpapiertranche aus einem solchen Programm lediglich das Ausfüllen eines Zusatzdokumentes mit der Preisfestsetzung (wobei dieses Dokument nicht genehmigt werden muss). Nicht selten erfolgen Emissionen aus MTN derzeit innerhalb von 15–20 Minuten, wenn sich die Gelegenheit auf dem Markt bietet. Die Richtlinie sollte **geändert** werden, damit Angebote und die Zulassung zum Handel gestützt auf die Genehmigung eines einzigen Prospektes für ein ganzes Programm erfolgen können, ohne dass für die folgenden Einzelangebote im Rahmen des Programms jeweils Prospekte notwendig sind.

4.3.5 Die (auf alle Ewigkeit festgelegte) Bindung der Emittenten an ihr Herkunftsland kann Folgen für die Wahl des Herkunftslandes durch neu zu gründende Unternehmen haben, denn diese Wahl wird für die spätere Kapitalaufnahme durch das Unternehmen von Bedeutung sein. Es könnte zu Wettbewerbsverzerrungen im Binnenmarkt kommen. Gründer neuer Unternehmen könnten versucht sein, die Gründung in jenen Staaten zu vermeiden, deren Aufsichtsbehörden als über Gebühr bürokratisch oder unflexibel bei den Verfahren zur Prospektprüfung angesehen werden. Es könnte in einer späteren Phase des Lebenszyklus des Unternehmens Schwierigkeiten bereiten, die Gruppe so neu zu strukturieren, dass der Sitz der Muttergesellschaft wechselt (Steuerfragen könnten dies erschweren). Es wird somit für neue Unternehmen von entscheidender Bedeutung sein, für die Gründung den "richtigen" Staat zu wählen – obwohl sie in dieser Phase womöglich noch nicht wissen, wo sie einmal Kapital aufnehmen oder eine Notierung ihrer Wertpapiere anstreben könnten.

4.3.6 Die auf nationaler Ebene zuständigen Behörden (oder Börsen) werden weniger Anreize haben, die Offenlegungsstandards über die von der Richtlinie vorgegebenen Mindeststandards hinaus anzuheben (vorausgesetzt der Richtlinienentwurf würde dies tatsächlich zulassen). Verbesserte Offenlegungsstandards werden dann nur für die inländischen Emittenten und nicht für Emittenten aus anderen Mitgliedstaaten gelten, die sich für eine Notierung auf den beaufsichtigten Märkten entschieden haben.

4.3.7 Ebenso wird für die einzelstaatlich zuständigen Behörden kein Wettbewerbsdruck bestehen, ihr Dienstleistungsniveau für die um Genehmigung ihrer Prospekte nachsuchenden Unternehmen zu verbessern. Inländischen Unternehmen wird keine andere Wahl bleiben als die im Herkunftsland zuständige Behörde zu befragen, und die Emittenten aus anderen Mitgliedstaaten werden ihre Prospekte selbst dann nicht von der betreffenden Aufsichtsbehörde genehmigen lassen müssen, wenn sie in deren Zuständigkeitsgebiet ein öffentliches Angebot machen oder dort ihre Wertpapiere notieren lassen.

4.3.8 Sollte dennoch eine einzelstaatliche Aufsichtsbehörde beschließen, striktere Offenlegungsanforderungen als die in der Richtlinie geforderten Mindeststandards zu verlangen (vorausgesetzt der Richtlinienentwurf ließe dies tatsächlich zu), dann würde sich das gegenüber der jetzigen

Situation ebenfalls nachteilig auf die Emittenten mit Sitz im Staat dieser Behörde auswirken. Zur Zeit können sich diese Emittenten für eine Notierung in einem anderen Mitgliedstaat entscheiden. Dem Richtlinienentwurf zufolge müssten diese Emittenten jedoch allen von ihrer inländischen Regulierungsbehörde auferlegten Offenlegungsstandards genügen, selbst wenn sie in ihrem Herkunftsland kein Kapital aufnehmen und ihre Wertpapiere dort auch nicht notieren lassen wollen.

4.3.9 Gemäß den geltenden Richtlinien verfügen die Aufsichtsbehörden über die Möglichkeit, von Fall zu Fall Ausnahmeregelungen von den Offenlegungsanforderungen zu gewähren (etwa wenn die Angabe nur von geringfügiger Bedeutung ist). Dennoch können die Prospekte grundsätzlich in den Genuss der gegenseitigen Anerkennung kommen, wofür allerdings bestimmte Bedingungen gelten. Der Richtlinienentwurf hingegen erlaubt keine Flexibilität in Bezug auf Ausnahmeregelungen in Einzelfällen.

4.4 Auch hier sind die vorliegenden Vorschläge deutlich restriktiver als die Vorschläge in dem früheren Dokument des FESCO zu dieser Frage. Diesem Dokument zufolge hätten die Emittenten zumindest zwischen ihrem Herkunftsland und dem Staat wählen können, in dem sie ihre wichtigste Notierung beibehalten wollen. Es mangelt hier auch an Kohärenz mit der Behandlung der Emittenten von außerhalb der EU, deren Wertpapiere noch nicht an einer Börse in der EU gehandelt werden. Diese Emittenten haben ein gewisses Recht, ihr "Herkunftsland" zu wählen, solange sie darüber beschließen können, wo ihre Wertpapiere erstmals zum Handel zugelassen werden (siehe dazu jedoch nachstehend den Fall, in dem sie dies nicht können).

4.5 Artikel 11 Absatz 4 des Richtlinienvorschlags lautet wie folgt:

"Versäumt es die zuständige Herkunftslandbehörde, einen Beschluss innerhalb der in den Absätzen 2 und 3 genannten Fristen zu fassen, so gilt dies als eine Ablehnung des Antrags; gegen eine solche Ablehnung können jedoch Rechtsmittel eingelegt werden."

Der Ausschuss erachtet dies als unannehmbar und drängt darauf, diesen Absatz zu streichen. Der Absatz sollte vielmehr ersetzt werden durch:

"die zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten sind verpflichtet, schnellstmöglich zu entscheiden. Benötigen sie jedoch mehr Zeit, so müssen sie den Emittenten davon schriftlich in Kenntnis setzen." "Versäumt es die zuständige Herkunftslandbehörde, einen Beschluss innerhalb der in den Absätzen 2 und 3 genannten Fristen zu fassen, so gilt dies als Annahme des Antrags; gegen eine Ablehnung hingegen können Rechtsmittel eingelegt werden. Benötigt die zuständige Behörde jedoch mehr Zeit für eine Entscheidung, so muss sie den Emittenten davon schriftlich in Kenntnis setzen."

5. Zwingende Rahmenregistrierung („shelf registration“)

5.1 In dem Richtlinienentwurf wird ein System vorgeschlagen, bei dem Emittenten, deren Wertpapiere auf einem geregelten Markt in der EU zum Handel zugelassen sind, ihr "Registrierungsformular" jährlich aktualisieren müssen (Artikel 9). Das "Registrierungsformular" ist

Teil des Prospekts, der Auskunft über die finanzielle Lage des Emittenten und dessen Geschäftstätigkeit gibt. Dem Richtlinienentwurf gemäß muss dem Registrierungsformular (für jede vom Emittent geplante Emission von Wertpapieren) eine "Wertpapierbeschreibung" (mit zusätzlichen Informationen über die auszugebenden Wertpapiere und Details zu dem Angebot) sowie eine "Zusammenfassung" (die Zusammenfassung der wichtigsten Informationen aus der Wertpapierbeschreibung und dem Registrierungsformular) beigelegt werden (Artikel 15). Diese drei Dokumente bilden zusammen den Prospekt. Ein Überblick über die vorgeschlagenen Mindestangaben im Registrierungsformular wird in Anhang II zum Richtlinienentwurf gegeben, wobei die Kommission im Rahmen des Ausschussverfahrens spezifische Vorschriften erlassen kann. Das Registrierungsformular ist jährlich zu aktualisieren und der zuständigen Behörde im Herkunftsland des Emittenten vorzulegen und von dieser prüfen zu lassen.

5.2 Offenbar ist einer der wichtigsten Gründe für diese Struktur die Erleichterung der künftigen Emissionen von Wertpapieren durch einen Emittenten. Der Emittent müsste dann für ein darauffolgendes Angebot nur eine Wertpapierbeschreibung und eine Zusammenfassung erstellen (wenn seit der Veröffentlichung des Registrierungsformulars keine wesentlichen Veränderungen eingetreten sind oder es in jüngster Zeit nicht zu weiteren Entwicklungen gekommen ist). Damit soll dem Emittenten die Wertpapieremission im Schnellverfahren ohne Erstellung eines Prospektes für jede Operation ermöglicht werden.

5.3 Allerdings würde mit dem Erfordernis einer jährlichen Aktualisierung der Umfang der laufenden Offenlegungsverpflichtungen aller Emittenten, deren Wertpapiere auf geregelten Märkten in der EU zum Handel zugelassen sind, beträchtlich zunehmen. In der Tat müsste der Emittent dann jährlich die Teile Finanzlage und Geschäftstätigkeit eines vollständigen Prospekts neu erstellen und diese von den Behörden seines Herkunftslandes prüfen lassen. Dies gilt unabhängig davon, ob der Emittent tatsächlich eine weitere Emission von Wertpapieren beabsichtigt. Dadurch werden vor allem kleine und mittlere Unternehmen belastet, die nur bei ihrer ersten Zulassung zum Handel einmalig an einer Börse Kapital aufnehmen.

5.4 Die vorgeschlagene Regelung würde auch den Emittenten Schwierigkeiten bereiten, die im Zeitpunkt der jährlichen Aktualisierung in Verhandlungen über die Übertragung von Sachwerten (z.B. über eine Übernahme) stehen, die noch nicht das Stadium erreicht haben, in dem eine Ad-hoc-Offenlegung vorgeschrieben ist. Unklar bleibt, ob ein Emittent dann in der Lage wäre, ordnungsgemäß die geforderten Angaben zu machen, ohne die laufenden Verhandlungen offen zu legen.

5.5 Die vorgeschlagene Regelung ist zudem schwerfälliger als die ursprünglich vom FESCO in seinem früheren Dokument vorgeschlagene Regelung. Darin wurde lediglich angeregt, dass die "Rahmenregistrierung" eine Option für die Emittenten sein sollte.

6. **Beziehungen zu anderen Richtlinien**

6.1 Durch die vorgeschlagene Richtlinie sollen die Richtlinien 80/390/EWG und 89/298/EWG aufgehoben werden. Gegenstand dieser Richtlinien sind die Prospekte, die bei der

Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung sowie im Falle öffentlicher Angebote von Wertpapieren zu veröffentlichen sind. In dem Richtlinienentwurf wird nicht unterschieden zwischen börsennotierten und nicht notierten Wertpapieren, die zum Freiverkehr auf einem geregelten Markt zugelassen sind. Außerdem enthält der Richtlinienentwurf keine Bestimmung des Begriffs "geregelter Markt", obwohl diese Frage bei der Überarbeitung der ISD, auf die Bezug genommen werden sollte, eine Rolle spielt.

6.2 Dagegen lässt der Richtlinienentwurf die Bestimmungen der Richtlinie 79/279/EWG unberührt, mit der die Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung koordiniert werden (einschließlich der laufenden Pflichten für Emittenten zur Notierung zugelassener Wertpapiere). Der Entwurf berührt auch nicht die Bestimmungen der Richtlinie 82/121/EWG über die halbjährliche Veröffentlichung von Abschlüssen durch die Emittenten von zur amtlichen Notierung zugelassenen Papieren. Das bedeutet, dass der Richtlinienentwurf umfassende Zuständigkeiten bei den Behörden des Staates belassen würde, in dem eine Zulassung zur Notierung angestrebt wird. Zudem wird die Unterscheidung zwischen dem Segment des Handels mit börsennotierten und dem Segment des Handels mit anderen Papieren auf den geregelten Märkten nicht angetastet. Möglich ist auch für diese Richtlinien eine getrennte Überprüfung durch die Kommission.

6.3 Unklar bleibt, ob die Kommission im Zuge dieser Überprüfung beabsichtigt, die "Börsennotierung" als Konzept abzuschaffen. Es gibt jedoch eine Reihe von Gründen, wegen derer es wahrscheinlich auch in Zukunft wichtig sein wird, "börsennotierte" Wertpapiere einer eigenen Kategorie zuzurechnen. Insbesondere werden durch zahlreiche bestehende Beschränkungen in der Anlagenverwaltung und durch ähnliche Vereinbarungen bzw. Instrumente (sowohl in der Union als auch in Drittstaaten) die Anlagen einer Institution auf die an einer Wertpapierbörse "notierten" Papiere beschränkt. Es ist nicht abzusehen, welche Folgen die eventuelle gänzliche Abschaffung der Kategorie eines "notierten" Wertpapiers durch die EU haben könnte. Im schlimmsten Falle würde sie viele institutionelle Anleger daran hindern, in Wertpapiere auf EU-Märkten zu investieren.

6.4 Ferner ist unklar, ob die Kommission die Übertragung bestimmter, gemäß diesen Richtlinien ausgeübter Funktionen (diese fallen gegenwärtig auf Grund dieser Richtlinien dem Staat zu, in dem die Notierung erfolgt) an das "Herkunftsland" des Emittenten plant. So ergeben sich viele der durch den vorliegenden Richtlinienentwurf aufgeworfenen Fragen aus dem Zusammenwirken mit Fragen, die in diesen Richtlinien geregelt sind. Ganz offensichtlich führt die Forderung einer zwingenden Aktualisierung durch die Emittenten zu Überschneidungen zwischen den Anforderungen auf Grund des Richtlinienentwurfs und den Anforderungen an die Emittenten auf Grund der genannten anderen Richtlinien (die zudem verflochten sind mit der Forderung einer Ad-hoc-Offenlegung in der Richtlinie über den Marktmissbrauch).

6.5 Aus dem Richtlinienentwurf ergeben sich eindeutig radikale Veränderungen bei der Zuweisung der Zuständigkeiten zwischen den Aufsichtsbehörden. Die Auswirkungen dieser Vorschläge lassen sich jedoch schwerlich ermessen, solange die Vorschläge zur Revision der anderen Richtlinien nicht bekannt sind.

7. **Emittenten aus Drittstaaten**

7.1 Der Richtlinienentwurf könnte negative Folgen für ausländische Emittenten haben. So könnte beispielsweise ein dänischer geregelter Markt beschließen, die Wertpapiere eines Emittenten aus den USA zum Handel zuzulassen (ohne Zustimmung des Emittenten aus den USA – gestützt auf einen in den Vereinigten Staaten veröffentlichten Prospekt). Im Ergebnis würde Dänemark zum "Herkunftsland" für diesen Emittenten für den Fall, dass dieser einmal auf einem anderen geregelten Markt in der EU Kapital im Wege eines öffentlichen Angebots aufnehmen oder seine Wertpapiere zum Handel zulassen wollte. Das wäre auch dann der Fall, wenn der Emittent aus den USA nicht beabsichtigen sollte, ein öffentliches Angebot in Dänemark zu machen oder an einer dänischen Wertpapierbörse die Zulassung seiner Wertpapiere anzustreben.

7.2 Der Richtlinienentwurf behandelt auch nicht den Fall, dass ein Emittent aus einem Drittstaat ein öffentliches Angebot in einem oder mehreren Mitgliedstaaten durchführt (ohne Zulassung eines Wertpapiers zum Handel auf einem geregelten Markt). Offenbar wäre es dann einem der Mitgliedstaaten untersagt, die gegenseitige Anerkennung für das von dem anderen Mitgliedstaat genehmigte Angebotsdokument zu erteilen.

8. **Wettbewerb der Märkte**

8.1 Es besteht die Gefahr, dass der Richtlinienentwurf negative Folgen für die Fähigkeit der geregelten Märkte haben könnte, ohne Zustimmung des Emittenten Wertpapiere zum Handel bei sich zuzulassen. Derzeit können die geregelten Märkte im Wettbewerb um Handelsdienstleistungen beispielsweise Wertpapiere zum Handel bei sich unabhängig davon zulassen, ob der Emittent diese Zulassung beantragt hat. In der Regel ist dies dem geregelten Markt nur möglich, wenn ausreichend öffentliche Informationen vorliegen, um ein ordnungsgemäßes Funktionieren des Wertpapiermarktes zu gewährleisten (z.B. über die Notierung der Wertpapiere an einem anderem Finanzplatz). Die Struktur des Richtlinienentwurfs würde den geregelten Märkten ein solches Vorgehen jedoch deutlich erschweren. So müsste ein geregelter Markt offenbar fortlaufend prüfen, ob die Emittenten ihren Verpflichtungen zur Aktualisierung des Prospekts nachkommen (siehe Artikel 4). Damit entstünde eine gewisse Verwirrung zwischen den Anforderungen aus der Regulierung der Börsen und Handelsplattformen und den Anforderungen aus der Regulierung für die Emittenten. Im Ergebnis könnte es zu einer Beschränkung des Wettbewerbs zwischen den Handelsplattformen kommen.

9. **Extraterritorialität**

9.1 Die Bestimmungen des Richtlinienentwurfs lassen davon ausgehen, dass die zuständigen Behörden ihre Auflagen auch außerhalb des Hoheitsgebietes allein deshalb durchsetzen können, weil ein inländischer geregelter Markt beschließt, die Wertpapiere eines Emittenten zum Handel zuzulassen – unabhängig davon, ob der Emittent die Zulassung beantragt (oder dieser zugestimmt) hat. So ist nicht geklärt, wie die Bestimmungen der Artikel 15 und 21 für den Fall anzuwenden wären, dass ein Emittent der Zulassung seiner Wertpapiere zum Handel in einem anderen Zuständigkeitsbereich nicht zustimmen sollte.

10. Werbung

10.1 Artikel 13 führt eine Prüfung aller Bekanntmachungen und Anzeigen im Voraus durch die Herkunftslandbehörde ein. Dies ist nicht angemessen und unverhältnismäßig streng für den Fall von Bekanntmachungen der angebotenen Emissionen an professionelle Anleger (z.B. über elektronische Finanznachrichtendienste); die Richtlinie sollte daher alle Bekanntmachungen an professionelle Anleger ausschließen. In dem Artikel wird keine Frist festgelegt, binnen derer die Behörden eine Entscheidung zu fällen haben – dies ist unannehmbar. Zudem ist bei weitem nicht klar, wer genau die in diesen Bestimmungen aufgeführten Verpflichtungen einhalten muss.

11. Elektronischer Geschäftsverkehr

11.1 Der Richtlinienentwurf behandelt nicht die Frage, wann ein Angebot als "im" Hoheitsgebiet eines anderen Mitgliedstaats gemacht anzusehen ist. Insbesondere kommt die Frage der Verbindung zwischen der Richtlinie und den Vorschriften über das Herkunftsland in der Richtlinie über den elektronischen Geschäftsverkehr nicht zur Sprache.

12. Book-Building

12.1 Gegenwärtig können neuen Wertpapiere in Höhe von bis zu 10% der wertmäßig noch ausstehenden Emission ohne Prospektpflicht ausgegeben werden. Die vorgeschlagene Richtlinie sollte dahingehend geändert werden, dass bei Neuemissionen von Wertpapieren eines bestimmten Typs bzw. bei deren Zulassung zum Handel bis zu 10 % von der Prospektpflicht befreit werden können.

13. Schlussfolgerungen

13.1 Es ist äußerst enttäuschend, dass die Kommission die Marktteilnehmer vor der Annahme des Richtlinienvorschlags nicht konsultiert hat. In dieser Stellungnahme wird erläutert, dass sie in einer Reihe von Punkten nicht in ausreichendem Maße die bereits zur Zufriedenheit funktionierenden Verfahren bei der Rechtsetzung und auf den Märkten anerkennt.

13.2 Die in der Begründung und der Pressemitteilung genannten, lobenswerten Ziele der Richtlinie, die sehr zu begrüßen sind und in den vorstehenden Absätzen dieser Stellungnahme umrissen wurden, stimmen nicht gänzlich mit dem verfügbaren Teil des Richtlinienentwurfs überein, wodurch eine Reihe von Fragen aufgeworfen werden:

- nicht ausreichende Abgrenzung der Offenlegungsanforderungen für Platzierungen von Wertpapieren bei institutionellen Anlegern oder Privatpersonen;
- erfolgt keine Änderung, würde dies zu schwerfälligen, unnötigen Auflagen für institutionelle und private Investitionen führen;
- Streichung des Rechts des Emittenten, den Emissionsplatz zu wählen ("Herkunftsland"-Prinzip);
- dadurch entstehen Schwierigkeiten für Emittenten, die auf den Märkten anderer Mitgliedstaaten in der EU und auf den internationalen Schultitelmärkten Kapital aufnehmen wollen, mit besonders

negativen Folgen für den Eurobondmarkt und den Markt der von mehreren Emittenten aufgelegten mittelfristigen Euro-Emissionen (MTN);

- die kostspielige Auflage einer Übersetzung für grenzübergreifende Emissionen, die sich daraus ergibt, dass das Recht der freien Wahl der zuständigen Behörde gestrichen wird;
- das könnte zur Folge haben, dass die Kapitalaufnahme in einem anderen als dem Herkunftsland eines Unternehmens weniger attraktiv wird; daher besteht die Notwendigkeit, in die Richtlinie Ausnahmeregelungen aufzunehmen, um für den Eurobondmarkt und den MTN-Markt ein weniger schwerfälliges Verfahren vorzuschreiben, denn dort operieren im Wesentlichen professionelle Anleger;
- Kosten der jährlichen Aktualisierung der Unterlagen auch für Unternehmen, die keine Neuemissionen vornehmen;
- unklares Verhältnis zwischen der vorgeschlagenen und den geltenden Richtlinien;
- mögliche negative Auswirkungen auf ausländische Emittenten und auf den Wettbewerb zwischen geregelten Märkten.

13.3 Weitere Unklarheiten betreffen die Befugnis der zuständigen Behörden, ihre Auflagen außerhalb des Hoheitsgebietes ihres Mitgliedstaats durchzusetzen, die rechtliche Haftung für die Werbung sowie die Wechselwirkung zur Richtlinie über den elektronischen Geschäftsverkehr.

13.4 Daraus folgt, dass bei der detaillierten Erarbeitung der Richtlinie Präzisierungen erforderlich sind, um bestehende Unklarheiten zu beseitigen, und dass es einer besseren Berücksichtigung der Anliegen der professionellen Schuldtitelmärkte bedarf, wobei die legitimen Interessen der Kleinanleger zu wahren sind; dazu sind in den Text Ausnahmeregelungen von den kostenintensiven und zu strengen, für die Großkundenmärkte der professionellen Anleger zu schwerfälligen Regelungen aufzunehmen. Bleiben diese Änderungen aus, würde die Richtlinie der Integration der Märkte entgegen stehen.

Brüssel, den 17. Januar 2002

Der Präsident
des Wirtschafts- und Sozialausschusses

Der Generalsekretär
des Wirtschafts- und Sozialausschusses

Göke Frerichs

Patrick Venturini