

# Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis.....	xxiii
Einleitung.....	1
A. Problemstellung.....	1
B. Ziele der Arbeit.....	1
C. Gang der Untersuchung.....	2
Teil 1: Grundlagen.....	5
A. Die Geschichte des öffentlichen Angebots.....	5
B. Theoretische Grundlagen des öffentlichen Angebots von Vermögensanlagen.....	27
C. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung.....	51
Teil 2: Entwicklung eines materiellen Begriffs der Vermögensanlage.....	53
A. Wertpapiere i.S.d. WpPG.....	53
B. Andere Vermögensanlagen i.S.d. VermAnlG.....	69
C. Der materielle Begriff der Vermögensanlage.....	93
D. Zwischenergebnis und Fortgang der Untersuchung.....	105
Teil 3: Das öffentliche Angebot.....	109
A. Beginn des Angebot.....	109
B. Öffentlichkeit des Angebots und Privatplatzierung.....	136
C. Angebotsbezogene Beschränkungen der Prospektpflicht.....	160
D. Das öffentliche Angebot von Vermögensanlagen.....	178
E. Relevante Konstellationen der Praxis.....	185
F. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung.....	213
Teil 4: Die Emissionspublizität bei der Weiterveräußerung bzw. dem Verkauf von Wertpapieren und Vermögensanlagen.....	215
A. Die Unterscheidung von Primär- und Sekundärmarkt.....	215

B. Praxisrelevante Einzelfälle .....	236
C. Zusammenfassung .....	256
Schlussbetrachtung .....	259
A. Gesamtergebnis – Zusammenfassung in Thesen.....	259
B. Ausblick – KAGB .....	262
Literaturverzeichnis .....	269

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	xxiii
Einleitung.....	1
A. Problemstellung.....	1
B. Ziele der Arbeit.....	1
C. Gang der Untersuchung.....	2
Teil 1: Grundlagen .....	5
A. Die Geschichte des öffentlichen Angebots.....	5
I. Von der Lenkung von Kapital zur Lenkung von Information.....	5
1. Wegfall des Konzessionssystems bei Aktien .....	5
a) Wesentliche Schwächen des Konzessionssystems.....	5
b) Die Abschaffung des Konzessionssystems .....	6
2. Wegfall des Konzessionssystems für Schuldverschreibungen.....	9
II. Die Einführung der Prospektpflicht.....	10
1. Der Streit um die Prospekttheorie Ende des 19. Jahrhunderts .....	10
a) Zusammenfassung der Positionen .....	10
b) Bewertung.....	12
2. Börsengesetz von 1896.....	14
III. Das öffentliche Angebot als Tatbestandsmerkmal .....	15
1. AuslInvG (und KAGG).....	15
2. Entwurf eines Vermögensanlagengesetzes 1978 .....	18
3. Die weitere Entwicklung unter europäischem Einfluss .....	21
a) Die europäische Ebene .....	21
aa) Der Segré-Bericht von 1966.....	21
bb) Richtlinien in Bezug auf Wertpapiere .....	21
cc) Die Überarbeitung der Prospektrichtlinie.....	22
b) Die Umsetzung der europäischen Richtlinien in Deutschland ..	23

aa) Das Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz von 1991 .....	23
bb) Das Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz von 2005 .....	25
IV. Die Erweiterung der Emissionspublizität auf nicht verbriefte Vermögensanlagen.....	25
V. Zusammenfassung .....	26
B. Theoretische Grundlagen des öffentlichen Angebots von Vermögensanlagen .....	27
I. Begriff des Kapitalmarkts .....	27
1. Ökonomische Betrachtung .....	27
a) Intertemporaler Tausch als wesentliches Merkmal .....	28
b) Risikostrukturierung und Vertragsgestaltung.....	29
c) Bewältigung von Losgrößen- und Fristenproblemen und Finanzintermediation.....	30
d) Teilmärkte des Kapital- bzw. Finanzmarkts.....	31
aa) Abgrenzung zum Geldmarkt .....	31
bb) Abgrenzung zum Termin- und Derivatemarkt .....	32
cc) Der Devisenmarkt.....	33
e) Zusammenfassung .....	34
2. Rechtliche Begriffe des Kapital- und Finanzmarkts .....	34
a) Ansatz der MiFID .....	34
b) Ansätze in der Literatur .....	35
3. Fazit .....	36
II. Leitprinzipien des Kapitalmarktrechts .....	36
1. Funktionsschutz.....	36
a) Allokative Funktionsfähigkeit .....	36
b) Operative Funktionsfähigkeit .....	37
c) Institutionelle Funktionsfähigkeit.....	37
2. Anlegerschutz.....	38
a) Gesellschafter und Gläubiger .....	39
b) Anlegertypen .....	40

c) Fazit .....	41
3. Transparenz .....	41
a) Begriff und Bedeutung der Transparenz .....	41
b) Begründung von Informationspflichten .....	42
aa) Informationsasymmetrie und der Markt für Zitronen .....	42
bb) Ökonomische Analyse des Rechts .....	43
cc) Das europäische Informationsmodell .....	45
(1) Begriff und Bedeutung .....	45
(2) Rechtsprechung des EuGH .....	46
(3) Europäische Richtlinien .....	47
dd) Kritik am Informationsmodell .....	48
C. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung .....	51
Teil 2: Entwicklung eines materiellen Begriffs der Vermögensanlage .....	53
A. Wertpapiere i.S.d. WpPG .....	53
I. Einheitlicher Wertpapierbegriff und Definitionsvielfalt .....	53
II. Gesetzliche Vorgaben für den Wertpapierbegriff .....	54
1. Typische Wertpapiere .....	54
2. Handelbarkeit als zentrale Eigenschaft .....	55
3. Verbriefung .....	60
4. Ausnahme für Geldmarktinstrumente .....	60
III. Anlagebezogene Ausnahmeregelungen des WpPG .....	62
1. Investmentanteile .....	62
2. Nichtdividendenwerte .....	62
a) Nichtdividendenwerte staatlicher Emittenten .....	62
b) Emissionen von Einlagenkreditinstituten .....	64
aa) Dauernde oder wiederholte Emission .....	64
bb) Erfasste Wertpapiere .....	65
c) Einlagenkreditinstitute .....	67
d) Fazit .....	68

3. Garantierte Emissionen .....	68
IV. Zusammenfassung .....	69
B. Andere Vermögensanlagen i.S.d. VermAnlG .....	69
I. Vorbemerkungen .....	69
II. Unternehmensbeteiligungen, Genussrechte und Namensschuldverschreibungen .....	70
1. Unternehmensbegriff .....	70
2. Ergebnisbeteiligung .....	71
3. Rechtliche Ausgestaltung der Beteiligung .....	72
a) Ausgangslage .....	72
b) Abgrenzung: stille Gesellschaft, Genussrecht, partiarisches Darlehen .....	73
c) Auslegung von § 1 Abs. 2 Nr. 1 VermAnlG .....	74
d) Fazit .....	76
III. Treuhandvermögen .....	77
IV. Geschlossene Fonds .....	79
1. Gesetzliche Vorgaben für eine Definition .....	79
2. Wesentliche Eigenschaften geschlossener Fonds in der Praxis .....	80
3. Die Gemeinsame Kapitalanlage .....	82
4. Das Verhältnis zu den vorangehenden Tatbestandsvarianten .....	84
V. Verbleibende Schutzlücken und Grenzfälle .....	86
1. Festverzinsliche Darlehen und Bankeinlagen .....	86
a) Vorüberlegungen .....	86
b) Schutzbedürftigkeit von Einlegern .....	87
c) Einlagen ohne Anlagecharakter .....	88
d) Schutzbedürftigkeit von Darlehensgebern .....	88
2. Grenzfall: Unverbriefte Aktienoptionen .....	89
VI. Anlagebezogene Ausnahmeregelungen des VermAnlG .....	89
1. Genossenschaften sowie Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds .....	89

2. Staatliche Schuldner und Kreditinstitute.....	91
VII. Zusammenfassung.....	91
C. Der materielle Begriff der Vermögensanlage.....	93
I. Der Ansatz des US-amerikanischen Rechts.....	93
1. Der Howey-Test.....	94
2. Profite durch Leistungen Dritter.....	94
3. Gemeinsame Unternehmung.....	96
4. Schutz durch andere Gesetze.....	97
5. Fazit.....	98
II. Ansätze im Zusammenhang mit dem EntwVermAnlG.....	98
III. Eigener Ansatz und Definitionsvorschlag.....	100
1. Investition im ökonomischen Sinne.....	101
2. Strukturelle Informationsasymmetrie.....	102
a) Fremdverwaltung.....	102
b) Behandlung von Derivaten.....	103
c) Gemeinsame Unternehmung.....	103
3. Schutz durch andere Regelwerke.....	104
4. Definitionsvorschlag.....	105
D. Zwischenergebnis und Fortgang der Untersuchung.....	105
Teil 3: Das öffentliche Angebot.....	109
A. Beginn des Angebot.....	109
I. Angebotsbeginn nach dem VerkProspG a.F.....	109
1. (Zivilrechtliche) invitatio ad offerendum.....	110
2. Kapitalmarktrechtliche Ansätze.....	112
a) Verkaufsphase.....	112
b) Parallele zum Vertrieb nach dem AusInvG.....	113
II. US-Amerikanisches Recht.....	114
1. Registrierungsprozess.....	114
2. Angebotsbeginn und „gunjumping“.....	115

III. Aktuelle Rechtslage .....	118
1. Meinungsstand .....	118
2. Auslegung der Definition des Angebots .....	119
a) Wortlaut und Systematik .....	119
aa) Wortlaut des § 2 Nr. 4 Hs. 1 WpPG .....	119
bb) Abgrenzung zu Werbung i.S.d. § 15 WpPG und zum Prospekt i.S.d. § 14 WpPG .....	120
cc) Prospektpflicht im Investmentrecht .....	122
(1) Vertrieb i.S.d. InvG .....	123
(2) Übertragung auf das WpPG .....	125
b) Entstehungsgeschichte der Definition .....	127
c) Anforderungen des Anleger- und Funktionsschutzes .....	128
3. Fazit .....	132
a) Keine konkrete Erwerbsmöglichkeit .....	132
b) Informationsgehalt der Mitteilung .....	133
B. Öffentlichkeit des Angebots und Privatplatzierung .....	136
I. Rechtslage nach dem VerkProspG a.F. ....	136
1. Regierungsbegründung und Position des BAWe .....	136
2. Meinungen in der Literatur .....	138
a) Bestimmtheit ohne Berücksichtigung des Schutzzwecks .....	138
b) Schutzzweck .....	139
II. Die Neuregelungen des WpPG .....	141
1. Wortlaut des § 2 Nr. 4 Hs. 1 WpPG .....	141
2. Bisherige Stellungnahmen .....	141
a) Regierungsbegründung und Position der BaFin .....	141
b) Rechtsprechung zum AuslInvG .....	141
c) Literaturmeinungen .....	142
III. Das Verhältnis und die Abgrenzung zur Privatplatzierung .....	144
1. Das private placement im US-amerikanischen Recht .....	144
a) Allgemeines .....	144



b) Die Ralston Purina-Entscheidung.....	145
c) Die Verwaltungspraxis der SEC.....	147
2. Die Bedeutung der Ausnahmeregelungen des WpPG und der Prospektrichtlinie .....	148
3. Anforderungen des Anleger- und Funktionsschutzes .....	150
4. Kritische Würdigung der Abgrenzungskriterien .....	151
a) Person des Anlegers .....	151
b) Zugang zu ausreichenden Informationen .....	152
c) Individualisierbarkeit des Verhältnisses zum Anbieter.....	152
aa) Individuelle Auswahl .....	153
bb) Individuelle Beratung.....	153
d) Das Unterbleiben individueller Verhandlungen als vorrangiges Indiz.....	155
aa) Anhaltspunkte für den Ansatz in der Geschichte des öffentlichen Angebots .....	155
bb) Die Befreiungstatbestände des § 3 Abs. 2 Unterabs. 1 WpPG .....	156
cc) Handelbarkeit bei Wertpapieren (Anonymisierung) .....	156
dd) Verbraucherschutz und Verhandlungsposition .....	157
ee) Schlussfolgerung .....	158
IV. Fazit .....	159
C. Angebotsbezogene Beschränkungen der Prospektpflicht.....	160
I. Die Befreiungstatbestände des § 3 Abs. 2 Unterabs. 1 WpPG .....	160
1. Qualifizierte Anleger.....	160
a) Institutionelle Anleger .....	161
b) Staatliche und supranationale Institutionen.....	161
c) Großunternehmen, KMU und natürliche Personen .....	163
aa) Abgrenzung in Bezug auf KMU .....	163
bb) Zusätzliche Anforderungen für KMU und natürliche Personen .....	164
cc) Organisatorischer Ablauf .....	165

d) Fazit.....	165
2. Mindestanlagevolumen .....	166
a) Allgemeines.....	166
b) Angemessenheit der Wertgrenzen.....	167
c) Praktische Umsetzung .....	168
d) Fazit.....	169
3. Zahlenmäßig begrenzter Adressatenkreis .....	170
4. Bagatellgrenze für Kleinstemissionen.....	171
5. Fazit.....	171
II. Die Ausnahmen des § 4 Abs. 1 WpPG .....	172
1. Übernahmen, Verschmelzungen und Spaltungen (§ 4 Abs. 1 Nr. 2 und 3 WpPG) .....	172
a) Gleichwertigkeit der Angaben.....	173
b) Verfügbarkeit des Dokuments.....	175
2. Fehlende Anlageentscheidung.....	176
a) Aktientausch ohne gleichzeitige Kapitalerhöhung (§ 4 Abs. 1 Nr. 1 WpPG) .....	176
b) Dividenden in Form von Aktien (§ 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG).....	176
3. Angebote von Arbeitgebern an ihre Arbeitnehmer (§ 4 Abs. 1 Nr. 5 WpPG) .....	177
III. Zusammenfassung .....	178
D. Das öffentliche Angebot von Vermögensanlagen .....	178
I. Öffentliches Angebot.....	178
II. Beschränkung der Prospektpflicht.....	179
1. Vorüberlegungen.....	179
2. Regelungen zur Privatplatzierung .....	180
a) Angebote an berufliche und gewerbliche Anleger .....	180
b) Anlagen ab 200.000 Euro .....	181
c) Angebote an einen begrenzten Personenkreis .....	182
d) Kleinstemissionen.....	182

3. Ausnahmeregelungen für Verschmelzungen und Angebote an Arbeitnehmer .....	183
III. Fazit .....	184
E. Relevante Konstellationen der Praxis .....	185
I. Bookbuilding .....	186
1. Bedeutung und Ablauf .....	186
2. Beginn des öffentlichen Angebots .....	187
II. Bezugsrechtsemissionen .....	189
1. Allgemeines .....	189
2. Öffentlichkeit des Angebots .....	189
3. Neuregelung auf europäischer Ebene .....	191
III. Internetemissionen .....	192
1. Bedeutung und Problemstellungen .....	192
2. Im Inland .....	195
a) Aufsichtspraxis .....	195
b) Marktortprinzip .....	195
aa) Sprache und andere Indizien .....	196
bb) Disclaimer .....	196
3. Angebot und Hyperlinks .....	198
4. Öffentlichkeit des Angebots .....	199
IV. Mitarbeiterbeteiligungsmodelle .....	200
1. Bedeutung und Erscheinungsformen .....	200
2. Mitarbeiterbeteiligung ohne Angebot ( <i>free offers</i> ) .....	202
3. Öffentlichkeit des Angebots .....	203
4. Ausnahmeregelungen für Angebote an Arbeitnehmer .....	204
a) Anwendungsbereich .....	204
aa) Wertpapiere .....	204
bb) Vermögensanlagen .....	205
cc) Sonderfall: unverbrieft Option .....	205
b) Bewertung der Ausnahmeregelung .....	207

aa) Kritik in der Literatur .....	207
bb) Schutzbedürftigkeit von Arbeitnehmern .....	208
dd) Rechtspolitische Aspekte .....	210
ee) Angemessenheit von § 4 Abs. 1 Nr. 5 WpPG .....	210
ff) Angemessenheit von § 2 Nr. 6 Alt. 1 VermAnlG .....	212
5. Fazit.....	212
F. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung .....	213
Teil 4: Die Emissionspublizität bei der Weiterveräußerung bzw. dem Verkauf von Wertpapieren und Vermögensanlagen.....	215
A. Die Unterscheidung von Primär- und Sekundärmarkt .....	215
I. Wirtschaftliche Betrachtung .....	216
II. Rechtliche Abgrenzung.....	217
1. US-amerikanisches Recht .....	218
a) Allgemeines .....	218
b) Underwriter i.S.d. SA .....	218
c) Fristenregelung in Rule 144 .....	220
d) Handelsausnahme in Rule 144A .....	221
e) Zusammenfassung .....	223
2. Der Ansatz des VerkProspG a.F. ....	223
a) Erstmaliges öffentliches Angebot.....	223
b) Vorrang der Börsenzulassung.....	225
c) Fazit .....	227
3. Der Ansatz des WpPG und der Prospekttrichtlinie .....	227
a) Erstplatzierung und Gültigkeit des Prospekts.....	227
b) Angebote von Wertpapieren derselben Gattung.....	232
c) Erstplatzierung und Börsenzulassung.....	233
d) Zusammenfassung .....	234
4. Besonderheiten des VermAnlG.....	234
III. Fazit .....	235

B. Praxisrelevante Einzelfälle .....	236
I. Vertriebsketten ( <i>retail cascades</i> ) .....	236
II. Secondary placements .....	240
III. Anknüpfungspunkte für ein öffentliches Angebot im Freiverkehr ...	240
1. Vorüberlegungen .....	240
a) Rechtliche Einordnung des Freiverkehrs .....	240
b) Meinungsstand .....	241
aa) Auffassungen zur bisherigen Rechtslage .....	241
bb) Die Rechtslage nach dem WpPG .....	244
c) Regelungen über den Freiverkehr .....	244
d) Sonderfall: Entry Standard für Start-ups und KMU .....	246
aa) Einordnung und Regulierung .....	246
bb) Einbeziehungsvoraussetzungen und -folgepflichten .....	247
cc) M:access der Börse München .....	248
e) Zwischenfazit .....	248
2. Handelseinführung .....	249
a) Antrag .....	249
b) (positive) Entscheidung über die Einbeziehung .....	249
c) Handelsaufnahme als Schaffung einer Erwerbsmöglichkeit für jedermann .....	250
3. Mitteilungen aufgrund des Handels im Freiverkehr .....	250
a) Die Ausnahmenvorschrift des § 2 Nr. 4 Hs. 2 WpPG .....	250
b) Einzelne Veröffentlichungen der Börse, des Emittenten und Dritter .....	251
aa) Mitteilungspflichten gegenüber dem Freiverkehrsträger ..	251
bb) Laufende Veröffentlichungspflichten im Entry Standard	251
cc) Laufende Veröffentlichungspflichten im m:access .....	253
dd) Veröffentlichung von Börsenpreisen durch die Börse .....	253
4. Sonstige Mitteilungen .....	254
5. Fazit .....	255

C. Zusammenfassung .....	256
Schlussbetrachtung .....	259
A. Gesamtergebnis – Zusammenfassung in Thesen.....	259
B. Ausblick – KAGB .....	262
I. Anwendungsbereich – Abgrenzung zum VermAnlG .....	262
II. Prospektpflicht und öffentliches Angebot .....	264
III. Vorgaben für Anlagegegenstände.....	266
IV. Fazit .....	267
Literaturverzeichnis .....	269