

Zeitraum der dadurch bedingten Verzögerung keine Zinsen geschuldet

c) Die Darlegungs- und Beweislast für nicht insolvenzspezifische Risiken, die eine Verzögerung der Verwertung oder gar eine gänzliche Nichtverwertbarkeit zur Folge haben, trägt der Insolvenzverwalter. Dies folgt aus dem Rechtsgedanken des § 169 Satz 3 InsO, der nach Inhalt und Systematik der Vorschrift als Ausnahmetatbestand ausgestaltet ist⁴³. Hinzu kommt, dass der Insolvenzverwalter aufgrund seiner Tätigkeit im Geschäftsbetrieb des Schuldners regelmäßig die bessere Möglichkeit der Verwertung besitzt als ein außerhalb des Unternehmens stehender Gläubiger. Hat der Insolvenzverwalter den Gegenstand nicht selbst verwertet, sondern nach dem Berichtstermin an den Gläubiger freigegeben, trifft den Gläubiger allerdings die sekundäre Darlegungslast, dass und mit welchem Ergebnis er nach erfolgter Freigabe Verwertungsmaßnahmen entfaltet hat⁴⁴. Da der Zinsanspruch nach Inhalt und Funktion den Charakter einer Entschädigung hat und zudem die Führung des Vollbeweises hinsichtlich des Fehlens einer Verwertungsverzögerung für den Insolvenzverwalter mit unverhältnismäßigen Schwierigkeiten verbunden sein kann, kommt ihm die Beweiserleichterung des § 287 ZPO zugute⁴⁵.

3. Höhe des Zinsanspruchs

Dieser ergibt sich nach der Vorstellung des Gesetzgebers aus dem zwischen Gläubiger und Schuldner bestehenden Rechtsverhältnis, wobei dies vertraglich vereinbarte oder kraft Gesetzes geschuldete Zinsen sein können. Nach § 288 BGB a.F., auf den die Gesetzesbegründung verweist, betrug der gesetzliche Verzugszinssatz im Zeitpunkt der Beratung und des Inkrafttretens der Insolvenzordnung lediglich 4%, wobei es schon seinerzeit dem Gläubiger vorbehalten blieb, eine höhere Zinsforderung als Verzugschaden geltend zu machen⁴⁶.

Seither sind die gesetzlichen Zinssätze beträchtlich erhöht worden. Deren Anwendung im Rahmen des § 169 InsO wird jedoch dem Sinn und Zweck der hier getroffenen Regelung nicht hinreichend gerecht. Die Begründung eines Verwertungsrechts des Insolvenzverwalters an beweglichen Gegenständen, an denen ein Absonderungsrecht besteht und an zur Sicherheit abgetretenen Forderungen gilt als ein Kernstück der Reform des Rechts der Mobiliarsicherheiten in der Insolvenz. Der für den Gläubiger als Ausgleich vorgesehene Zinsanspruch nach § 169 InsO soll den Insolvenzverwalter daher nicht davon abhalten, im Interesse einer Unternehmensfortführung oder einer Gesamtveräußerung von seiner Verwertungsbefugnis Gebrauch zu machen. Dies wäre jedoch nicht selten der Fall, wenn der Verwalter gezwungen wäre, vom Berichtstermin bis zum Zeitpunkt der Verwertung oder der späteren Freigabe des Sicherungsguts die jetzt nach den allgemeinen Bestimmungen des Schuldrechts geltenden höheren Zinsen zu entrichten. Dies erscheint auch deshalb nicht angebracht, weil die Zinszahlungspflicht nach § 169 InsO nicht an ein Verschulden des Insolvenzverwalters an der Verzögerung der Verwertung anknüpft. Die nach § 169 InsO zu zahlenden Zinsen sind demnach in erster Linie danach zu bemessen, in welcher Höhe der Gläubiger sie aus dem ungestörten Rechtsverhältnis mit dem Schuldner beanspruchen konnte. Waren vertraglich ausnahmsweise keine Zinsen als Hauptleistung geschuldet oder lag der vereinbarte Zinssatz unter 4%, erscheint es sachgerecht, in Anlehnung an den gesetzlichen Zinssatz des § 246 BGB eine Mindestverzinsung von 4% anzunehmen⁴⁷.

⁴³ BGHZ 166, 215, 218 ff. = WM 2006, 818, 820 = WuB VI A § 169 InsO 1.06 K. *Cartano*

⁴⁴ BGHZ 166, 215, 218 ff. = WM 2006, 818, 820 = WuB VI A § 169 InsO 1.06 K. *Cartano*

⁴⁵ BGHZ 166, 215, 218 ff. = WM 2006, 818, 820 = WuB VI A § 169 InsO 1.06 K. *Cartano*

⁴⁶ BGHZ 166, 215, 225 ff. = WM 2006, 818, 821 f. = WuB VI A § 169 InsO 1.06 K. *Cartano*

⁴⁷ BGHZ 166, 215, 227 = WM 2006, 818, 822 = WuB VI A § 169 InsO 1.06 K. *Cartano*

Die Sprache des Emissionsprospekts

– Europäisierung des Prospektrechts und Anlegerschutz –

Von Rechtsanwalt Peter Mattil*, München, und wiss. Mitarbeiter Florian Möslein, LL.M. (London), Berlin

A. Einführung

Am 1.7.2005 ist das Wertpapierprospektgesetz (WpPG) in Kraft getreten. Dieses Gesetz dient der Umsetzung der europäischen Prospektrichtlinie aus dem Jahr 2003 (ProsPRL) und regelt die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung von Prospekten für Wertpapiere, die öffentlich angeboten oder zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen¹. Es bestimmt die Voraussetzungen, unter denen ein Prospekt zu billigen und zu veröffentlichen ist, dessen Mindestinhaltsangaben sowie das so genannte Notifizierungsverfahren. Letzteres erlaubt, einen von der zuständigen Behörde des Herkunftsstaates gebilligten Prospekt in jedem anderen Staat des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) ohne erneute Billigung für ein öffentliches Angebot oder eine Börsenzulassung zu nutzen.

Ein von der zuständigen Behörde eines EWR-Staates gebilligter Prospekt ist in der Bundesrepublik oh-

* Der Autor ist Partner einer Rechtsanwaltskanzlei in München.

¹ Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. 2003 L 345/64. Richtlinie und Gesetz gelten nur für Wertpapiere, also Aktien und andere Titel, die auf dem Kapitalmarkt gehandelt werden können, nicht jedoch für sog. Vermögensanlagen i.S.d. Verkaufsprospektgesetzes, also GmbH- und Genossenschaftsanteile, BGB-, OHG-, KG-Anteile, stille Gesellschaften. Der Wertpapierbegriff ist in der Prospekt- und in der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EG) typologisch, also nicht abschließend definiert; dasselbe gilt für die Begriffsbestimmung im Wertpapierhandelsgesetz und im KWG. Wertpapiere müssen an einem Markt handelbar, aber nicht unbedingt urkundlich verbrieft sein; entscheidend ist die Fungibilität. In anderen Mitgliedstaaten ist der in den nationalen Gesetzen definierte Wertpapierbegriff teilweise weiter gefasst, so dass auch neue Wertpapierarten auf den Markt kommen und den Europäischen Pass in Anspruch nehmen können.

ne zusätzliches Billigungsverfahren gültig, sofern die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin) von der Aufsichtsbehörde des Herkunftsstaates unterrichtet wird und der Prospekt in einer von der BaFin anerkannten Sprache oder in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache erstellt wurde. Auch deutsche Anleger können daher mit Prospekten konfrontiert sein, die nicht in deutscher Sprache verfasst sind und die Rechtsstreitigkeiten im Falle von Prospektfehlern ausländischem Recht und Gerichtsstand unterwerfen. Sie müssen ggf. mehrere hundert Seiten starke Prospekte übersetzen lassen und im Ausland nach dort geltendem Recht prozessieren, um Ansprüche durchzusetzen oder deren Bestehen überhaupt nur zu überprüfen. Den Erleichterungen für Wertpapieremittenten stehen insofern beträchtliche Nachteile auf Anlegerseite gegenüber. Der nachstehende Beitrag fächert die Sprachregelung für Wertpapierprospekte auf europäischer und deutscher Ebene auf und schildert Probleme, die in der Praxis zu erwarten sind. Die Schilderung mündet schließlich in der Frage, ob die Prospekttrichtlinie den Grundsatz der Effektivität des Verbraucherschutzes ausreichend berücksichtigt hat.

B. Die Sprachenregelung europäischen und nationalen Rechts

I. Prospekttrichtlinie und Ausführungsverordnung

1. Vom Anerkennungsregime zur Notifizierung

Die Errichtung des europäischen Binnenmarktes soll ein uneingeschränktes Angebot grenzüberschreitender Finanzdienstleistungen ermöglichen. Nach Einführung des so genannten Europäischen Passes für Einlagenkreditinstitute (Einlagen und Kreditgeschäft), bestimmte Versicherungen und Investmentfonds folgte der Europäische Pass für Wertpapierdienstleistungsunternehmen.² Dieses System des Europäischen Passes hat zur Folge, dass Erlaubnisse, die ein Herkunftsstaat erteilt hat, grundsätzlich auch in den übrigen Mitgliedstaaten gelten und deshalb europaweit eine einzige Erlaubnis genügt. Mit der Prospekttrichtlinie, die bis 1.7.2005 in nationales Recht umzusetzen war, wurde der Europäische Pass auch für Wertpapierprospekte eingeführt. Zuvor galt insoweit ein Anerkennungsregime, unter dem Prospekte, die in anderen EWR-Staaten genehmigt worden waren, einer Billigung in Deutschland bedurften.³ Diese erforderte nach deutschem Recht neben der ausländischen Genehmigungsbescheinigung grundsätzlich die Übersetzung des Verkaufsprospektes.⁴

Fortan verlangt die Prospekttrichtlinie lediglich, dass der Prospekt nach seiner Billigung bei der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaates zu hinterlegen und vor Beginn des öffentlichen Angebots bzw. der Zulassung zum Handel dem Publikum zur Verfügung zu stellen ist. Nach Art. 17 ProspRL ist ein in einem Herkunftsmitgliedstaat gebilligter Prospekt einschließlich etwaiger Nachträge in beliebig vielen Aufnahmemitgliedstaaten für ein öffentliches Angebot oder für die Zulassung zum Handel gültig, sofern die zuständige Behörde des Aufnahmemitgliedstaates unterrichtet wird. Die zuständigen Behörden des Aufnahmemitgliedstaates führen folglich kein Billigungsverfahren mehr durch. Dieses System

der bloßen Notifizierung birgt die Gefahr, dass Reglungsfälle von Emittenten bewusst ausgenutzt werden, indem die Billigung in einem EWR-Staat erwirkt wird, in dem die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen und Anforderungen geringer als in Deutschland sind. In anderem Zusammenhang hat der europäische Richtliniengeber entsprechenden Missbrauchsgefahren vorgebeugt, nicht jedoch in der Prospekttrichtlinie.⁵ Unumgebar sind immerhin die formalen Prospektanforderungen, die nämlich künftig europaweit harmonisiert sind (insbesondere Format der Prospektangaben, Verweismöglichkeit, Veröffentlichungsmodalitäten und Verbreitung von Werbung).⁶

2. Sprachenregelung (Art. 19 ProspRL)

Die Prospekttrichtlinie änderte auch die Sprachenregelung grundlegend. Diese Neuregelung ist für die Funktionsfähigkeit des europäischen Kapitalmarktes von zentraler Bedeutung. Anleger können nur bei hinreichender Information rationale Anlageentscheidungen treffen; ihr Informationsniveau hängt maßgeblich von der Verständlichkeit des Emissionsprospekts ab. Babylonische Sprachverwirrung gilt es deshalb möglichst zu vermeiden.⁷

² Vgl. für Einlagenkreditinstitute: Art. 18 der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20.3.2000, ABl. 2000 L 126/1; für Schadensversicherungen: Art. 32 der Richtlinie 92/49/EWG des Rates vom 18.6.1992 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften für die Direktversicherung (mit Ausnahme der Lebensversicherung) sowie zur Änderung der Richtlinien 73/239/EWG und 88/357/EWG (Dritte Richtlinie Schadenversicherung), ABl. 1992 L 228/1; für Lebensversicherungen: Art. 10 der Richtlinie 92/96/EWG des Rates vom 10.11.1992 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften für die Direktversicherung (Lebensversicherung) sowie zur Änderung der Richtlinien 79/267/EWG und 90/619/EWG (Dritte Richtlinie Lebensversicherung), ABl. 1992 L 360/1; für Investmentfonds: Art. 4 Abs. 1 der Richtlinie 85/611/EWG des Rates vom 20.12.1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. 1985 L 375/3; für Wertpapierdienstleistungsunternehmen: bisher Art. 14 der Richtlinie 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl. 1993 L 141/27 (WpDL) und künftig Art. 31 f. der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. 2004 L 145/1 (MiFID).

³ Vgl. Art. 21 der Richtlinie 89/298/EWG des Rates vom 17.4.1989 zur Koordinierung der Bedingungen für die Erstellung, Kontrolle und Verbreitung des Prospekts, der im Falle öffentlicher Angebote von Wertpapieren zu veröffentlichen ist. ABl. 1989 L 124/8; zu diesem Regime etwa: Heinze, *Europäisches Recht des Primärmarktes*, 1999, S. 185-187 und 240-242; Müller, *WM* 1991, 213, 215.

⁴ Die Aufsichtsbehörde konnte gem. § 15 VerkProspG vom Übersetzerfordernis absehen (Ermessen), wenn der Verkaufsprospekt in einer Sprache abgefasst war, die „auf dem Gebiet des grenzüberschreitenden Wertpapierhandels nicht unüblich“ war; näher: Ritz, in: Assmann/Lenz, *Verkaufsprospektgesetz*, 2001, § 15 Rdn. 10 f.; Heidebach, in: Schwark, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, 3. Aufl. 2004, § 15 VerkProspG Rdn. 6.

⁵ Während beispielsweise Erwägungsgrund 22 der MiFID konkrete Umstände benennt, die solchen Missbrauchsverdacht begründen können und einer Zulassung entgegenstehen (Inhalt des Geschäftsplans, geographische Ansiedlung, tatsächlich ausgeübte Tätigkeit), normiert Art. 2 lit. m) ProspRL ohne Kautelen, dass als Herkunftsmitgliedstaat derjenige Staat gilt, in dem der Emittent seinen Sitz hat.

⁶ Vgl. Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission vom 29.4.2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Angaben sowie die Aufmachung, die Aufnahme von Angaben in Form eines Verweises und die Veröffentlichung solcher Prospekte sowie die Verbreitung von Werbung, ABl. 2004 L 215/3 (AusfVO); außerdem Art. 11 ProspRL.

⁷ Zur Bedeutung effizienter Informationsmärkte für die Allokationseffizienz auf Kapitalmärkten grundlegend *Fama*, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 *Journal of Finance* 383 (1970); darauf aufbauend: *Gilson/Kraakman*, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 *Virginia Law Review* 549 (1984); vgl. außerdem: *Grundmann*, *ZSR* 115 n.F. (1996) 103, 114-120; *ders.*, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, 2004, Rdn. 648 f.; *Hopt*, *ZHR* 140 (1976), 201 und 141 (1977), 389, 411-416.

a) Fallgruppen

Die Richtlinie regelt in Art. 19, in welcher Sprache der Prospekt abgefasst werden muss. Für Emittenten liegt der große Vorteil der Neuregelung in der Ersparnis erheblicher Übersetzungskosten⁸. Soweit Wertpapiere nur im Herkunftsmitgliedstaat des Emittenten öffentlich angeboten werden bzw. nur dort die Zulassung beantragt wird, ist der Prospekt gemäß Abs. 1 weiterhin in einer von der dortigen Aufsichtsbehörde anerkannten Sprache zu erstellen⁹. Bei grenzüberschreitenden Angeboten jedoch dürfen die Behörden der Aufnahmemitgliedstaaten künftig nicht mehr die Übersetzung des gesamten Prospekts, sondern nur noch der Prospektzusammenfassung in ihre Amtssprache(n) verlangen. In welcher Sprache der Prospekt selbst abgefasst werden muss, hängt demgegenüber maßgeblich davon ab, ob öffentliches Angebot bzw. Zulassungsantrag ausschließlich in anderen Mitgliedstaaten oder auch im Herkunftsstaat erfolgt. In der erstgenannten Konstellation – Angebot bzw. Zulassung ausschließlich im Ausland – haben Emittent, Anbieter oder Antragssteller ein Wahlrecht zwischen der von der ausländischen Behörde anerkannten und einer „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ (vgl. Art. 19 Abs. 2 ProspRL). Der Aufsichtsbehörde im Herkunftsmitgliedstaat, die gem. Art. 13 Abs. 1 ProspRL für die Billigung des Prospekts zuständig ist, muss der Prospekt allerdings in einer von dieser anerkannten Sprache oder wiederum in einer „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ vorgelegt werden (Art. 19 Abs. 2 UAbs. 2 ProspRL)¹⁰. In der anderen Konstellation – Angebot bzw. Zulassungsantrag auch im Herkunftsstaat – gilt das gleiche Wahlrecht, der Prospekt muss aber *zusätzlich* in einer von der zuständigen Behörde der Herkunftsmitgliedstaates anerkannten Sprache erstellt werden (Art. 19 Abs. 3 ProspRL)¹¹.

b) Der Begriff der „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“

Zentralstück ist der Begriff der „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“. Nur bei Verwendung einer solchen Sprache ergibt sich der entscheidende Vorteil der Neuregelung – die Ersparnis von Übersetzungskosten, die sich in der Vergangenheit als entscheidendes Hindernis für das grenzüberschreitende Angebot von Wertpapieren und damit für einen wahrhaft europäischen Kapitalmarkt erwiesen haben¹².

Regelmäßig und meist implizit wird unterstellt, dieser Schlüsselbegriff stehe ausschließlich für die englische Sprache¹³. Indes spricht die Richtlinie nicht explizit von der englischen Sprache und nicht einmal von *der*, sondern von *einer* „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“. Wenn demnach Auslegungsspielraum besteht, so fragt sich vor allem, ob der Begriff unter Bezugnahme auf den gesamten Binnenmarkt oder in Abhängigkeit von der räumlichen „Streubreite“ der jeweiligen Emission zu bestimmen ist. Im zweiten Fall würde genügen, dass die fragliche Sprache in den jeweils betroffenen Mitgliedstaaten bei grenzüberschreitenden Transaktionen gebräuchlich ist¹⁴. Wenn also etwa die luxemburgische Aufsichtsbehörde den Prospekt für ein öffentliches Angebot in Deutschland und Österreich prüft, könnten als „in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprachen“ neben Englisch auch noch Französisch oder Deutsch Anerkennung finden. Die Europäische Kommission scheint in der Tat einer solchen „relativen“ Begriffsbestimmung den Vorzug zu geben

und ließ verlauten, dass für Wertpapieremissionen in Mitteleuropa durchaus auch die deutsche Sprache als „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlich“ Anerkennung finden könne¹⁵. Dieses Abstellen auf die Aufnahmemitgliedstaaten verträgt sich allerdings schlecht mit der in Art. 17 Abs. 1 ProspRL vorgesehenen gemeinschaftsweiten Geltung gebilligter Prospekte, die jeglicher örtlichen Eingrenzung a limine entgegensteht.

c) Ausstrahlungswirkung der Regelung

Bedeutung entfaltet die Sprachenregelung in Art. 19 ProspRL nicht nur für den Prospekt selbst, sondern auch für Dokumente, die der Prospekt in Bezug nimmt, sowie für Werbemaßnahmen und Prospektnachträge. Überdies wird die Sprachenfrage für die laufende Kapitalmarktpublizität ähnlich geregelt.

Die Prospekttrichtlinie eröffnet gem. Art. 11 die Möglichkeit, auf bestimmte Dokumente außerhalb des Prospekts zu verweisen („*incorporation by reference*“)¹⁶. Ungeregt bleibt allerdings, ob diese Dokumente in der gleichen Sprache wie der Prospekt vorgehalten werden müssen. Die AusfVO sieht in Art. 28 Abs. 2 lediglich vor, dass Referenzdokumente „nach Art. 19 der Richtlinie 2003/71/EG abzufassen“ sind. Eine „gespaltene“ Sprachwahl kann dem Emittenten erhebliche Übersetzungskosten ersparen, beispielsweise wenn die Regelpublizität bisher in deutscher Sprache erfolgte, der Prospekt für eine Emission im Ausland jedoch auf Englisch verfasst werden soll. Allerdings erschwert die Zweisprachigkeit der Aufsichtsbehörde die Prüfung der Kohärenz von Prospekt- und Referenzdokumenten. Zudem verringert sich die Verständlichkeit der gemachten Angaben erheblich. Weil die AusfVO den Prospekterstellern in der gleichen Vorschrift aufgibt, sich bei der Aufnahme von Angaben in Form eines Verweises zu bemühen, „den Anlegerschutz in Form von Verständlichkeit der Informationen und ihrer Zugänglichkeit nicht zu beeinträchtigen“ (Art. 28 Abs. 5 AusfVO), dürfte eine gespaltene Sprachwahl nur in begründeten Ausnahmefällen zulässig sein¹⁷.

⁸ Ausführlich zu Komplexität und Kosten von Prospektübersetzungen (auch aufgrund Haftungsrisiken): *Crüwell*, AG 2003, 243, 248.

⁹ Regelmäßig die Landessprache. vgl. DA/BDI, Stellungnahme zu dem Diskussionsentwurf eines Prospekttrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 3.1.2005 (abrufbar unter www.dai.de), S. 16.

¹⁰ Näher zu diesem Begriff sogleich unter cc).

¹¹ Ein erleichtertes Regime gilt, wenn sich die Emission an große, meist institutionelle Investoren richtet, vgl. Art. 19 Abs. 4 ProspRL. Ausführlichere Darstellungen aller Fallgruppen bei *Crüwell*, AG 2003, 243, 248 f.; *Weber*, NZG 2004, 360, 364.

¹² Vgl. Erwägungsgrund 35 ProspRL sowie übereinstimmend *Crüwell*, AG 2003, 243, 248; von *Ilberg/Neises*, WM 2002, 635, 639; *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 508.

¹³ *Holzborn/Israel*, ZIP 2005, 1668, 1673; *Kullmann/Sester*, WM 2005, 1068, 1070 f.; von *Kopp-Colomb/Lenz*, AG 2002, 24, 28 („derzeit nur Englisch“); etwas vorsichtiger: *Crüwell*, AG 2003, 243, 248 (Fn. 39: „grundsätzlich Englisch“); *Kunold/Schlitt*, BB 2004, 501, 508 („i. d. F. Englisch“). Allgemein zur Herausbildung des Englischen als „international accepted business language“: *Wymeersch*, (2003) *Journal of Corporate Law Studies* 283, 288.

¹⁴ In diese Richtung offenbar: *Crüwell*, AG 2003, 243, 248 Fn. 39, der die Formulierung mit der früheren Fassung des § 15 Abs. 1 Satz 2 bzw. Abs. 3 Satz 2 VerkProspG („in einer Sprache abgefasst“, die im Inland auf dem Gebiet des grenzüberschreitenden Wertpapierhandels nicht unüblich ist“) gleichsetzt. Zu dieser Regelung vgl. bereits bei Fn. 4.

¹⁵ So die Auskunft eines Mitarbeiters der GD Binnenmarkt in einer E-Mail vom 5.4.2006.

¹⁶ Etwa auf Jahres- und Zwischenberichte, Prüfberichte oder Gründungs- bzw. Umwandlungsurkunden; detaillierte Aufzählung in Art. 28 Abs. 1 AusfVO; vgl. außerdem: *Holzborn/Schwarz-Gondek*, BKR 2003, 927, 932; *Weber*, NZG 2004, 360, 363.

¹⁷ Noch strenger *Weber*, NZG 2004, 360, 363 („gleichsprachige Dokumente“); *Holzborn/Schwarz-Gondek*, BKR 2003, 927, 932; ebenso die Vorgabe in Punkt 98 und 104 des im Juli 2003 vom Committee of European Securities Regulators vorgelegten Ratschlags: CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the Prospectus Directive. Ref CESR/03-208. abrufbar unter www.europefesco.org.

Vergleichbare Probleme werfen *Prospektnachträge und Werbeanzeigen* auf Prospektnachträge müssen zwingend in der Sprache des Prospekts verfasst sein. Denn für den Spezialfall der Zusammenfassung, die in mehreren Sprachen vorliegen kann, fordert die Richtlinie explizit entsprechende Ergänzungen in allen Sprachfassungen („Zusammenfassung und etwaige Übersetzungen“, vgl. Art 16 Abs. 1 Satz 3 ProspRL). Der Richtliniengeber ging insofern vom sprachlichen Gleichlauf von Prospekt und Nachträgen aus. Etwas anderes dürfte für Werbemaßnahmen gelten, obwohl sich auch diese auf den Prospekt beziehen und die Richtlinie das Erfordernis der Konsistenz mit den Prospektangaben betont (Art. 15 Abs. 3 Satz 2 und Abs. 4 ProspRL). Werbemaßnahmen werden jedoch in den Medien des Aufnahmemitgliedstaates verbreitet und richten sich unmittelbar an die Anleger. Emittenten müssen „deren Sprache sprechen“ dürfen, auch wenn der Prospekt in einer anderen Sprache verfasst wurde. Für die Aufsichtsbehörde des Herkunftsmitgliedstaates, die unter anderem die Übereinstimmung von Werbung und Prospektangaben zu überprüfen hat (Art 15 Abs. 6 ProspRL), kann diese Mehrsprachigkeit allerdings erheblichen Übersetzungsaufwand bedeuten.

Die Sprachenfrage stellt sich schließlich gleichermaßen im Rahmen der *laufenden Kapitalmarktpublizität*¹⁸, also bei Regelpublizität (Jahres- und Halbjahresberichte sowie Zwischenmitteilungen, Art. 4-6 TranspRL), Beteiligungspublizität (Art. 9-16 TranspRL) und Ad-hoc-Publizität (Art. 6 MarktmissbrauchsRL)¹⁹ Art. 20 TranspRL statuiert eine einheitliche Regelung für alle „vorgeschriebenen“ Informationen (also gem. Art. 2 Abs. 1 lit. k TranspRL auch für die Ad-hoc-Publizität). Abgesehen von einzelnen, eher formalen Abweichungen entspricht das Regime der Lösung der Prospekttrichtlinie, indem es die gleichen Fallgruppen unterscheidet und die gleichen Spracherfordernisse und Wahlrechte vorsieht. Die Regelung führt jedoch zu einem „doppelten Wahlrecht“, weil die Sprachwahl für Emissions- und laufende Publizität nicht einheitlich auszufallen braucht: Ein ausländischer Emittent, dessen Papiere (ausschließlich) in Deutschland zugelassen sind, kann also beispielsweise den Prospekt auf Englisch verfassen, die vorgeschriebenen Informationen der laufenden Publizität hingegen auf Deutsch. Art. 20 Abs. 7 TranspRL spricht schließlich das prozedurale Kernproblem der Sprachenregelung an, nämlich die Frage, wer in gerichtlichen Auseinandersetzungen die Kosten für Übersetzungen streitgegenständlicher Kapitalmarktinformationen zu tragen hat. Allerdings enthält sich (auch) die Transparenzrichtlinie einer Antwort und überlässt diese Kostenverteilung stattdessen explizit den mitgliedstaatlichen Prozessrechten (bloßer Regelungsauftrag an die Mitgliedstaaten).

II. Umsetzung der Sprachregelung im deutschen Wertpapierprospektgesetz

Nach § 17 Abs. 3 WpPG ist ein von der zuständigen Behörde eines anderen EWR-Staates gebilligter Prospekt in der Bundesrepublik Deutschland ohne zusätzliches Billigungsverfahren gültig. Die Sprachenregelung der Richtlinie ist in § 19 WpPG umgesetzt.

1. Aufbau und Inhalt im Überblick

Der Aufbau des § 19 WpPG entspricht im Wesentlichen der gemeinschaftsrechtlichen Vorgabe des Art.

19 ProspRL²⁰. Die ersten drei Absätze regeln die drei von der Richtlinie vorgegebenen Fallgruppen, der letzte Absatz das erleichterte Regime bei hoher Mindeststückelung nach dem Vorbild des Art. 19 Abs. 4 ProspRL. Lediglich § 19 Abs. 4 WpPG fällt systematisch aus der Reihe. Die Norm verlangt von ausländischen Emittenten, deren Wertpapiere in Deutschland öffentlich angeboten oder zugelassen werden sollen, eine deutsche Prospektzusammenfassung umgesetzt und ausgefüllt werden. Mithin die beiden Ermächtigungsnormen in Art. 19 Abs. 2 UAbs. 1 S. 2 und Abs. 3 Satz 2 ProspRL²¹. Abgesehen vom unterschiedlichen systematischen Aufbau divergiert § 19 WpPG inhaltlich nicht von der Richtlinienvorgabe, sondern reproduziert weitgehend buchstabengetreu deren Wortlaut. In zwei Punkten konkretisiert der deutsche Regelgeber bestimmungsgemäß die Richtlinienvorgabe. Zum einen nutzt er das von der Richtlinie zweifach eröffnete Wahlrecht und fordert in § 19 Abs. 4 WpPG von ausländischen Emittenten kategorisch eine deutsche Prospektzusammenfassung²². Zum anderen wird weitgehend gesetzlich fixiert, welche Sprachen hierzulande als „von den zuständigen Behörden anerkannt“ gelten. Obwohl die Richtlinie diesen Begriff der anerkannten Sprache einheitlich verwendet, entschied sich der deutsche Gesetzgeber für eine gespaltene Definition: Die Sprachanerkennung unterscheidet sich je nach Fallgruppe.

2. Gespaltene Sprachanerkennung

Die Frage, welche Sprachen in Deutschland Anerkennung finden sollten, war im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens heftig umstritten²³. Spielraum bestand ohnehin nur, soweit die Richtlinie (wahlweise) die Abfassung „in einer von der zuständigen Behörde [des Herkunfts- bzw. Aufnahmemitgliedstaates] anerkannten Sprache“ vorsieht. Für diese Fälle hatte der deutsche Gesetzgeber zu klären, ob ausschließlich deutschsprachige oder – insoweit ohne zwingende europäische Vorgabe – auch fremdsprachige Prospekte anerkannt werden²⁴. Bei reinen Inlandsfällen (Herkunftsstaat und öffentliches Angebot bzw. Zulassung ausschließlich in Deutschland, § 19 Abs. 1 WpPG) erkennt er die deutsche Sprache pauschal an, ermächtigt jedoch die BaFin, in eng definierten Ausnahmefällen Prospekte in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache zu gestatten²⁵. Dies setzt allerdings voraus, dass im konkreten Einzelfall „unter Berücksichtigung der Art der Wertpapiere eine ausreichende Information des Pu-

¹⁸ Rechtsgrundlagen: Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (TranspRL), ABl. 2004 L 390/38 sowie Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (MarktmissbrauchsRL), ABl. 2003 L 96/16.

¹⁹ Ausführlich zu allen Formen gemeinschaftsrechtlich vorgeschriebener Sekundärmarktpublizität: Grundmann, *Europäisches Gesellschaftsrecht*, a. a. O. (Fn 7), Rdn. 701-735.

²⁰ Zur Systematik auch Kullmann/Sester, WM 2005, 1068, 1070 f.; Holzborn/Israel, ZIP 2005, 1668, 1673; vgl. außerdem Grub/Thiem, NZG 2005, 750, 751.

²¹ Groß, *Kapitalmarktrecht*, 3. Aufl. 2006, § 19 WpPG Rdn. 9.

²² Vgl. § 19 Abs. 1 Satz 2, Abs. 3 Satz 2, Abs. 4 Satz 2 WpPG.

²³ Groß, a. a. O. (Fn. 21), § 19 WpPG Rdn. 1 („wohl am stärksten umstritten“); vgl. außerdem noch Nachweise Fn. 28.

²⁴ Die Richtlinie spricht zwar von Anerkennung durch mitgliedstaatliche Behörden, was jedoch einer „Ermessensreduzierung“ auf eine einzige Sprache durch den nationalen Gesetzgeber nicht ausschließen dürfte.

²⁵ Der deutsche Gesetzgeber hatte ausschließlich Englisch im Sinn: Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 15/5373, S. 50: „Eine in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache ist die englische Sprache.“

blikums gewährleistet erscheint"²⁶. Ohne gesetzliche Eingrenzung kann die BaFin andererseits über die anzuerkennende Sprache entscheiden, wenn Wertpapiere ausländischer Emittenten im Inland öffentlich angeboten bzw. zugelassen werden sollen (§ 19 Abs. 4 Satz 1 Alt. 1 WpPG) oder wenn deutsche Emittenten ein öffentliches Angebot bzw. eine Zulassung ausschließlich im Ausland beabsichtigen (§ 19 Abs. 2 Satz 2 WpPG). Die Sprachanerkennung hat in diesen beiden Fallgruppen allerdings keine allzu große Bedeutung, weil der Emittent in beiden Fällen aufgrund der zwingenden Richtlinienvorgabe alternativ ohnehin eine in internationalen Finanzkreisen gebräuchliche Sprache wählen kann und zur Vermeidung von Übersetzungskosten regelmäßig auch wählen wird²⁷. In der umgekehrten Konstellation (Herkunftsstaat Deutschland; öffentliches Angebot bzw. Zulassung sowohl in Deutschland als auch im Ausland, § 19 Abs. 3 Satz 1 WpPG) beantwortet der deutsche Gesetzgeber die Sprachenfrage andererseits letztgültig – und großzügig: Der Prospekt darf in diesem Fall wahlweise auf Deutsch oder in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache verfasst werden (mit deutscher Zusammenfassung). Aufgrund des bewussten sprachlichen Gleichlaufs mit dem Richtlinienwortlaut ist insoweit jede Sprache anzuerkennen, die sich unter den gemeinschaftsrechtlich geprägten Begriff subsumieren lässt.

Die Abstufung in § 19 WpPG wurde bisher vor allem rechtspolitisch kritisiert, weil sie inländische Emissionen deutscher Emittenten gegenüber den anderen Fallgruppen diskriminiert²⁸. Europarechtlich ist problematisch, dass ein Begriff, den die Richtlinie einheitlich verwendet („anerkannte Sprache“), für verschiedene Konstellationen unterschiedlich und teils einzelfallbezogen gesetzlich definiert wird. Der Richtlinienwortlaut der „anerkannten Sprache“ steht für eine gewisse Einheitlichkeit und Dauerhaftigkeit der Sprachanerkennung, ähnlich den Begriffen Landes- oder Amtssprache. Selbst wenn die Differenzierung in concreto ausschließlich eine grundfreiheitendogmatisch unproblematische Diskriminierung reiner Inlandsfälle zur Folge hat²⁹, ist zweifelhaft, ob der Richtliniengeber den Mitgliedstaaten neben der Kompetenz zur Sprachanerkennung auch die Möglichkeit zu entsprechenden Differenzierungen einräumen wollte.

3. Unzulässigkeit mehrsprachiger Prospekte

Hiervon ist die Frage zu unterscheiden, ob einzelne Prospekte in unterschiedlichen oder in mehreren Sprachen verfasst sein dürfen. Eine Abfassung in unterschiedlichen Sprachen will die BaFin erlauben, wenn (1.) eine Kohärenzprüfung möglich bleibt, (2.) der Prospekt lesbar und verständlich ist, und (3.) die Sprachunterschiede auf klar abgrenzbare Teile des Prospekts beschränkt sind (etwa Finanzteil oder Emissionsbedingungen)³⁰. Ein vollständig zweisprachiger Prospekt gilt hingegen als unzulässig und wird von der Aufsichtsbehörde wie zwei Prospekte behandelt. Eine unverbindliche Übersetzung darf dem Prospekt nach Aufsichtspraxis nur beigefügt werden, wenn sie deutlich getrennt und mit ausdrücklichem Hinweis auf die Unverbindlichkeit erscheint³¹. Der Standpunkt der BaFin erscheint europarechtlich in allen Punkten unproblematisch, weil die Richtlinie insoweit keine Stellung nimmt, aber zumindest ebenfalls von der einen Prospektsprache spricht. Allerdings entspricht die Handhabung deutlich stärker den Interessen der Aufsichtsbehörde, die sich

bei der Prüfung auf eine Sprache konzentrieren kann, als jenen der (Klein-)Anleger, denen Ausführungen in einer zweiten Sprache, insbesondere auf Deutsch, häufig weiterhelfen würden.

4. Durchsetzungsfragen

Die Effektivität des Sprachregimes steht und fällt mit seiner Durchsetzbarkeit. Die Durchsetzungsbefugnisse der BaFin unterscheiden sich nach dem jeweiligen Herkunftsland. Denn nur Prospekte deutscher Emittenten bedürfen einer Billigung der BaFin (vgl. § 17 Abs. 3 WpPG und Art. 13 bzw. 17 ProspRL). Diese kann versagt werden, wenn der Prospekt der Sprachenregelung des § 19 WpPG nicht genügt. Dann muss die BaFin außerdem das öffentliche Angebot gem. § 21 Abs. 4 Satz 1 WpPG explizit untersagen³².

Probleme bereiten andererseits Prospekte ausländischer Emittenten, die von Aufsichtsbehörden im Herkunftsmitgliedstaat gebilligt wurden, aber gegen die Sprachenregelung in § 19 Abs. 4 oder 5 WpPG verstoßen. Weil die Sprachregelungen in allen Mitgliedstaaten auf der Richtlinienvorgabe beruhen, kommt ein solcher Verstoß grundsätzlich nur in Betracht, wenn Behörden (oder Gesetzgeber) im Herkunftsstaat Fehler machen – oder den gemeinschaftsrechtlich geprägten Begriff der „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ anders interpretieren als die deutschen Rechtsanwender. So stellt sich beispielsweise die Frage nach möglichen Eingriffsbefugnissen, wenn die luxemburgische Aufsichtsbehörde einen französischsprachigen Prospekt für ein öffentliches Angebot in Deutschland geprüft und gebilligt hat, die BaFin Französisch jedoch nicht als „in internationalen Finanzkreisen gebräuchlich“ akzeptieren will. Sie wird zunächst die Möglichkeit einer grenzüberschreitenden Zusammenarbeit mit der luxemburgischen Aufsichtsbehörde gem. § 23 WpPG ausnutzen und eine einvernehmliche Lösung suchen. § 21 Abs. 4 Satz 1 WpPG gibt ihr allerdings auch in diesem Fall die Möglichkeit, das öffentliche Angebot zu untersagen. Korrespondierend sieht § 17 Abs. 3 WpPG a E vor, dass

²⁶ Nur in engen Ausnahmefällen, etwa wenn sich ein öffentliches Angebot ausschließlich an ausgewählte institutionelle Investoren richtet: vgl. Regierungsbegründung, BT-Drucks. 15/4999, 25, 37; ebenso: Kullmann/Sester, WM 2005, 1068, 1071. Kritisch Holzborn/Israel, ZIP 2005, 1668, 1673 (in diesem Fall schon keine Prospektspflicht).

²⁷ Dazu bereits oben unter II 1.b)cc) Andernfalls stellt sich die Frage, ob der Prospekt zusätzlich in Deutsch oder in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache (mit deutscher Zusammenfassung) erstellt werden kann (so der deutsche Gesetzeswortlaut) oder muss (so die Richtlinienvorgabe); dazu näher: Kullmann/Sester, WM 2005, 1068, 1071.

²⁸ Befürchtet werden Umgehungen, indem etwa ausländische Tochtergesellschaften als Emittenten zwischengeschaltet werden: DA/BDI, Stellungnahme zu dem Diskussionsentwurf eines Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes, a a O. (Fn. 9), S. 15 f.; ZKA, Stellungnahme zum Diskussionsentwurf vom Januar 2005 (abrufbar unter www.zentraler-kredit-ausschuss.de), S. 5 f.; zurückhaltender: Deutsche Bundesbank, Stellungnahme zum Regierungsentwurf vom 6.4.2005 (abrufbar unter www.bundestag.de/ausschuesse/archiv15/a07/protokolle/Anhoerungsprotokolle_13/Stellungnahmen), S. 4 („insbesondere wenn das öffentliche Angebot bzw. die Zulassung zum Handel nicht nur in Deutschland erfolgen soll“). Vgl. außerdem Ferran, Building an EU Securities Market, 2004, S. 203.

²⁹ Zur Inländerdiskriminierung vor allem Epiney, Umgekehrte Diskriminierungen, 1995, bes. S. 89-338; Fastenrath, JZ 1987, 170; König, AöR 1993, 591; a.A. (teils de lege ferenda): Behrens, EuR 1992, 145, 160 ff.; Reich, EuZW 1991, 203, 204 f.; Bleckmann, RIW 1985, 917.

³⁰ So Glomb-Schmidt/von Rintelen auf einem Workshop der BaFin unter dem Titel „Ausgewählte Rechtsfragen und neue Tendenzen in der Verwaltungspraxis“, S. 21 des Foliensatzes (abrufbar unter http://www.ba-fin.de/verkaufsprospekte/workshop_wppg_recht.pdf).

³¹ Glomb-Schmidt/von Rintelen, a a O. (Fn. 30), S. 22.

³² Näher zur Untersagungsbefugnis: Groß, a a O. (Fn. 21), § 21 WpPG Rdn. 7.

die Gültigkeit im Herkunftsstaat gebilligter Prospekte davon abhängt, ob „die Sprache des Prospekts die Anforderungen des § 19 Abs. 4 und 5 erfüllt“. Der Untersagungsbefugnis fehlt insoweit allerdings jede gemeinschaftsrechtliche Grundlage. Denn Art. 17 Abs. 1 ProspRL macht die gemeinschaftsweite Geltung gebilligter Prospekte ausschließlich von der ordnungsgemäßen Notifizierung der Behörde im Aufnahmestaat gem. Art. 18 ProspRL abhängig.³³ Bei Verstößen sieht Art. 23 ProspRL hingegen ein zweistufiges Verfahren von Vorsichtsmaßnahmen vor, das sich durch gegenseitige Information und Kooperation der beiden Aufsichtsbehörden und vor allem durch vorrangige Eingriffsbefugnisse der Behörde im Herkunftsstaat auszeichnet. Soweit die deutschen Regeln dieses Rangverhältnis aushebeln, verstoßen sie gegen die Richtlinienvorgabe. Bei gemeinschaftsrechtskonformer Auslegung beschränkt sich die Eingriffsmöglichkeit der BaFin deshalb auf Vorsichtsmaßnahmen nach Maßgabe des § 24 WpPG.³⁴

C. Sprachenregelung und Anlegerschutz

I. Praktische Probleme der Rechtsverfolgung

Die Übersetzung des Emissionsprospekts ist also jedenfalls dann nicht mehr zwingend erforderlich, wenn ein Wertpapier in anderen Mitgliedstaaten als dem Herkunftsmitgliedstaat öffentlich angeboten oder dort die Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt beantragt wird. Der Prospekt kann stattdessen entweder in einer von der zuständigen Behörde des Aufnahmemitgliedstaates anerkannten oder in einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache erstellt werden. Dies kann allerdings zu praktischen Schwierigkeiten insbesondere für Kleinanleger führen, die folgender Beispielfall illustriert: Ein Emittent mit Sitz in Frankreich vertreibt ein Zertifikat an deutsche Kleinanleger; die Mindestbeteiligungssumme beträgt 1000 €.³⁵ Der Prospekt umfasst ca. 220 Seiten und ist zweiseitig in Englisch und Französisch verfasst. Teilweise ist der Prospekt auch ganzseitig in Französisch oder Englisch gehalten. In der 15-seitigen deutschsprachigen Zusammenfassung, die nur allgemeine Risikohinweise enthält, erfährt der Anleger unter anderem, dass er gezwungen sein kann, den Prospekt übersetzen zu lassen, dass für Rechtsstreitigkeiten französisches Recht Anwendung findet und ein Gerichtsstand in Paris besteht.

1. Unverständlichkeit und Aufwand der Rechtsverfolgung

Der beispielhafte Prospekt des französischen Emittenten richtet sich an deutsche Kleinanleger (Verbraucher).³⁶ Kaum ein Anleger wird in der Lage sein, den ausführlichen Prospekt inhaltlich zu erfassen. Um nachträglich beurteilen zu können, ob der Prospekt inhaltlich vollständig oder fehlerhaft ist, müssen geschädigte Anleger jedoch eine vollständige Übersetzung veranlassen. Im Falle eines Zivilprozesses vor einem deutschen Gericht müsste in der Klageschrift entsprechend zum Inhalt des Prospektes vorgetragen und dieser in Übersetzung für das deutsche Gericht vorgelegt werden.³⁷ Die Übersetzungskosten belaufen sich auf mindestens einen fünfstelligen Eurobetrag. Wenn die Gegenseite die Richtigkeit der Übersetzung bestreitet,

muss das Gericht eine eigene Übersetzung einholen. Zur Erinnerung: Die Mindestzeichnungssumme beträgt 1000 €.

2. Nachteilige Rechtswahl

Für Rechtsstreitigkeiten ist in dem Beispielsprospekt die Anwendung französischen Rechts vorgesehen. Nach der kostspieligen Übersetzung ist der Anspruchsinhaber aufgefordert, die Richtigkeit und Vollständigkeit des Prospektes unter Anwendung französischen Rechts zu prüfen. Dies wirft die Frage auf, ob die Rechtswahl unwirksam und zwingend deutsches Recht als dem Wohnsitzrecht des Verbrauchers anwendbar ist. Die Wirksamkeit der Rechtswahlklausel bestimmt sich allerdings nicht nach deutschem, sondern gemäß Artikel 31 Abs. 1 EGBGB nach dem Recht, das anzuwenden wäre, wenn der Vertrag oder die Bestimmung wirksam wäre. (Im Musterfall also nach französischem Recht.) Der Anleger muss zumindest eine Vorabprüfung nach französischem Recht vornehmen lassen. Er wird deshalb in Frankreich einen Rechtsanwalt mandattieren müssen, der sich mit ihm verständigen kann und zudem im Kapitalanlagenrecht versiert ist – ein aufwendiges Unterfangen. Der Anwendung französischen Rechts könnten jedoch Art. 6 bzw. Art. 34 EGBGB generell entgegen stehen. Ein international zwingender Charakter wird der Prospekthaftung allerdings überwiegend abgesprochen, wenn auch mit unterschiedlicher Begründung.^{37a} Die Rechtswahl könnte indes nach Artikel 29 Abs. 1 EGBGB unwirksam sein, wenn sie dazu führt, dass dem Anleger der durch zwingende Bestimmungen des deutschen Rechts gewährte Schutz entzogen wird. Zu diesen Bestimmungen gehören alle nicht abdingbaren Vorschriften, die geeignet und dazu bestimmt sind, einem Vertragspartner Schutz gegenüber dem Anderen zu gewähren.³⁸ Artikel 29 Abs. 1 EGBGB gilt indes nur für Verträge über die Lieferung beweglicher Sachen oder die Erbringung von Dienstleistungen, nicht jedoch für die Lieferung von Wertpapieren.³⁹ Selbst wenn man die Ansicht vertritt, dass der Emittent auch Dienstleistungen (Beratung, Vermögensanlage) erbringt,⁴⁰ würden diese Dienstleistungen möglicherweise in einem anderen Staate erbracht werden, als der, in dem der Verbraucher seinen gewöhnlichen Aufenthalt hat. Die Anwendung französischen Rechts führt im Übrigen nicht dazu, dass zwingende Verbrau-

³³ Zum sog. Europäischen Pass vgl. bereits unter II.1 a)

³⁴ Groß, a.a.O. (Fn 21), § 24 WpPG Rdn. 1 f.

³⁵ Der Beispielfall ist nicht fiktiv, sondern aktuell am Markt. Es handelt sich um eine Gesellschaft in der Rechtsform der SA.

³⁶ Zur Qualifikation (bestimmter) Kapitalanleger als Verbraucher vgl. nur Armbrüster, ZIP 2006, 406; Wagner, BKR 2003, 649.

³⁷ Zum notwendigen Inhalt eines Schriftsatzes bzw. einer Klageschrift: Zöller, Zivilprozessordnung, 25. Aufl. 2005, § 130 Rdn. 2 (Ein substantieller Sachvortrag ist erforderlich: „dem Gericht ist es nicht zumutbar, sich ‚das Passende‘ aus den umfangreichen Anlagen selbst herauszusuchen“).

^{37a} Näher: Kuntz, WM 2007, 432, 438 f.; Floer, Internationale Reichweite der Prospekthaftung, 2002, S. 135; Schneider, Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und Internationales Privatrecht, 1998, S. 254; Mankowski, in: Reithmann/Martiny, Internationales Vertragsrecht, 6. Aufl. 2004, Rdn. 1301; a. A. Kiel, Internationales Kapitalanlegerschutzrecht, 1994, S. 245 f.

³⁸ MünchKomm/Martiny, BGB, 4. Aufl. 2006, Art. 29 EGBGB Rdn. 2: Verbraucherschutz in der anderen Rechtsordnung kann auch schwächer ausgestaltet sein.

³⁹ BGHZ 123, 380, 387 = WM 1994, 14 = WuB IV E. Art. 29 EGBGB 1 94 Thode = NJW 1994, 262; anders jedoch für frühere Börsentermingeschäfte OLG Düsseldorf IPR Z 1995 Nr. 145 = IPrax 1997, 115; keine Analogie: BGHZ 135, 124. Vgl. außerdem die enge Auslegung in BGH WM 2006, 373, 374 (keine Anwendung auf Verbraucherkredite).

⁴⁰ BGH WM 2005, 423; MünchKomm/Martiny, a.a.O. (Fn 38), Art. 29 EGBGB Rdn. 18; Soergel/von Hoffmann, BGB, 12. Aufl. 1996, Art. 29 EGBGB Rdn. 26 (zu örtlichen Bank- und Brokerdienstleistungen).

cherschutzvorschriften ausgeschaltet werden⁴¹. Denn auch französisches Recht gewährt dem Anleger grundsätzlich Prospekthaftungsansprüche bei Wertpapierkäufen. Nach herrschender Meinung erfolgt keine starre Anknüpfung an den Aufenthaltsstaat; die Rechtswahl ist nicht unwirksam. Vielmehr bestimmt das Recht im Aufenthaltsstaat des Verbrauchers nur das Minimum an zu gewährendem Schutz⁴². Der Verbraucher bleibt allerdings mit der Ermittlung des ihm möglicherweise unbekanntes (französischen) Rechts belastet⁴³. In jedem Fall drohen dem (Klein-)Anleger schwierige Rechtsfragen mit unverhältnismäßigem Aufwand.

3. Nachteilige Gerichtsstandsvereinbarung

Soweit die materiellrechtliche Prüfung (bei Anwendbarkeit deutschen oder französischen Rechts) ergibt, dass die Risikohinweise nicht dem geltenden Prospektrecht entsprechen, ist der Weg frei für eine entsprechende Prospekthaftungsklage. Allerdings findet der Anleger in dem Prospekt eine Gerichtsstandsklausel, wonach die Gerichte des Bezirks Paris für Rechtsstreitigkeiten zuständig sind. Eine Vereinbarung über den Gerichtsstand ist nach Artikel 17 EUGVVO grundsätzlich möglich⁴⁴, aber nur wirksam, wenn sie nach Entstehen der Streitigkeit getroffen wird oder dem Verbraucher die Befugnis einräumt, andere als die Verbrauchergerichtsstände anzurufen (wenn sie die Klagemöglichkeiten des Verbrauchers erweitert). Beides ist im Beispielsfall nicht der Fall. Die Zuständigkeit bestimmt sich daher nach Artikel 15 f. EUGVVO, die eine Klageerhebung im Hoheitsgebiet des Wohnsitzes des Verbrauchers erlauben, sofern die Tätigkeit des Vertragspartners auf den Mitgliedstaat des Verbrauchers ausgerichtet ist. Hiervon ist auszugehen, da der Beispielsprospekt zur Verwendung in Deutschland bei der BaFin notifiziert wurde⁴⁵.

In der Praxis werden die Umstände, die zu einem inländischen Gerichtsstand und Anwendung deutschen Rechts führen, erfahrungsgemäß vehement bestritten. Dabei wird in Abrede gestellt, dass der Anleger Verbraucher ist oder dass die Tätigkeit des Anbieters auf den inländischen Markt ausgerichtet ist. Auch bei den Gerichten ist eine starke Tendenz vorhanden, ihre Zuständigkeit zu verneinen⁴⁶. Selbst wenn der Anleger im Musterfall eine deutsche Gerichtsbarkeit begründen kann, ist der Rechtsstreit nach französischem Recht zu entscheiden. Ungelöst bleibt auch das Problem der Übersetzung des Prospektes. Wenn die Beklagte die Richtigkeit der Übersetzung bestreitet, muss sogar ein bei Gericht vereidigter Übersetzer beauftragt werden⁴⁷.

4. Rechtsvielfalt bei der Prospekthaftung

Der Emittent im EWR kann einen einheitlichen Prospekt in jedem Mitgliedstaat verwenden, ohne dass die mitgliedstaatlichen Regelungen zur Haftung von Prospektherausgebern, Garanten und anderen Verantwortlichen harmonisiert wären. Die Prospekttrichlinie sieht in ihrem Artikel 6 lediglich vor, dass zumindest bestimmte Prospektverantwortliche nach den mitgliedstaatlichen Rechten haften müssen. Indes divergieren die mitgliedstaatlichen Regeln zu Anspruchsumfang, Kausalität, Ausschlussfristen und Verjährung. Nach deutschem Recht haften die Verantwortlichen nach den Grundsätzen der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung und nach den entsprechenden Vorschriften des

Wertpapierprospektgesetzes, des Verkaufsprospektgesetzes und des Börsengesetzes. Der Erwerber der Wertpapiere kann die Übernahme der Wertpapiere gegen Erstattung des Erwerbspreises, soweit dieser den ersten Ausgabepreis der Wertpapiere nicht überschreitet, verlangen, sofern das Erwerbsgeschäft nach Veröffentlichung des Prospektes und innerhalb von sechs Monaten nach erstmaliger Einführung der Wertpapiere abgeschlossen wurde. Ansprüche verjähren innerhalb eines Jahres seit dem Zeitpunkt, zu dem der Erwerber von der Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit der Prospektangaben Kenntnis erlangt hat, spätestens jedoch in drei Jahren seit der Veröffentlichung des Prospektes. In den anderen Mitgliedstaaten gelten völlig andere Regelungen: In Dänemark bestehen beispielsweise keine Spezialvorschriften zur Prospekthaftung. Der Erwerb aufgrund eines fehlerhaften Prospektes genügt noch nicht für eine Haftung bzw. Rückabwicklung, erforderlich ist ein schuldhaftes Handeln⁴⁸. Auch in Frankreich bestehen keine spezialgesetzlichen Anspruchsgrundlagen, sondern gelten die allgemeinen vertraglichen oder deliktischen Haftungsregeln. Nicht in allen Mitgliedstaaten kann gegen die Gesellschaft (Emittent) vorgegangen werden (Prinzip der Kapitalerhaltung; Gläubigerschutz, z.B. in Schweden). In Portugal beispielsweise besteht eine ausdrückliche, gesetzlich geregelte Haftung der Organmitglieder sowie der Wirtschaftsprüfer gegenüber den Anlegern⁴⁹; ganz anders in Griechenland, wo die im Prospekt erwähnten Geschäftsführer, Berater und Wirtschaftsprüfer nicht persönlich haften. In Portugal verjähren Prospekthaftungsansprüche bereits innerhalb von 6 Monaten nach Kenntnis. Teilweise gibt es in den Mitgliedstaaten eine Art Muster-(Popular-)klage, in anderen nicht⁵⁰. Die Erstattung von Anwalts- und Gerichtskosten im Falle eines Gerichtsurteils ist ebenfalls unterschiedlich geregelt⁵¹. Auch die Möglichkeit einer rangwahrenden Sicherung von Schadensersatzansprüchen im Wege des Arrestes (§§ 917 ff. ZPO) besteht zwar in Deutschland, aber in kaum einem anderen Mitgliedstaat⁵².

II. Effektivität des Anleger- bzw. Verbraucherschutzes

Die Einführung des Europäischen Passes und die neue Sprachregelung macht es demnach (Klein-)Anle-

⁴¹ Sog. Günstigkeitsprinzip, vgl. dazu etwa MünchKomm/Martiny, a.a.O. (Fn. 38), Art. 29 EGBGB Rdn. 59-61. Den Maßstab liefert die Rechtsordnung, welche aufgrund objektiver Anknüpfung gelten würde. Sie setzt sich freilich nur durch, wenn sie den Verbraucher besser schützt.

⁴² MünchKomm/Martiny, a.a.O. (Fn. 38), Art. 29 EGBGB Rdn. 59.

⁴³ In diese Richtung wohl MünchKomm/Martiny, a.a.O. (Fn. 38), Art. 29 EGBGB Rdn. 60.

⁴⁴ Verordnung (EG) Nr. 44/2001 des Rates vom 22.12.2000 über die gerichtliche Zuständigkeit und die Anerkennung und Vollstreckung von Entscheidungen in Zivil- und Handelssachen. ABl. 2001 L 12/1.

⁴⁵ Art. 19 ProspRL, vgl. oben unter II.1.a.

⁴⁶ Vgl. Möslein, GPR 2004, 59, 63-65, bes. Fn. 70 f.

⁴⁷ Für ein gerichtlich einzuholendes Gutachten muss in der Regel der beweispflichtige Kläger die dafür erforderlichen Kosten als Vorschuss erbringen; siehe §§ 379, 402 ZPO.

⁴⁸ Krüger Andersen, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung in der EU, 2005, S. 401, 408.

⁴⁹ Böckel/Grünwald, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung in der EU, 2005, S. 897, 907.

⁵⁰ In Deutschland: Kapitalanlegermusterverfahrensgesetz, das aber auf bestimmte Anwendungsfälle beschränkt ist, näher etwa: Reuschle, WM 2004, 966; ders., NZG 2004, 590.

⁵¹ Nach deutschem Recht muss gem. § 91 ZPO die unterliegende Partei die Kosten des Rechtsstreits tragen.

⁵² In Großbritannien etwa kann nur mit einer Art einstweiliger Verfügung ein Vermögenswert blockiert, nicht jedoch rangwirkend gepfändet werden. Unter Umständen kann jedoch die deutsche Wirkung eines Arrestbefehls auch im Ausland anerkannt werden. Siehe hierzu Fohrer/Mattil, WM 2002, 840.

gern schwer, ihre Ansprüche geltend zu machen. Nach Artikel 3 Abs. 1 lit t) EGV ist der europäische Gesetzgeber beim Erlass von Richtlinien und Verordnungen (Sekundärrecht) gehalten, den Gedanken des Verbraucherschutzes zu berücksichtigen. Auch Artikel 153 EGV verpflichtet die Gemeinschaftsorgane, die Verbraucherschutzfordernisse in die Abwägung mit anderen betroffenen Belangen einzustellen und ausreichend zu berücksichtigen. Man mag sich fragen, ob eine solche Abwägung zwischen den Belangen von Verbrauchern (Anlegern) und Anbietern von Wertpapieren vor Erlass der Prospekttrichtlinie tatsächlich stattgefunden hat. Die Bürde der Übersetzung von Prospekten im Prozess hätte (wie bei Investmentfonds)⁵³ dem wirtschaftlich stärkeren Emittenten aufgegeben werden können, der umgekehrt davon profitiert, Kleinanleger in anderen Mitgliedstaaten ansprechen zu können. Allerdings steht kaum zu erwarten, dass der EuGH, der dem Richtliniengeber eine umfassende Einschätzungsprärogative zubilligt⁵⁴, die Prospekttrichtlinie auf dieser Grundlage für ungültig erklären wird.

Denkbar ist allerdings, dass der EuGH auf anderem Wege einige der drastischsten Praxisfolgen abmildert und effektivem Anlegerschutz damit ein Stück weit zur Geltung verhilft. Das entspräche der Rechtsprechung im AGB-Recht, wo der Gerichtshof bestimmte prozessuale Regelungen zu Gerichtsstandsklauseln und Ausschlussfristen mit der Begründung verworfen hat, dass sie dem Verbraucher die Rechtsverfolgung allzu schwer gemacht hätten⁵⁵. Allgemeiner kommt der Rechtsgedanke der Transparenz und Verständlichkeit in der AGB-Richtlinie deutlich zum Ausdruck⁵⁶. Demnach müssen Verträge in klarer und verständlicher Sprache abgefasst sein⁵⁷. Verbraucher müssen die Möglichkeit haben, von allen Vertragsklauseln Kenntnis zu nehmen. Diese Regeln finden für Wertpapierprospekte zwar nicht unmittelbar Anwendung, bringen aber immerhin den Grundgedanken zum Ausdruck, dass

Verbraucher gemeinschaftsrechtlich vor nicht verständlichen Vereinbarungen geschützt werden

D. Zusammenfassung

Die Prospekttrichtlinie erleichtert für Anbieter die europaweite Verwendung eines einheitlichen Prospektes. Dies kann jedoch den Anlegerschutz erheblich einschränken. Das Erfordernis der Übersetzung von Prospekten durch den Anleger und der mögliche Verweis auf eine ausländische Rechtsordnung erschwert die Rechtsverfolgung in bedenklichem Maße. Der Gesichtspunkt des Verbraucherschutzes hätte nahe gelegt, dass Prospekte zumindest im Rahmen von Rechtsstreitigkeiten auf Kosten des Emittenten in die Sprache des Aufnahmestaates übersetzt werden müssen und Gerichtsstand und Rechtsvorschriften des Verbraucherwohnsitzes Anwendung finden. Insofern findet der Verbraucherschutzgedanke in der Prospekttrichtlinie deutlich geringeren Niederschlag als in manch anderer Richtlinie. Kleinanleger müssen insofern befürchten, ihre Rechte in vielen Fällen nicht mehr mit verhältnismäßigem Aufwand durchsetzen zu können – es sei denn, der EuGH betont auch in diesem Zusammenhang die Effektivität des Verbraucherschutzes.

⁵³ Vgl. Art. 47 Abs. 2 der OGAW-Richtlinie (Fn. 2).

⁵⁴ Vgl. EuGH v. 22.5.1985, Rs. 13/83 – Parlament/Rat, Slg. 1985, 1513, Rdn. 49 sowie *Ukrow*, in: Callless/Ruffert, EG-Vertrag, 2. Aufl. 2002, Art. 3 Rdn. 3 f.; von *Bogandy*, in: Grabitz/Hilf, Das Recht der Europäischen Union, Loseblatt, Stand 12/2005, Art. 3 EGV Rdn. 4.

⁵⁵ EuGH v. 27.6.2000, verb. Rs. C-240/98 bis C-244/98 – *Océano Grupo*, Slg. 2000, I-4941 und EuGH v. 21.11.2002, Rs. C-473/00 – *Cofidis S.A.*, Slg. 2002, I-3193; ausführlicher zu diesen Urteilen etwa *Möslin*, GPR 2004, 59, bes. 60 f.

⁵⁶ Richtlinie 93/13/EWG des Rates vom 05.04.1993 über missbräuchliche Klauseln in Verbraucherverträgen, ABl. 1993 L 95/29.

⁵⁷ Das sprachliche Element gilt als zentraler Bestandteil der Verständlichkeit, aus dem ein Übersetzungserfordernis abgeleitet wird, vgl. *Reich*, in: Horn, Die neuen AGB-Banken, 1993, S. 40; *ders.*, NJW 1995, 1857, 1860 f.; *ders./Micklitz*, Europäisches Verbraucherschutzrecht, 4. Aufl. 2003, Rdn. 13 17.

Rechtsprechung

1. Die nach § 4 Abs. 1 Satz 5 Nr. 1 b) VerbrKrG erforderliche Gesamtbetragsangabe ist nicht nur unvollständig, sondern fehlt, wenn bei Kreditverträgen mit einer längeren Laufzeit als der zunächst vereinbarten Zinsbindungsfrist der Betrag nur den für die Zeit der Zinsfestschreibung zu erbringenden Teilbetrag ausweist.
2. Ein Verbraucher, der bei einem Anlagegeschäft ein Widerrufsrecht trotz ordnungsgemäßer Belehrung nicht ausübt, tut dies regelmäßig bewusst. Hierbei bezieht er normalerweise auch die wirtschaftlich damit eng verbundene Finanzierungsentscheidung in seine Überlegungen mit ein.
3. Der Gebührenstreitwert einer negativen Feststellungsklage über ein Darlehen ist nach dem vollen Wert der noch offenen Darlehensvaluta zu bemessen. Die nach dem Darlehensvertrag zu zahlenden Zinsen erhöhen den Streitwert der negativen Feststellungsklage nicht.

BGB § 246 n.F.
 HWiG § 1 Abs. 1
 VerbrKrG §§ 4, 6

O L G Brandenburg, Urteil vom 17. Januar 2007
 (3 U 228/05)* – rechtskräftig

Aus den Gründen

I

Die Klägerin begehrt die Rückabwicklung eines Darlehens, das ihr die Rechtsvorgängerin der Beklagten (fortan: Beklagte) zur Finanzierung der Beteiligung an einem Immobilienfonds gewährt hat, die Feststellung seines Nichtbestehens und die Feststellung des Nichtbestehens von Zinszahlungs- und Tilgungspflichten.

Die Klägerin, eine damals 30-jährige Krankenschwester und ihr früherer Mann, ein damals 31-jähriger Angestellter, wurden im Januar 1997 von einem Vermittler geworben, sich an einem in Form einer Kommanditgesellschaft betriebenen geschlossenen Immobilienfonds zu beteiligen. Sie unterzeichneten am 29.1.1997 einen Antrag auf Eintritt in eine KG mit einer Kommanditeinlage von 40 000,00 DM, die nach einer Gesprächsnotiz des Vermittlers gleichen Datums finanziert werden sollte. Nach einem undatierten Auftragsbeiblatt des Vermittlers übergaben sie diesem zwei letzte Einkommenssteuerbescheide sowie Kopien des Personalausweises. Den von der Rechtsvorgängerin der Beklagten am 13.2.1997 erstellten und unterschriebenen Darlehensvertrag unterzeichneten die Klägerin und ihr Ehemann, nachdem die KG ihre Beitrittserklärung am 14.2.1997 angenommen hatte, am 23.2.1997 zur Finanzierung ihres Beitritts, gemeinsam mit einem Legitimationsprüfungsbogen, da es sich um einen Erstkontakt zwischen den Kreditvertragsparteien handelte.

Der Darlehensvertrag führt einen Nennbetrag von 40 000,00 DM auf, eine Darlehenslaufzeit bis zum 30.3.2012, eine Zinsfestschreibung bis zum 30.3.2007 und einen Nominalzinssatz