

Sofern die Möglichkeit zur Abgabe von Kaufangeboten auf Anlegerseite bereits zu einem Zeitpunkt besteht, zu dem noch kein Preisrahmen genannt ist, liegt prospektrechtlich ein Angebot deshalb vor, weil den Anlegern eine Erwerbsmöglichkeit eröffnet worden ist (*Groß ZHR* 162 (1998), 325). Unerheblich ist in diesem Zusammenhang die Tatsache, dass Anleger ihre Angebote widerrufen können (vgl. *Groß ZHR* 162 (1998), 329).

**dd) Mitarbeiterbeteiligungsprogramme.** Gibt ein Unternehmen **Aktienoptionen** aus, ist im Hinblick auf das Vorliegen eines öffentlichen Angebots zu differenzieren. Häufig gewähren Unternehmen ihren Arbeitnehmern Optionen auf den Erwerb ihrer **Aktien**, die **erst nach Ablauf eines bestimmten Zeitraumes**, gegebenenfalls sogar erst mit Beendigung des Arbeitsverhältnisses **erworben werden**. Die Ausübungsphase der Optionen, der häufig eine so genannte „*vesting period*“ vorangeht, beträgt üblicher Weise zwischen ein und vier Jahren. Als „*Vesting*“ wird häufig das Bedingungsmerkmal (abhängig ua von Leistungen des Mitarbeiters, Unternehmenserfolg oder Zeiträumen) bezeichnet, von dem es abhängt, ob und wann die Optionen ausgeübt werden können. In der Regel sind die Optionen nicht übertragbar, sondern personenbezogen und damit an den Arbeitnehmer gebunden. Grundlage der Optionsausgabe ist häufig ein sog. „*Option confirming memorandum*“, in dem arbeitsrechtlich individuell die Anzahl und der Ausübungspreis der erwartenden Aktien bestimmt wird (vgl. *Kollmorgen/Feldhaus BB* 2007, 225). Handelt es sich um **nicht übertragbare Optionen**, die Arbeitnehmern gewährt werden, liegt zum Zeitpunkt ihres Erwerbs kein öffentliches Angebot dieser Optionen vor; zu dieser Auslegung gelangte bereits CESR, die auch von der BaFin geteilt wird (CESR/09-103, Frage 5, die auch von der ESMA fortgeführt werden, vgl. ESMA/2019/ESMA31-62-1258, Version 10 vom 27.7.2021, QA2.1).

In diesem Zusammenhang ist aber zu berücksichtigen, dass diese Auslegung nicht zwangsläufig zur Folge hat, den **Gesamtvorgang Optionserwerb/Aktien-erwerb** nicht als öffentliches Angebot zu bewerten (darauf weist auch die ESMA ESMA/2019/ESMA31-62-1258 Version 10 vom 27.7.2021, QA 4.1 hin, insbesondere für den Fall, dass nach Ansicht der zuständigen Behörde von einem Umgehungsstatbestand auszugehen ist). Es ist durchaus möglich und davon auszugehen, dass **im Zeitpunkt der Ausübung der Option ein öffentliches Angebot** von Wertpapieren gegeben ist, wenn die sonstigen Voraussetzungen hierfür vorliegen. Dh nicht der Optionserwerb, sondern die Ausübung der Option und damit der Wertpapiererwerb kann als ein öffentliches Angebot von Wertpapieren zu qualifizieren sein, was im Endeffekt lediglich zu einer zeitlichen Verschiebung des öffentlichen Angebotes führt (vgl. bereits CESR/09-103, Frage 5; *Kollmorgen/Feldhaus BB* 2007, 225). Die Prospektpflicht dürfte spätestens ab dem Zeitpunkt zu bejahen sein, an dem die Ausübung der Option und damit der Erwerb der Wertpapiere erstmals nach dem Bedingungsmerkmal möglich ist, um alle Optionen eines Programms einheitlich zu erfassen (vgl. auch allgemein → Rn. 138f.).

Bei der **Ausübung** der Option, die letzten Endes zum Aktienerwerb führt, ist zu unterscheiden, ob der Erwerb der Aktien **automatisch**, dh ohne weiteren Zwischenschritt und Entscheidungsvorgang des Anlegers erfolgt **oder ob der Optionsinhaber** zu einem späteren Zeitpunkt **noch entscheiden kann**, ob er die Aktien tatsächlich erwerben möchte oder nicht. Führt der Optionserwerb ohne weiteren Zwischenschritt in den Aktienerwerb, ist in Folge einer wertenden Gesamtschau der Optionserwerb wie ein vorgezogener Erwerb der später faktisch erst erhaltenen Aktien zu bewerten (vgl. → Rn. 130). In diesem Fall wird im Options-

angebot ein öffentliches Angebot von Wertpapieren gesehen. Wenn die Optionen vom Arbeitgeber ohne Gegenleistung gewährt werden, sog. „*Free offers*“, sind sie ESMA/2019/ESMA31-62-1258 Version 10 vom 27.7.2021 QA 4.2 (ähnlich schon CESR/09-103 Frage 6) zufolge prospektfrei möglich, da der Arbeitnehmer keine Entscheidung treffe und es demzufolge an der nach der Begriffsdefinition erforderlichen Entscheidungsmöglichkeit fehle. Können sich der Arbeitnehmer entscheiden, bestehe jedoch auch keine Prospektpflicht, da der Verkaufspreis unter 100.000 Euro liege. Zweifelhaft ist dabei, ob es sich bei der Gewährung dieser Optionen tatsächlich nicht um eine Gegenleistung für erbrachte Arbeit/Dienstleistungen handelt. Die ESMA weist auf einen demzufolge den zuständigen Behörden eingeräumten Beurteilungsspielraum hin.

**152 ee) Weitere Einzelfälle.** Eine **Umplatzierung** von Aktien kann dagegen ein öffentliches Angebot darstellen und prospektpflichtig sein (vgl. *Ponick* in Grunewald/Schlitt S. 223; *Schlitt/Schäfer* AG 2005, 500; *Fleischer* ZIP 2007, 1969ff.). Diese Möglichkeit ist zudem auch von Art. 1 Abs. 4 Buchst. c und d erfasst. Als Umplatzierung, auch **Secondary (Public) Offering** genannt, bezeichnet man das Verkaufsangebot von bereits bestehenden Aktien. Der Emittent ist diesen Fällen naturgemäß derselbe, als Anbieter tritt jedoch häufig der Altaktionär hinzu, der notwendigerweise der tatsächliche Veräußerer der Aktien ist. Sie stellt keine Kapitalbeschaffungsmaßnahme iSd §§ 182ff. AktG dar, sondern vielmehr einen neuen eigenständigen Veräußerungsstatbestand von Wertpapieren (vgl. näher *Fleischer* ZIP 2007, 1969ff.; auch → § 3 Rn. 69). Zum kostenlosen Erwerb von Aktien im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen (so genannte „*Free offers*“) → Rn. 151.

**153** Vom Vorliegen eines prospektrechtlichen Angebots wird auch in den Fällen eines sog. **scheme of arrangement** nach den Vorgaben von Sect. 895 seq. des UK Companies Act 2006 auszugehen sein (vgl. zu einer wohl abweichenden rechtlichen Bewertung der FSA, list! N<sup>o</sup>. 10 vom Juni 2005 S. 4f.). Grundsätzlich besteht ein *scheme of arrangement* darin, dass Anteile der Gesellschaftsinhaber der Gesellschaft A zunächst von der ausgebenden Gesellschaft A eingezogen werden. Im Anschluss daran erfolgt eine Kapitalerhöhung unter Ausgabe neuer Anteile, die vollständig von einer weiteren Gesellschaft B übernommen werden. Die Anteile dieser weiteren Gesellschaft B werden danach an die (ehemaligen) Gesellschaftsinhaber der Gesellschaft A ausgegeben. Da über dieses sog. *scheme of arrangement* zuvor in einer Gesellschafterversammlung der Gesellschaft A beschlossen wird, wird den Anteilsinhabern der Gesellschaft eine Entscheidungsmöglichkeit eingeräumt, die es rechtfertigt, diese Transaktionsstruktur als öffentliches Angebot iSv Buchst. d zu qualifizieren. Dies gilt umso mehr, als die Anteilsinhaber der Gesellschaft A nach Abschluss der Transaktion Anteile der Gesellschaft B besitzen. Daran ändert auch die Tatsache nichts, dass die in der Gesellschafterversammlung getroffene Entscheidung auch für die Anteilsinhaber bindend ist, die nicht zugestimmt haben. Vgl. zur möglichen Anwendbarkeit von Art. 1 Abs. 4 Buchst. f und Abs. 5 Buchst. e die Erläuterung bei Art. 1 Abs. 5, → Art. 1 Rn. 90 und → Rn. 207.

**154** Eine konkrete Erwerbsmöglichkeit ist beispielsweise dann gegeben, wenn dem potenziellen Anleger ein **Zeichnungsschein** in Papierform oder elektronischer Form etwa über das Internet oder andere Medien zugänglich gemacht wird, bei dem er lediglich die Anzahl der zu erwerbenden Wertpapiere unter Angabe einer Bankverbindung oder gegen Zahlung per Rechnung bestellen kann.

**155** **Kein Angebot** im prospektrechtlichen Sinn liegt allerdings vor, wenn dem Anleger gar **keine Entscheidungsmöglichkeit** eingeräumt wird, weil die betreffen-

den Wertpapiere beispielsweise zugeteilt werden (vgl. schon CESR/09-103, Frage 6, ferner ESMA/2019/ESMA31-62-1258 Version 10 vom 27.7.2021, QA 4.2 → Rn. 131).

Ebenso sind **Tombstones**, dh Anzeigen über erfolgreich abgeschlossene Platzierungen, die nach Ende der Platzierung veröffentlicht werden, nicht als Angebot einzuordnen (vgl. zur alten Rechtslage *Ritz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 1 Rn. 63; *Schäfer* ZIP 1991, 1560; *Kullmann/Müller-Deku WM* 1996, 1991. Ferner auch *Groß*, 7. Aufl., WpPG § 2 Rn. 18). Denn bei Veröffentlichung dieser Anzeigen ist die Emission bereits platziert. 156

Auch **redaktionelle Beiträge** in Printmedien, Rundfunk, Fernsehen oder anderen Medien sind nicht als Angebot anzusehen, sofern in diesen Veröffentlichungen keine Details zu Erwerbsmöglichkeiten wie etwa Kontaktadressen etc enthalten sind. Allein aufgrund solcher Beiträge ist es nämlich nicht möglich, über den Kauf der Wertpapiere zu entscheiden. Man wird den Wortlaut solcher Beiträge, die oftmals auf **ermittentenseitig verfasste Pressemitteilungen** zurückgehen, allerdings vor dem Hintergrund weiterer öffentlichkeitswirksamer Maßnahmen des Emittenten genau prüfen müssen. Denn es ist denkbar, dass bei einer Gesamtbetrachtung aller Veröffentlichungen sämtliche Merkmale eines öffentlichen Angebots erfüllt sind. Fraglich ist dann lediglich, wer als der eigentlich Verantwortliche zur Prospekterstellung verpflichtet ist. Diese Aspekte werden insbesondere bei in den Freiverkehr einbezogenen Wertpapieren relevant (vgl. dazu → Rn. 161 ff.). Vgl. zum Begriff des zur Prospekterstellung verpflichteten Anbieters auch → Rn. 196 ff. und → Rn. 207 ff.). 157

#### **Überblicksartig zusammengefasst sind prospektpflichtig Angebote**

- auf noch nicht existierende oder noch auszugebende Wertpapiere, vgl. → Rn. 141 (Kommanditanteile) 158
- die unter einer auflösenden oder aufschiebenden Bedingung stehen, → Rn. 140, → Rn. 142
- zum Abschluss eines befristeten Vertrages, der Anleger nach Fristablauf aus dem Vertrag berechtigt und verpflichtet (→ 1. Aufl. 2009 § 2 Rn. 135, *Ritz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 1 Rn. 32)
- zum Abschluss eines widerruflichen Vorvertrages, da auch dieser letztlich auf die Veräußerung von Wertpapieren zielt und der Anleger vertraglich gebunden wird, wenn er nicht widerruft (*Ritz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 1 Rn. 28)
- auf Abschluss eines unwiderruflichen Vorvertrags auf Erwerb von Wertpapieren (*Ritz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 1 Rn. 28)
- auf Abschluss eines Darlehensvertrags, die den Darlehensnehmer (den Anleger) berechtigt, den geliehenen Betrag entweder in Geld oder in Wertpapieren auszugleichen (*Ritz* in Assmann/Lenz/Ritz VerkProspG § 1 Rn. 28) oder andere Strukturen mit Ersetzungsbefugnis (*Schnorbus* in FK-WpPG, 2. Aufl., WpPG § 2 Rn. 45)

**h) Mitteilungen aufgrund des Handels.** Ergänzend zu der Begriffsdefinition in Buchstabe d heranzuziehen sind die Erläuterungen in Erwägungsgrund 14, die folgendes ausführen: 159

*„Die bloße Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem MTF oder die Veröffentlichung von Geld- und Briefkursen ist nicht per se als öffentliches Angebot von Wertpapieren zu betrachten und unterliegt daher nicht der Pflicht zur Erstellung eines Prospekts gemäß dieser Verordnung. Ein Prospekt sollte nur dann verlangt werden, wenn diese Tätigkeiten mit*

einer Mitteilung einhergehen, die ein „öffentliches Angebot von Wertpapieren“ gemäß dieser Verordnung darstellt, (...).“

160 Diese Erläuterungen lassen zwei Schlussfolgerungen zu:

(1) Es wird verdeutlicht, dass **allein die Zulassung** von Wertpapieren zum Handel **an einem MTF oder die Veröffentlichung von Geld- und Briefkursen** nicht als prospektpflichtiges Angebot anzusehen ist.

(2) Nicht ausdrücklich geregelt ist die Frage, ob Pflichtveröffentlichungen (dies verneinend zur Rechtslage unter § 2 Nr. 4 WpPG *Schnorbus* in FK-WpPG, 2. Aufl., WpPG § 2 Rn. 57 unter Benennung von Stabilisierungsmaßnahmen nach der DelVO EG Nr. 2273/2003) oder aber die Veröffentlichung einer Ad hoc-Meldung, (ebenso *Groß* 8. Aufl., zur EU-ProspektVO bei WpPG § 2 Rn. 19 unter Nennung von Mitteilungen nach § 49 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG) zum Vorliegen eines öffentlichen Angebots führen können. Da es anders als in § 2 Nr. 4 aE WpPG 2005 in der EU-ProspektVO keine klarstellenden Erläuterungen (dazu → 1. Aufl. 2009 § 2 Rn. 153) gibt, denen zufolge „Mitteilungen aufgrund des Handels von Wertpapieren an einem organisierten Markt oder im Freiverkehr kein öffentliches Angebot“ darstellten, kann man dies im Einzelfall nur anhand der Definition in Buchstabe d beurteilen, vgl. → Rn. 162.

161 Mit der erstgenannten Klarstellung in Erwägungsgrund 14 findet die in Deutschland bereits seit der Umsetzung der ProspektRL in deutsches Recht gängige Praxis auch in der EU-ProspektVO ihren Niederschlag. So wies bereits die Begr. des RegE zum ProspRLUmG ausdrücklich darauf hin, dass die **reine Einbeziehung von Wertpapieren in den Freiverkehr nicht** in den Anwendungsbereich des Gesetzes falle (Begr. RegE ProspRLUmG, BT-Drs. 15/4999, 25). Dies wird unter Hinweis auf Erwägungsgrund 14 der EU-ProspektVO auch in der Begr. des RegE des EU-ProspektAusG nochmals betont (BT-Drs. 19/8005, 44). Bei den an den verschiedenen deutschen Regionalbörsen betriebenen Freiverkehrsegmenten handelt es sich in der Regel um multilaterale Handelssysteme iSv Buchstabe u iVm Art. 4 Abs. 1 Nr. 22 der FinanzmarktRL II (→ Rn. 317f.). Zum Freiverkehr zählen beispielsweise die bei den verschiedenen Börsen eingerichteten Handelsegmente wie zB Open Market sowie dessen Teilbereiche Quotation Board, Basic Board und Scale der Frankfurter Wertpapierbörse (vgl. § 1, §§ 10f. und §§ 16f. der AGB für den Freiverkehr an der FWB, Stand 9.12.2019), siehe auch *Leuering Der Konzern* 2006, 7.

162 Demzufolge müssen, hinausgehend über die bloße Mitteilung der Tatsache (*Schnorbus* in FK-WpPG, 2. Aufl., WpPG § 2 Rn. 57, *Groß*, 8. Aufl., WpPG § 2 Rn. 19), dass ein Wertpapier an einem bestimmten Marktsegment in den Handel einbezogen ist, noch weitere Merkmale entsprechend der Definition in Buchstabe d hinzukommen, damit man vom Vorliegen eines öffentlichen Angebots ausgehen kann, insbesondere also Hinweise auf die (konkrete) Erwerbsmöglichkeit, oder aber Informationen, die den für das Vorliegen eines öffentlichen Angebots erforderlichen Konkretisierungsgrad aufweisen. Schließlich ist auch zu berücksichtigen, in welchem Kontext diese „Tatsachenmitteilung“ erfolgt, konkret, ob zusätzlich dazu noch als werblich einzustufende Informationen veröffentlicht werden. Dies wird man stets im Einzelfall anhand der konkreten Umstände entscheiden müssen.

163 Die hier (→ Rn. 161) aufgeworfene Frage wurde bereits zur Rechtslage nach dem VerkProspG 1991 sowie zu der nach dem WpPG 2005 diskutiert und festgehalten, ein öffentliches Angebot sei nur dann zu verneinen, wenn allgemein gehaltene Informationen über den Emittenten verbreitet werden. Dementsprechend

stellte die Begr. des RegE zum ProspRLUMsG, BT-Drs. 15/4999, 28 auch fest, dass bei *konkreten* (Hervorhebung d. Verf.) Werbemaßnahmen ein öffentliches Angebot stattfindet. Ferner ging man davon aus, der bloße sachliche Hinweis (ebenso *Schlitt/Schäfer* AG 2006, 151 f.) auf die Einbeziehung in den Freiverkehr und die Veröffentlichung reiner Emissionsdaten sei nicht als öffentliches Angebot zu bewerten; demzufolge enthielt die Begr. des RegE zum ProspRLUMsG (BT-Drs. 15/4999, 28) den Hinweis, die Definition des öffentlichen Angebots entspreche dem Begriffsverständnis nach dem VerkProspG aF. Die sich auf das Verkaufsprospektgesetz in der vor dem 1.7.2006 geltenden Fassung beziehende Ziff. I.2. lit. e der BAWe-Bekanntmachung v. 6.9.1999 führte aus, der bloße Hinweis auf die Einbeziehung in den Freiverkehr und die Veröffentlichung reiner Emissionsdaten sei nicht als öffentliches Angebot zu bewerten. Reine Emissionsdaten seien insoweit die Wertpapierkennnummer (WKN), der variable Mindestschluss, bei derivativen Wertpapieren das *Underlying* (Basiswert) und die kleinste handelbare Einheit.

Fraglich ist, ob im Hinblick auf in den Freiverkehr einbezogene Wertpapiere die **Wertpapierkennnummer**, bei der es sich um eine reine Emissionsangabe handelt, **genannt** werden darf, sofern dies **im Rahmen einer sachlichen Berichterstattung** erfolgt – also als „bloßer Hinweis“. Der Aspekt der Sachlichkeit ist hier der Entscheidende. Wenn nämlich in werbender Weise auf die Tatsache der Einbeziehung in den Freiverkehr unter gleichzeitiger Nennung von Emissionsdaten – also auch der Wertpapierkennnummer – hingewiesen wird, ist diese Werbung, also die an das Publikum gerichtete Mitteilung, so konkretisiert, dass ein Anleger dadurch in die Lage versetzt wird, über den Kauf der Wertpapiere zu entscheiden. Deshalb liegt dann ein öffentliches Angebot vor. Auch die **ESMA** (ESMA31-62-780, FAQ 30th Version April 2019, QA 74, weitergeltend nach den ESMA FAQ zur EU-ProspektVO, ESMA/2019/ESMA31-62-1258, Version 10, QA 2.1) hat im Hinblick auf einen an mehreren regulierten Märkten notierten Emittenten festgehalten, es führe nicht zwangsläufig zu einem öffentlichen Angebot, wenn dieser auf seiner eigenen Website zusammen mit Wertpapierkennnummern und sachlichen Informationen über sein Geschäft Sekundärmarktpreise seiner Wertpapiere veröffentlichte, die zuvor von den Börsen publiziert wurden. Es müsse eine Einzelfallbewertung erfolgen. Die **EU-Kommission** hat in Frage 4.5 der ESMA FAQ (ESMA31-62-1258, Version 10 vom 27.7.2021) diese Auffassung erneut bestätigt und unter ergänzendem Hinweis auf Erwägungsgrund 14 (vgl. schon → Rn. 159) ausgeführt, es liege kein öffentliches Angebot vor, wenn nicht noch eine zusätzliche Kommunikation erfolge, die ein öffentliches Angebot iSd der Definition des Art. 2 Buchstabe d darstellten oder zusätzliche Umstände hinzutreten, die zur Annahme eines öffentlichen Angebots führen könnten.

Besonders hervorzuheben ist, dass es **auf die konkreten Formulierungen** in den an die Öffentlichkeit gerichteten Mitteilungen **ankommt**. Generelle Aussagen dazu, wann noch kein öffentliches Angebot vorliegt und wann die Grenze dazu aufgrund des Inhalts bestimmter Mitteilungen überschritten wird, sind deshalb nicht möglich. Unternehmen, deren Wertpapiere in den Freiverkehr einbezogen sind und die keinen Prospekt nach der EU-ProspektVO erstellt haben, müssen sich deshalb bei jeglicher Kommunikation mit dem Markt äußerste Zurückhaltung aufzulegen, wollen sie das Entstehen einer Prospektspflicht vermeiden.

Die **BaFin** hat – noch vor Anwendbarkeit der EU-ProspektVO – mit einem **Auslegungsschreiben** vom 24.6.2013 (Gz. PRO 1-Wp 2030-202/0012, abrufbar auf der BaFin-Webseite, letzter Abruf 15.8.2022) konkretisiert, wie sie in ihrer Praxis bestimmte Aspekte in Bezug auf die in § 2 Nr. 4 WpPG 2005 enthaltene Er-

wählung der „Mitteilungen aufgrund des Handels“ versteht. Daran wird man sich bei der Beurteilung von Einzelfällen auch unter Geltung der EU-ProspektVO orientieren können, zumal dieses Schreiben auch immer noch auf der BaFin-Webseite abrufbar ist. Ausweislich des Titels dieses Schreibens bezieht es sich auf den **Begriff des öffentlichen Angebots im Rahmen des Sekundärmarkthandels** von Wertpapieren („Auslegungsschreiben zum Begriff des öffentlichen Angebots von Wertpapieren im Sinne des § 2 Nr. 4 WpPG im Rahmen des Sekundärmarkthandels von Wertpapieren“), befasst sich also mit der Frage, ob im Rahmen des Sekundärmarkthandels ein – prospektpflichtiges (!) – öffentliches Angebots vorliegen kann.

- 167 Werden Wertpapiere zunächst privatplatziert (vgl. → Rn. 98) und anschließend in den Freiverkehr einbezogen, liegt kein öffentliches Angebot vor, sofern über die Einbeziehung hinaus lediglich Mitteilungen erfolgen, die den für ein öffentliches Angebot erforderlichen Konkretisierungsgrad (vgl. → Rn. 123f.) nicht aufweisen.
- 168 Die **Stellung des Antrags auf Einbeziehung in den Freiverkehr** ist per se kein öffentliches Angebot, denn er eröffnet als solcher keine Erwerbsmöglichkeit (Groß, 8. Aufl., WpPG § 2 Rn. 20).
- 169 **Presseberichte** oder Äußerungen in einer **Pressekonferenz über die Einbeziehung** eines Wertpapiers durch den Emittenten **in den Freiverkehr** sind möglicherweise dann als öffentliches Angebot zu qualifizieren, wenn sie Informationen über den ersten Preis und die Ausstattung der Wertpapiere als Stamm- oder Vorzugsaktien in Verbindung mit publikumswirksamen und verkaufsfördernden Aussagen beinhalten, die den rein sachlichen Charakter der Pressemitteilung überlagern. Eine pauschale Betrachtungsweise verbietet sich aufgrund der zahlreichen Gestaltungsmöglichkeiten, weshalb jeweils im Einzelfall zu entscheiden ist, ob Publikationen des Emittenten soweit werbenden Charakter aufweisen, dass ein öffentliches Angebot zu bejahen ist.

### 5. Qualifizierter Anleger (Buchstabe e)

- 170 Die Definition des qualifizierten Anlegers verweist auf die in Anhang II Abschnitt 1 Nr. 1–4 der FinanzmarktRL II enthaltene und fand sich inhaltsgleich bereits in Art. 2 Abs. 1 Buchstabe e der ProspektRL, in der sie damals durch die ProspektRLÄndRL eingefügt wurde. Mit den damaligen Änderungen sollte ein Gleichlauf mit den Bestimmungen in Art. 4 Abs. 1 Nr. 11 der damals geltenden FinanzmarktRL I erreicht werden, um sog. Privatplatzierungen, also prospektfreie Angebote an qualifizierte Anleger (Art. 3 Abs. 2 Buchstabe a ProspektRL), zu vereinfachen. Es war beabsichtigt, die Kosten bei solchen Privatplatzierungen zu senken, indem die Firmen das Zielpublikum anhand ihrer eigenen Listen professioneller Kunden und geeigneter Gegenparteien bestimmen könnten. Der Emittent sollte sich auf die Liste der professionellen Kunden und geeigneten Gegenparteien, die gemäß Anhang II der FinanzmarktRL I erstellt wurde, verlassen können (vgl. Erwägungsgrund 7 der ProspektRLÄndRL).
- 171 Qualifizierte Anleger sind danach **alle professionellen Kunden iSd Anhangs I Abschnitt 1 Nr. 1–4 FinanzmarktRL II**, also solche, bei denen man davon ausgehen kann, dass sie über ausreichende Erfahrungen und Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um ihre Anlageentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken angemessen beurteilen zu können (so § 67 Abs. 2 S. 1 und 2 WpHG 2018, der Anhang II iVm Art. 4 Abs. 1 Nr. 10 der FinanzmarktRL II umsetzt). Es handelt sich dabei um

- (1) folgende von einem Mitgliedstaat oder Drittland zugelassene und beaufichtigte Rechtssubjekte:
  - a) Kreditinstitute;
  - b) Wertpapierfirmen;
  - c) sonstige zugelassene oder beaufichtigte Finanzinstitute;
  - d) Versicherungsgesellschaften;
  - e) Organismen für gemeinsame Anlagen und ihre Verwaltungsgesellschaften;
  - f) Pensionsfonds und ihre Verwaltungsgesellschaften;
  - g) Warenhändler und Warenderivate-Händler;
  - h) örtliche Anleger;
  - i) sonstige institutionelle Anleger.
- (2) Große Unternehmen, die auf Unternehmensebene zwei der nachfolgenden Anforderungen erfüllen:
  - Bilanzsumme: 20.000.000 EUR
  - Nettoumsatz: 40.000.000 EUR
  - Eigenmittel: 2.000.000 EUR
- (3) Nationale und regionale Regierungen, einschließlich Stellen der staatlichen Schuldenverwaltung auf nationaler oder regionaler Ebene, Zentralbanken, internationale und supranationale Einrichtungen wie die Weltbank, der IWF, die EZB, die EIB und andere vergleichbare internationale Organisationen.
- (4) Andere institutionelle Anleger, deren Haupttätigkeit in der Anlage in Finanzinstrumenten besteht, einschließlich Einrichtungen, die die wertpapiermäßige Verbriefung von Verbindlichkeiten und andere Finanzierungsgeschäfte betreiben.

Ferner fallen darunter solche **(Privat)kunden, die nach Anhang II Abschnitt 2 der FinanzmarktRL II auf Antrag** als professionelle Kunden behandelt werden (wollen). Maßgeblich ist insoweit die deutsche Umsetzungsnorm § 67 Abs. 5 und 6 WpHG 2018 iVm der WpDVerOV. 172

Ebenfalls als qualifizierte Anleger gelten solche **Unternehmen, die nach Art. 30 Abs. 2 der FinanzmarktRL II von den Mitgliedstaaten als geeignete Gegenparteien anerkannt** werden und keine Herabstufung nach Anhang II Abschnitt I Absatz 4 der FinanzmarktRL II beantragt haben. Vgl. dazu auch die deutsche Umsetzungsnorm § 67 Abs. 4 WpHG 2018. 173

Von Bedeutung ist im Zusammenhang mit der Einstufung als qualifizierter Anleger auch die in Buchstabe e für Wertpapierfirmen und Kreditinstitute angeordnete Verpflichtung, vorbehaltlich der Einwilligung des betreffenden Kunden dem Emittenten auf dessen Antrag die Einstufung ihrer Kunden mitzuteilen (wobei die einschlägigen datenschutzrechtlichen Bestimmungen zu beachten sind). In das WpPG wurde dieser **Auskunftsanspruch** durch das ProspRLÄndRL-UmsG in § 32 WpPG eingefügt, durch das 2. FiMaNoG angepasst und unverändert im WpPG 2019 beibehalten. Aufgehoben wurde die Norm mit Wirkung vom 9.8.2021 durch Art. 3 Nr. 3 des AnSSStG. 174

## 6. Kleine und mittlere Unternehmen – „KMU“ (Buchstabe f)

Die Definition der kleinen und mittleren Unternehmen – sog. „KMU“ – die mit Ziffer i wortlautgleich auch bereits in Art. 2 Abs. 1 Buchstabe f der ProspektRL enthalten war und bis zu den Änderungen durch die ProspektRLÄndRL durch Art. 2 Abs. 1 Buchstabe e Ziffer v sowie Abs. 3 ergänzt wurde, verweist in ihrer insofern neuen Ziffer ii auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 13 der FinanzmarktRL II. 175

- 176 **Ziffer i** wurde in § 2 Nr. 7 WpPG 2005 in deutsches Recht umgesetzt und durch § 27 WpPG 2005 ergänzt (Register nach Art. 2 Abs. 3 ProspektRL für die Eintragung natürlicher und juristischer Personen, die als qualifizierte Anleger angesehen werden möchten). Art. 2 Abs. 1 Buchstabe e Ziffer v und Abs. 3 wurden, um insoweit einen Gleichlauf mit der Definition des professionellen Kunden in Art. 4 Abs. 1 Nr. 11 iVm Anhang II der FinanzmarktRL I herbeizuführen, durch die ProspektRLÄndRL gestrichen, vgl. insoweit Erwägungsgrund 7 der ProspektRLÄndRL). Bedeutung hatte die Begrifflichkeit des KMU in der ProspektRL insbesondere für die Erreckung des Begriffs des „qualifizierten Anlegers“ auf Unternehmen, damit an diese gerichtete Angebote gemäß Art. 3 Abs. 2 Buchstabe a ProspektRL prospektfrei erfolgen konnten.
- 177 Der Begriff „kleine und mittlere Unternehmen“ ist in der EU-ProspektVO von Bedeutung für Art. 14 und Art. 15, dh die Möglichkeit, einen erleichterten inhaltlichen Anforderungen unterliegenden Prospekt für Sekundäremissionen (vgl. Art. 14 iVm Anhängen 3, 8, 12 und 16 der DelVO (EU) 2019/980) bzw. einen EU-Wachstumsprospekt (vgl. Art. 15 iVm Anhängen 23–27 der DelVO (EU) 2019/980) erstellen zu können.
- 178 Ziffer i definiert kleine und mittlere Unternehmen anhand von genau festgelegten Schwellenwerten. In **Aufbau und Systematik entspricht** die Definition in Ziffer i der Umschreibung der Größenklassen von kleinen und mittelgroßen Kapitalgesellschaften in **§ 267 Abs. 1 und 2 HGB**. In beiden Fällen müssen **mindestens zwei von drei geschriebenen Merkmalen** gegeben sein, die sich auf die **Beschäftigtenzahl**, die **Gesamtbilanzsumme** und den **Jahresnettoumsatz** beziehen. Die **Schwellenwerte sind nicht identisch**, sie bewegen sich jedoch in einer vergleichbaren Größenordnung: Weniger als 250 Beschäftigte im Jahresdurchschnitt des letzten Geschäftsjahres bei kleinen und mittleren Unternehmen iSv Buchstabe f, nicht mehr als 250 Arbeitnehmer im Jahresdurchschnitt für mittelgroße Kapitalgesellschaften iSv § 267 Abs. 2 HGB; eine Gesamtbilanzsumme von höchstens 43.000.000 Euro bei kleinen und mittleren Unternehmen iSv Buchstabe f, 20.000.000 Euro Bilanzsumme in Bezug auf mittelgroße Kapitalgesellschaften gemäß § 267 Abs. 2 HGB; ein Jahresnettoumsatz von höchstens 50.000.000 Euro bei kleinen und mittleren Unternehmen gemäß Buchstabe f, 40.000.000 Euro Umsatzerlöse in den letzten 12 Monaten bei mittelgroßen Kapitalgesellschaften gemäß § 267 Abs. 2 HGB.
- 179 Rechtsfolge für kleine und mittelgroße Kapitalgesellschaften gemäß § 267 Abs. 1 und 2 HGB sind Erleichterungen bei der Erstellung des Jahresabschlusses der Gesellschaft im Gegensatz zu großen Kapitalgesellschaften. Damit trägt der Gesetzgeber der Tatsache Rechnung, dass mit dem Aufstellen und der Prüfung von Jahresabschlüssen ein erheblicher personal- und kostenintensiver Aufwand und aufgrund der Publizitätspflicht das Risiko einer möglichen Preisgabe von Betriebsinterna verbunden ist, die lediglich großen Kapitalgesellschaften auferlegt werden sollen (vgl. MüKoHGB-Reiner § 267 Rn. 1). **Kleine und mittlere Unternehmen** gemäß Buchstabe f unterfallen insoweit dem **Schutzzweck der EU-ProspektVO**, als ein **Angebot von Wertpapieren an diese** grundsätzlich **nicht prospektfrei** erfolgen kann, da sie nicht als qualifizierte Anleger betrachtet werden und der Ausnahmetatbestand des Art. 1 Abs. 4 Buchstabe a keine Anwendung findet.
- 180 **Ziffer ii** verweist auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 13 der FinanzmarktRL II. Danach sind KMU solche Unternehmen,

*„(..) deren durchschnittliche Marktkapitalisierung auf der Grundlage der Notierungen zum Jahresende in den letzten drei Kalenderjahren weniger als 200 000 000 EUR betrug.“*