



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

„Aktienemissionen über das Internet – eine Gefährdung des Anlegerschutzes?“

Dissertation vorgelegt von Christoph Rodenhäuser

Erstgutachter: Prof. Dr. Carl-Heinz Witt

Zweitgutachter: Prof. Dr. Dres. h.c. Herbert Kronke

Juristische Fakultät

In der Arbeit „Aktienemissionen über das Internet – eine Gefährdung des Anlegerschutzes?“ wird untersucht, ob und ggf. inwieweit durch die Verwendung des Internets als Vertriebsmedium zur Durchführung einer Aktienemission Lücken im Anlegerschutz entstehen können. Durch Nutzung des Internets als Vertriebsweg eröffnen sich neue Geschäftsmodelle. So ist durch das Internet erst die Möglichkeit zum Fernabsatz von Finanzdienstleistungen geschaffen worden. Das Internet kann sowohl im Rahmen einer Fremd- als auch einer Eigenemission als Vertriebsweg für Wertpapiere genutzt werden. Bei einer Eigenemission schaltet der Emittent keinen Finanzintermediär ein. Es stellt sich die Frage, ob bei einer Fremdemission von Aktien unter Zuhilfenahme des Internets wie auch bei einer Eigenemission dasselbe Maß an Anlegerschutz gewährleistet wird wie bei einer „konventionellen“ Emission, bei welcher der Anleger Aktien in einer inländischen Bankfiliale zeichnet bzw. erwirbt. Da das Internet sich für grenzüberschreitende Transaktionen geradezu anbietet, sind bei der Beantwortung dieser Frage international-privatrechtliche, international-öffentlich-rechtliche wie auch international-zivilprozessrechtliche Aspekte besonders zu berücksichtigen.

Als Vergleichsmaßstab zur Beurteilung, ob beim Vertrieb von Aktien unter Zuhilfenahme des Internets Lücken im Anlegerschutz entstehen können, wurde die Emissionsform bzw. das Geschäftsmodell gewählt, welche augenscheinlich den höchsten Anlegerschutz gewährleistet. Gemeinhin denkt man hierbei an eine Emission von Aktien mit gleichzeitiger Börseneinführung unter Beteiligung von Banken. Der Anleger zeichnet bzw. erwirbt hier die Aktien bei einem inländischen Kreditinstitut ohne Zuhilfenahme von Fernkommunikationsmitteln, also in einer Bankfiliale.

Nach einer kurzen Erläuterung der Stellung der Banken im Emissionsprozess sowie dem Ablauf einer klassischen Emission wird im **1. Teil der Arbeit** untersucht, wie bei diesem Geschäftsmodell Anlegerschutz gewährleistet wird. Anlegerschutz wird durch Normen des Zivilrechts, des Gesellschaftsrechts wie auch des Kapitalmarktrechts gewährt. Der Fokus der Arbeit wurde auf kapitalmarktrechtlichen sowie zivilrechtlichen Anlegerschutz gelegt. Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz wird u.a. durch Vorschriften des WpHG, des KWG sowie des WpPG gewährleistet. Daher widmet sich die Arbeit eingangs der Fragestellung, wann Prospektspflichten nach WpPG bestehen sowie dem Umfang der durch §§ 31 ff. WpHG statuierten Informations- und Aufklärungspflichten.

Neben kapitalmarktrechtlichen Informations- und Aufklärungspflichten obliegen der Bank, von welcher der Anleger Aktien zeichnet bzw. erwirbt, zivilrechtliche Aufklärungs- und ggf. Beratungspflichten, die näher beleuchtet werden. Daneben bestehen bei der Verletzung von Vorschriften des WpPG spezialgesetzliche Prospekthaftungsansprüche gegen den Emittenten und andere Prospektverantwortliche, wie beispielsweise die Konsortialbanken. Schließlich wird dargestellt, wie die Einhaltung der Vorschriften des WpPG, WpHG sowie des KWG aufsichtsrechtlich überwacht wird und welche Maßnahmen die BaFin bei Zuwiderhandlungen ergreifen kann.

Der **2. Teil der Arbeit** widmet sich der Fragestellung, wie es um den Anlegerschutz bei einer Fremdemission unter Zuhilfenahme des Internets bestellt ist, insbesondere dann, wenn Aktien von einem ausländischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen unter Zuhilfenahme des Internets im Inland vertrieben werden. Zunächst wird der Frage des anwendbaren Wirtschaftskollisionsrechts, also ob deutsches Kapitalmarktrecht anwendbar ist, nachgegangen. Die Arbeit untersucht, wann eine Prospektpflicht nach WpPG besteht, wann ein ausländisches Wertpapierdienstleistungsunternehmen zur Einhaltung der durch §§ 31 ff.

WpHG statuierten Verhaltenspflichten gezwungen ist sowie unter welchen Voraussetzungen Vorschriften des KWG anwendbar sind.

Sofern das Wertpapierdienstleistungsunternehmen seine Hauptverwaltung in Deutschland hat ergeben sich hinsichtlich der Anwendbarkeit kapitalmarktrechtlicher Vorschriften keine Unterschiede zwischen dem Vertrieb über eine klassische Bankfiliale und dem Vertrieb mittels Internet. Hat das Wertpapierdienstleistungsunternehmen seine Hauptverwaltung dagegen im Ausland und bietet im Inland Aktien zur Zeichnung an, so hängt die Anwendbarkeit von Vorschriften des WpPG davon ab, ob ein öffentliches Angebot im Inland vorliegt. Dies ist dann der Fall, wenn Anleger im Inland zielgerichtet angesprochen werden. Die Arbeit untersucht, anhand welcher Kriterien sich beurteilt, ob ein Angebot auf das Inland ausgerichtet ist. Hier gilt das Marktortprinzip bzw. Ziellandkonzept. Sodann wird der Frage nachgegangen, wann das ausländische Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Vorschriften der §§ 31 ff. WpHG einhalten muss. Aufsichtsrechtliche Informations- und Aufklärungspflichten gemäß §§ 31 ff. WpHG bestehen bei einer Fremdemission, sofern das ausländische Wertpapierdienstleistungsunternehmen zumindest teilweise eine Wertpapierdienstleistung im Inland erbringt. Allerdings gilt dies wegen des in der MiFID festgeschriebenen Herkunftslandprinzips nur in Bezug auf Wertpapierdienstleistungsunternehmen aus Drittstaaten. Sofern ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen aus einem EWR-Staat einen Anleger mit gewöhnlichem Aufenthalt im Inland zielgerichtet anspricht, kommen anstelle der §§ 31 ff. WpHG die in Umsetzung der MiFID erlassenen Vorschriften des EWR-Staates zur Anwendung, in dem das Wertpapierdienstleistungsunternehmen seine Hauptverwaltung hat.

Schließlich wird beleuchtet, wann ein ausländisches Wertpapierdienstleistungsunternehmen, welches grenzüberschreitend im Inland tätig wird, dem Anwendungsbereich des KWG unterfällt und wann eine grenzüberschreitende Dienstleistungserbringung nach KWG erlaubnispflichtig sowie erlaubnisfähig ist. Im Rahmen der KWG-Vorschriften gilt das eingeschränkte Herkunftslandprinzip mit einer Restgeltung deutscher Vorschriften gemäß § 53b Abs. 2a KWG i.V.m. § 53b Abs. 3 S. 3 KWG, sofern der Anbieter seine Hauptverwaltung in einem EWR-Staat hat. Finanzdienstleistungs- und Kreditinstitute, die ihren Sitz bzw. ihre Hauptverwaltung außerhalb eines EWR-Staates haben, sind dagegen grundsätzlich nicht berechtigt, im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs im Inland tätig zu werden. Tun sie dies doch, so bestehen gleichwohl Prospektspflichten nach WpPG und es sind die Verhaltensregeln der §§ 31 ff. WpHG einzuhalten, obwohl ein solches Angebot nach dem KWG unzulässig ist. Schließlich wird der Frage nachgegangen, ob das in Art. 3 Abs. 1, 2 der E-Commerce-RL festgelegte Herkunftslandprinzip, welches durch § 3 Abs. 1, 2 TMG in deutsches Recht umgesetzt wurde, an dem gefunden Ergebnis etwas ändert. Dies ist nicht der Fall.

Sodann wird untersucht, welches Recht auf Ansprüche wegen Verletzung von zivilrechtlichen Aufklärungs- und Beratungspflichten sowie spezialgesetzlichen Prospekthaftungsansprüchen Anwendung findet. Hier wird eingangs das Verhältnis zwischen dem in der E-Commerce-RL verankerten Herkunftslandprinzip und dem IPR, insbesondere der Rom I-VO sowie Rom II-VO, thematisiert. Die Arbeit gelangt zum Ergebnis, dass es sich bei dem in Art. 3 Abs. 1, 2 der E-Commerce-RL niedergelegten Herkunftslandprinzip um ein sachrechtliches Prinzip handelt und nicht um eine kollisionsrechtliche Norm. Daher wird zu prüfen sein, ob das durch die Rom I-VO bzw. das durch die Rom II-VO zur Anwendung berufene Sachrecht eine im Vergleich zum Herkunftsstaat des Diensteanbieters den freien Dienstleistungsverkehr beschränkende Regelung enthält. Ist dies der Fall, so kommt das Recht des Herkunftslandes

zur Anwendung, falls das Recht des Gastlands – also deutsches Recht – strengere Anforderungen an den Diensteanbieter stellt.

Sodann werden die einzelnen Anspruchsgrundlagen, auf welche sich ein geschädigter Anleger stützen kann, kollisionsrechtlich qualifiziert und angeknüpft. Dies sind Ansprüche aus § 280 BGB, §§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 2, 311 Abs. 2 BGB, § 21 WpPG sowie § 823 BGB i.V.m. einem Schutzgesetz. Es wird untersucht, ob diese Ansprüche dem Anwendungsbereich der Rom I-VO, der Rom II-VO oder dem Gesellschaftsstatut unterfallen.

Vertragliche Schadensersatzansprüche im Bereich einer Fremdemission mit Auslandsbezug, sofern die situativen Voraussetzungen des Art. 6 Abs. 1 Rom I-VO gegeben sind, also ein auf das Inland zielendes Angebot bzw. eine auf das Inland ausgerichtete Tätigkeit vorliegt und keine Rechtswahlvereinbarung getroffen worden ist, richten sich nach deutschem Recht. Dies gilt unabhängig davon, ob das Emissionshaus seinen Sitz im Anwendungsbereich der E-Commerce-RL hat, da gemäß dem 6. Spgstr. des Anhangs I zu Art. 3 Abs. 3 E-Commerce-RL, umgesetzt in deutsches Recht durch § 3 Abs. 3 Nr. 2 TMG, der Bereich des vertraglichen Verbraucherschutzes vom in Art. 3 Abs. 1, 2 der E-Commerce-RL niedergelegten Herkunftslandprinzip, welches durch § 3 Abs. 1, 2 TMG in deutsches Recht umgesetzt worden ist, ausgenommen ist.

Wertpapierdienstleistungsunternehmen treffen in der Praxis meist eine Rechtswahlvereinbarung. Haben Wertpapierdienstleistungsunternehmen und Verbraucher eine solche Vereinbarung getroffen, so findet der Umfang der Rechtswahl in Art. 6 Abs. 2 S. 2 Rom I-VO seine Grenzen, allerdings nur dann, wenn der situative Anwendungsbereich des Art. 6 Rom I-VO eröffnet ist. Demnach darf dem Verbraucher durch eine Rechtswahl nicht der Schutz entzogen werden, der ihm durch diejenigen Bestimmungen gewährt wird, von denen nach dem Recht, das nach Art. 6 Abs. 1 Rom I-VO mangels einer Rechtswahl anzuwenden wäre, abgewichen werden darf. Dies sind u.a. Regelungen betreffend den Fernabsatz von Finanzdienstleistungen, betreffend AGB Klauseln, § 280 Abs. 1 BGB (pVV), §§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 2, 311 Abs. 2 BGB (culpa in contrahendo) sowie §§ 5, 6 TMG. Art. 6 Abs. 2 S. 2 Rom I-VO gelangt unabhängig davon, ob der Anbieter seinen Sitz in einem EU-Mitgliedstaat bzw. EWR-Staat oder Drittstaat hat zur Anwendung, da gemäß 6. Spgstr. des Anhangs I zu Art. 3 Abs. 3 ECRL der vertragliche Verbraucherschutz vom Anwendungsbereich des Herkunftslandprinzips ausgenommen ist. Gleiches gilt gemäß dem 5. Spgstr. des Anhangs I zu Art. 3 Abs. 3 E-Commerce-RL, umgesetzt in deutsches Recht durch § 3 Abs. 3 Nr. 1 TMG, für die Freiheit der Rechtswahl. Ist der Anwendungsbereich des Art. 6 Abs. 2 S. 2 Rom I-VO nicht eröffnet, so kommt grundsätzlich ein Rückgriff auf Art. 46b EGBGB in Betracht. Art. 46b EGBGB findet nur Anwendung, wenn der Vertrag aufgrund subjektiver Anknüpfung – also Rechtswahl – nicht dem Recht eines EWR-Staates unterliegt, obwohl er einen engsten Zusammenhang mit einem solchen Staat aufweist. In diesem Fall kommen die in Umsetzung der Richtlinie 2002/65/EG (Fernabsatz von Finanzdienstleistungen) erlassenen Vorschriften zur Anwendung. Da die situativen Anwendungsbereiche von Art. 6 Abs. 2 Rom I-VO und Art. 46b EGBGB im Wesentlichen deckungsgleich sind, dürfte eine Beschränkung der Rechtswahlfreiheit gemäß Art. 46b EGBGB bei einer Fremdemission eher die Ausnahme sein.

Liegen dagegen die situativen Voraussetzungen des Art. 6 Abs. 1 Rom I-VO nicht vor, weil es aufgrund objektiver und subjektiver Kriterien an einer Ausrichtung des Angebots bzw. der Tätigkeit des Wertpapierdienstleistungsunternehmens auf das Inland fehlt, und wurde keine Rechtswahlvereinbarung getroffen, so kommen keine deutschen Verbraucherschutzvorschriften zur Anwendung, auch nicht über Art. 46b EGBGB. Das

anzuwendende Recht bestimmt sich im Falle einer fehlenden Rechtswahl bei einer Fremdemission anhand von Art. 4 Abs. 1 lit. b) Rom I-VO. Da im Rahmen eines Vertrages über die Erbringung einer Wertpapierdienstleistung das Wertpapierdienstleistungsunternehmen regelmäßig die vertragscharakteristische Dienstleistung erbringt, ist das Recht des Landes, in dem das Unternehmen seine Hauptverwaltung hat, anzuwenden. Im Anwendungsbereich der E-Commerce-RL ergeben sich keine Änderungen an dem soeben gefundenen Ergebnis. In der Sache ist das in Art. 3 Abs. 1, 2 der E-Commerce-RL niedergelegte Herkunftslandprinzip ebenfalls durch Art. 4 Abs. 1 lit. b) Rom I-VO verwirklicht worden, da an den Sitz der Hauptverwaltung der Partei angeknüpft wird, welche die für den Vertrag charakteristische Leistung erbringt. Es kommt im Anwendungsbereich des Art. 4 Rom I-VO zu keiner Rechtszersplitterung zwischen EU-Mitgliedstaaten bzw. EWR-Staaten und Drittstaaten.

Wurde dagegen eine wirksame Rechtswahlvereinbarung getroffen und liegen die situativen Voraussetzungen des Art. 6 Rom I-VO nicht vor, so bestimmt sich das anwendbare Recht ausschließlich anhand von Art. 3 Rom I-VO. Es findet keine Beschränkung der Rechtswahlfreiheit gemäß Art. 6 Abs. 2 S. 2 Rom I-VO statt. Der situative Anwendungsbereich von Art. 46b EGBGB ist in diesem Fall in aller Regel ebenfalls nicht eröffnet, da dieser mit dem situativen Anwendungsbereich des Art. 6 Rom I-VO weitestgehend deckungsgleich ist. Da Fragen der Rechtswahl gemäß dem 5. Spgstr. des Anhangs I zu Art. 3 Abs. 3 E-Commerce-RL nicht dem in Art. 3 Abs. 1, 2 ECRL verankerten Herkunftslandprinzip unterfallen, ergeben sich im Anwendungsbereich der E-Commerce-RL keine Änderungen.

Dagegen gestaltet sich die Rechtslage im Bereich deliktischer Ansprüche nicht einheitlich. Schadensersatzansprüche eines geschädigten Anlegers gegen das Emissionshaus unterfallen im Falle der spezialgesetzlichen Prospekthaftung dem Deliktsstatut und sind gemäß Art. 4 Abs. 3 Rom II-VO am Marktort anzuknüpfen. Je nachdem, ob ein Angebot aus einem EU-Mitgliedstaat bzw. EWR-Staat heraus erfolgt, wird das Marktortprinzip der spezialgesetzlichen Prospekthaftungsansprüche durch das in Art. 3 Abs. 1, 2 E-Commerce-RL verankerte Herkunftslandprinzip überlagert, sofern das am inländischen Marktort anwendbare Prospekthaftungsrecht strengere Anforderungen an den Diensteanbieter stellen würde als das im Heimatstaat des Diensteanbieters in Umsetzung von Art. 6 UAbs. 2 der Prospektrichtlinie (RL 2003/71/EG) erlassene Recht und es hierdurch zu einer Einschränkung des freien Dienstleistungsverkehrs von Telemedien kommen würde. In diesem Fall würden stattdessen die im Heimatstaat des Diensteanbieters in Umsetzung von Art. 6 UAbs. 2 der Prospektrichtlinie (RL 2003/71/EG) erlassenen Vorschriften zur Anwendung gelangen.

Sonstige deliktische Ansprüche gemäß § 823 BGB i.V.m. einem Schutzgesetz gegen den Diensteanbieter sind außerhalb des Anwendungsbereichs von Art. 3 Abs. 2 ECRL, umgesetzt in deutsches Recht durch § 3 Abs. 2 TMG, gemäß Art. 4 Rom II-VO am Erfolgsort anzuknüpfen. Sofern es hierdurch im Anwendungsbereich von § 3 Abs. 2 TMG zu einer Beschränkung des freien Dienstleistungsverkehrs von Telemedien kommt, ist anstelle des Erfolgsortrechts das Heimatlandrecht des Diensteanbieters anzuwenden.

Im Anschluss hieran wird beleuchtet, wann ein geschädigter Anleger, der seinen gewöhnlichen Aufenthalt im Inland hat, Ansprüche vor einem deutschen Gericht geltend machen kann. Die Arbeit gelangt zum Ergebnis, dass dies sowohl im Anwendungsbereich der EuGVVO wie auch außerhalb ihres Anwendungsbereichs in der Regel der Fall ist.

Nachdem die Frage nach dem anwendbaren Recht geklärt wurde, wird der Umfang kapitalmarktrechtlicher wie zivilrechtlicher Informations- und Aufklärungspflichten betrachtet. Aufgrund von § 31 Abs. 5, 7 WpHG bestehen, sofern deutsches Kapitalmarktrecht zur Anwendung gelangt, im Vergleich zu einer konventionellen Emission verringerte Informations- und Aufklärungspflichten. Die dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen aufsichtsrechtlich obliegenden Informations- und Aufklärungspflichten sind bei einer Aktienemission mittels des Internets verringert, da meist ein „execution only“ Geschäft vorliegt, für welches herabgesetzte Pflichten bestehen. Der Umfang dieser Pflichten richtet sich grds. nach dem am Markttort anwendbaren Recht. Für Unternehmen mit einer Hauptverwaltung in einem EWR-Staat gilt jedoch nicht das Markortprinzip, sondern das Herkunftslandprinzip. Hier finden die in Umsetzung von Art. 19 Abs. 4 MiFID erlassenen Regeln anstelle von § 31 WpHG Anwendung.

Bei einer Fremdemission bestehen auch zivilrechtlich lediglich herabgesetzte Informations- und Aufklärungspflichten. Die Grundsätze der „Bond“-Rechtsprechung sind nicht übertragbar, da es an einem Beratungsangebot fehlt. Bei Verletzung zivilrechtlicher Informations- und Aufklärungspflichten bestehen Schadensersatzansprüche gemäß § 280 Abs. 1 BGB sowie gemäß §§ 280 Abs. 1, 241 Abs. 2, 311 Abs. 2 BGB. Sodann wird die Anwendbarkeit der Vorschriften über Fernabsatz von Finanzdienstleistungen näher beleuchtet. Im Anschluss hieran wird der Frage nachgegangen, wann bei Verletzung von Prospektspflichten spezialgesetzliche Prospekthaftungsansprüche (§§ 21 ff. WpPG) bestehen.

Abschließend wird untersucht, welche Eingriffsbefugnisse der BaFin gegen ausländische Wertpapierdienstleistungsunternehmen, die im Wege der grenzüberschreitenden Dienstleistungserbringung im Inland tätig werden, zur Verfügung stehen. Bei der grenzüberschreitenden Erbringung von Finanzdienstleistungen bestehen im Bereich des Aufsichtsrechts Schutzlücken, da die BaFin gegen ausländische Wertpapierdienstleistungsunternehmen nur begrenzte Befugnisse besitzt bzw. die Vollstreckung von Verfügungen scheitert.

Im **3. Teil der Arbeit** wird sodann untersucht, welche Einsatzmöglichkeiten für eine Eigenemission bestehen sowie welche anlegerschützenden Vorschriften bei einer solchen zur Anwendung gelangen. Die Arbeit gelangt zum Ergebnis, dass eine Eigenemission lediglich für kleinere Emissionen ohne Börsennotierung, für Emissionen zur Einbeziehung in den Freiverkehr (Open Market) oder für eine 10% Kapitalerhöhung einer bereits in einem organisierten Markt notierten Gesellschaft in Betracht kommt, sofern die über einen Zeitraum von zwölf Monaten neu begebenen Aktien weniger als 10% der Zahl der Aktien derselben Gattung ausmachen, die bereits zum Handel an demselben organisierten Markt zugelassen sind, und kein öffentliches Angebot i.S.v. §§ 2 Nr. 4, 3 Abs. 1 WpPG vorliegt.

Sodann wird der Frage nachgegangen, welche kapitalmarktrechtlichen Vorschriften bei einer Eigenemission zur Anwendung gelangen. Bei einer solchen finden die Vorschriften des KWG sowie des WpHG mangels der Einschaltung eines Finanzintermediärs keine Anwendung. Dagegen finden die Vorschriften des WpPG bei einer Eigenemission Anwendung, da eine Anwendbarkeit nicht von der Einschaltung eines Finanzintermediärs sondern vom Vorliegen eines öffentlichen Angebots im Inland abhängt.

Anschließend wird untersucht, welche Ansprüche ein geschädigter Anleger gegen den Emittenten und Dritte, wie z.B. Vorstände, geltend machen kann. Zivilrechtliche Informations- und Aufklärungspflichten obliegen einem Emittenten bei einer Eigenemission nur in eingeschränktem Umfang. Die von der Rechtsprechung für den Vertrieb von

Finanzprodukten aufgestellten Grundsätze zur anleger- und objektgerechten Beratung lassen sich auf eine Eigenemission nicht übertragen, da es an einem Beratungsvertrag und der Einschaltung eines Finanzintermediärs fehlt. Der Erwerb mitgliedschaftlicher Rechte steht im Vordergrund. Informations- und Aufklärungspflichten bestehen lediglich im Zusammenhang mit dem Zeichnungsvertrag insoweit, als Treu und Glauben unter Berücksichtigung der Verkehrssitte es erfordern. Im Anschluss hieran wird untersucht, gegen wen ein geschädigter Anleger spezialgesetzliche Prospekthaftungsansprüche geltend machen kann. Abschließend wird beleuchtet, welche aufsichtsrechtlichen Maßnahmen die BaFin gegen einen Emittenten bei einer Eigenemission ergreifen kann. Es kommen nur Maßnahmen auf Grundlage des WpPG in Betracht.

Im **4. Teil der Arbeit** erfolgt ein Vergleich der in den ersten drei Teilen der Arbeit gefundenen Ergebnisse unter dem Gesichtspunkt der Gewährleistung von Anlegerschutz. Dabei werden die Unterschiede zwischen einer Eigen- und Fremdemission, einer Emission eines in- und eines ausländischen Emittenten sowie einer Emission im regulierten und nicht regulierten Markt dargestellt.

Die Arbeit gelangt zum Ergebnis, dass bei einer Eigenemission ein erheblich verringerter Anlegerschutz besteht. Dies hängt damit zusammen, dass es zu einer Disintermediation kommt, d.h. Aktien werden ohne Einschaltung von Kreditinstituten oder Finanzdienstleistungsinstituten gezeichnet. Da die Anwendbarkeit von Vorschriften des WpHG wie auch des KWG an die Einschaltung eines Finanzintermediärs anknüpfen - der Emittent erbringt bei einer Eigenemission keine Finanzdienstleistung und betreibt auch kein Bankgeschäft - finden diese bei einer Eigenemission keine Anwendung. Hierdurch entstehen Lücken im Anlegerschutz, da dem Emittenten zum einen keine öffentlich-rechtlichen Informations- und Beratungspflichten gemäß §§ 31 ff. WpHG obliegen und zum anderen auch keine Beaufsichtigung der Emittenten nach WpHG und KWG durch die BaFin erfolgt. Eine Beaufsichtigung beschränkt sich darauf, ob bei Vorliegen eines öffentlichen Angebots ein Prospekt veröffentlicht wurde. Die Vorschriften des WpPG finden auch bei einer Eigenemission uneingeschränkt Anwendung, sofern ein öffentliches Angebot im Inland vorliegt.

Bei einer Eigenemission bestehen des Weiteren erheblich herabgesetzte zivilrechtliche Informations- und Aufklärungspflichten. Weiterhin nachteilig für den Anleger ist, dass diesem bei einer Eigenemission in der Regel neben dem Emittenten kein weiterer Prospektverantwortlicher zur Verfügung steht. Die bei einer Eigenemission festgestellten Schutzlücken rühren in erster Linie nicht aus der Nutzung des Internets als Vertriebsweg her, sondern beruhen auf der fehlenden Einbindung eines Finanzintermediärs.

Des Weiteren gelangt die Arbeit zum Ergebnis, dass bei der Zeichnung bzw. dem Erwerb von Aktien von einem ausländischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen, welches im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs im Inland tätig wird, ebenfalls ein herabgesetzter Anlegerschutz besteht.

Dies hängt damit teilweise damit zusammen, dass nicht immer deutsches Recht zur Anwendung gelangt, nämlich dann, wenn – wie bei einer Eigenemission – der sachliche Anwendungsbereich des Art. 6 Rom I-VO nicht eröffnet ist oder falls bei einer Fremdemission der situative Anwendungsbereich des Art. 6 Rom I-VO nicht eröffnet ist. Dies ist dann der Fall, wenn kein auf das Inland zielendes Angebot bzw. keine auf das Inland ausgerichtete Tätigkeit vorliegt.

Sofern der Anwendungsbereich der E-Commerce-RL eröffnet ist, der Emittent oder das virtuelle Emissionshaus also seinen Sitz in einem anderen EU-Mitgliedstaat oder EWR-Staat hat, richten sich spezialgesetzliche Prospekthaftungsansprüche aufgrund des in Art 3 Abs. 1, 2 E-Commerce-RL verankerten Herkunftslandprinzips, umgesetzt in deutsches Recht durch § 3 Abs. 1, 2 TMG, nach der Rechtsordnung des Herkunftsstaates des Diensteanbieters, sofern die Anwendung deutschen Rechts zu einer Beschränkung des Dienstleistungsverkehrs von Telemedien führen würde. Dies führt dazu, dass falls das Recht der Prospekthaftung eines anderen EU-Mitgliedstaates oder EWR-Staats eine im Vergleich zu deutschem Recht für einen geschädigten Anleger ungünstigere Haftungsregelung enthält – eine solche ist für den Anbieter spiegelbildlich betrachtet günstiger –, diese Regelung zur Anwendung gelangt. Während ein Anleger mit gewöhnlichem Aufenthalt im Inland bei Verletzung von Prospektpflichten durch einen Emittenten bzw. ein virtuelles Emissionshaus mit Sitz außerhalb des Anwendungsbereichs der E-Commerce-RL auf ein Eingreifen der deutschen Prospekthaftung hoffen kann, ist dies nicht der Fall, sofern das virtuelle Emissionshaus seinen Sitz in einem anderen EU-Mitgliedstaat oder EWR-Staat hat.

Des Weiteren ist der Anlegerschutz bei Einschaltung eines ausländischen Wertpapierpapierdienstleistungsunternehmens reduziert, da eine Durchsetzbarkeit von Ansprüchen oftmals nur schwer oder mangels Vollstreckungsabkommens unmöglich ist. Schließlich kann die BaFin gegenüber ausländischen Wertpapierdienstleistungsunternehmen nur sehr eingeschränkt aufsichtsrechtliche Maßnahmen erlassen, welche allerdings nicht im Ausland vollstreckt werden können.