

Reform des Prospektrechts

Grund- und Einzelfragen

Prof. Dr. Hanno Merkt, Albert-Ludwigs-Universität Freiburg

6. Juni 2019

Einführung in das Prospektrecht (1)

- **1896**

§ 38 Abs. 2 S. 1 BörsG 1896

„Vor der Zulassung ist, sofern es sich nicht um deutsche Reichs- oder Staatsanleihen handelt, ein Prospekt zu veröffentlichen, welcher die für die Beurteilung des Wertes der einzuführenden Papiere wesentlichen Angaben enthält.“

Summe

3 Zeilen

Einführung in das Prospektrecht (2)

- **2019**

- **Level 1 (EU-ProspektVO 2017) 376 Seiten**
- **Level 2 (2 delegierte VO-Entwürfe vom März 2019) 244 Seiten**
- **Level 3 (ESMA Guidelines, Technical Advice, Q&A) 167 Seiten**
- **Gesetz zur Ausübung der Optionen der ProspektVO (2018) 14 Seiten**
- **RegE Gesetz zur weiteren Ausführung der ProspektVO (2019) 79 Seiten**

Summe

880 Seiten

(zuzüglich weiterer Maßnahmen der Kommission, der ESMA und der BaFin)

Einführung in das Prospektrecht (3)

Überblick

- Kurzer historischer Abriss
- Zielsetzung des Prospektrechts
- Adressat des Prospekts
- Überblick über die ProspektVO
- Ausgewählte Neuerungen des Prospektrechts
 - Schwellenregelung
 - Einzelanlageschwellen
 - Wertpapierinformationsblatt (WIB)
 - Intermediations-Erfordernis
 - EU-Wachstumsprospekt
- Zeit für eine Neuausrichtung?

I. Kurzer historischer Abriss

- 1860er bis 1970er Jahre: Nationale Regelungen
- 1980 EG-BörsenzulassungsprospektRL
- 1989 EG-EmissionsprospektRL
- 2003 EU-ProspektRL
- 2004 (Erste) EU-ProspektVO (mit ÄndRL und 2 Level II-VOen)
- 2005 Deutsches WpPG
- 2017 (Zweite) EU-ProspektVO (anwendbar ab 21.7.2019)
- 2018 Deutsches AusführungsG
- 2019 Entwürfe zweier delegierter VOen
- 2019 Weiteres deutsches Ausführungsgesetz (noch nicht in Kraft)

II. Zielsetzung des Prospektrechts

- **Grundsatz: Funktionsdualismus**

- Marktfunktionsschutz
- Individualschutz

- **EU-Prospektrechtsharmonisierung**

- Schaffung der Kapitalmarktunion → Vereinheitlichung des Prospektrechts
- Unternehmen (v.a. KMU)¹ Marktzugang erleichtern
- Anlegern und Sparern zusätzliche Ertragsmöglichkeiten sichern
- Flankierende Maßnahmen zum Anlegerschutz

- **Deutsches Prospektrecht**

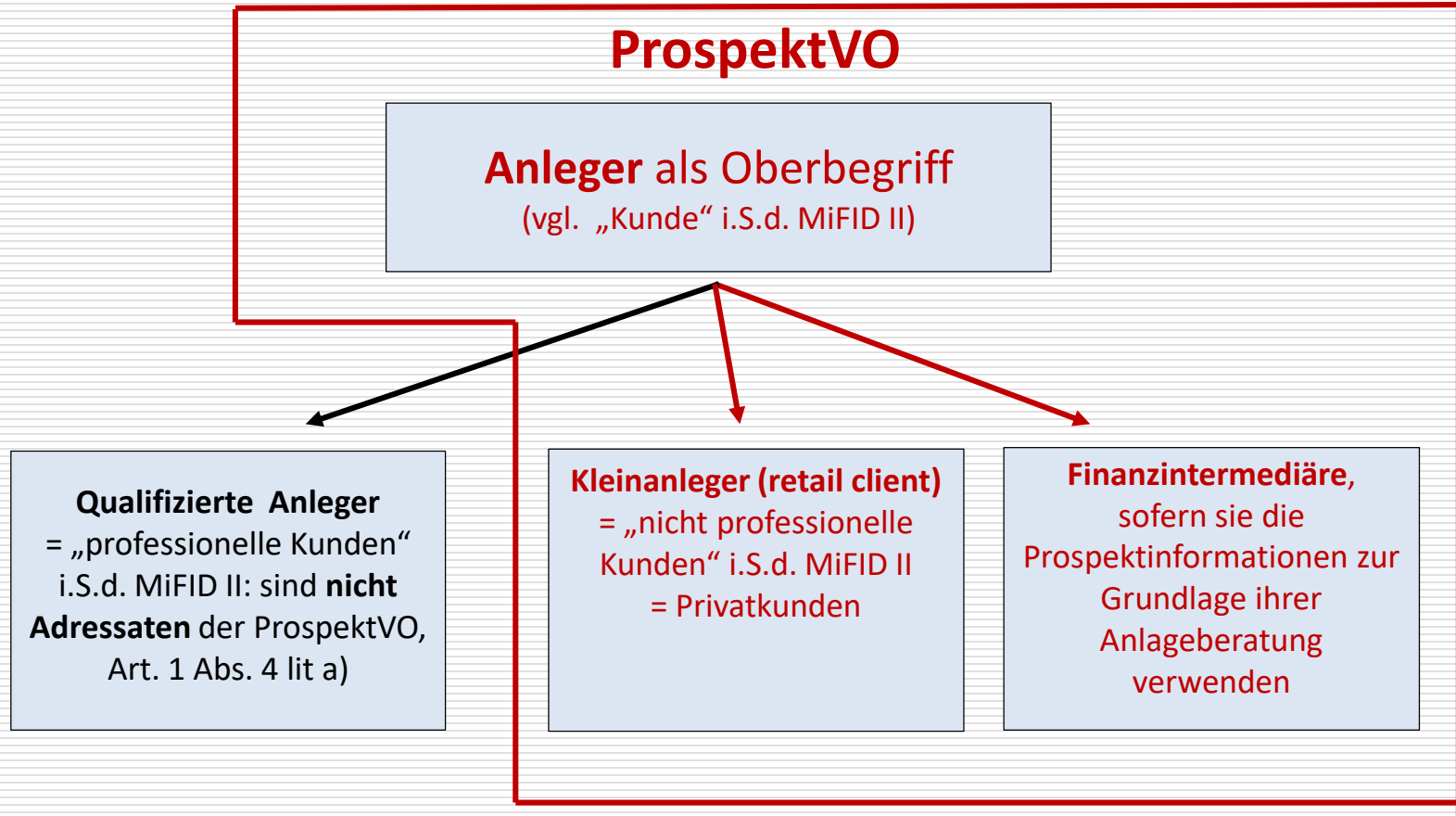
- Anlegerschutz ausbauen, insbes. Schutzlücken schließen, Prospektpflicht ausweiten (VermAnlG; Crowdfunding)
- Zurückhaltender Gebrauch von Erleichterungsspielräumen (Mio.-Schwelle, WIB dazu gleich näher)

¹ unter 250 Beschäftigte, max. 43 Mio. € Bilanzsumme, max. 50 Mio. € Jahresumsatz

III. Adressat des Prospekts (1)

- **Grunddilemma des Kapitalmarktrechts: Wer bzw. was ist ein „Anleger“?**
 - **Denkbar breites Spektrum**
 - Klein-, Privat-, nicht-professioneller, (geborener/gekorener) professioneller (bzw. qualifizierter) Anleger
 - „reasonable investor test“ (US-Rspr.)
 - WpPG: „das Publikum“
 - Rspr: „durchschnittlicher (Klein-)Anleger“
 - der kein überdurchschnittliches Fachwissen hat,
 - aber eine Bilanz zu lesen versteht
 - **Zielkonflikt Verständlichkeit-Vollständigkeit**
 - Wesentliche/unwesentliche Information (information overload)
 - Basisinformation, vollständige Information
 - **Lösung**
 - Intermediation (Aufklärungspflichten)
 - Kurze Zusammenfassung der Langfassung des Prospekts

III. Adressat des Prospekts (2)



III. Adressat des Prospekts (3)

- **Intermediäre zugleich als Anbieter?**
 - **Relevanz der Frage**
 - Prospektpflicht trifft „Anbieter“
 - „Anbieter“ **haftet** für fehlende/fehlerhafte WIB
 - **ProspektVO und Materialien**
 - lassen Frage offen
 - **Lit. differenziert**
 - bei **Vertriebsorganisation/Vermittlernetz**: derjenige, der für Koordination verantwortlich ist
 - wer **Exklusivvertrieb** übernimmt, ist Anbieter
Bsp.: Crowdfunding-Plattformen

IV. Überblick über die ProspektVO

- **Was regelt die ProspektVO?**
 - **Prospektpflicht und Befreiungen**
 - **Inhalt und Aufmachung des Prospekts**
 - **Billigung und Veröffentlichung des Prospekts**
 - **Grenzüberschreitende Angebote, Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt und Sprachenregelung**
- **Was überlässt sie den Mitgliedstaaten?**
 - **Haftungsfragen**
 - **Zuständigkeit nationaler Behörden**
 - **Verwaltungsrechtliche Sanktionen und Maßnahmen**

V. Ausgewählte Neuerungen des Prospektrechts (1)

- **Schwellenregelung: ProspektVO**

ProspektRL 2003

- Wertpapierangebote über Gesamtgegenwert von < **100.000 €** über 12 Monaten; aber zulässig:
- nat. Anhebung der Schwelle für CRR-Banken und börsennotierte Emittenten auf < **5 Mio. €**

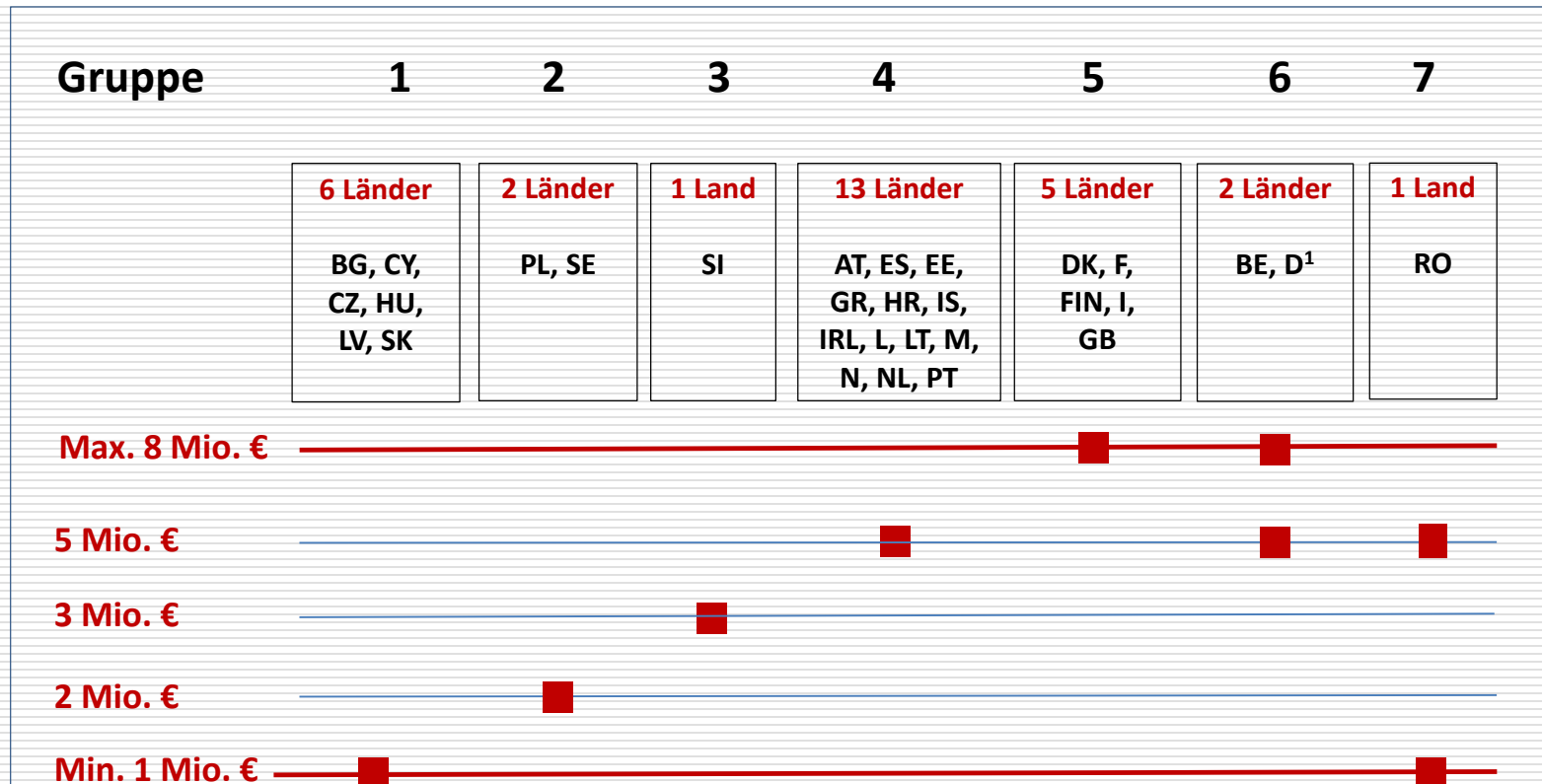
ProspektVO 2017

- Wertpapierangebote über Gesamtgegenwert von < **1 Mio. €** über 12 Monaten; aber zulässig
- nat. „**Offenlegungspflichten**, die keine unverhältnismäßige oder unnötige Belastung darstellen“;
- Anhebung der Schwelle für Angebote über Gesamtgegenwert von **max. < 8 Mio. €**

Mindestschwelle von 1. Mio. €: Immer noch relativ niedrig. Fraglich, ob Emissionen bis 1 Mio. € praktisch bedeutsam werden.

V. Ausgewählte Neuerungen des Prospektrechts (2)

- Schwellenregelung: Nationale Varianten



¹Für D ist die Abschaffung der besonderen 5 Mio. Schwelle für Banken geplant.

V. Ausgewählte Neuerungen des Prospektrechts (2)

- **Schwellenregelung: Nationale Varianten**

Austria:	Information Document	Italy:	Document max. 5 pages
Belgium:	Information Note	Latvia:	Information Document
Bulgaria:	(-)	Lithuania:	Information Document
Croatia:	(-)	Lux.:	Simplified Prospectus
Cyprus:	(-)	Malta:	Admission Document
Czech Rep.:	(-)	Netherl.:	Information Document
Denmark:	(-)	Norway:	National Prospectus
Estonia:	Simplified Prospectus	Poland:	Document
Finland:	Document max. 6 Pages	Portugal:	(-)
France:	Summary Information	Romania:	(-)
Germany:	Sec. Information Sheet max. 3 Pages	Slovakia:	(-)
Grece:	Information Document	Slovenia:	(-)
Hungary:	Simplified Prospectus	Spain:	(-)
Iceland:	National Prospectus	Sweden:	(-)
Ireland:	National Prospectus	UK:	Financial Promotion

V. Ausgewählte Neuerungen des Prospektrechts (3)

- **Schwellenregelung: Ausführung im deutschen Recht (1)**
 - **volle Ausnutzung** des Höchstbetrags **von 8 Mio.**, und zwar zukünftig auch für Banken (CRR-Institute), für sie allerdings auch kein WIB wegen Beaufsichtigung durch BaFin
 - **Problem 1: Umgehung der Schwelle** durch Stückelung der Emission in kleinere Tranchen mit geringen Abweichungen (z.B. Laufzeit)
 - **Problem 2: Ungleichbehandlung AG und GmbH** (Prospektpflicht gem. VermAnlG ab 100.000 €)

V. Ausgewählte Neuerungen des Prospektrechts (4)

- **Schwellenregelung: Ausführung im deutschen Recht (2)**
 - **Schutzverlust** infolge Wegfalls der Prospektpflicht soll mit drei Maßnahmen **kompensiert** werden (Vorbild: Crowdfunding-Regulierung nach VermAnlG):
 - **Einzelanlageschwellen**
 - **Wertpapierinformationsblatt (WIB)**
 - **Intermediations-Erfordernis**

V. Ausgewählte Neuerungen des Prospektrechts (5)

- **Schwellenregelung: Ausführung im deutschen Recht (3)**
 - **Einzelanlageschwellen**
 - Bei **prospektfreien Angeboten bis 1. Mio. €**:
Einzelanlageschwellen für nicht qualifizierte Anleger
 - 1.000 €
 - 10.000 € (bei 100.000 € frei verfügbarem Vermögen)
 - 2 Nettomonatseinkommen, § 3c WpPG);
 - Gilt zukünftig nicht bei **Bezugsrechtsemissionen** an bestehende Aktionäre im Rahmen von Barkapitalerhöhungen.
 - **Aber beachte**: Erhöhung der **Befreiungsschwelle** bei Barkapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss von 10 auf 20% läuft in D wegen § 186 Abs. 4 S. 4 AktG praktisch leer.

V. Ausgewählte Neuerungen des Prospektrechts (6)

- **Schwellenregelung: Ausführung im deutschen Recht (4)**
 - **Wertpapierinformationsblatt (WIB) (1)**
 - Nationale **deutsche** Regelung (zulässig nach ProspektVO)
 - Bei **Angeboten zwischen 100.000 und 8 Mio. €** muss **3-seitiges WIB**
 - nach festen Inhaltsvorgaben erstellt,
 - bei der BaFin hinterlegt,
 - von ihr gestattet und im Anschluss daran
 - veröffentlicht werden.
 - **Funktionen**
 - Prospektersatz
 - Vergleichbarkeit prospektfreier Angebote erhöhen
 - **Adressat:** offen. Lit.: **durchschnittlicher Kleinanleger**
 - Pflicht entfällt, wenn nach anderen Vorschriften **vergleichbares Informationsblatt** („Beipackzettel“) erstellt werden muss, zB nach PRIIP-VO (Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products), nach § 301 KAGB oder nach § 64 WpHG.

V. Ausgewählte Neuerungen des Prospektrechts (7)

- **Schwellenregelung: Ausführung im deutschen Recht (5)**
 - **Wertpapierinformationsblatt (WIB) (2)**
 - **Problem: Verhältnismäßigkeit** (ProspektVO: „andere Offenlegungspflichten, sofern sie keine unverhältnismäßige oder unnötige Belastung darstellen“)
 - **Compliance-Kosten** 10.000-20.000 €
 - hinzu kommt „**WIB-Haftung**“ nach §§ 22a WpPG ff.
 - für Emissionen im **unteren Bereich** (100.000 bis 200.000 €): Verhältnismäßigkeit zweifelhaft

V. Ausgewählte Neuerungen des Prospektrechts (8)

- Zusammenfassende Übersicht der Schwellenwerte

bis 100.000 €

Prospekt (-)

Einzelanlageschwellen (-)

Intermediationspflicht (-)

WIB (-)

von 100.000 bis 1 Mio. €

Prospekt (-)

Einzelanlageschwellen (-)

Intermediationspflicht (-)

WIB (+)

von 1 Mio. bis 8 Mio. €

Prospekt (-)

Einzelanlageschwellen (+)

Intermediationspflicht (+)

WIB (+)

ab 8 Mio. €

Prospekt (+)

Einzelanlageschwellen (-)

Intermediationspflicht (-)

WIB (-)

V. Ausgewählte Neuerungen des Prospektrechts (9)

- **EU Wachstumsprospekt: ProspektVO (1)**
 - „**Light-Prospekt**“ als neues EU-weites Prospektformat
 - für **KMU**
 - für andere Emittenten, die an einem **KMU-Wachstumsmarkt** gehandelt werden, deren **Marktkapitalisierung unter 500 Mio.** liegt
 - für Emittenten mit öff. Angebot von Wertpapieren mit **Gesamtgegenwert von max. 20 Mio. sofern**
 - keine Wertpapiere an **MTF** gehandelt werden und
 - **max. 499 Beschäftigte**
 - **Standardisierte Aufmachung**
 - Verkürzter **Inhalt** und **Zusammenfassung**
 - leicht **verständliche Sprache**
 - für Emittenten **leicht auszufüllen**
 - **Kosten** sollen im Verh. zur Emittenten-Größe stehen
 - soll **signifikant einfacher** und **kostengünstiger** als Standardprospekt sein

V. Ausgewählte Neuerungen des Prospektrechts (10)

- **EU Wachstumsprospekt: ProspektVO (2)**
 - **Erleichterungen** gegenüber dem normalen Prospektregime (u.a.)
 - Abschnitt mit Angaben zu den **Abschlussprüfern** entfällt
 - Keine Angaben zu den **wichtigen Ereignisse** in der Entwicklung der Geschäftstätigkeit des Emittenten
 - **Kürzerer Zeitraum** der aufzunehmen Finanzinformationen
 - Angaben zum **Betriebsergebnis** und zur **Finanzlage** können durch Lagebericht ersetzt werden
 - **Erklärung zur Kapitalausstattung und Verschuldung** erst ab 200 Mio. EUR Marktkapitalisierung
 - **Details** (Delegierte VO) stehen noch aus
 - **Bedarf**: Unklar
 - **Erfahrungen**: Noch keine
 - Im Rahmen der **Ausführungsgesetzgebung** hat der Wachstumsprospekt keine Rolle gespielt.

VI. Zeit für eine Neuausrichtung?

- Geringer Effekt **regulatorischer Bemühungen** um Verbesserung der kapitalmarktbasierteren KMU-Finanzierung.
- Bei **KMU- und Start up-Finanzierung** dominiert nicht EK-, sondern nach **FK-Nachfrage** (Bsp. Venture Debt, KfW Tech Growth Fund; Crowdbonds).
- **ProspektVO** wird daran nichts ändern.
- In **UK und USA** deutliche stärkere KMU-Kapitalmarktfinanzierung.
- **Grund:** Deutlich **stärkeres Angebot an privatem Kapital** seitens der (Klein-)Anlegerschaft (in USA ist Mittelstandsfinanzierung zentrales Element der Alterssicherung, in D kommen 63% der Alterssicherung aus der gesetzlichen Rente).
- Grundlegender **Umbau des Alterssicherungssystems** steht seit langem auf der Agenda (Ausbau der „3. Säule“)
- **Private Vermögensbildung** über den Kapitalmarkt wird **zukünftig unausweichlich** werden und muss populär gemacht werden (Schule!).
- Logische Konsequenz: **Zurückhaltung** gegenüber Beschränkungen, Verboten, Besteuerung (Finanztransaktionssteuer).