

Munich Center for Capital Markets Law

Reform des europäischen Wertpapierprospektrechts

Betrachtungen aus der Perspektive von Wissenschaft und Praxis

Reform des Wertpapierprospektrechts aus Sicht der Praxis

Dr. Andreas Meyer, 6. Juni 2019

Überblick

- Ausgewählte Erleichterung des Kapitalmarktzugangs für börsennotierte Unternehmen und Daueremittenten
 - Vereinfachte Offenlegungsregelung für Sekundäremissionen
 - Einheitliches Registrierungsformular
- Ausgewählte Änderungen für alle Emittenten
 - Risikofaktoren
 - Gewinnprognosen

Vereinfachte Offenlegungsregelung für Sekundäremissionen

- ab 21.7.2019: „schlankere“ Prospektanforderungen mit Blick auf die bestehenden Publizitätspflichten börsennotierter Emittenten
 - Für öffentliche Angebote oder Zulassungen an einem regulierten Markt
 - Für Zulassungen nur relevant, wenn die sog. 20%-Ausnahme nicht greift
 - Prospektfreie Zulassung von < 20% einer bereits zugelassenen Gattung
 - Bis 2017 nur < 10% und nur Aktien
 - Vereinfachter Prospekt erscheint zum Anlegerschutz ausreichend, denn
 - Kapitalmarkt ist fortlaufend und aktuell aufgrund der Publizitätspflichten börsennotierter Emittenten informiert
 - Ersetzt das bisherige „verhältnismäßige Prospektregime“ für Bezugsrechtsemissionen
 - Erweiterter Anwendungsbereich
 - Weiter gehende Vereinfachungen
 - Fallgruppen:
 - Wertpapiere des Emittenten sind ≥ 18 Monate ununterbrochen an einem geregelten Markt / KMU-Wachstumsmarkt („Markt“) zugelassen, wenn:
 - ✓ angebotene/zuzulassende Wertpapiere mit den „zuvor begebenen“ (gemeint wohl: zugelassenen) Wertpapieren **fungibel** sind
 - **Nichtdividendenwerte**, wenn Aktien des Emittenten ≥ 18 Monate ununterbrochen an einem Markt zugelassen sind
 - **Angebote** von Wertpapieren, die ≥ 18 Monate ununterbrochen an einem Markt zugelassen sind
 - Angebote zugelassener Wertpapiere seit 2005 Umsetzung der Prospektrichtlinie prospektpflichtig

Vereinfachte Offenlegungsregelung für Sekundäremissionen (II)

– Inhaltliche Mindestanforderungen

- Aussichten, Änderungen der Geschäftstätigkeit, Produkte und Finanzlage seit Ende des letzten GJ
- mit den Wertpapieren verbundene Rechte
- Gründe für die Emission, Erlösverwendung und Auswirkungen auf den Emittenten
- Jahres- und Halbjahres-Finanzinformationen der letzten 12 Monate (*statt 3 Jahre*), ggf. Gewinnprognosen und –schätzungen
- Zusammenfassung der Veröffentlichungen nach MAR (ad-hoc Mitteilungen, Geschäfte von Führungskräften) der letzten 12 Monate, wenn noch relevant
- × *Informationen, die schon anderweitig veröffentlicht sind, können entfallen (insbesondere durch Regel- und Ad-hoc-Publizität)*
 - × *Informationen über bestehenden Geschäftsbetrieb, Investitionen, Strategie, Organisationsstruktur*
 - × *Erläuterungen der historischen Finanzinformationen („Geschäfts- und Finanzlage“, sog. OFR bzw. MD&A), Kapitalisierung*
 - × *regulatorisches Umfeld*
 - × *bestimmte Informationen zu Organmitgliedern (soweit schon offengelegt) und -vergütung, Mitarbeitern und Hauptaktionären*

❖ **Bewertung**

- Erleichterungen an sich sinnvoll, indes **kein Quantensprung**
 - Informationen sind ohnehin vorhanden und lassen sich leicht in den Prospekt aufnehmen
- Können aber bei **US-Platzierungen** nach Rule 144A u.U. nicht genutzt werden - Haftungsstandard nach Rule 10b-5 (insbesondere: OFR/MD&A)

Einheitliches Registrierungsformular

- Neue Sonderform des Registrierungsformulars für **Daueremittenten**
 - Soll beschleunigten Kapitalmarktzugang ermöglichen
 - Bloße *Hinterlegung* (statt Billigung)
 - Aktualisierung durch bloße Hinterlegung der *Änderung* statt zu billigendem Nachtrag
 - Billigungsbehörde kann hinterlegtes Registrierformular jederzeit prüfen
 - Bei Änderungs- oder Ergänzungsbedarf wird Emittent informiert
 - Umsetzung grundsätzlich erst bei nächster Hinterlegung nötig, es sei denn
 - einheitliches Registrierungsformular soll Prospektbestandteil werden oder
 - wesentliche Unvollständigkeit/Unrichtigkeit/Ungenauigkeit würde Öffentlichkeit irreführen
 - unverzügliche Änderung erforderlich
 - Regelberichterstattung auch durch einheitliches Registrierungsformular möglich
 - Keine zusätzlichen Jahres- bzw. Halbjahresfinanzberichte mehr erforderlich
 - Nur für **Daueremittenten**, wenn
 - Einheitliches Registrierungsformular in 2 aufeinanderfolgenden GJ gebilligt worden war
 - Vor 21.7.2019 gebilligte Registrierungsformulare werden als gleichwertig anerkannt
 - Mindestinformationen für Aktien aufzunehmen
 - da für alle Arten von Wertpapieren verwendbar

Einheitliches Registrierungsformular (II)

- Bei Verwendung für einen dreiteiligen Prospekt: gesamter Prospekt ist zu billigen
 - verkürzte Billigungsfrist (5 - statt 10 - Arbeitstage), wenn
 - Emittent bestätigt, dass alle Pflichten zur Regel- und Ad-hoc-Publizität während der letzten 18 Monate erfüllt wurden
 - von der Billigungsbehörde verlangte Änderungen vorgenommen wurden
- Nach Billigung des Prospektes: Aktualisierungen müssen als Nachtrag erfolgen
 - Vor Veröffentlichung des Nachtrags ist dessen Billigung erforderlich

❖ **Bewertung**

- Für den typischen Daueremittenten von Schuldverschreibungen bleibt **Basisprospekt** das tauglichere Instrument für den kurzfristigen Zugang zum Kapitalmarkt
 - ✓ Mindestinformationen für Schuldverschreibungen ausreichend
 - ✓ Basisprospekt erfordert keine Billigung bei Durchführung der konkreten Emission

Risikofaktoren

- Eigener Prospektabschnitt
 - Anforderungen in Leitlinien der ESMA konkretisiert
 - Risiken, die für den **Emittenten** und die **Wertpapiere spezifisch** sind
 - Beurteilung der Wesentlichkeit basierend auf **Eintrittswahrscheinlichkeit** und **Umfang** ihrer negativen Auswirkungen
 - Einstufung des Risikos als „gering“, „mittel“ oder „hoch“ *im Prospekt* nur fakultativ
 - war urspr. als zwingend geplant
 - Einteilung in ≤ 10 Kategorien, die durch Überschriften erkennbar sind
 - Unterkategorien nur ausnahmsweise, wenn im Einzelfall gerechtfertigt
 - Innerhalb einer Kategorie wird der wesentlichste RF zuerst genannt
 - Haftungsrisiko?
 - Nachtragspflicht, wenn sich Bewertung ändert?
 - × *Wohl allenfalls ausnahmsweise*
 - Sonst hat die Reihenfolge aber keine Bedeutung
 - Darstellung soll die Verständlichkeit erleichtern
 - Verzicht auf Überschriften zu den Kategorien von der Billigungsbehörde zu hinterfragen

Risikofaktoren (II)

■ Darstellung

- Kurz und prägnant
- Spezifischer Bezug zu Emittent oder Wertpapieren sowie Wesentlichkeit klar erkennbar
- Nicht ausschließlich als Haftungsbegrenzungsinstrument formuliert
- Relativierende Darstellungen nur um Wahrscheinlichkeit und Umfang möglicher Auswirkungen auf den Emittenten zu konkretisieren
- Durch den Gesamteindruck des Prospektes gestützt
- Auswirkungen der Risiken können, müssen aber nicht quantifiziert werden; qualitative Erläuterung genügt
- In der Zusammenfassung dürfen nur 15 Risikofaktoren genannt werden
 - Auswahl = Haftungsrisiko?
 - ✗ **ABER: Keine Haftung allein wegen der Zusammenfassung**
 - Weiterhin Haftung für die Zusammenfassung nur, sofern diese
 - ✓ irreführend, unrichtig oder widersprüchlich
 - ✓ wenn zusammen mit dem Rest des Prospektes gelesen

❖ **Bewertung**

- Bedenken wegen unabsehbarer **Haftungsrisiken** erscheinen übertrieben.

Gewinnprognosen und -schätzungen

■ Begriffe

- Gewinnprognose
 - (Mindest- oder Höchst-)Zahl für die wahrscheinliche Höhe des Ergebnisses des laufenden und/oder folgender GJ, oder Daten, die Berechnung des künftigen Ergebnisses ermöglichen
- Gewinnschätzung
 - Gewinnprognose für ein abgelaufenes Geschäftsjahr, wenn (endgültiges) Ergebnis noch nicht veröffentlicht

■ Pflicht zur Aufnahme in den Prospekt ?

- Aufnahme in den Prospekt ist – wie bisher – grds. freiwillig, es sei denn
 - **Aktienemittenten MÜSSEN künftig eine veröffentlichte Gewinnprognose aufnehmen**
 - bisher nur Vermutung der Wesentlichkeit nach ESMA Empfehlungen
 - Gewinnprognose kann sich aus Lagebericht ergeben (Prognoseberichterstattung, DRS 20)
- ESMA Q&A zum „alten“ Recht: Gewinnprognose kann auch vorliegen bei
 - Gewinnzielen, Planzahlen, Projektionen oder Prognosen von Segmentergebnissen
 - Fraglich ob vereinbar mit Legaldefinition – Einzelfallbetrachtung erforderlich
- Bisher: **WP-Bericht** zur ordnungsgemäßen Erstellung erforderlich
 - Problematisch wegen unmittelbarer Haftung (BGH WM 2014, 935)
 - **Fällt zum 21.7.2019 weg – ersetzt durch Emittentenbestätigung**

❖ **Bewertung**

- Potenzielles **Hindernis** mit unübersehbaren Haftungsfolgen für den WP **fällt weg**
- Sorgfaltsnachweis im **Comfort Letter** gegenüber den Banken erscheint möglich

Änderungen für alle Emittenten

Aktuelle Strukturveränderungen des Emittenten

- Wesentliche Strukturveränderungen des Emittenten
 - „komplexe finanztechnische Vorgeschichte“ (*CFH*), z.B. Umstrukturierung
 - „bedeutende finanzielle Verpflichtungen“ (*SFC*)
 - Führt bei Umsetzung zu einer bedeutenden Brutto-Veränderung (= Veränderung einer wesentlichen Bilanz- oder G&V-Positionen >25%, z.B. Ergebnis, Umsatz oder Bilanzsumme)
- ⇒ Bei Vollzug einer Transaktion vor Prospektbilligung: grds. Pro-forma Finanzinformationen
- ⇒ Bei *CFH* oder *SFC*: grds. *Pro forma Finanzinformationen* oder *Finanzinformationen anderer Gesellschaften* aufzunehmen, die für ein fundiertes Urteil über den Emittenten nötig sind
 - Orientierung an den Anforderungen an historische Finanzinformationen, d.h.
 - ~ drei Jahre geprüft, grds. IFRS Konzernabschlüsse
 - Ab 21.7.2019: alle Informationen der anderen Gesellschaft, die für ein fundiertes Urteil benötigt werden, als ob die andere Gesellschaft der Emittent wäre
 - Erklärung und Auswirkungen der *CFH/SFC* auf den Emittenten und warum für fundiertes Urteil über den Emittenten erforderlich
 - Anwendung im Einzelfall unklar:
 - Hinweis, dass am wenigsten belastende Alternative zu wählen ist, gestrichen - aber:
 - Grundsatz der Verhältnismäßigkeit
 - Angestrebte Erleichterung des Zugangs zum Kapitalmarkt (Erw.grd. 1 VO 2017/1129)
 - ESMA Final Report: Bisherige Regelungen sollten unverändert beibehalten werden
 - BaFin: flexible Handhabung im Einzelfall angedeutet (Workshop am 28.5.2019)
 - Mögliche Arten der Darstellung
 - Historische Finanzangaben von Tochtergesellschaften oder eines Akquisitionsobjekts
 - Pro forma-Finanzinformationen oder sog. illustrative Finanzinformationen
 - sog. combined financial statements: fiktive Darstellung von aus einem Konsolidierungskreis stammenden Geschäftsbereichen, die künftig den Geschäftsbetrieb des Emittenten bilden

Fazit und Ausblick

- Formale Neuregelung mit weitgehender Kontinuität
 - Konzeptionell ändert sich kaum etwas
 - Umfang der sog. Mindestinformationen bleibt im Normalfall weitgehend gleich
 - Erleichterungen in Randbereichen
 - Vereinfachungen für Sekundäremissionen eher formal
 - Praktische Relevanz des einheitlichen Registrierungsformulars fraglich
 - Erleichterungen für KMUs weitgehend zurückgenommen und eher marginal
 - Fortsetzung des Trends zur Erhöhung der Regelungsdichte
 - Maßnahmen auf Stufe 3 dürften weiter zunehmen
 - Vermeintliche Steigerung der Konvergenz verringert die Flexibilität
 - Teilweise wird etablierte Marktpraxis infrage gestellt
 - Beispiel: Unklare und weitgehende Regelungen zur komplexen finanziellen Vorgeschichte/wesentlichen finanziellen Verpflichtung
 - Auslegung entsprechend dem *status quo ante* angedeutet (teleologische Reduktion, Verhältnis-mäßigkeit)
- ⇒ Ob die angestrebte Erleichterung des Zugangs zum Kapitalmarkt erreicht wird, erscheint fraglich