

Dr. Moritz Brocker, RA, und Sepp Wohlfarter, RA

Die Auswirkungen der neuen Prospektpflicht für Bezugsrechtsemissionen auf die Eigenkapitalbeschaffung mittelständischer Unternehmen

Die Autoren skizzieren – ausgehend von der früheren Rechtslage – die wesentlichen Neuerungen im seit 1.7.2012 geltenden Wertpapierprospektgesetz (WpPG) hinsichtlich der Prospektpflicht und deren Ausnahmen und setzen sich mit den ebenfalls modifizierten inhaltlichen Anforderungen an den zu erstellenden Prospekt auseinander. Im Übrigen erläutern sie, warum vor dem Hintergrund der gesetzlichen Neuerungen die bisherigen Ausnahmefälle der prospektfreien Zulassung von Aktien aus Bezugsrechtsemissionen künftig an praktischer Relevanz verlieren.

I. Einleitung

Mit den seit dem 1.7.2012 geltenden Änderungen des deutschen Wertpapierprospektgesetzes („WpPG“) hat der deutsche Gesetzgeber den europäischen Vorgaben zur Umsetzung der neuen Prospekttrichtlinie¹ („ProspektRL“) und der korrespondierenden neuen Prospektverordnung² („ProspektVO“) Rechnung getragen. Die betreffenden Gesetzesänderungen bedeuten eine umfassende Novellierung des europäischen Prospektrechts, die – jedenfalls für deutsche Unternehmen – eine empfindliche Verschlechterung ihrer bisherigen Möglichkeiten sich schnell, einfach und kostengünstig frisches Eigenkapital zu beschaffen, bedeutet. Besonders schwer wiegt insoweit die künftige nahezu generelle Prospektpflicht (auch) bei Bezugsrechtsemissionen im regulierten Markt sowie im Freiverkehr.

Bei einem öffentlichen Angebot von Wertpapieren in Deutschland (hierzu nachfolgend unter II.) und bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem inländischen organisierten Markt (hierzu nachfolgend unter III.) muss gemäß § 3 Abs. 1 S. 1 i.V.m. § 2 Nr. 4 WpPG grundsätzlich ein Prospekt nach Maßgabe des WpPG veröffentlicht werden. Unter einem Angebot wird dabei eine Mitteilung in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise verstanden, die ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die anbietenden Wertpapiere enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, über den Kauf oder die Zeichnung dieser Wertpapiere zu entscheiden. Öffentlich ist das Angebot dann, wenn es sich an das „Publikum“ wendet. Hierunter wird allgemein verstanden, dass sich das Angebot an einen unbestimmten Personenkreis wenden muss.³

Was schon als grundsätzlich prospektpflichtiges „öffentliches Angebot“ oder noch als prospektfreies „private placement“ anzusehen war, ließ sich regelmäßig nur anhand des jeweiligen Einzelfalls entscheiden, wobei es insoweit mit Blick auf die Frage der auf Altaktionäre beschränkten Bezugsrechtsemissionen einen mehr oder weniger breiten Konsens von Rechtsprechung, Literatur und BaFin gab. Allerdings hat die BaFin ihre bisherige unternehmensfreundliche Rechtsauffassung und Verwaltungspraxis, wonach Bezugsrechtsemissionen, die

sich ausschließlich an Altaktionäre des Unternehmens richteten, nicht als öffentliche Angebote i.S.d. § 2 Nr. 4 WpPG galten und damit prospektfrei waren, bereits ausdrücklich aufgegeben.⁴ Seit dem 1.7.2012 erachtet nunmehr auch die BaFin Bezugsrechtsemissionen an Altaktionäre als öffentliches Angebot mit der Folge, dass für solche Bezugsrechtsemissionen grundsätzlich ein – wenn auch „abgespeckter“ – Wertpapierprospekt erstellt werden muss.

II. Prospektpflicht des Bezugsangebots bei Bezugsrechtsemissionen nach früherer Rechtslage

Bis zum 1.7.2012 war weitestgehend anerkannt, dass Bezugsrechtsangebote für Aktien nach § 186 Abs. 2 oder Abs. 5 AktG als solche kein öffentliches Angebot der betreffenden Aktiengesellschaft als Emittent begründen. Wurden demnach im Zusammenhang mit der Kapitalerhöhung bei einer Aktiengesellschaft Bezugsrechte ausgegeben, so lag nach der Verwaltungspraxis der BaFin⁵ und der ganz herrschenden Literatur⁶ in der entsprechenden Veröffentlichung kein öffentliches Angebot und es bestand damit keine Prospektpflicht des Bezugsrechtsangebots, solange sich dieses erkennbar nur an die Gruppe der Altaktionäre als begrenzten Personenkreis wendet. Begründet wurde dies damit, dass das Bezugsangebot als solches eine bloße Mitteilung von Tatsachen (den gesetzlich bestehenden Bezugsrechten) ist, die sich erkennbar nicht an das Publikum richtet, sondern an bestehende Aktionäre, die über die entsprechenden Informationen verfügen und damit nicht so schützenswert sind wie Anleger bei einem Erstinvestment.⁷

III. Prospektpflicht bei der Zulassung von Wertpapieren zum Börsenhandel nach früherer Rechtslage

Die Zulassung von Aktien zum Handel an einem organisierten Markt war grundsätzlich gemäß § 32 Abs. 3 Nr. 2 BörsG i.V.m. § 3

1 Richtlinie 2003/71/EG (ABl. L 345 vom 31.12.2003) in der durch die Richtlinie 2010/73/EU vom 24.11.2010 (ABl. L 327 vom 11.12.2010) geänderten Fassung.

2 Verordnung (EG) 809/2004 (ABl. L 149 vom 30.4.2004) in der durch die delegierte Verordnung (EU) 486/2012 vom 30.5.2012 (ABl. L 150 vom 9.6.2012) geänderten Fassung.

3 Reg.Begr. zum Verkaufsprospektgesetz, BT-Drs. 11/6340, S. 1, 11; Groß, Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2012, WpPG, § 2 Rn. 16.

4 Vgl. BaFin-Journal 09/12, 7.

5 BaFin, „Ausgewählte Rechtsfragen in der Aufsichtspraxis“, Stand: 4.9.2007, Seminarunterlage der BaFin, S. 5; BAWe; Bekanntmachungen zum Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz v. 6.9.1999, BAnz. Nr. 177 v. 21.9.1999, S. 16180, unter 1.2.f), S. 4.

6 Schnorbus, in: Berrar/Meyer/Müller u. a., Frankfurter Kommentar zum WpPG und zur EU-ProspektVO, 2011, § 2 WpPG Rn. 68; Groß, Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2009, WpPG, § 2 Rn. 18; Herfs, in: Habersack/Mülberr/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2. Aufl. 2008, WpPG, § 4 Rn. 36; Grosjean, in: Heidel, Aktien- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2011, WpPG, § 2 Rn. 20; Krug, BKR 2005, 302, 306; Holzborn/Israel, ZIP 2005, 1668.

7 Krug, BKR 2005, 302, 306 f.

Abs. 3 WpPG prospektpflichtig, wobei nach § 4 Abs. 2 WpPG seit je her unter bestimmten Voraussetzungen die Möglichkeit der Zulassung zu einem organisierten Markt auch ohne Prospekt gegeben war. Als gesetzliche Ausnahmetatbestände von der Prospektpflicht im Rahmen der Zulassung der Wertpapiere zum Börsenhandel waren insbesondere § 4 Abs. 2 Nr. 1 WpPG (Prospektfreiheit sog. „10%-Kapitalerhöhung“) und § 4 Abs. 2 Nr. 7 WpPG (Prospektfreiheit der Zulassung von Aktien, die nach Ausübung von Umtausch- und Bezugsrechten aus anderen Wertpapieren ausgegeben werden) praktisch relevant. Die extensive Auslegung dieser Ausnahmetatbestände durch die Deutsche Börse führte in der Vergangenheit dazu, dass in zahlreichen Fällen auch die Zulassung von Aktien prospektfrei blieb.

IV. Änderung der ProspektRL und der ProspektVO

Der durch die Richtlinie 2010/73/EU neu eingefügte Art. 7 Abs. 2 lit. g ProspektRL sieht vor, dass bei Aktienangeboten von Gesellschaften, deren Gattung zum Handel an einem geregelten Markt oder einem multilateralen Handelssystem (Multilateral Trading Facility – „MTF“) im Sinne von Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 der Richtlinie 2004/39/EG – und damit auch im Freiverkehr – zugelassen sind, eine angemessene Offenlegungsregelung anzuwenden ist. Infolge dieser Änderung wurde die ProspektVO um Art. 26a ProspektVO ergänzt. Dieser erklärt die neu geschaffenen „verhältnismäßigen Schemata“ (angemessene Offenlegungsregelungen) in den Anhängen XXIII und XXIV auf Bezugsrechtsemissionen für anwendbar.⁸

Die neuen Anhänge XXIII und XXIV normieren fortan in Fällen der Bezugsrechtsemission die für die Erstellung des jeweiligen Prospektes erforderlichen Mindestangaben (§ 7 WpPG) und sehen de facto nunmehr eine Prospektpflicht im Falle der auf die Altaktionäre beschränkten Bezugsrechtsemissionen vor.⁹ Zugleich enthalten sie jedoch gegenüber der bisherigen Rechtslage erleichterte Prospektanforderungen, so dass künftig eine gewisse „Privilegierung“ der Bezugsrechtsemissionen besteht.¹⁰ Angesichts der vormals grundsätzlichen Prospektfreiheit von Bezugsrechtsemissionen dürfte diese jedoch von den betroffenen Unternehmen (berechtigterweise) wohl kaum als zufriedenstellend empfunden werden.

Noch weitergehende erleichterte Angabepflichten gelten künftig für kleine und mittlere Unternehmen sowie Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung (KMUs¹¹ und Small Caps).¹² Für diese gelten gemäß Art. 26b ProspektVO nunmehr die „verhältnismäßigen Schemata“ der Anhänge XXV–XXVII zur ProspektVO. Danach wird künftig etwa generell auf einen Abdruck der historischen Finanzinformationen im Prospekt verzichtet. Es muss lediglich eine Erklärung abgegeben werden, wonach diese Finanzinformationen erstellt und geprüft wurden und wo sie erhältlich sind.

V. Änderung der bisherigen Verwaltungspraxis der BaFin

Die BaFin hat auf die gesetzlichen Neuerungen schnell reagiert und ihre bisherige Verwaltungspraxis aufgegeben und wertet nunmehr künftige Bezugsrechtsemissionen auf Altaktionäre generell als prospektpflichtig.¹³ Diese vollständige Abkehr von der bisherigen Verwaltungspraxis rechtfertigt die BaFin damit, dass aus der Tatsache, dass

nach neuer Rechtslage besondere Regelungen zur Erstellung eines Prospekts bei Bezugsrechtsemissionen existieren, folge, dass es sich bei einem solchen Angebot um ein öffentliches Angebot im Sinne von § 2 Nr. 4 WpPG handeln müsse,¹⁴ da anderenfalls schon die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts nicht begründet wäre. Dies würde wiederum die Normierung besonderer Regelungen für solche Prospekte ad absurdum führen.¹⁵

VI. Auswirkungen der geänderten BaFin-Verwaltungspraxis für die Unternehmen

Ob die vollständige Aufgabe der bisherigen Verwaltungspraxis der BaFin tatsächlich durch die eingetretenen Änderungen zwingend bedingt ist, mag bezweifelt werden.¹⁶ Gleichwohl – und zum Leidwesen der betroffenen Unternehmen – ist diese neue Verwaltungspraxis der BaFin nunmehr maßgeblich für sämtliche Bezugsrechtsemission.

Für die Praxis kann daher gegenwärtig die Empfehlung nur lauten – sofern nicht ein gesetzlich normierter Ausnahmetatbestand einschlägig ist (hierzu nachstehend unter VII.) – der neu geschaffenen Prospektpflicht und den konkreten inhaltlichen Anforderungen an die Ausgestaltung des Prospekts im Rahmen der Vorbereitung und Durchführung geplanter Kapitalmaßnahmen Rechnung zu tragen.

VII. Ausnahmen von der Prospektpflicht

Angesichts der grundsätzlich geänderten Rechts- und Verwaltungspraxis hinsichtlich der Prospektpflicht von Bezugsrechtsemissionen kommt künftig den Bestimmungen, die auch nach der geänderten Rechtslage eine Ausnahme von der Prospektpflicht zulassen, eine besondere Bedeutung zu.

1. Bezugsangebot

Für Unternehmen, deren Anteile bereits am regulierten Markt zugelassen sind, dürfte insbesondere § 1 Abs. 2 Nr. 4 WpPG von Relevanz sein, der den Anwendungsbereich des WpPG auf Emissionen begrenzt, die ein Volumen von 5 Mio. Euro überschreiten.¹⁷ Zur Vermeidung der Prospektpflicht sollte die Emission daher unterhalb dieser Schwelle liegen. Sofern eine betragsmäßig höhere Emission notwendig ist, sollte diese in mehrere Tranchen gesplittet werden. Da je-

⁸ Vgl. Erwägung 12 der Richtlinie 2010/73/EU, ABl. L 150 vom 9.6.2012, S. 2.

⁹ Zu beachten ist, dass künftig stets gem. Art. 26a Abs. 3 ProspektVO am Anfang des Prospekts darauf hinzuweisen ist, dass es sich um eine Bezugsrechtsemission handelt.

¹⁰ Es entfällt etwa die Pflicht zur Information über die Geschäfts- und Finanzlage sowie über die Eigenkapitalausstattung. Ferner sind historische Finanzinformationen nur für das letzte Geschäftsjahr und nicht für die vorangegangenen drei Geschäftsjahre zu machen. Näheres ist den Anhängen XXIII und XXIV selbst zu entnehmen.

¹¹ KMUs sind gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. f ProspektRL Gesellschaften, die laut ihrem letzten Jahresabschluss bzw. konsolidierten Abschluss zumindest zwei der nachfolgenden drei Kriterien erfüllen: eine durchschnittliche Beschäftigtenzahl im letzten Geschäftsjahr von weniger als 250, eine Gesamtbilanzsumme von höchstens 43 Mio. Euro und ein Jahresnettoumsatz von höchstens 50 Mio. Euro.

¹² Small Caps sind gemäß Art. 2 Abs. 1 lit. t ProspektRL auf dem geregelten Markt notierte Unternehmen, deren durchschnittliche Marktkapitalisierung auf der Grundlage der Notierungen zum Jahresende für die vorangegangenen drei Kalenderjahre weniger als 100 Mio. Euro betrug.

¹³ BaFin, BaFin-Journal 09/12, 7.

¹⁴ So auch schon die bisherige Einschätzung in den übrigen EU-Mitgliedstaaten, mit Ausnahme von Österreich, vgl. BaFin, BaFin-Journal 09/2012, 7.

¹⁵ I. d. S. die Begründung der BaFin, BaFin-Journal 09/2012, 7.

¹⁶ Kritisch *Leuering/Stein*, NJW-Spezial 2012, 591, 592.

¹⁷ *Groß*, Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2012, WpPG, § 1 Rn. 7.

doch pro Jahr insgesamt nur Wertpapiere in Höhe von 5 Mio. Euro emittiert werden dürfen,¹⁸ die Emission daher effektiv über mehrere Jahre erfolgen müsste, beschränkt sich auch diese Möglichkeit auf verhältnismäßig „kleine“ Bezugsrechtsemissionen.

Vergleichbares gilt für Anteile jener Unternehmen, die im Freiverkehr sind. Gemäß § 3 Abs. 2 Nr. 5 WpPG sind „Kleinstemissionen“ mit einem Gesamtvolumen von 100 000 Euro pro Jahr künftig von der Prospektpflicht ausgenommen.¹⁹ Zwar ist auch hier denkbar, die Emission in Tranchen zu splitten, doch ist dieses Vorgehen umständlich und angesichts des insgesamt geringen Emissionsvolumens kaum geeignet, die Bedürfnisse selbst kleinerer Unternehmen, ihre Eigenkapitalbasis zu stärken und ihre Liquidität zu erhöhen, zu befriedigen.

Demgegenüber sind die übrigen in § 3 Abs. 2 WpPG vorgesehenen Ausnahmen auch auf großvolumige Emissionen anwendbar.²⁰ Diese knüpfen nicht an das jeweilige Emissionsvolumen an, sondern vielmehr an einen begrenzten Adressatenkreis (Angebot ausschließlich an qualifizierte Investoren,²¹ § 3 Abs. 2 Nr. 1 WpPG oder an weniger als 150 nicht qualifizierte Anleger pro EU-Mitgliedsland, § 3 Abs. 2 Nr. 2 WpPG) oder fordern ein Mindestabnahmevermögen von 100 000 Euro pro Anleger (§ 3 Abs. 2 Nr. 3, 4 WpPG).²² Damit eröffnet sich zwar die grundsätzliche Möglichkeit für Unternehmen, das Emissionsangebot insoweit in beliebiger (nach oben hin offener) Höhe prospektfrei auszugestalten, doch wird zugleich der Kreis der potenziellen Anleger derart eingeschränkt, dass vielmals der angestrebte Kapitalbedarf nicht realisiert werden können dürfte.

2. Zulassung

Angesichts der Tatsache, dass nach neuer Rechtslage ohnehin künftig regelmäßig bereits im Falle des Bezugsangebots ein Prospekt durch den Emittenten zu erstellen ist, wird nach Einschätzung der Verfasser den bislang äußerst praxisrelevanten Ausnahmeregelungen der §§ 4 Abs. 2 Nr. 1 und 4 Abs. 2 Nr. 7 WpPG künftig nur noch eine eingeschränkte Bedeutung zukommen. Der (Angebots-)Prospekt wäre gemäß § 9 Abs. 1 WpPG sowohl für das öffentliche Angebot als auch für die Zulassung zum Handel für zwölf Monate gültig. Folglich kann der für das öffentliche Angebot erstellte Prospekt zugleich für die Zulassung verwendet werden;²³ ein erhöhter finanzieller und administrativer Aufwand entsteht dem Emittenten daher insoweit nicht, so dass die bislang relevante Frage einer gesonderten Prospektpflicht für die Zulassung (bei gleichzeitiger Prospektfreiheit des Bezugsangebots) insoweit ihren „Schrecken“ verloren hat.

Lediglich in den Fällen, in denen – ausnahmsweise – keine Prospektpflicht für das Bezugsangebot besteht, stellt sich daher künftig die Frage der Anwendbarkeit der Ausnahmetatbestände des § 4 Abs. 2 WpPG, die stets für den jeweiligen Einzelfall beantwortet werden muss.

VIII. Zusammenfassung und Ausblick

Die neu geschaffene (grundsätzliche) Prospektpflicht bei Bezugsrechtsemissionen schießt über das eigentliche Ziel, den Anlegerschutz zu verbessern, hinaus. Angesichts der Tatsache, dass durch die betreffenden Neuerungen das Gros der am Kapitalmarkt agierenden mittelständischen deutschen Unternehmen betroffen ist, lassen die neuen Bestimmungen wirtschaftliches und rechtliches Augenmaß vermissen und belasten – trotz der vorgesehenen erleichterten Angabepflichten – die betroffenen Unternehmen mit vermeidbaren Kosten und erheblichem organisatorischen Mehraufwand. Im Übrigen bedeutet die neu geschaffene (grundsätzliche) Prospektpflicht neben erhöhten wirtschaftlichen und administrativen Aufwendungen für die betroffenen Unternehmen auch eine haftungsrechtliche Verschlechterung ihrer bisherigen Position, da mit der geänderten Rechts- und Verwaltungspraxis zugleich eine Anwendung der allgemeinen Prospekthafungsgrundsätze gemäß §§ 21 ff. WpPG auf die betroffenen Unternehmen zukommen wird.

Vor diesem Hintergrund dürften auf nicht absehbare Zeit gerade für Freiverkehrsunternehmen und solche mit einem großen Aktionärskreis Bezugsrechtsemissionen als Mittel der Eigenkapitalbeschaffung ihren früheren Reiz verloren haben.

Dr. Moritz Brocker, RA, ist bei Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH am Standort Berlin tätig. Er berät schwerpunktmäßig nationale und internationale Unternehmenskäufe sowie im Bereich von konzerninternen Umstrukturierungen einschließlich grenzüberschreitender Verschmelzungen. Dr. Brocker ist Lehrbeauftragter für Handels- und Gesellschaftsrecht an der Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin.



Sepp Wohlfarter ist seit 2013 als Rechtsanwalt bei Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH am Standort Berlin tätig. Er studierte Rechtswissenschaften an der Europauniversität Viadrina in Frankfurt/Oder mit dem Schwerpunkt Wirtschaftsrecht. Sepp Wohlfarter promoviert im Bereich des Internationalen Gesellschaftsrechts.



¹⁸ Groß, Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2012, WpPG, § 1 Rn. 7.

¹⁹ Groß, Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2012, WpPG, § 1 Rn. 7. Diese Ausnahme gilt grds. auch für Unternehmen deren Anteile am organisierten Markt zugelassen sind, kommt aber aufgrund der wesentlich weiteren Regelung des Art. 1 Abs. 2 Nr. 1 WpPG in diesen Fällen nicht zum Tragen.

²⁰ Weitere Ausnahmeregelungen finden sich in § 4 Abs. 1 WpPG. Allerdings spielen diese im Zusammenhang mit einer Bezugsrechtsemission zum Zwecke der Eigenkapitalbeschaffung keine Rolle.

²¹ Vgl. hierzu § 1 Abs. 1 Nr. 6 WpPG.

²² Dieses Mindestabnahmevermögen kann entweder dadurch erreicht werden, dass die Erwerber nur (mehrere) Wertpapiere im Gesamtwert von wenigsten 100 000 Euro erwerben können (§ 3 Abs. 2 Nr. 3 WpPG) oder dass die Wertpapiere bereits eine Mindeststückelung von 100 000 Euro haben (§ 3 Abs. 2 Nr. 4 WpPG).

²³ Vgl. hierzu auch Groß, Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2012, WpPG, § 4 Rn. 19.