
Der Prospekt: Wann braucht man ihn? Was folgt daraus?

2

Die erste Weichenstellung bei der Emission eines Debt Produkts geschieht bei der Beantwortung der Frage, ob das Vorhaben einen durch die BaFin (oder eine andere europäische Aufsichtsbehörde) gebilligten Wertpapierprospekt erfordert oder nicht. Dabei ist es einzelfallabhängig und kommt vor allem auf die konkrete Form der Emission sowie das zu emittierende Finanzprodukt an, ob eine Emission prospektpflichtig ist, ob sich die Erstellung eines Prospekts auf freiwilliger Basis anbietet, oder aber ob Ausnahmetatbestände eingreifen, die einen Prospekt entbehrlich machen. Die Antwort auf die Frage, welcher Weg in concreto zu beschreiten ist, hat erheblichen Einfluss auf die gegenüber potenziellen Investoren zu verfolgende Kommunikationsstrategie. Aus diesem Grund, und auch weil die Prospekterstellung (sowie insbesondere die Billigung) ein gewisses – wenn auch überschaubares – Maß an Zeit- und Kostenaufwand auslöst, muss sich ein Anbieter Klarheit darüber verschaffen, ob für die von ihm beabsichtigte Emission ein Prospekt notwendig ist.

Der rechtliche Rahmen für Prospektpflicht und -inhalt wird maßgeblich durch die EU-Verordnung (EG) Nr. 809/2004 (Prospektverordnung) sowie in Deutschland insbesondere durch das Wertpapierprospektgesetz (WpPG) vorgegeben. So besteht nach § 3 Abs. 1 WpPG grundsätzlich eine Prospektpflicht für Wertpapiere, die im Inland öffentlich angeboten werden, wenn nicht eine der Ausnahmen des § 3 Abs. 2 Satz 1 WpPG eingreift. Unabhängig vom Vorliegen eines öffentlichen Angebots gilt nach § 3 Abs. 4 WpPG der Grundsatz der Prospektpflicht für all diejenigen Wertpapiere, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen. Diese beiden Alternativen wollen wir im Folgenden etwas näher erläutern.

2.1 Gesetzliche Prospektpflicht

Nach § 3 Abs. 1 WpPG ist ein Prospekt zunächst grundsätzlich dann erforderlich, wenn Wertpapiere „öffentlich angeboten“ werden.

Die Definition eines solchen öffentlichen Angebots findet sich in § 2 Nr. 4 WpPG. Danach handelt es sich (bereits dann) um ein öffentliches Angebot, wenn ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die anzubietenden Wertpapiere an das Publikum dergestalt mitgeteilt werden, dass ein Anleger in die Lage versetzt wird, über den Kauf oder die Zeichnung dieser Wertpapiere zu entscheiden. Die Anzahl der angesprochenen Anleger ist dabei nicht entscheidend. So entsteht zum Beispiel selbst dann, wenn sehr viele Personen im Rahmen einer Privatplatzierung angesprochen werden, nicht unbedingt ein öffentliches Angebot. Es kommt vielmehr darauf an, ob sich das Angebot der Wertpapiere an einen unbestimmten bzw. unbegrenzten Personenkreis richtet. Hierin wird direkt der erste ganz zentrale Punkt deutlich, bei dem es auf Debt Relations ankommt, denn ob ein Angebot von Wertpapieren öffentlich ist, bestimmt sich nach der Kommunikation mit den Anlegern.

Für das Vorliegen eines öffentlichen Angebots kommt es entscheidend darauf an, ob die wesentlichen Vertragsbestandteile, also der Kaufgegenstand, der Preis oder Preisrahmen, der Lieferzeitpunkt und die Valuta der Öffentlichkeit mitgeteilt werden. Dabei besteht für Emittenten das Risiko, in die sogenannte „Werbefalle“ zu tappen. Denn Ankündigungen, Werbungen und Unternehmenspräsentationen können schon ein öffentliches Angebot im Sinne des WpPG darstellen und damit die Prospektpflicht auslösen, wenn darin die vorgenannten Informationen ganz oder teilweise enthalten sind. Spätestens liegt ein Angebot vor, wenn der Emittent einem unbestimmten/ unbegrenzten Personenkreis eine Zeichnungsmöglichkeit eröffnet und insbesondere der Ausgabepreis und bei einer Anleihe die Verzinsung angegeben wurde.

Außer im Fall des öffentlichen Angebots ist die Erstellung eines Wertpapierprospekts auch immer dann notwendig, wenn Wertpapiere zum Handel an einem „organisierten Markt“ zugelassen werden sollen. Die Definition des organisierten Marktes findet sich in § 2 Nr. 16 WpPG. Dabei handelt es sich um ein durch staatliche Stellen genehmigtes, geregeltes und überwachtes Handelssystem, also etwa der Prime und General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse. Dies bedeutet in der Praxis, dass in manchen Fällen, etwa bei der Begebung von Benchmarkanleihen, die typischerweise eine Notierung im regulierten Markt anstreben, grundsätzlich ein Wertpapierprospekt benötigt wird, und zwar unabhängig davon, ob das Wertpapier öffentlich angeboten wird oder nicht.

2.2 Insbesondere: Prospektpflicht bei Wandelschuldverschreibungen

Bei der Frage der Prospektpflicht für Wandelschuldverschreibungen ist zwischen der Emission von Wandelschuldverschreibungen mit und ohne Bezugsrecht zu unterscheiden:

Das Angebot von Wandelschuldverschreibungen ohne Bezugsrecht für die Aktionäre (typischerweise mit Wandlungsrecht in Aktien, die weniger als 10 % des bisherigen Grundkapitals repräsentieren) richtet sich grundsätzlich nach denselben Regeln, die auch für die Emission von Schuldverschreibungen gelten. Ein Prospekt wäre also erforderlich, wenn diese Wertpapiere öffentlich angeboten würden. In der Praxis kommt ein öffentliches Angebot für Emissionen von Wandelschuldverschreibungen, die sich auf weniger als 10 % der Aktien beziehen, allerdings in aller Regel nicht vor, denn es ist gerade ein Vorteil der sogenannten 10 %-Emission, dass diese prospektfrei durchgeführt werden kann. Prospektpflichtig wäre jedoch die Zulassung der Wandelschuldverschreibung zum Handel im regulierten Markt, wenn keine der gesetzlichen Ausnahmen eingreift.

Bei Wandelschuldverschreibungen gilt es, neben dem Vorstehenden, zusätzlich zu beachten, dass die der Wandelschuldverschreibung zugrunde liegenden Aktien einer Zulassung zum Handel im regulierten Markt zwingend dann bedürfen, wenn bisherige Aktien (der jeweiligen Gattung) der Emittentin dort bereits notiert sind. Die entsprechenden neuen Aktien werden jedoch in der Regel aus einem bedingten Kapital geschaffen, so dass für die Aktien, die aus der Wandlung entstehen, eine prospektfreie Zulassung möglich ist. § 4 Abs. 2 Nr. 7 WpPG sieht nämlich die prospektfreie Zulassung von Aktien aus bedingtem Kapital vor.

Bei dem Angebot von Wandelschuldverschreibungen mit gesetzlichem Bezugsrecht für die Aktionäre, so der Grundfall nach Vorstellung des Gesetzgebers, stellt sich die Frage, ob die Gewährung des Bezugsrechts an Altaktionäre als öffentliches Angebot qualifiziert werden muss. Dies wurde in der Vergangenheit in Deutschland (auch seitens der BaFin) verneint¹. Es wurde argumentiert, dass der Kreis derjenigen, denen die Wandelschuldverschreibungen angeboten werden, bestimmbar (alle bisherigen Aktionäre) und damit das Angebot nicht öffentlich sei. Darüber hinaus seien die Aktionäre nach einer am Normzweck orientierten Betrachtungsweise nicht schutzbedürftig, da sie schon in die Aktien der Emittentin investiert hätten und daher ein weniger hohes Informationsbedürfnis gegeben sei, als bei völlig fremden Dritten.

¹ Siehe etwa Schnorbus in Frankfurter Kommentar zum WpPG und zur EU-ProspektVO, § 2 Rn. 67.

Die vorbeschriebene Verwaltungspraxis der BaFin wurde von der überwiegenden Mehrzahl der anderen europäischen Aufsichtsbehörden nicht geteilt und wird inzwischen auch in Deutschland nicht mehr vertreten. Im Zuge der Reform der EU-Prospektrichtlinie, die mit Wirkung zum 1. Juli 2012 in deutsches Recht umgesetzt wurde, wurden in die EU-Prospektverordnung ausdrücklich eine Reihe von Sonderregelungen für Prospekte für Bezugsrechtsemissionen aufgenommen. Dies hatte die geänderte Prospektrichtlinie vorgesehen, was zweifelsfrei nahelegt, dass grundsätzlich von einer Prospektspflicht auch in diesen Fällen auszugehen ist. Die BaFin hat daraufhin ihre vorherige Rechtsauffassung als nicht mehr mit europäischem Recht vereinbar aufgegeben². Demgemäß stellen Bezugsrechtsangebote für (Aktien oder) Wandelschuldverschreibungen nunmehr ein öffentliches Angebot dar und unterliegen damit grundsätzlich einer Prospektspflicht, soweit nicht eine der gesetzlichen Ausnahme eingreift.

2.3 Debt Relations während der Emission prospektpflichtiger Angebote

Neben der Veröffentlichung eines Prospekts müssen die Beteiligten bei der Emission von Debt Produkten weitere zahlreiche Verhaltenspflichten in der Kommunikation beachten. Für die wichtige Frage, welche Informationen an die potenziellen Investoren weitergegeben werden können, kommt es maßgeblich darauf an, in welcher Phase die Emission sich befindet. Bis zum Zeitpunkt der Billigung des Prospekts durch die BaFin oder andere europäische Aufsichtsbehörden ist sehr genau darauf zu achten, dass zuvor noch kein öffentliches Angebot erfolgt. Dies führt insbesondere in der Pre-Marketingphase zu Konflikten. Weitergehende Pflichten können ab dem Moment entstehen, in dem der Zulassungsantrag zur Aufnahme des Börsenhandels gestellt wird oder ab dem Moment, in dem der Handel mit den Debt Produkten beginnt.

2.3.1 Pre-Marketing

In der Pre-Marketing-Phase wird der Spagat, den die Emittenten im Hinblick auf die Kommunikation meistern müssen, besonders deutlich: Für das Gelingen der Emission ist es wichtig, möglichst frühzeitig – schon vor der Roadshow – eine realistische Vorstellung von dem erzielbaren Preis des Debt Produkts zu erhalten. Da-

² Dr. Henningsen „Änderungen im Wertpapierprospektrecht“, BaFin-Journal 09/12, S. 7.

bei können die Emittenten sich nicht auf die eigenen Erwartungen verlassen, dies wäre geradezu fahrlässig. Vielmehr ist es zwingend notwendig, das Produkt frühzeitig bei institutionellen Anlegern vorzustellen, um zu erfahren, zu welchem Preis diese das Debt Produkt erwerben würden. Da jedoch zu diesem frühen Zeitpunkt typischerweise noch kein gebilligter Prospekt vorliegt, muss unbedingt vermieden werden, dass der Tatbestand des öffentlichen Angebots erfüllt wird. Es ist daher unzulässig, in konkreter Form, etwa über Internetseiten oder Zeitungsannoncen, über das Debt Produkt und die Zeichnungsmöglichkeiten zu informieren. Allenfalls sind Hinweise auf eine Emission möglich, solange nicht die genaue Struktur des Produkts, der anvisierte Emissionstermin, die bisher gebildeten Preiserwartungen und der geplante Zinscoupon mitgeteilt werden.

Aus dem gleichen Grund sollten während des Pre-Marketings ausschließlich institutionelle Investoren angesprochen werden, die im besten Fall dem Emittenten oder der die Emission begleitenden Bank bereits bekannt sind. Falls in dieser frühen Phase bereits mit Präsentationen, Informationsbroschüren oder anderen Werbematerialien gearbeitet wird, so ist auf den deutlichen Hinweis zu achten, dass es sich um vorläufige Darstellungen handelt, die noch kein konkretes Angebot darstellen. Zudem muss darauf geachtet werden, dass die eingesetzten Werbe- und Informationsmittel den Kreis der angesprochenen Investoren nicht verlassen.

Dabei sollte sich jeder Emittent der Konsequenzen bewusst sein, die entstehen, sobald (wenn auch nur versehentlich) ein öffentliches Angebot gegeben ist: Grundsätzlich ist ab diesem Zeitpunkt ein gebilligter Prospekt erforderlich. Liegt dieser noch nicht vor, erfüllt dies den Tatbestand einer Ordnungswidrigkeit (§ 35 Abs. 1 Nr. 1 WpPG). Zudem setzt sich der Anbieter damit dem Risiko einer zivilrechtlichen Haftung³ gegenüber Investoren aus, welche den Betrag eines etwaigen Bußgeldes leicht um ein Vielfaches übertreffen kann.

Im Idealfall sollte der Prospekt spätestens zur Zeit des Abschlusses der Pre-Marketing-Phase gebilligt sein, damit im Rahmen der Roadshow bedenkenlos ein öffentliches Angebot gemacht werden kann.

2.3.2 Nachträge zum Prospekt

Sollte sich nach Billigung und Veröffentlichung des Prospekts (noch während der Angebotsphase) ein neuer wichtiger Umstand bezüglich des Emittenten ergeben

³ Siehe zur Prospekthaftung Kuthe, Der Gang an die Börse, in: Wojtek/Mitzkus (Hrsg.), Die AG – Rechte, Pflichten und Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat in der Praxis, Stand 7/11, Abschn. 8.1.6.

oder eine Angabe im Prospekt sich als unrichtig erweisen, so muss ein Nachtrag zum Prospekt erstellt und von der BaFin (oder der sonstigen zuständigen Aufsichtsbehörde) gebilligt werden. Diese Nachtragspflicht gilt natürlich nicht für kleine Fehler, die für die Anlageentscheidung nicht relevant werden können. Vielmehr kommt es nur auf solche Angaben an, die geeignet sind, die Beurteilung der Wertpapiere zu beeinflussen.

In zeitlicher Hinsicht beginnt die Nachtragspflicht ab der Billigung des Prospekts und endet mit dem endgültigen Schluss des öffentlichen Angebots der Wertpapiere oder der Einführung in den Handel. Durch die seit Mitte 2012 geänderte Formulierung des § 16 WpPG wurde nun auch das Verhältnis zwischen den Alternativen des Endes der Nachtragsfrist klargestellt. Demnach beendet die Einführung oder Einbeziehung in den Handel den nachtragspflichtigen Zeitraum nicht, solange das öffentliche Angebot noch läuft. Diese Klarstellung ist praxisrelevant, da teilweise, je nach Ausgestaltung des Debt Produkts, Angebotszeiträume von bis zu einem Jahr gewählt werden. Während dieses Jahres müssen demnach Nachträge gebilligt und veröffentlicht werden, auch wenn zwischenzeitlich eine Einbeziehung in den Handel stattgefunden hat.

Gemäß § 16 Abs. 3 WpPG haben Anleger nach Veröffentlichung eines Nachtrags die Möglichkeit, ihre eigentlich verbindliche Käuferklärung zu widerrufen. Bisher konnte das Widerrufsrecht nur so lange ausgeübt werden, bis die Finanzprodukte in das Depot des Erwerbers eingebucht wurden, danach war der Widerruf ausgeschlossen. Nach der aktuellen Rechtslage besteht das Widerrufsrecht hingegen immer dann, wenn der neue Umstand bzw. die Unrichtigkeit vor Schluss des öffentlichen Angebots und vor der Lieferung der Wertpapiere eingetreten ist. Damit kann die auf Erwerb bzw. Zeichnung gerichtete Erklärung nun auch widerrufen werden, wenn die Wertpapiere bereits vor der Veröffentlichung des Nachtrags in das Depot des Anlegers eingebucht worden waren, solange nur der nachtragspflichtige Umstand vor Erfüllung eingetreten ist.

2.3.3 Werbung nach Veröffentlichung des Prospekts

Gewisse Verhaltenspflichten im Hinblick auf Werbung und Kommunikation generell muss der Emittent auch noch nach der Billigung des Prospekts beachten. So darf er nicht völlig frei mit Marketingäußerungen umgehen, sondern muss vielmehr darauf achten, dass jede Veröffentlichung im Zusammenhang mit dem prospektpflichtigen öffentlichen Angebot oder der Zulassung von Wertpapieren zum

Handel an einem organisierten Markt, unabhängig davon, ob sie Werbezwecken dient, den Vorgaben von § 15 WpPG genügen muss. So gibt § 15 Abs. 4 WpPG vor, dass die im Prospekt enthaltenen Angaben und alle über das öffentliche Angebot oder über die Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt verbreiteten Informationen – und daher insbesondere die Marketingunterlagen – konsistent sein müssen. Die Norm betrifft einerseits das Verhältnis von sämtlichen Informationen und Angaben außerhalb des Prospekts zu den im Prospekt enthaltenen Aussagen sowie andererseits den Umgang mit Informationen, wenn eine Prospektspflicht nicht besteht. § 15 WpPG bezieht sich auf jede Art von Werbung. Zwar differiert der Wortlaut zwischen Werbung (bzw. jeder Art von Werbung im Sinne seines Abs. 1) und Werbeanzeigen, da aber in der englischen Fassung der Prospekttrichtlinie keine Unterscheidung zwischen diesen Begriffen enthalten ist, sind wegen des Gebots der richtlinienkonformen Auslegung die beiden verschiedenen verwendeten Begriffe austauschbar. In zeitlicher Hinsicht greift § 15 WpPG erst ab dem Zeitpunkt, zu dem die Möglichkeit des Erwerbs der angebotenen oder zuzulassenden Debt Produkte besteht oder angekündigt wird. Seine Anwendbarkeit endet mit der Beendigung des öffentlichen Angebots oder der Zulassung der Debt Produkte zum Börsenhandel.

Jeder Veranlasser einer Werbeanzeige (bzw. Werbung) hat in der Anzeige stets darauf hinzuweisen, dass ein Prospekt veröffentlicht wurde oder zur Veröffentlichung ansteht und wo die Anleger diesen erhalten können.

Darüber hinaus gilt das Gebot, dass Werbeanzeigen als solche klar erkennbar sein müssen und die darin enthaltenen Angaben nicht unrichtig oder irreführend sein dürfen. Dies bedeutet jedoch nicht zwingend, dass jede Werbeanzeige explizit das Wort „Werbeanzeige“ oder „Werbung“ enthalten muss. Art. 2 Nr. 9 der EU-Prospektverordnung enthält eine weite Definition des Begriffs der Werbung. Danach sind unter Werbung alle Bekanntmachungen zu verstehen, die sich auf eine konkrete Emission beziehen und die auf die Förderung des Verkaufs bestimmter Wertpapiere abzielen. Erfasst sind damit sämtliche Bereiche, von Zeitungsanzeigen über TV- oder Radio-Werbespots bis hin zu Roadshow-Materialien und Analysenpräsentationen.

§ 15 WpPG ist vor allem im Rahmen der Roadshow relevant, denn hier kommt es besonders darauf an, die Vorzüge und Chancen des Wertpapiers zu betonen. In diesem Zusammenhang muss, mit Blick auf § 15 WpPG, wiederum darauf geachtet werden, dass die während der Roadshow mitgeteilten wesentlichen Informationen auch zwingend im Prospekt enthalten sind, selbst wenn es ansonsten keine gesetzliche Verpflichtung zur Aufnahme der jeweiligen Information gibt. Dies betrifft ins-

besondere Prognosen, Schätzungen und sonstige Informationen über den gegenwärtigen oder zukünftigen Geschäftsverlauf der Gesellschaft. Der Prospekt und die Roadshow-Unterlagen stehen folglich in einem Wechselwirkungsverhältnis zueinander. Hier wird deutlich, dass eine enge Abstimmung zwischen dem Ersteller des Prospekts und den vom Emittenten eingeschalteten Marketingverantwortlichen notwendig ist, welche schon möglichst früh beginnen sollte, damit später die Roadshow reibungslos verlaufen kann.⁴

⁴ Zipperle/Schmidt, „Widerstreit der Disziplinen – Herausforderungen in der Anleihekommunikation“ in: Going Public Magazin, Heft 4/2013, April 2013.

Die Emission von Anleihen und anderen Debt
Produkten

Rechtliche Rahmenbedingungen für die
Investorenkommunikation

Kuthe, T.; Zipperle, M.

2014, VIII, 31 S., Softcover

ISBN: 978-3-658-04589-0