

Rüdiger Veil

# **Kapitalmarktzugang für Wachstumsunternehmen**

Reformen aus rechtsvergleichender und  
rechtsdogmatischer Perspektive

Mohr Siebeck

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Einführung	1
Kapitel 1: US-amerikanisches Recht	3
<i>A. Grundlagen des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts</i>	3
I. Rechtsgrundlagen	3
1. Kapitalmarktgesetze	3
2. Reformgesetze	4
II. Aufsichtsinstitutionen und Märkte	5
<i>B. Rechtspolitische Diskussion über die Entwicklung von IPOs in den USA</i>	6
I. "Access to Capital"-Conference 2011 und Bericht der IPO Task Force	6
II. Schapiro-Issa Schreiben	7
III. SEC Advisory Committee on Small and Emerging Companies	7
IV. Verabschiedung des JOBS Act	8
<i>C. Einführung der Kategorie der „Emerging Growth Companies“ (EGC) durch den JOBS Act</i>	9
I. Kriterien	9
II. Bewertung	10
<i>D. Regulatorische und administrative Erleichterungen des JOBS Act</i>	11
I. Title I (Reopening American Capital Markets to Emerging Growth Companies)	11
1. Erleichterungen bei der Vorstandsvergütung (Sec. 102(a) JOBS Act)	11
2. Bilanzrechtliche Erleichterungen bei der Registrierung (Sec.102(b) und (c) JOBS Act)	12

3. Erleichterungen bei der Prüfung des internen Kontrollsystems (See. 103 JOBS Act)	13
4. Ausnahme von zukünftigen Veränderungen bei Rotationspflichten von Buchprüfern (See. 104 JOBS Act)	15
5. Möglichkeit der erweiterten Investorenkommunikation (See. 105 JOBS Act)	15
a) Möglichkeit der Verbreitung von research reports (See. 105(a) JOBS Act)	16
b) Möglichkeit der Vorabkommunikation mit Finanzanalysten (See. 105(b) JOBS Act)	17
c) Möglichkeit der Vorabkommunikation mit Investoren (See. 105(c) JOBS Act)	18
d) Aufhebung der Quiet/Lockup Periods (See. 105(d) JOBS Act)	19
e) Fazit	20
6. Möglichkeit des vertraulichen Vor-Registrierens bei der SEC (See. 106(a) JOBS Act)	20
II. Title II (Access to Capital for Job Creators)	21
1. Hintergrund	21
2. Ausnahmen vom generellen Werbeverbot bei private placements durch den JOBS Act	22
3. Umsetzung durch die SEC	22
4. Bewertung	23
III. Title IV (Small Company Capital Formation)	24
1. Hintergrund	24
2. Reform durch den JOBS Act	26
3. Umsetzung durch die SEC	26
a) Grundlagen	26
b) Reform der Primärmarktpublizität	27
c) Regulatorische Anforderungen eines Tier 2-Angebots	27
4. Bewertung	28
IV. Title V (Private Company Flexibility and Growth)	29
<i>E. Kritik am und praktische Bedeutung des JOBS Act</i>	30
I. Grundlinien	30
1. Regelungsansätze	31
2. Ein neuer Sekundärmarkt für EGCS?	31
II. Praxiserfahrungen mit dem JOBS Act und den reformierten Regularien	32
1. Gesamtbild	32
2. Einzelne regulatorische Maßnahmen	33

## Kapitel 2: Entwicklungen in Australien/Neuseeland 35

### *A. Reforminitiativen* 35

#### *B. Errichtung eines High Growth Market in Neuseeland* 36

##### I. Anlass 36

##### II. Konzeption und regulatorische Erleichterungen 36

###### 1. Zulassungsanforderungen 36

###### 2. Regulatorische Anforderungen nach der Notierung 37

###### a) Grundlagen 37

###### b) Transparenzregime 37

###### aa) Überblick 37

###### bb) Das Konzept der key operating Milestones and targets 38

###### (1) Festlegung von key operating Milestones und annual targets 38

###### (2) Information über die Zielerreichung 38

###### (3) Überprüfung der KOM 39

###### cc) Fazit 39

##### III. Praxiserfahrungen 40

### *C. Fazit* 40

## Kapitel 3: Alternative Märkte in Europa 41

### *A. Einführung* 41

#### *B. Märkte für Wachstumsunternehmen im Vereinigten Königreich* 42

##### I. Alternative Investment Market (AIM) 42

###### 1. Grundlagen 42

###### 2. Zulassungsverfahren 44

###### 3. Emittentenpublizität durch Prospekt oder anderes Dokument 45

###### a) Grundlagen 45

###### b) Mindestinhalt eines admission document 45

###### aa) Angaben in Bezug auf den Emittenten 46

###### bb) Angaben in Bezug auf die Wertpapiere 46

###### cc) Weitere nach Anhang 2 AIM Rules geforderte Angaben 46

###### c) Fazit 47

###### 4. Regulatorische Anforderungen auf dem AIM 47

###### a) Marktmissbrauch 47

###### b) Informationspflichten 48

###### aa) Periodische Pflichten 48

bb) Anlassabhängige Pflichten	49
(1) Veröffentlichung kursrelevanter Informationen	49
(2) Veröffentlichung von corporate transactions	49
(3) Veröffentlichung diverser sonstiger relevanter Umstände	50
(4) Beteiligungstransparenz und Transparenz von Finanzinstrumenten	50
c) Gesellschafts- und bilanzrechtliche Anforderungen	51
d) Bewertung	52
5. Praktische Bedeutung	53
a) Marktkapitalisierung	53
b) Handelsvolumen	59
c) Liquidität	59
d) Investorenstruktur	62
e) Praxis der Publizitätspflichten	63
II. High Growth Segment (HGS)	71
1. Grundlagen	71
2. Regulatorische Anforderungen	72
a) Anforderungen für eine Aufnahme in das HGS	72
b) Regulatorische Erleichterungen auf dem HGS	72
3. Praktische Bedeutung	73
III. Reformen	74
 <i>C. Märkte für Wachstumsunternehmen in den nordischen Staaten</i>	 74
I. First North Nordic	74
1. Grundlagen	74
2. Emittentenpublizität durch Prospekt oder anderes Dokument	75
3. Regulatorische Anforderungen auf dem First North	76
a) Marktmissbrauch	76
b) Informationspflichten	76
aa) Periodische Pflichten	76
bb) Anlassabhängige Pflichten	77
(1) Pflichten auf dem First North	77
(2) Pflichten auf dem First North Premier Segment (FNPS)	78
c) Gesellschafts- und bilanzrechtliche Anforderungen	78
d) Bewertung	79
4. Praktische Bedeutung	79
II. Reformen	82
 <i>D. Markt für Wachstumsunternehmen in Italien</i>	 83
I. AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale	83

1. Grundlagen	83
2. Emittentenpublizität durch Prospekt oder anderes Dokument	84
3. Regulatorische Anforderungen auf dem AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale	85
a) Marktmissbrauch	85
b) Informationspflichten	85
aa) Periodische Publizität	85
bb) Anlassabhängige Publizität	85
c) Gesellschafts- und bilanzrechtliche Anforderungen	86
d) Bewertung	87
4. Praktische Bedeutung	87
II. Reformen	88
<i>E. Märkte für Wachstumsunternehmen in Belgien, Frankreich, Portugal und den Niederlanden</i>	89
I. Alternext	89
1. Grundlagen	89
2. Emittentenpublizität durch Prospekt oder anderes Dokument	90
3. Regulatorische Anforderungen auf Alternext	90
a) Marktmissbrauch	90
b) Informationspflichten	91
aa) Periodische Publizität	91
bb) Anlassabhängige Publizität	91
(1) Veröffentlichung kursrelevanter Informationen	91
(2) Beteiligungstransparenz und Transparenz von Finanzinstrumenten	91
c) Gesellschafts- und bilanzrechtliche Anforderungen	92
d) Bewertung	92
4. Praktische Bedeutung	93
II. Reformen	94
<i>F. Markt für Wachstumsunternehmen in Spanien</i>	94
I. Mercado Alternativo Bursátil (MAB)	94
1. Grundlagen	94
2. Emittentenpublizität durch Prospekt oder anderes Dokument	95
3. Regulatorische Anforderungen auf dem Mercado Alternativo Bursátil	95
a) Marktmissbrauch	95
b) Informationspflichten	96
c) Gesellschafts- und bilanzrechtliche Anforderungen	96
d) Bewertung	97
4. Praktische Bedeutung	97

II. Reformen	98
<i>G. Regelungskonzepte: Gemeinsamkeiten und Unterschiede</i>	99
Kapitel 4: Reformen im Steuerrecht	102
<i>A. Vereinigtes Königreich</i>	102
I. Grundlagen	102
1. Enterprise Investment Scheme (EIS)	102
2. Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS)	103
II. Reformen	104
1. Erweiterung der Individual Savings Accounts (ISA)	104
2. Reform durch den Finance Bill 2014	104
<i>B. USA</i>	105
Kapitel 5: Reformmöglichkeiten	109
<i>A. Einführung</i>	109
I. Ordnung der Themen	109
II. Erkenntnisquellen für potentielle regulatorische Maßnahmen	110
<i>B. Primärmarkt</i>	111
I. US-amerikanische Reformperspektiven und europäische Reformdiskussion	111
II. Prospektpflicht	112
1. Kleinstemissionen	112
2. Prospektpublizität bei der Zulassung/Einbeziehung zum Handel an einem MTF	113
3. Erleichterte Prospektanforderungen für KMU	114
III. Marketing-Aktivitäten	115
IV. Ergebnisse	117
<i>C. Sekundärmarkt</i>	117
I. „On-Ramp“ zum regulierten Markt	117
1. Besondere Anforderungen an börsennotierte Gesellschaften	118
a) Begriffe	118
b) Sondervorschriften	119

2. Einfluss regulatorischer Anforderungen auf die Entscheidung über einen IPO	120
a) Relevanz der gesellschafts- und bilanzrechtlichen Anforderungen	120
aa) Expertenmeinungen	120
bb) Argumente für die Standpunkte	121
b) Relevanz weiterer Anforderungen	122
c) Schlussfolgerungen	123
3. Kompetenzen für die Einführung transitorischer Befreiungen...	124
4. Bewertung	125
5. Ergebnisse	127
II. Ausgestaltung eines „KMU-Wachstumsmarkts“ auf MTF-Basis ..	128
1. Grundlagen	128
2. Begriff des KMU-Wachstumsmarkts nach der MiFID-II	129
a) Begriff des KMU-Wachstumsmarkts und Anforderungen ...	129
aa) MTF für KMU	129
bb) Anforderungen	130
b) Befugnis zum Erlass konkretisierender Bestimmungen	130
c) Fazit	131
3. Recht und Praxis des Entry Standard	131
a) Grundlagen	132
aa) Veröffentlichung eines Prospekts	132
bb) Anforderungen an den Emittenten	132
cc) Mit Antragsteller und Listing Partner	133
(1) Aufgaben und Pflichten des Mit Antragstellers	133
(2) Aufgaben und Pflichten des Deutsche Börse Listing Partner	134
(3) Vergleich der Intermediäre mit dem Nomad	135
b) Transparenz	136
aa) Publizitätsvorschriften	136
(1) Anforderungen an eine periodische und anlassabhängige Publizität	136
(2) Bewertung und Vergleich	137
bb) Publizitätspraxis	138
cc) Fazit	143
4. Ausgestaltung eines KMU-Wachstumsmarkts i.S.d. MiFID-II	144
a) Grundlagen	144
aa) Fokus auf die Transparenzregime	144
bb) Staatlich gesetztes versus privat gesetztes Recht	144
b) Ausgestaltung der periodischen Publizität auf einem KMU-Wachstumsmarkt	146
aa) Jahres- und Halbjahresbericht	146



bb) Quartalsbericht	147
cc) Schlussfolgerungen	148
c) Ausgestaltung der anlassabhängigen Publizität auf einem KMU-Wachstumsmarkt	148
aa) Ad-hoc-Publizitätspflichten	148
bb) Veröffentlichung anderer relevanter Informationen	149
(1) Veröffentlichung von Transaktionen zwischen related parties	150
(2) Beteiligungstransparenz	151
(3) Einführung einer Milestones-Publizität	152
(4) Schlussfolgerungen	155
d) Sonstige Aspekte	156
e) Spezialgesetzliche zivilrechtliche Haftung	157
5. Ergebnisse	158
Kapitel 6: Schluss	161
<i>A. Ergebnisse</i>	161
<i>B. Empfehlungen der Arbeitsgruppen „Mehr Börsengänge         in Deutschland“</i>	165
Auswertung der Expertenumfrage	167
<i>A. Vorbemerkung zur Auswertung</i>	167
<i>B. Teilnehmer der Umfrage</i>	167
<i>C. Regulatorische Hindernisse für KMU beim Zugang         zum geregelten Markt</i>	168
<i>D. Erleichterungen beim IPO</i>	170
I. Prospektpflicht	170
II. Marketing-Aktivitäten	172
<i>E. Regulatorische Anforderungen an einen KMU-Wachstumsmarkt</i>	172
I. Halbjahresfinanzbericht	172
II. Quartalsfinanzbericht	174
III. Milestones-Berichterstattung	175
IV. Offenlegung von Stimmrechtsänderungen	175
V. Related Party Transactions	176
VI. Lock up-Periods	177
VII. Spezialgesetzliche zivilrechtliche Haftung	177

*Inhaltsverzeichnis*

Literaturverzeichnis

Sachverzeichnis