

# Marktkommunikation nach dem WpPG

## Zur Verbreitung von Informationen außerhalb des Prospekts

Von Carsten Lang, Rechtsanwalt, VEM Aktienbank AG

*Der Erfolg eines IPOs hängt entscheidend von der zielgerichteten Ansprache von potenziellen Anlegern und Investoren ab. Der bei einem öffentlichen Angebot oder der Börsenzulassung von Wertpapieren zu veröffentlichende Wertpapierprospekt stellt hierbei zweifelsohne das wichtigste Informationsmedium dar. Neben dem Prospekt bieten sich dem Emittenten aber noch weitere Möglichkeiten zur Kommunikation mit dem Anlegerpublikum. So sind im IPO-Geschäft Unternehmenspräsentationen auf Roadshows sowie Investoren- und Analystenkonferenzen an der Tagesordnung. Da die Teilnahme an solchen Veranstaltungen in der Regel jedoch einem ausgewählten Publikum (institutionellen Anlegern, Analysten) vorbehalten ist, ist die Gefahr einer informationellen Ungleichbehandlung der Anleger groß.*



Carsten Lang

### Going Public-Grundsätze der Deutsche Börse AG

Einen ersten Versuch, den Informationsfluss zwischen Emittent und Privatanlegern, institutionellen Anlegern und Analysten einheitlicher und transparenter zu gestalten, hat die Deutsche Börse AG mit den von ihr im Jahr 2002 herausgegebenen so genannten „Going Public-Grundsätzen“ („GPG“) unternommen. Bei den GPG handelte es sich um eine freiwillige Selbstverpflichtung von Emittenten und Emissionsbegleitern bei Börsengängen. Die Beachtung der GPG wurde durch einen entsprechenden Vermerk im Emissionsprospekt nach dem Vorbild der Entsprechenserklärung zum Corporate Governance Codex zum Ausdruck gebracht.

Ein wesentliches Ziel der GPG war es, die Funktion des Prospekts als zentrales Informationsmittel und wichtigste Entscheidungsgrundlage für Anleger zu stärken. Dies sollte vor allem durch die Reglementierung emissionsbegleitender Informationen außerhalb des Prospekts erreicht werden. So fanden sich in den GPG insbesondere auch Regelungen zur Nicht-Weitergabe von wesentlichen Informationen außerhalb des Prospekts in einem bestimmten Zeitraum vor Beginn des öffentlichen Angebots und nach Notierungsaufnahme (Quiet Period). Bei Unterwerfung unter die GPG verpflichtete sich der Emittent darüber hinaus, zur Erstellung von emissionsbezogenen Unternehmensstudien nur solche wesentlichen Informationen über sein Geschäft oder seine Finanz- und Ertrags-

lage zur Verfügung zu stellen, die auch im Prospekt enthalten waren. Trotz ihres Charakters als freiwillige Selbstregulierung der Marktteilnehmer und der mangelnden Sanktionierbarkeit ihrer Nichtbeachtung wurden die wichtigsten Grundsätze der GPG bei der überwiegenden Zahl der Börsengänge seit 2002 eingehalten. Mit Inkrafttreten des Wertpapierprospektgesetzes („WpPG“) zum 01. Juli 2005 wurden die GPG von der Deutsche Börse AG aufgehoben.

### Regelungen zur Informationsweitergabe außerhalb des Prospekts im WpPG

Mit der Umsetzung der EU-Transparenzrichtlinie durch das WpPG wurden in Deutschland erstmalig explizite Regelungen zur Beschränkung der Verbreitung von Informationen über eine Emission außerhalb des Prospekts eingeführt. Das Konsistenzgebot des Art. 15 Abs. 4 WpPG schreibt vor, dass sämtliche Informationen, die über ein öffentliches Angebot von Wertpapieren oder die Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt verbreitet werden, unabhängig davon, ob sie zu Werbezwecken dienen, mit den im Prospekt enthaltenen Angaben übereinstimmen müssen. Wesentliche Informationen über den Emittenten oder den Anbieter der Wertpapiere, die sich an bestimmte Anlegergruppen



richten, einschließlich Informationen, die im Rahmen von Veranstaltungen betreffend Angebote von Wertpapieren (so insbesondere die bereits oben erwähnten Analystenpräsentationen, Roadshows etc.) mitgeteilt werden, sind allen Anlegergruppen, an die sich das Angebot richtet, zur Verfügung zu stellen und müssen in den Prospekt oder einen Nachtrag zum Prospekt aufgenommen werden (vgl. Art. 15 Abs. 5 WpPG). Welche Informationen über den Emittenten oder den Anbieter als „wesentlich“ im Sinne der Vorschrift einzustufen und damit verpflichtend in den Prospekt aufzunehmen sind, ist jeweils im Einzelfall zu entscheiden.

Die Frage der Wesentlichkeit stellt sich hierbei insbesondere bei zukunftsbezogenen Informationen über den Emittenten, wie zum Beispiel Prognosen zur erwarteten Geschäftsentwicklung, Planzahlen etc. Den Empfehlungen der CESR (Committee of European Securities Regulators) ist zu entnehmen, dass im Falle von bereits vor Veröffentlichung des Prospekts abgegebenen Prognosen, die sich auf einen im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Prospekts noch andauernden Zeitraum beziehen („outstanding forecasts“), eine Vermutung besteht, dass diese wesentlich sind (vgl. Empfehlung Nr. 44, CESR's recommendations for the consistent implementation of the European Commission's Regulation on Prospectuses n° 809/2004, CESR/05-054b vom Februar 2005, einsehbar unter <http://www.cesr-eu.org>).

Eine Regelung ähnlich der Quiet Period-Regelung in den GPG findet sich im WpPG nicht. Unabhängig von bestimmten Fristen ist die Weitergabe von wesentlichen Informationen über den Emittenten oder den Anbieter, die nicht auch im Prospekt enthalten sind, grundsätzlich untersagt.

#### Risiken bei der Informationsweitergabe

Verbreitet der Emittent oder der Anbieter vor oder während des öffentlichen Angebots oder der Börsenzulassung im Rahmen der Kommunikation mit Anlegern

und Analysten wesentliche Informationen, die nicht – wie in § 15 Abs. 5 WpPG verlangt – auch Eingang in den Prospekt oder einem Nachtrag zum Prospekt finden, kann dies zu Haftungsansprüchen gegen den Emittenten, den Anbieter und die emissionsbegleitenden Banken wegen Unvollständigkeit des Prospekts führen. Werden dagegen anderweitig verbreitete wesentliche Informationen gem. § 15 Abs. 5 WpPG in den Prospekt oder einen entsprechenden Nachtrag aufgenommen, können auch hierdurch unerwünschte Prospekthaftungsrisiken entstehen, etwa wenn sich die aufgenommenen Informationen als unrichtig erweisen. Die Gefahr besteht insbesondere bei zukunftsgerichteten Aussagen über den Emittenten. Darüber hinaus kann die Aufnahme anderweitig verbreiteter wesentlicher Informationen mitunter mit einem erheblichen zeitlichen Mehraufwand verbunden sein. Die Aufnahme von Gewinnprognosen in den Prospekt erfordert beispielsweise die Erstellung eines Prüfungsberichts durch einen Wirtschaftsprüfer, der dann ebenfalls in den Prospekt mit aufzunehmen ist.

#### Fazit:

Die gesetzliche Fixierung des Postulats der informationellen Anlegergleichbehandlung hinsichtlich wesentlicher Informationen in Art. 15 Abs. 4 WpPG stellt Emittenten wie Emissionsbegleiter vor neue Herausforderungen. Zur Vermeidung der oben dargestellten Risiken sind bereits in einem frühen Stadium der Emission entsprechende organisatorische Vorkehrungen im Hinblick auf die Öffentlichkeitsarbeit zu treffen: Alle an der Emission mitwirkenden Mitarbeiter des Emittenten und dessen Tochterunternehmen (einschließlich des Vorstands und des Aufsichtsrats), sämtliche von dem Emittenten beauftragten Werbe- und PR-Agenturen sowie alle sonstigen im Zusammenhang mit der Emission von dem Emittenten beauftragten Beteiligten sind frühzeitig bezüglich der Risiken, die sich aus der Verbreitung wesentlicher Informationen über den Emittenten ergeben können, zu informieren. In diesem Zusammenhang empfiehlt es sich auch, ein Verfahren zu etablieren, welches es ermöglicht, die Verbreitung von Informationen im Zusammenhang mit der Emission einer sorgfältigen inhaltlichen Vorabprüfung zu unterziehen. Nur so kann Verfahrensverzögerungen und etwaigen Haftungsansprüchen effektiv vorgebeugt werden.