

# Vorsicht bei Roadshows

## Werbemaßnahmen im Zusammenhang mit IPOs: Rechtliche Gesichtspunkte

Von Prof. Dr. Olaf Müller-Michaels,  
Orrick Hölters & Elsing\*



Prof. Dr. Olaf Müller-Michaels

*Das Jahr 2010 verspricht ein gutes Jahr für Börsengänge zu werden. Einige Unternehmen wagten schon den Gang aufs Parkett. Neben einer sorgfältigen Vorbereitung der erforderlichen Dokumente, insbesondere des Wertpapierprospekts, kommt es für den Erfolg eines IPO darauf an, wie gut der Vorstand die Aktien seines Unternehmens bei Roadshows und Analystenkonferenzen „verkauft“. Hier lauert eine Reihe von rechtlichen Fallstricken.*

§ 15 Wertpapierprospektgesetz (WpPG) regelt Werbemaßnahmen im Zusammenhang mit öffentlichen Angeboten von Wertpapieren. Der Begriff der „Werbemaßnahmen“ ist nach der zugrunde liegenden EU-Prospektverordnung weit definiert und umfasst auch IPO-Analystenkonferenzen und -Roadshows.

### Konsistenzgebot

Präsentationsunterlagen für IPO-Analystenkonferenzen und -Roadshows müssen daher den Vorgaben des § 15 WpPG entsprechen. Das heißt, sie müssen den Hinweis enthalten, dass ein Prospekt zur Veröffentlichung ansteht und wo die Anleger ihn erhalten können (§ 15 Abs. 2 WpPG). Sie dürfen keine unrichtigen oder irreführenden Angaben enthalten (§ 15 Abs. 3 WpPG) und dürfen nicht in Widerspruch zu Angaben im Prospekt stehen (§ 15 Abs. 3 WpPG).

Unabhängig von den Präsentationsunterlagen müssen alle über das IPO verbreiteten Informationen mit den Angaben im Prospekt übereinstimmen (§ 15 Abs. 4 WpPG). Durch diese Vorgaben möchte der Gesetzgeber sicherstellen, dass im Vorfeld eines IPO verbreitete Informationen konsistent mit dem Prospekt sind.

#### ROADSHOWS: RECHTLICHE VORGABEN

- ◆ Konsistenz mit Prospekt
- ◆ Keine „Selective Disclosure“
- ◆ Dokumentierte Abwägung
- ◆ Beachtung Gleichbehandlungsgebot
- ◆ Keine Insidertatsachen

### Keine „Selective Disclosure“

Über das Konsistenzgebot hinaus schreibt § 15 Abs. 5 WpPG vor, dass wesentliche Informationen, die im Rahmen von Analystenkonferenzen und Roadshows offen gelegt werden, im Anschluss in den Prospekt aufgenommen werden müssen. Das heißt, eine „Selective Disclosure“, also die Offenlegung wesentlicher Informationen nur auf Analystenkonferenzen und Roadshows, ist nicht möglich.

Kritisch ist das besonders bei Prognosen über die weitere Geschäftsentwicklung. Prognosen werden wegen des erhöhten Haftungsrisikos selten in Wertpapierprospekte aufgenommen. Wenn solche Prognosen aber „wesentliche Informationen“ im Sinne des § 15 Abs. 5 WpPG sind und auf einer Roadshow verwendet werden, müssen sie in den Prospekt aufgenommen werden. Das ist der Fall, wenn der Eintritt der prognostizierten Ereignisse hinreichend wahrscheinlich ist und die Prognosen aufgrund konkreter Anhaltspunkte für den weiteren Geschäftsverlauf erstellt wurden. Langfristige Planungen (drei Jahre oder mehr) oder interne Zielsetzungen fallen dagegen nicht unter § 15 Abs. 5 WpPG. Hieraus folgt die klare Empfehlung: Um eine Pflicht zur Aufnahme in den Prospekt zu vermeiden, sollten auf Analystenkonferenzen und Roadshows keine konkreten Prognosen gemacht werden.

### Geheimhaltung

Neben § 15 WpPG gibt es weitere Vorschriften, die sich mit der Frage beschäftigen, welche Informationen der Vorstand auf Analystenkonferenzen und Roadshows offen legen darf. Allgemein verpflichtet § 93 Abs. 1 Satz 3 AktG den Vorstand zur Geheimhaltung vertraulicher Informationen. Eine Ausnahme gilt, wenn ein erhebliches

\*) Prof. Dr. Olaf Müller-Michaels ist Partner bei Orrick Hölters & Elsing, Düsseldorf, und Professor für Wirtschaftsrecht an der FOM Hochschule für Ökonomie und Management.

Interesse der Gesellschaft an der Offenlegung im Einzelfall überwiegt. Hier hat der Vorstand ein starkes Argument, wenn der Gesellschaft durch das IPO erhebliche Finanzmittel zufließen. In jedem Fall sollte der Abwägungsprozess dokumentiert werden. Bei Verletzung des § 93 AktG droht eine persönliche Haftung des Vorstands.

### Gleichbehandlungsgebot

Weitergehend als § 15 Abs. 5 WpPG, der sich nur auf „wesentliche“ Informationen bezieht, schreibt § 131 Abs. 4 AktG vor, dass Informationen, die einzelnen Aktionären außerhalb der Hauptversammlung gegeben wurden, auf Verlangen allen Aktionären auf der Hauptversammlung offenzulegen sind. Die Vorschrift greift allerdings nur, wenn sich unter den betreffenden Analysten oder Besuchern der Roadshow bereits Aktionäre befinden. Außerdem müssen die Informationen nur auf Nachfrage, also nicht unaufgefordert und nur auf der Hauptversammlung offengelegt werden. Mit Börsennotierung empfiehlt allerdings der Deutsche Corporate Governance Kodex, dass sämtliche neuen Tatsachen, die Finanzanalysten mitgeteilt worden sind, unverzüglich allen Aktionären zur Verfügung zu stellen sind (Ziffer 6.3 DCGK).

### Insidertatsachen

Ab dem Zeitpunkt des Zulassungsantrags (also kurz vor dem ersten Handelstag) müssen auch die Vorgaben des § 15 WpHG für Insiderinformationen beachtet werden. Insiderinformationen sind konkrete, nicht bekannte Informationen, die den Kurs erheblich beeinflussen können. Die Präsentation von solchen Insiderinformationen auf Analystenkonferenzen oder Roadshows ist ab dem oben genannten Zeitpunkt generell unzulässig.

#### Fazit

Unterlagen für Analystenkonferenzen oder Roadshows müssen einen Hinweis auf den zu veröffentlichenden Prospekt enthalten. Sämtliche Informationen müssen konsistent mit dem Prospekt sein. Wesentliche Informationen, die auf Roadshows oder Analystenkonferenzen mitgeteilt werden, müssen in den Prospekt aufgenommen werden. Eine Selective Disclosure ist ausgeschlossen. Mit Prognosen sollte sich der Vorstand daher zurückhalten. Generell dürfen vertrauliche Informationen nur nach einem dokumentierten Abwägungsprozess verwendet werden. Insiderinformationen dürfen nach dem Zulassungsantrag überhaupt nicht auf Roadshows oder Analystenkonferenzen offen gelegt werden.

## XETRA | DEUTSCHE BÖRSE GROUP

[www.deutsche-boerse.com](http://www.deutsche-boerse.com) > Listing

### EMERGING MARKETS WATCH UND SECTOR WATCH: NEUE STATISTIKEN ZU ERSTNOTIZEN

Die Statistiken der Deutschen Börse liefern detaillierte und aufbereitete Informationen zu speziellen Themen des Going and Being Public. Ab sofort sind die neuen Statistiken zu Erstnotizen, nach Märkten und Sektoren strukturiert, abrufbar. Nutzen Sie den Emerging Markets Watch und den Sector Watch für Ihre Analysen:

[www.deutsche-boerse.com/listing](http://www.deutsche-boerse.com/listing) > Statistiken > Emerging Markets Watch

[www.deutsche-boerse.com/listing](http://www.deutsche-boerse.com/listing) > Statistiken > Sector Watch

### VERANSTALTUNGSHINWEISE

#### Deutsches Eigenkapitalforum 2010

Frühjahr: 28.–29. April, Dresden  
Herbst: 22.–24. November, Frankfurt am Main

[www.eigenkapitalforum.com](http://www.eigenkapitalforum.com)

#### Entry & General Standard Konferenz 2010

3.–5. Mai 2010  
Hilton Hotel, Frankfurt am Main

[www.deutsche-boerse.com](http://www.deutsche-boerse.com) > Listing > Events

#### Aktuelles aus Brüssel und Berlin:

##### Neue Regularien im Blick stocks & standards-Workshop

9. Juni 2010  
Neue Börse, Frankfurt am Main

[www.deutsche-boerse.com](http://www.deutsche-boerse.com) > Listing > Events

#### Key Figures März 2010

	DAX	DAX Intern.	DAX Intern. Mid	MDAX	SDAX	TecDAX
Anzahl der Unternehmen	30	100	100	50	50	30
Marktkapitalisierung in Mrd. €	543,58	836,87	48,02	66,49	9,16	16,66
Umsatz in Mrd. €	72,97	-	-	10,36	0,57	3,98
Indexstand Ultimo März	6.153,55	911,99	865,99	8.143,46	3.895,95	815,97
Performance März in %	9,92	10,03	6,14	10,15	6,38	3,53

	Prime All Share	General All Share	General Stand. Ind.	Entry All Share	Entry Stand. Ind.
Anzahl der Unternehmen	368	311	199	120	30
Marktkapitalisierung in Mrd. €	666,98	351,62	31,07	9,19	7,34
Umsatz in Mrd. €	89,81	0,99	0,74	0,10	0,08
Indexstand Ultimo März	2.365,94	1.529,37	2.500,87	761,15	643,77
Performance März in %	9,65	7,99	5,11	3,29	3,74

Stand: 31. März 2010