

# Rahmenbedingungen des Pre-Marketings

Text: Dr. Thorsten Kuthe, Madeleine Zipperle, Heuking Kühn Lüer Wojtek, Köln

Bei der Platzierung von Anleihen hat es sich als Standard etabliert, früh im Vorfeld der Emission eine erste Pre-Marketingphase durchzuführen. Dazu werden häufig schon mehrere Monate vor der geplanten Emission erste Gespräche mit einigen wenigen ausgewählten institutionellen Investoren geführt, um zu eruieren, wie der Markt die Emission aufnehmen könnte und wie möglicherweise eine Emission ausgestaltet werden sollte. Gerade im derzeitigen Umfeld, das zunehmend individueller, um nicht zu sagen kreativer ausgestaltete Emissionsvarianten erfordert und in dem eine gute Vorbereitung der Emission durch eine gezielte Investorenansprache unverzichtbar ist, hat das Pre-Marketing oder Pilot Fishing eine hohe Bedeutung. Es ist quasi ein Markttest hinter den Kulissen. Wie in allen Phasen der Emission stellt sich auch hier die Frage, welche rechtlichen Vorgaben einzuhalten sind.

Im Rahmen des Pre-Marketings informiert entweder das Management des Emittenten selbst oder seine Emissionsbank in Einzelgesprächen Investoren über den Emittenten, das Geschäftsmodell und mögliche Parameter einer Emission. Diese Investoren geben dann ihr Feedback hierzu und Auskunft darüber, welche Einschätzung sie zu bestimmten Eckdaten, wie etwa Korridore für Zinssätze, haben oder was sie von der einen oder anderen Ausgestaltung halten, wie z.B. einem Sicherheitenkonzept oder einem Vorschlag für Covenants. Bei dieser sogenannten Investor Education werden vom Emittenten oder der platzierenden Bank meistens Informationsunterlagen zur Verfügung gestellt. Hierbei kann es sich um ein sehr kurzes, vielleicht sogar anonymes Fact Sheet handeln oder aber um eine Präsentation über den Emittenten. Das Management erläutert diese Unterlagen dann mündlich, sofern es eine personalisierte Anfrage ist.



Dr. Thorsten Kuthe ist Rechtsanwalt und Partner bei HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK in Köln.



Madeleine Zipperle ist Rechtsanwältin und Salaried Partnerin bei HEUKING KÜHN LÜER WOJTEK in Köln.

Müssen bei Vorbereitung dieser Unterlagen auch rechtliche Aspekte beachtet werden? Den Erstellern der Unterlagen wäre es in der Regel lieb, sich mit solchen Fragen gar nicht zu beschäftigen. Ihnen geht es darum, das Unternehmen zu präsentieren und zwar möglichst gut. Man redet ja auch nur vertraulich mit wenigen gut bekannten Investoren und später gibt es noch einmal eine „richtige“ Vermarktung mit einem Prospekt oder sonstigen Platzierungsdokumenten. Kommt es da auf den Inhalt dieser „Frühphasenunterlagen“ überhaupt noch an?

## Gleichbehandlung in allen Lebenslagen?

Die erste Frage, die wir kurz beleuchten wollen, ist, ob Pre-Marketing-Unterlagen dem Konsistenz- und Gleichbehandlungsgebot unterliegen. Im Prospektrecht ist geregelt, dass alle über das öffentliche Angebot verbreiteten Informationen mit den im Prospekt enthaltenen Informationen übereinstimmen müssen. Des Weiteren

müssen alle Informationen, die einzelnen Anlegergruppen mitgeteilt werden, in den Prospekt aufgenommen werden. Das Pre-Marketing findet oft zu einem Zeitpunkt statt, zu dem die Due Diligence und die Prospekterstellung noch nicht abgeschlossen sind. Daher ist noch gar nicht klar, was genau in welcher Form später im Prospekt stehen wird. Dieses Gebot der Investorenvergleichbehandlung und das Konsistenzgebot gelten allerdings auch schon vor Prospektveröffentlichung. Nicht geklärt ist, wie lange dies in zeitlicher Hinsicht vor der Prospektveröffentlichung greift. Daher ist auch offen, ob diese Regeln schon mit Blick auf das Pilot Fishing zu beachten sind.

Wofür kann das relevant sein? Einerseits könnte sich im Rahmen der Due Diligence herausstellen, dass Informationen, die in der Pre-Marketing-Präsentation enthalten waren, tatsächlich

nicht richtig sind, z.B. Zahlen zu korrigieren sind. Daraus erwachsen in der Praxis allerdings in der Regel keine nachhaltigen Probleme, denn im Prospekt stehen ja die richtigen Angaben. Eine Pflicht, im Prospekt die falschen Angaben zusätzlich aufzunehmen, ist abzulehnen. Auch Haftungsrisiken entstehen nicht. Denn wenn in der Investorenpräsentation z.B. durch entsprechende Disclaimer deutlich gemacht wird, dass die für die Anlageentscheidung maßgeblichen Informationen ausschließlich im späteren Prospekt enthalten sind, so kann ein Investor im Normalfall nicht dem Emittenten vorhalten, er habe sich auf die vom Prospekt abweichende Präsentation verlassen.

Brisanter ist die Pflicht, alle Informationen im Prospekt offen zu legen, die einzelnen Investoren(-gruppen) offen gelegt wurden. Nicht selten ist gewünscht, vertrauliche Informatio-



nen wie etwa unternehmensinterne Planzahlen im Rahmen des Pre-Marketings in eine Präsentation aufzunehmen. Die Veröffentlichung solcher Planzahlen im Prospekt ist aber regelmäßig nicht gewollt. Wenn hier Risiken vermieden werden sollen, darf schon in diesem Stadium nur das in der Präsentation stehen, was später auch bedenkenlos in den Prospekt aufgenommen werden kann.

Die Pflicht zur Informationsgleichbehandlung findet auch bei Emissionen ohne Prospekt Anwendung, etwa wenn ein Mindestzeichnungsvolumen von 100.000 Euro pro Investor besteht. Hierbei gilt dann der Grundsatz, dass den jeweiligen Anlegern die entsprechenden Informationen, die im Pre-Marketing verwendet wurden, gleichmäßig zugänglich zu machen sind, da es ja keinen Prospekt gibt, auf den verwiesen werden kann.

### **Publizitätspflichten und Handelsverbote**

Sofern der Emittent bereits börsengehandelte Wertpapiere hat, etwa wenn es sich um eine Anleiheaufstockung oder eine Folgeanleihe handelt oder um einen Emittenten, dessen Aktien börsennotiert sind, gilt das Insiderrecht und u.U. die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität. Ab einem bestimmten Zeitpunkt ist die geplante Neuemission als Insiderinformation einzustufen. Um daher zu vermeiden, dass die Emissionspläne vorzeitig ad-hoc veröffentlicht werden müssen, muss entsprechende Vertraulichkeit im Rahmen des Pre-Marketings gewährleistet werden. In der juristischen Literatur wird oft gefordert, dass die Investoren eine Vertraulichkeitsvereinbarung unterzeichnen müssen. Das lehnen Investoren in der Praxis allerdings nicht selten ab. Emittenten und die platzierenden Banken versuchen sich dadurch zu behelfen, dass bei der Verteilung der Pre-Marketing-Unterlagen in der begleitenden E-Mail oder in den Unterlagen

selber ein Text aufgenommen wird, wonach die Pre-Marketing-Unterlagen nur unter einem Vertraulichkeitsvorbehalt zugänglich gemacht werden. Durch Entgegennahme und Nutzung der Unterlagen akzeptiere der Empfänger dies. Ein solcher Vorbehalt sollte in der Regel ausreichen, um an dieser Stelle Ad-hoc-Publizitätspflichten zu verhindern. Die Investoren, die von der Emission wissen, unterfallen dem Insiderhandelsverbot. Das kann für Investoren schon einmal misslich sein, wenn sich die geplante Transaktion verschiebt und deswegen vielleicht über einen langen Zeitraum entsprechende Insiderhandelsverbote zu beachten sind.