

„Market Soundings“ nach der neuen Marktmissbrauchsverordnung

Kapitalmarktkonferenz 2017, House of Finance, Goethe-Universität Frankfurt

Überblick

- 1. Einführung**
- 2. Insiderrechtliche Einordnung**
- 3. Anwendungsbereich – offene Auslegungsfragen**
- 4. Verfahrensrechtliche Vorgaben**
- 5. Ungeschriebene Voraussetzungen?**
- 6. Rechtsnatur der Ausnahmeregelung**
- 7. Fazit**

Einführung

- › Anspruchsvolles, volatiles Kapitalmarktumfeld führt zu verstärkter Nachfrage der Emittenten nach „Transaktionssicherheit“
 - Emittenten wollen nicht dem Risiko ausgesetzt sein, Transaktionen nach Ankündigung absagen oder im Volumen reduzieren zu müssen
- › Abnahmeverpflichtung der Emissionsbanken (*hard oder back stop underwriting*) nur darstellbar bei Eingrenzung des Platzierungs-, Markt- und Preisrisikos („*de-risking*“)
→ somit auf beiden Seiten „Absicherungsinteressen“
- › In unterschiedlichen Konstellationen frühzeitige Ansprache von Investoren, ohne mit der Transaktion zu lange „im Markt“ zu sein – „Pre-Marketing“
 - Vorstellung des Geschäftsmodells und aktuellen Geschäftsverlaufs
 - Hinweise zur Marktbewertung, Preisvorstellung, Ausgestaltung sonstiger Transaktionsparameter (Strukturierung eines neuen Wertpapiers)
→ Reaktionsmöglichkeit auf Investoren-Feedback im weiteren Prozess
- › Selektive Ansprache von Investoren im Vorfeld zur Auslotung des Erwerbsinteresses ist „etablierte Marktpraxis“

Insiderrechtliche Einordnung

- › Risiko von Insiderverstößen („unbefugte Weitergabe von Insiderinformationen“ – früher § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG – jetzt Art. 10 u. 14 MAR)
- › Vor Inkrafttreten der MAR: Interne Compliance Vorgaben
 - insbes. Verpflichtung zur Vertraulichkeit / Aussetzung eigener Handelsaktivitäten (vertragliche Vereinbarung; *Wall-Crossing Script* – „taped telephone line“)
- › Anerkennung der Marktsondierung als „wertvolles Instrument“, um Interesse potentieller Anleger an einer möglichen Wertpapieremission, ihrer preislichen Gestaltung, ihrem Umfang oder ihrer Struktur abzuschätzen (vgl. Erwägungsgrund 32 MAR)
- › Sonderregelung des Art. 11 MAR: Ausnahme vom Verbot der Weitergabe von Insiderinformationen nach Art. 10 i.V.m. Art. 14 lit. c) MAR, sofern umfangreiche Organisations-, Aufklärungs-, Aufzeichnungs- und Dokumentationspflichten befolgt werden
 - Kodifizierung der Marktpraxis
- › Ausführlicher Rechtsrahmen:
 - Delegierte Rechtsakte (Art. 11 Abs. 9 u. 10 MAR) – Regulatory Technical Standards (RTS) und Implementing Technical Standards (ITS)
 - Leitlinien und Empfehlungen für den Sondierungsempfänger (Art. 11 Abs. 11 MAR)

Anwendungsbereich – Definition für Kapitalmarktemissionen (1)

› Market Sounding (Art. 11 Abs. 1 MAR) – Kapitalmarktemission

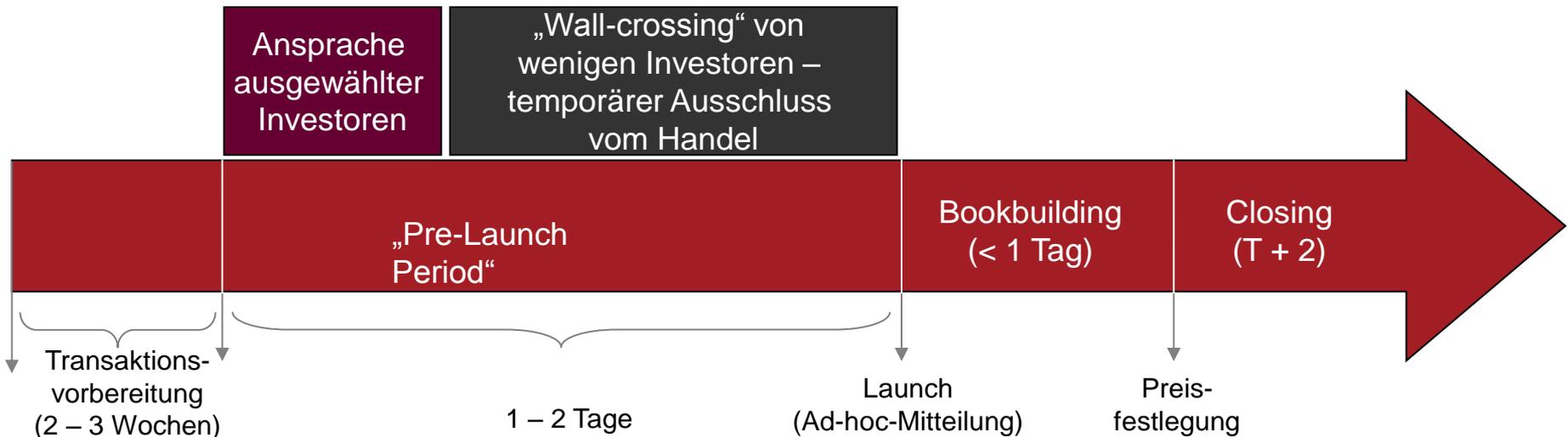
- Übermittlung von Informationen vor der Ankündigung eines Geschäfts an einen oder mehrere potentielle Anleger, um ihr Interesse an einem möglichen Geschäft und dessen Bedingungen (z.B. Umfang und preisliche Gestaltung) abzuschätzen durch
 - Emittenten
 - Zweitanbieter (sofern sich das Geschäft vom üblichen Handel unterscheidet (erhebliche Menge oder preisliche Gestaltung des Finanzinstruments) und auf einer Verkaufsmethode beruht, die auf einer Vorabbewertung des potentiellen Interesses beruht (*Bookbuilding*))
 - Dritten, der im Auftrag oder für Rechnung der oben Genannten (insbesondere Banken, die zumindest mündlich beauftragt wurde und Vorgehen mit dem Begünstigten abgestimmt hat) → Hauptanwendungsfall in der Praxis (Auftrag aus Ausschreibungsverfahren („RfP“) kann bereits genügen)

→ Abschätzung steht im Vordergrund; kein Market Sounding gegeben, wenn (i) kein Mandat vorliegt (Art. 11 Abs. 3 MAR) (*independent fishing*) oder (ii) bereits versucht wird, die Transaktion tatsächlich abzuschließen (*execution*)

› Market Sounding (Art. 11 Abs. 2 MAR) Übernahmesituation

Anwendungsbereich – Definition für Kapitalmarktemissionen (2)

- › Relevante Transaktionen (prospektfreie Privatplatzierungen) → s. MAR-Erwägungsgrund 33
 - 10%-Kapitalerhöhungen sowie Options- und Wandelschuldverschreibungen (§§ 221 Abs. 2 Satz 4, 186 Abs. 3 Satz 4 AktG); sonstige Schuldtitel (börsennotierter) Unternehmen
 - Sekundärplatzierungen von Aktien (einschl. Blocktrade: sofern Ausführung während eines durchschnittlichen Handelstags beeinträchtigt oder und damit erheblich kursbeeinflussender Wert des Geschäfts)



Anwendungsbereich – Vielzahl von „Pre-Marketing“-Aktivitäten

Pilot fishing

**Investor
Education**

Wall-crossing

**(Non-deal)
Roadshow**

Cornerstone Investor
Anchor Investor

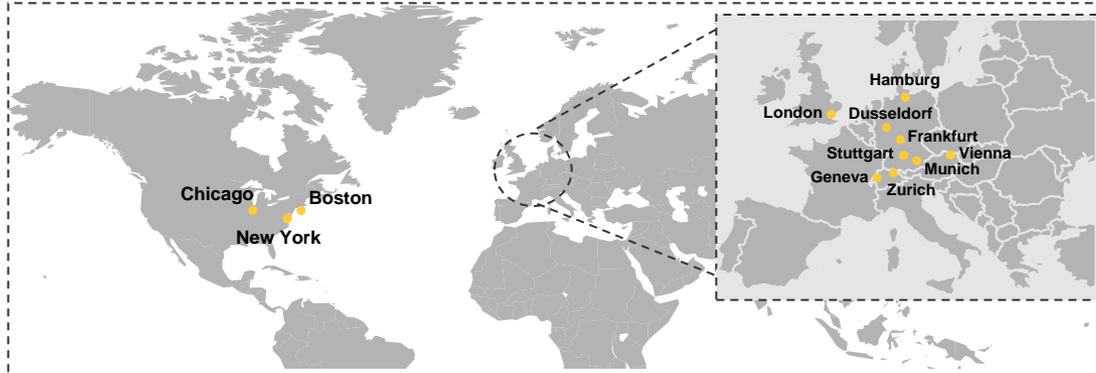
TESTING THE WATERS

**Market
Sounding**

Vermarktung beim IPO

Pilot Fishing

- erste Ansprache einzelner Investoren in sehr frühem Stadium
- auf vertraulicher Basis
- Ziel: Vorstellung des Emittenten, Entwicklung der Positionierung am Markt (Equity Story)



Investor Education

- › Analystenpräsentation vor den Finanzanalysten
- › Ankündigung des Börsengangs („intention to float“)
- › Verteilung der Finanzanalysen (Research Reports) der Emissionsbanken
- › Gespräche mit ausgewählten Investoren zur Erläuterung des Research
- › Ziel: Steigerung der Nachfrage, ggf. Ermittlung der Preisvorstellung zur Festlegung der Bookbuilding-Spanne

Road Show

- Marketingkampagne / Vorstellung bei besonders wichtigen institutionellen Investoren nach Prospektveröffentlichung
- i.d.R. 6-14 Tage in Europa und USA (während des Bookbuilding)
- Präsentationen und Fragen an Vorstand/oberes Management



Publicity/Research Guidelines → Vermeidung von Haftungsrisiken

Anwendungsbereich – besondere Konstellationen

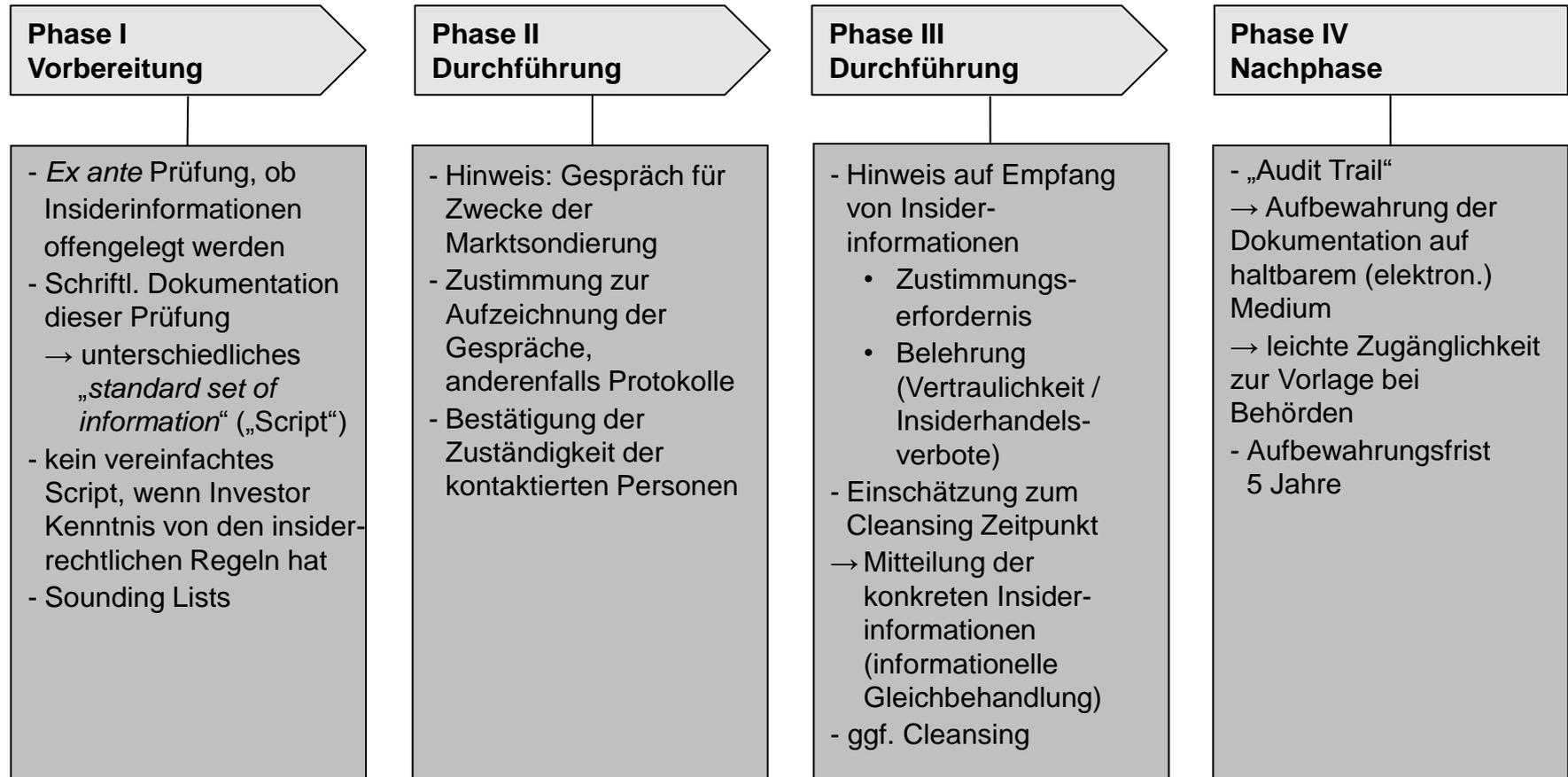
› Auswirkungen auf Börsengänge?

- „Pilot Fishings“ vor der „Intention to float“-Pressemitteilung
- grds. sind die neuen Regeln nicht anwendbar, da sich Marktsondierung auf von Art. 2 MAR erfasste Finanzinstrumente beziehen muss
- jedenfalls wenn Emittent bereits börsennotierte Wertpapiere (Anleihen) begeben hat oder die Muttergesellschaft börsennotiert ist („wirtschaftliche verbundene Finanzinstrumente gem. Art. 2 Abs. 1 lit. d MAR)

› Auswirkungen auf Kapitalerhöhungen?

- Non-Deal Road Show
- Absprachen mit Großaktionären (Festbezugserklärungen / Backstop Agreements)

Verfahrensrechtliche Vorgaben für den offenlegenden Marktteilnehmer



Cleansing Prozess

- › Nach Art 11 Abs. 6 MAR ist der Empfänger unverzüglich zu informieren, wenn die Eigenschaft als Insiderinformation wegfällt (sog. Cleansing)
 - expliziter *Cleansing*-Prozess erforderlich
 - Bekanntmachung (insbes. Ankündigung der Transaktion)
 - Wegfall des Umstands (bei unternehmensinternen Vorgängen)
- › bei Verschiebung der Transaktion kein „Cleansing durch Zeitablauf“ (*long-stop date*)
 - Zusätzliche Veröffentlichung des Emittenten?
 - idR keine rechtliche Grundlage, da mögliche Kapitalmarkttransaktion mangels hinreichender Wahrscheinlichkeit noch keine „Insiderinformation“ ist
 - Nachhaltige Beeinträchtigung des Emittenten
 - aber: „Transaktionsabbruch“ könnte selbst Insiderinformation sein (Rückschlüsse auf Risiken iZm verbundener Transaktion; drohendes „Down-grading“)
 - Zurückhaltung bei Informationen über die Verwendung des Emissionserlöses („*transaction rationale*“)?
- › Problematisch: zusätzliche nicht-öffentliche Informationen (z.B. (vorläufige) Kennzahlen aus dem kurz bevorstehenden Quartals-Reporting)
 - mit Ad-hoc-Pflicht abzustimmen
 - im Falle der Verschiebung der Transaktion Veröffentlichung zwingend

Ungeschriebene Voraussetzungen?

- › Fraglich: Fortgeltung der EuGH-Rspr. (Grøngaard & Bang): „Weitergabe der Insiderinformation nur gerechtfertigt, wenn für [...] Erfüllung einer Aufgabe *unerlässlich*“
 - Eng auszulegende Ausnahmegesetzgebung aufgrund von MAR-Erwägungsgrund 32? („Vertrauensverluste, erhebliche Kursschwankungen, Fehlen von Marktreferenzen)
 - bei einer so engen Auslegung wären Marktsondierungen bei Kapitalmarktemissionen oftmals nicht gerechtfertigt
 - MAR setzt EuGH-Rspr. weitgehend in kodifiziertes Recht um; diese Möglichkeit hätte hier auch bestanden → ebenso weitere Formulierung der Rechtmäßigkeit der Offenlegung von Insiderinformationen in Art. 10 MAR → MAR bleibt – ganz bewusst – hinter EuGH-Rspr. zurück
- › Beschränkung der Informationsweitergabe auf das Erforderliche (vgl. ESMA)?
 - ausdrücklich nur in Art. 11 Abs. 2 MAR für Übernahmesituationen angesprochen
 - Umfang der zulässigen Informationsweitergabe → nur soweit für das Market Sounding erforderlich
 - Beschränkung entspricht ohnehin der Praxis, dass idR nur transaktionsbezogene Informationen, nicht aber öffentlich nicht bekannte emittentenbezogene Informationen mitgeteilt werden
 - Ausnahme: nicht-öffentliche Kennzahlen aus dem kurz bevorstehenden Quartals-Reporting, wenn Transaktion mit der Quartalsberichterstattung ad hoc angekündigt werden soll

Rechtsnatur der Ausnahmeregelung

- › Ersetzen die verfahrensrechtlichen Vorgaben materielle Erwägungen der Erforderlichkeit?
- › Umstritten ist, ob Art. 11 MAR einen „*safe harbour*“ (Tatbestandsausschluss) bietet
 - Wortlaut des Art. 11 Abs. 4 spricht dagegen: „*Offenlegung der Insiderinformationen [...] im Rahmen der normalen Ausübung der Beschäftigung oder des Berufs oder in Erfüllung der Aufgaben [...], wenn der offenlegende Marktteilnehmer die Verpflichtungen gemäß den Absätzen 3 und 5 dieses Artikels erfüllt*“ → Zulässigkeit im Rahmen der regulären geschäftlichen Pflichterfüllung (Art. 10 Abs. 1) → „gerechtfertigte Weitergabe“; s. aber auch Erwägungsgrund 35 („Ausnahme“)
 - s. dagegen Wortlaut des Art. 5 MAR für Aktienrückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen: „*Verbote [der Art. 14 und 15 MAR] gelten nicht für...*“
 - Rechtfertigungsgrund?
- › von Art. 11 MAR abweichendes Vorgehen nicht ohne Weiteres Verstoß gegen das Insiderverbot (s. Erwägungsgrund 35; unklar aber ESMA – „*can not benefit from such protection*“!)
- › Verhältnis zur Weitergabebefugnis nach Art. 10 MAR?

Fazit

- › Weitgehende Kodifizierung der Marktpraxis; keine grundstürzenden Änderungen
- › Aber: noch größerer Verwaltungs- und Dokumentationsaufwandaufwand
- › Trotz oder gerade wegen der detaillierten Regelungen neue Rechtsfragen
- › Sinnvolle Eingrenzung des Anwendungsbereichs, um Aktivitäten auszuschließen, die kein Market Sounding ieS darstellen
- › Fraglich: Entlassung aus der eigenverantwortlichen Prüfung der *Erforderlichkeit* der Offenlegung von Insiderinformationen (*form over substance*)
- › Zeiten „erträglicher Rechtsunsicherheit“ zurückzuwünschen?