



Gast- artikel

Von Dr. Thorsten Kuthe und Madeleine Zipperle,
Heuking Kühn Lüer Wojtek

Das Kreuz mit dem Rating

Bei der Emission von Mittelstandsanleihen wird in den allermeisten Fällen ein Rating vorgelegt, das von den Emittenten in Auftrag gegeben wurde. Überwiegend sind dabei deutsche Ratingagenturen tätig (meist Creditreform sowie teilweise Euler Hermes). Nur vereinzelt war die internationale Ratingagentur Standard & Poor's eingebunden. Ein Rating ist auch in praktisch allen Mittelstandssegmenten an den unterschiedlichen Börsenplätzen zwingende Voraussetzung für eine Einbeziehung in den Handel. In der Praxis hat sich der Prozess zwischen den Unternehmen und den Ratingagenturen jedoch nicht immer als einfach dargestellt.

Aus verschiedenen Gründen ist es immer wieder zu Problemen gekommen, etwa weil Zeitpläne nicht eingehalten wurden, zum Teil, aber nicht immer, weil Daten zu spät oder unvollständig geliefert wurden. Teilweise waren auch die zuständigen Sachbearbeiter mit dem Geschäftsmodell des zu bewertenden Unternehmens nicht zureichend vertraut oder die Gesellschaft hat sich (zu Recht oder zu Unrecht) nicht richtig beurteilt gefühlt. Die internationalen Agenturen verfügen auch nur in begrenztem Umfang über ausreichendes Datenmaterial und damit die notwendige Expertise bezüglich des Mittelstands. Da ein zeitgerechtes und auf das Unternehmen passendes Rating essenzieller Bestandteil einer Emission ist, stellt sich zunehmend die Frage, welche Möglichkeiten der Prozessoptimierung es gibt.

Eine naheliegende Lösung ist, mehrere Ratingagenturen parallel zu beauftragen. Dann wäre aber fraglich, welches Rating in einem solchen Fall zu veröffentlichen wäre. Sofern ein Rating vorliegt, ist dies nach Anhang V Ziff. 7.5 der EU-Prospektverordnung auch in den Wertpapierprospekt aufzunehmen. Hierbei handelt es sich um eine Pflichtangabe der Verordnung. Damit ist die Grundlinie klar: Liegt ein Unterneh-



Euler-Hermes-Gebäude in Hamburg-Ottensen
Foto: San Andreas, Wikimedia Commons

mens- und/oder Anleiherating vor, ist dieses auch im Prospekt anzugeben. Ein Wahlrecht sieht die Verordnung nicht vor. Das Gesetz wird dabei so zu verstehen sein, dass auch mehrere Ratingergebnisse anzugeben sind. Das ergibt sich letztlich auch unmittelbar aus dem Transparenzgebot in § 5 WpPG: „Cherry-Picking“ ist demnach nicht vorgesehen.

Allerdings setzt die Verordnung voraus, dass überhaupt ein „Rating“ vorliegt. Was das ist, wird nicht näher erläutert. Unseres Erachtens ist dies so zu verstehen, dass ein offizieller Ratingbericht mit einer Note seitens der Agentur veröffentlicht wird. Sollte sich die Emittentin also entscheiden, einen Ratingprozess mit einer Ratingagentur abzubrechen, auch in einem späten Stadium, so wäre über diesen Ratingprozess nichts zu veröffentlichen. Liegen aber zwei „komplette“ Ratings vor, so sind auch beide in den Prospekt aufzunehmen. Dies muss sowohl für Ratings von verschiedenen Agenturen gelten als auch für den Fall, dass ein Unternehmens- und ein Anleiherating von ein und derselben Agentur abgegeben wurden. Es ist also ohne weiteres möglich, zwei Ratingagenturen zu beauftragen und eines der beiden Verfahren zum geeigneten Zeitpunkt abzubrechen, ohne dass dies im Prospekt zu beschreiben wäre.