

Wer „A“ sagt, muss auch „B“ sagen

Folgepflichten für Emittenten

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

Der Schritt auf den Anleihemarkt bedeutet für die Emittenten eine Dauerverpflichtung: Aus den Bedingungen der Mittelstandssegmente der verschiedenen Börsen ergeben sich ebenso wie aus dem Prospektrecht und aus den Anleihebedingungen zahlreiche Folgepflichten. Die Emittenten sind gut beraten, sich hierauf in der Praxis einzustellen und es nicht zu Verstößen kommen zu lassen.

Jeder Emittent wird vor der Emission einer Anleihe von Börse und Beratern über die sich danach ergebenden Folgepflichten gemäß den Bedingungen der Mittelstandssegmente aufgeklärt. Die nachfolgende Tabelle fasst diese unmittelbaren Folgepflichten zusammen. Bei der praktischen Umsetzung ergeben sich aber häufig Probleme und Fragen.

(Quasi-)Ad-hoc-Publizität

Besonders die Verpflichtung zur (Quasi-)Ad-hoc-Publizität stellt eine Herausforderung für den Emittenten dar, da er sämtliche kursrelevanten Informationen unverzüglich veröffentlichen muss. Die Gretchenfrage lautet stets: Wann besteht Kursbeeinflussungspotenzial? Grundsätzlich lässt sich das nur im konkreten Einzelfall beantworten, da viele Faktoren wie Größe und Struktur eines Unternehmens und die konkreten Markterwartungen eine Rolle spielen. Für Aktiengesellschaften im



Madeleine Zipperle



Dr. Thorsten Kuthe

regulierten Markt hat sich hierzu eine gewisse Kasuistik entwickelt: Der seitens der BaFin veröffentlichte Emittentenleitfaden nennt beispielsweise 22 Situationen, in denen in der Regel von einem Kursbeeinflussungspotenzial auszugehen sei. Auch gibt es zu der gesetzlichen Ad-hoc-Publizitätspflicht Literatur und teilweise Rechtsprechung.

Allerdings ist zu bedenken, dass sich all dies fast ausschließlich an den Publizitätspflichten in Bezug auf gehandelte Aktien orientiert. Die Frage, ob eine Information vorliegt, die Kursbeeinflussungspotenzial hat, hängt jedoch auch von der Art des Wertpapiers ab. Bei Anleihen ist der Markt anders als bei Aktien weniger am konkreten Jahresergebnis bzw. der Dividendenausschüttung des Emittenten interessiert. Denn dies sind Kennzahlen, die für Eigenkapitalinvestoren relevant sind, im Grundsatz aber nicht für Fremdkapitalinvestoren. Dies erkennt die BaFin im Emittentenleitfaden auch an. Erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial in Bezug auf Anleihen ist danach überhaupt nur dann anzunehmen, wenn die Fähigkeit des Emittenten, seine mit der Schuldverschreibung verbundenen Pflichten wie Rückzahlung und Zinszahlung zu erfüllen, beeinträchtigt zu werden droht.



Sitz der BaFin in Frankfurt am Main
Foto: Karsten11, Wikimedia Commons

TAB 1: FOLGEPFLICHTEN IN DEN EINZELNEN MITTELSTANDSSEGMENTEN

FOLGEPFLICHT	SEGMENT			
	MITTELSTANDSMARKT DÜSSELDORF	MÜNCHEN M:ACCESS	FRANKFURT ENTRY STANDARD	STUTTART BONDM
FOLGERATING	+	+	+	+
(QUASI-)AD-HOC	+	+	+	+
JAHRESABSCHLUSS	+	– (NUR KERNAUSSAGEN)	+ (MIT LAGEBERICHT)	+ (MIT LAGEBERICHT)
HALBJAHRESBERICHTERSTATTUNG	+ (INHALT WIE REGULIERTER MARKT)	–	+ (ZWISCHENBERICHT)	+ (INHALT WIE REGULIERTER MARKT)
FINANZKALENDER	+	+	+	+
JÄHRLICHE ANALYSTENKONFERENZ	–	+	–	–

Quelle: Heuking Kühn Lüer Wojtek

Daher sollte die Praxis sich davor hüten, die Anforderungen für Aktienemissionen blind 1:1 auf Mittelstandsanleihen zu übertragen.

Covenants

Covenants führen in der Praxis zu einer Reihe faktischer Folgepflichten für die Emittenten. Zunächst ist erneut das Thema (Quasi-)Ad-hoc-Publizität aufzugreifen: Erhebliche Änderungen der für die Covenants relevanten Kennzahlen unterfallen potenziell dieser Veröffentlichungspflicht. Denn derlei Schutzklauseln sollen den wirtschaftlichen und rechtlichen Status quo des Emittenten „zementieren“ und gleichsam als Frühwarnsystem für nachteilige Veränderungen dienen. Kursrelevant dürfte daher nicht erst sein, wenn tatsächlich eine Verletzung des Covenants vorliegt, sondern auch schon, wenn sich relevante Kennzahlen wesentlich nachteilig ändern. Darüber hinaus sehen manche Covenants selbst teilweise Veröffentlichungspflichten in bestimmten Situationen vor.

Aus diesen beiden Aspekten ergibt sich, dass die Geschäftsleitung des Emittenten sicherzustellen hat, dass sie über sämtliche in diesem Zusammenhang – auch nur möglicherweise – relevante Informationen aus allen Unternehmensbereichen zügig und verlässlich informiert wird. Hieraus kann sich je nach Unternehmensstruktur eine Verpflichtung zur Installation eines qualifizierten unternehmensinternen Kontrollsystems ergeben. Dieses muss beispielsweise gewährleisten können, dass die Geschäftsführung auch über wesentliche Entwicklungen in Tochtergesellschaften im Ausland sofort informiert wird, etwa wenn dort (möglicherweise mit den besten Gründen) Lieferanten nicht bezahlt werden, was kumuliert zur Verletzung einer Cross-Default-Klausel führt (sofern diese nicht, wie zu empfehlen, für solche Fälle Ausnahmen vorsieht).

Rating Updates

Inzwischen ist eine Reihe von Anleihen schon länger notiert, und daher stellen sich in der Beratungspraxis Probleme im Zusammenhang mit dem Update von Ratings. Eine Frage ist, ob dieses Update zwingend von der gleichen Ratingagentur erstellt werden muss, die das Rating bei Prospekterstellung angefertigt hat. Das



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

ist u.E. nicht notwendig, die Börsenbedingungen geben eine solche Anforderung nicht her. Auch hier gilt also: Konkurrenz belebt das Geschäft.

Teilweise haben Ratingagenturen aufgrund veröffentlichter Finanzdaten der Emittenten „unaufgefordert“ Updates ihrer Ratings vorgelegt und diese auch selbst veröffentlicht. Hier wird man wohl eine (Quasi-)Ad-hoc-Pflicht der Emittenten annehmen müssen, weil es sich um eine Änderung des von den Emittenten für den Prospekt beauftragten Ratings handelt.

Prospektnachträge

Viele Anleiheemissionen werden über einen längeren Zeitraum von bis zu einem Jahr vertrieben. Das Prospektrecht sieht vor, dass während der Dauer des Angebotszeitraums auch alle wesentlichen neuen oder geänderten Informationen über die Emittenten in Nachträgen zum Prospekt zu veröffentlichen sind. Wird beispielsweise ein geändertes Rating in dieser Zeit bekannt, muss das geänderte Rating in einem solchen Nachtrag veröffentlicht werden. Auch wenn wesentliche Kennzahlen eines Jahres- oder Zwischenabschlusses bekannt sind, kann das eine Nachtragspflicht auslösen – gerade bei den vielen eher kleineren Mittelständlern mit stärker schwankendem Geschäft. Die Zahl der Nachträge bei Anleiheemissionen ist überraschend gering, so dass sich ein erhöhtes Augenmerk empfiehlt.