

Es darf auch Luxemburg sein

Anleihen. Unternehmen können sich in der EU frei bewegen, wenn sie Schuldtitel ausgeben wollen. Luxemburg kann hier eine Alternative sein. Heikle Fragen zu Prospekten stellen sich aber überall.

Die Kapitalverkehrsfreiheit ist einer der Grundfesten der EU. Sie besagt, dass Geld in der Union frei zirkulieren kann und Unternehmen - auch was Fremdfinanzierungen über Anleihen betrifft - nicht an ihren Sitzstaat gefesselt sind. Sprich: Unternehmen, die lieber in einem anderen EU-Land eine Anleihe emittieren wollen und eine Alternative zur heimischen Finanzmarktaufsicht als genehmigende Behörde suchen, können dies auch tun. Das EU-Recht macht's eben möglich.

Ein nicht ganz alltägliches Mandat hatte in diesem Zusammenhang die Wiener Kanzlei CMS Reich-Rohrwig Hainz. Partner Martin Zuffer hat eine Anleihe-Begebung eines heimischen Immobilien-Unternehmens betreut, die nicht in Österreich sondern in Luxemburg stattfand. Der Vorteil: Die Schwesterbehörde der FMA in Luxemburg arbeitet meist schneller und ist im Prüf-Verfahren sozusagen etwas dynamischer.

„Der Prozess dauerte in Luxemburg etwa acht Wochen, in Österreich rechnet man mit zwölf Wochen“, berichtet der Rechtsanwalt. Sein Klient hatte es aus verschiedenen Gründen mit der Anleihe-Begebung nämlich eilig, deswegen war beim verwaltungsbehördlichen Verfahren der Faktor Zeit ein sehr wichtiges Kriterium.

Egal ob Österreich oder Luxemburg: Um einen Kapitalmarktprospekt bei einer Wertpapieremission kommt hüben wie drüben kein Unternehmen herum, da es hier europarechtliche Vorschriften zu beachten gilt. Die Prospekt-Richtlinie und die korrespondierende Verordnung geben die Struktur genau vor, an die sich Unternehmen zu halten haben - sprich: Es müssen alle wirtschaftlichen und rechtlichen Risiken, die auf das emittierende Unternehmen zukommen könnten, detailliert im Prospekt aufgeführt werden, um Investoren volle Transparenz bei ihrer Anlageentscheidung zu garantieren.

Bunte Blüten

In der Praxis hat das aber dazu geführt, dass sozusagen sicherheits halber alle möglichen Risiken angeführt werden, um auf der sicheren Seite zu sein. Mitunter geht das soweit, dass Risiken angeführt werden, „die nur mehr von theoretischer Natur sind“, berichtet Zuffer. Oder mit dem Unternehmen genau genommen gar nichts mehr zu tun haben: wie etwa das Widerveranlagungsrisiko des Anlegers. Dieses Risiko betrifft Fälle, in denen Investoren die Schuldtitel, in welche sie investieren, vor Fälligkeit verkaufen, den Erlös aber nur mit geringerer Rendite wieder investieren können. Folglich erzielt der Investor natürlich nicht mehr den Profit, den er ohne vorzeitigen Verkauf gehabt hätte.

Vorsorge für Ernstfall

Im Regelfall werden die oft hunderte Seiten starken Prospekte von keinem Anleger beim Erwerb eines Wertpapiers gelesen - „erst wenn etwas passiert ist“, meint Zuffer, werden die Unterlagen durchforstet und bestimmte Tatsachen dann möglicherweise als Basis für Klagen herangezogen: „Klienten kann man daher nur raten, alle materielle Risiken auch tatsächlich aufzuzeigen, denn das hilft ihm dann am meisten, sollte es tatsächlich zu Verfahren kommen“, rät der Anwalt. Daher ist die vernünftige rechtliche Abwägung des praxiserfahrenen Anwalts unumgänglich,



Die Börse will via Kapitalmarktprospekten über alle Risiken aufgeklärt werden. Unternehmen sind hier oft „über-korrekt.“

[APA/AFP/Eric Piermont]

um nicht zu viel, aber auch nicht zu wenig in den Prospekt zu schreiben.

Gefährlich werde es für Unternehmen vor allem dann, wenn es „materielle Risiken“ gibt, die nicht im Prospekt dargestellt werden.“ Wie etwa im Fall des insolventen Salzburger Bauriesen Alpine, in dessen Prospekten nicht ersichtlich war, dass sich die Unternehmensgruppe bei der Begebung der Anleihe in Wahrheit bereits in einer angespannten Liquiditätssituation befunden hatte.



Im Prospekt müssen materielle Risiken angeführt werden.

Martin Zuffer
Rechtsanwalt (CMS)

Geheimnisse

Ein weiteres, in der Praxis relevantes Problem bei Prospekten: Geschäftsgeheimnisse. Viele Zusammenhänge des Wirtschaftslebens kann man bekanntlich kaum erörtern, ohne Einblick in vertrauliche Informationen zu gewähren. „Dieses Problem haben allgemein alle

Unternehmen“, so Zuffer, die Wertpapiere an Börsen notiert haben und Berichtspflichten unterliegen. Fingerspitzengefühl und profunder rechtlicher

Rat sind hier unumgänglich. Und manchmal bleibt Unternehmen nichts „anderes übrig, als sich von der Börse zurückzuziehen. Zuffer verweist hier auf einen von ihm beratenen steirischen Anlagenbauer: Er hatte seine Börsennotiz unter anderem deshalb zurückgezogen, weil er durch die Berichtspflichten gezwungen

gewesen wäre, Informationen zu veröffentlichen, die vom Wettbewerb gegen das Unternehmen hätten benützt werden können.

Praktischer Ablauf

In Wien und an anderen Börseplätzen notieren die Anleihen Hunderter heimischer Unternehmen - von Industrie-Riesen bis hin zu Mittelständlern oder Regionalbanken. Doch wie läuft eine Emission in der

Praxis ab? Üblicherweise begleiten heimische Banken Anleihe-Emissionen erst ab einem Volumen von 75 Millionen €, Folgeemissionen mitunter auch bei 50 Millionen €. Regelmäßig orientieren sich die Kosten für die emittierenden Unternehmen für die Begleitung durch Banken an der Höhe der Emission. Anwaltskosten oder behördliche Gebühren sind hingegen fixe Kosten. In Summe machen diese Nebenkosten einen geringen, einstelligen Prozentbetrag des Emissionsvolumens aus.

Wollen Unternehmen Schuldtitel in geringerem Umfang, etwa von wenigen Millionen € platzieren, habe sich laut Zuffer in der Praxis gezeigt, dass es sehr günstig ist, wenn der Vertrieb der Titel sichergestellt werden kann: Etwa durch Finanzdienstleister, oder wenn Privatbanken derartige kleinvolumige Anleihe-Emissionen ins Programm nehmen.

KAPITALMARKTPROSPEKT

Wollen Unternehmen an der Börse Wertpapiere begeben, müssen sie einen meist Hunderte Seiten starken Kapitalmarktprospekt auflegen. Der Sinn dieser Pflicht ist, dass Anleger vor ihrer Investment-Entscheidung auf mögliche rechtliche oder wirtschaftliche Risiken hingewiesen werden und so eine fundierte Investitionsentscheidung treffen können. Unternehmen sind hier aber oft in der Zwickmühle: Kommen ihnen einzelne Risiken als weniger relevant vor und sollten danach tatsächlich unternehmerisch Rückschläge genau wegen dieses Risikos eintreten, können zum Beispiel Klagen von Anlegern folgen. Folglich werden alle möglichen Risiken in die Prospekte hinein geschrieben, nur um auf der „sicheren Seite“ zu sein. Fachkundiger Rat ist daher unerlässlich, um ein richtiges Maß an Risiko-Informationen im Prospekt zu finden.