

Konzernverhältnisse bei Anleiheemissionen

Haftungsrisiken und besondere Anforderungen an die Aufklärung der Anleger

Von Ingo Wallenborn, LL.M., Rechtsanwalt, BDO Legal*

Unternehmen, die Anleihen emittieren und öffentlich anbieten oder an der Börse zulassen, müssen Anleger darüber aufklären, wenn sie im Rahmen ihrer Konzernstruktur nachteiligen Weisungen eines Mutterunternehmens unterliegen, die dazu führen können, dass dem Emittenten der Emissionserlös entzogen und damit die Rückzahlung an die Anleger gefährdet wird. Die Pflicht zur Offenlegung geht dabei deutlich weiter als der bloße Hinweis auf das Vorliegen dieses Abhängigkeitsverhältnisses. Neben dem Emittenten haftet auch die Konzernmutter für die ordnungsgemäße Aufklärung der Anleger. Dies gilt auch, wenn es an der Erstellung des Emissionsprospekts gar nicht mitgewirkt hat. Ein Urteil des Bundesgerichtshofs vom Ende letzten Jahres hat dies ausdrücklich bestätigt.



Ingo Wallenborn

Angaben im Emissionsprospekt

Ein Prospekt, der für im Inland öffentlich angebotene oder zum Handel an einem organisierten Markt zuzulassende Wertpapiere zu erstellen ist, muss in leicht analysierbarer und verständlicher Form sämtliche Angaben enthalten, die notwendig sind, um dem Anleger ein zutreffendes Urteil über die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten zu ermöglichen. Zu diesen Angaben gehört auch die Aufklärung über Umstände, die den vom Anleger im Rahmen der Emission verfolgten Zweck gefährden oder vereiteln können. Für die Frage, ob Umstände als wesentlich anzusehen und damit im Prospekt zu veröffentlichen sind, kommt es auf den Empfängerhorizont an. Dabei ist auf die Kenntnisse und Erfahrungen eines durchschnittlichen Anlegers abzustellen, der als Adressat des Prospekts in Betracht kommt.

Konzernstrukturen wie Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge, die es einem Mutterunternehmen ermöglichen, dem Emittenten in großem Umfang Liquidität und Kapital zu entziehen, ohne dabei auf die Ertragslage des Emittenten Rücksicht zu nehmen, sind daher im Prospekt offen zu legen.

Besonderheiten bei Privatanlegern

Der Bundesgerichtshof hat in einem Urteil vom letzten Jahr klargestellt, dass für die Offenlegung solcher Kon-

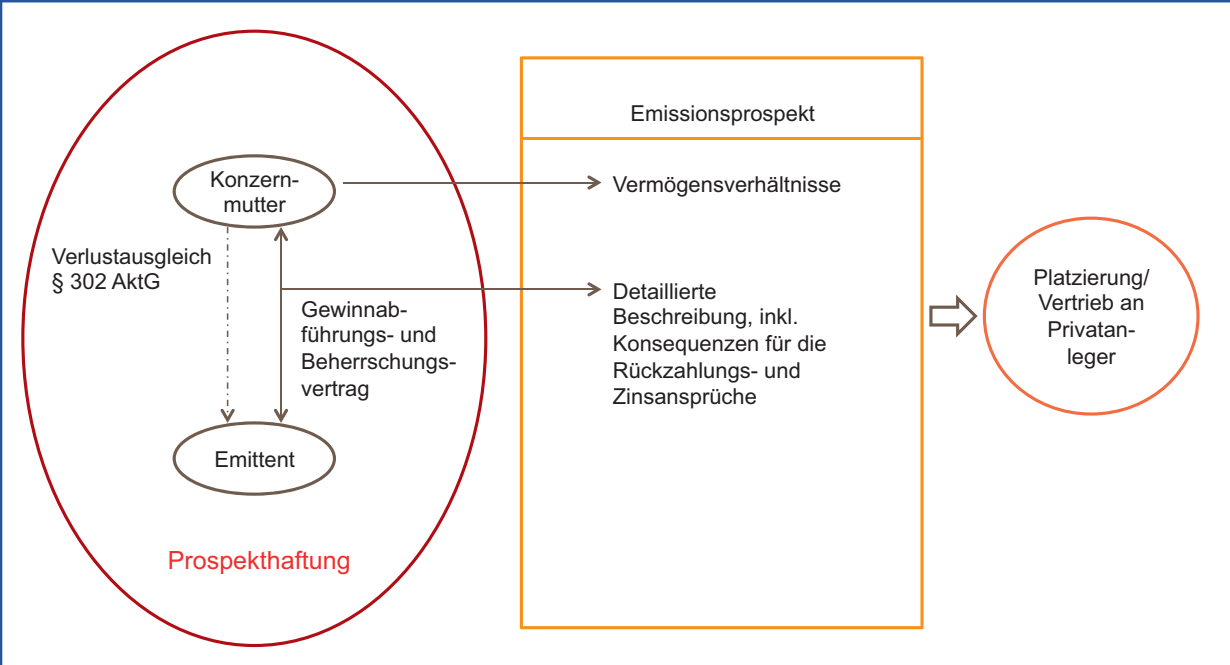
zernstrukturen besondere Anforderungen gelten, wenn sich die Emission – zumindest auch – an Kleinanleger richtet. Dies ist zum Beispiel bei Zertifikaten und Mittelstandsanleihen der Fall. In dem entschiedenen Fall handelte es sich um öffentlich angebotene Wertpapiere ohne Börsenzulassung. Die Rechtslage dürfte allerdings nicht anders zu beurteilen sein, wenn es um börsennotierte Wertpapiere geht, die insbesondere auch bei Klein- bzw. Privatanlegern platziert werden sollen.

Bei solchen Angeboten reicht es nach der höchstgerichtlichen Rechtsprechung nicht, wenn ausschließlich auf das Bestehen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages hingewiesen wird. Vielmehr müssen auch die rechtlichen Hintergründe und die möglichen Konsequenzen eingehend erläutert werden. Der durchschnittliche Kleinanleger kann anhand der ihm zur Verfügung stehenden Kenntnisse und Mittel aus einem bloßen Hinweis auf das Bestehen nämlich den kompletten Sachverhalt nicht erschließen.

Die Prospektverantwortlichen können sich auch nicht pauschal dadurch entlasten, dass sie sich zu der Frage,

*) Ingo Wallenborn, LL.M., ist Senior Manager und Leiter des Rechtsbereichs Finanzierung bei BDO Legal.

ABB. 1: ANLEIHEEMISSION



Quelle: BDO Legal

inwieweit die Bedeutung eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages im Prospekt darzustellen ist, rechtlich beraten lassen haben. Die Rechtsprechung vertritt die Auffassung, dass dieses Bemühen ein Verschulden nicht entfallen lässt, wenn es nicht in der Absicht geschieht, den Anleger sachgerecht aufzuklären.

Offenlegung der Vermögensverhältnisse der Konzernmutter

Zudem muss der Prospekt bei Bestehen von Beherrschungs- oder Gewinnabführungsverträgen neben den geforderten Informationen über den Emittenten auch Angaben über die Vermögenslage und das Geschäftsmodell der herrschenden Konzernmutter enthalten. Diese Angaben sind nach der Rechtsprechung wesentlich, damit der Anleger die Bonität der Konzernmutter einschätzen kann. Von der Bonität hängt ab, inwieweit die gegebenenfalls entzogene Liquidität zurückgewährt werden kann. Sie bestimmt damit auch, wie werthaltig der Verlustausgleichsanspruch gemäß § 302 Aktiengesetz ist. Wird die Konzernmutter insolvent, geht der Anspruch weitestgehend ins Leere.

Wie weit die Offenlegungspflicht geht und ob sie auch die Veröffentlichung von Jahresabschlüssen der Konzernmutter beinhaltet, lässt sich dem genannten Urteil nicht entnehmen. Die Vorsicht gebietet hier jedoch eher mehr als weniger Informationen.

Haftung der Konzernmutter

Als Prospektverantwortliche haften für den Prospekt gemäß § 21 WpPG diejenigen, die für ihn die Verantwortung übernommen haben, und diejenigen, von denen sein Erlass ausgeht. Veranlasser ist, wer hinter dem Emittenten steht und mit dessen Kenntnis und Einfluss der Prospekt in den Verkehr gebracht wurde. Für den relevanten Einfluss können die Anteilsverhältnisse sowie ein erhebliches wirtschaftliches Eigeninteresse an der Emission sprechen. Bei einer mehrheitlich am Emittenten beteiligten Konzernmutter, mit der ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag besteht und die von ihrer Weisungsmacht Gebrauch macht, wird nach der Rechtsprechung regelmäßig ein erhebliches wirtschaftliches Eigeninteresse sowie der notwendige Einfluss unterstellt. Sie haftet daher neben dem Emittenten für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben im Prospekt. Eine Mitwirkung an der Erstellung des Prospekts ist dafür nicht erforderlich.

Fazit

Bei Anleiheemissionen von Konzernunternehmen, die sich auch an Kleinanleger richten, sind Möglichkeiten der Konzernmutter, auf den Emissionserlös zuzugreifen, ausführlich im Prospekt zu beschreiben und die Vermögensverhältnisse der Konzernmutter offen zu legen. Die Konzernmutter haftet in solchen Fällen in der Regel neben dem Emittenten für die Richtigkeit und Vollständigkeit des Prospekts.