

Betriebs Berater

// WIRTSCHAFTSRECHT

Dr. Dorothea Bedkowski, RAin
Der neue Emittentenleitfaden der BaFin – nunmehr veröffentlicht 1482

Tobias Greven, LL.M., RA, und Christian Fahrenholz, LL.M., RA
Die Handhabung der neuen Mitteilungspflichten nach § 27a WpHG 1487

Dr. Edgar Matyschok, RA
Finanzberichterstattung bei Aufnahme und Beendigung der Börsennotierung 1494

KG Berlin: „Downgrading“ erfordert kein Abfindungsangebot an die Aktionäre
 BB-Kommentar von Boris Dürr, RA 1496

// STEUERRECHT

Prof. Bernd Neufang, StB
Ausschlussfrist zur Anwendung des neuen Erbschaftsteuerrechts 1500

Peter Ballwieser, LL.M., RA/StB, und Henning Frase, LL.M., RA
Zur (Un-)Anwendbarkeit von § 8c KStG bei konzern-internen Umstrukturierungen – oder: Die Jurisprudenz als „verstehende Wissenschaft“ 1502

Dr. Barbara Fleckenstein-Weiland, LL.M., RAin/FAinStR, und Dr. Marcus Mick, LL.M., RA/StB
Umsatzsteuer bei Corporate Finance-Dienstleistungen 1508

BFH: § 8b Abs. 5 KStG 2002 verfassungs- und gemeinschaftsrechtswidrig
 BB-Kommentar von Oliver Dörfler, StB, und Dr. Martin Ribbrock, RA 1513

// BILANZRECHT & BETRIEBSWIRTSCHAFT

Prof. Dr. Jens Wüstemann
BB-Rechtsprechungsreport: Unternehmensbewertung 2008/09 1518

Niedersächsisches FG: Keine Rückstellungen für drohenden Aufwand, der mit zukünftigen Erträgen zusammenhängt
 BB-Kommentar von Dr. Christian Scholz, RA/WP/StB 1523

// ARBEITSRECHT

Eileen Schott
Das Entscheidungsmodell der Änderungskündigung 1526

BAG: Zurechnung des Verschuldens des Prozessbevollmächtigten an der Versäumung der Klagefrist
 BB-Kommentar von Dr. Karsten Schmid, RA 1532

// BB-MAGAZIN

Karl-Burkhard Caspari
Neuer Emittentenleitfaden der BaFin: Klare Linie im Regelungsgeflecht M1

Markus Hartung, RA
Anwälte als Marke M16

Dr. Edgar Matyschok, RA

Finanzberichterstattung bei Aufnahme und Beendigung der Börsennotierung

In der Aufregung der Notierungsaufnahme im Rahmen eines Börsengangs macht man sich häufig keine vertieften Gedanken über Folgepflichten, die unmittelbar aus der Zulassung zum Börsenhandel resultieren. Eine verständliche Sorglosigkeit herrscht häufig auch nach dem lange ersehnten Ablauf der Frist für das Wirksamwerden eines Widerrufs der Zulassung (Delisting), welches lästige Folgepflichten endlich beseitigen sollte. Der überarbeitete und am 20.5.2009 veröffentlichte Emittentenleitfaden der BaFin nimmt eine überraschende Position zu Beginn und Ende der Pflicht zur periodischen Finanzberichterstattung ein. Die BaFin definiert den zeitlichen Geltungsbereich der §§ 37vff. WpHG denkbar weit, jedenfalls weiter als der verständige Nichtjurist annehmen würde.

I. Fragestellung

Der Kern der abstrakten Fragestellung nach dem zeitlichen Anwendungsbereich von Pflichten zur periodischen Finanzberichterstattung kann anhand von zwei Beispielen verdeutlicht werden:

Im ersten Beispiel geht es um einen Emittenten, dessen Aktien zu einem Zeitpunkt zum Handel zugelassen werden, zu dem sein erstes Geschäftshalbjahr zwar beendet, zu dem die 2-Monats-Frist für die Veröffentlichung des entsprechenden Halbjahresfinanzberichts aber noch nicht abgelaufen ist. Hier stellt sich die Frage, ob dieser Börseneuling den Halbjahresfinanzbericht für das vor Börsenzulassung abgeschlossene Geschäftshalbjahr nach Maßgabe der Vorschriften für die Finanzberichterstattung börsennotierter Gesellschaften veröffentlichen muss, obwohl er während des gesamten durch den Finanzbericht abgedeckten Zeitraums nicht börsennotiert war.

In zweiten Beispiel erfolgt (nicht die Zulassung, sondern) ein Delisting wieder zu einem Zeitpunkt, zu dem das erste Geschäftshalbjahr zwar abgeschlossen, zu dem aber die Veröffentlichungsfrist für den Halbjahresfinanzbericht noch nicht abgelaufen ist. Hier stellt sich die Frage, ob eine Gesellschaft verpflichtet ist, zu einem Zeitpunkt, zu dem sie nicht börsennotiert ist, einen Halbjahresfinanzbericht für das zurückliegende Geschäftshalbjahr, während dessen sie börsennotiert war, nach Maßgabe der Vorschriften für die Finanzberichterstattung börsennotierter Gesellschaften zu veröffentlichen. In diesem Fall sei daran erinnert, dass ein Widerruf der Zulassung in den hier relevanten Fällen nie sofort, sondern meist drei oder sechs Monate nach der Veröffentlichung der Widerrufsentscheidung wirksam wird.¹ Für die nachfolgenden Betrachtungen wird daher immer nur auf den Zeitpunkt der Wirksamkeit des Widerrufs und nicht den Zeitpunkt der Entscheidung oder ihrer Bekanntgabe abgestellt.

Das Delisting-Szenario wird insbesondere auch beim Segmentwechsel aus dem regulierten Markt in nicht „geregelte“ Märkte (im Sinne der europarechtlichen Terminologie) relevant. Ein solcher Wechsel in den Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse könnte sich künftig

noch einfacher gestalten, da das Kammergericht einen solchen Wechsel gerade als nicht abfindungspflichtiges Delisting qualifiziert hat.²

Beide geschilderten Beispiele sind anhand der Pflicht zur Halbjahresfinanzberichterstattung gebildet. Die Frage nach dem zeitlichen Geltungsbereich der Pflichten zur Finanzberichterstattung stellt sich aber in gleicher Weise für die Jahres- und Quartalsfinanzberichterstattung im Zusammenhang mit der Erstzulassung und dem Widerruf der Zulassung.

II. Normative Vorgaben und Position der BaFin im neuen Emittentenleitfaden

Weder das Börsengesetz noch das WpHG enthalten eindeutige Aussagen zu der Frage, ab welchem Zeitpunkt und bis zu welchem Zeitpunkt die Pflichten zur Finanzberichterstattung nach §§ 37vff. WpHG gelten. Nach der Formulierung der §§ 37v Abs. 1 Satz 1, 37w Abs. 1 Satz 1, 37x Abs. 1 Satz 1 WpHG knüpfen die Pflichten zur Erstellung und Veröffentlichung von Jahresfinanzberichten, Halbjahresfinanzberichten und Zwischenmitteilungen der Geschäftsführung bzw. Quartalsfinanzberichten an das Begeben von Wertpapieren „als Inlandsemittent“ an. Die Definition des Inlandsemittenten in § 2 Abs. 7 WpHG knüpft wiederum direkt oder über den Begriff des Herkunftsmitgliedstaates an der Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt an. Bemerkenswert ist, dass die Vorschriften zur Finanzberichterstattung in §§ 37vff. WpHG keine Vorverlegung des für diese Folgepflichten relevanten Zeitpunkts von der Zulassung auf die Stellung oder öffentliche Ankündigung des Zulassungsantrags vorsehen, wie dies etwa in § 12 Abs. 2 WpHG für die Definition von Insiderpapieren, in § 15 Abs. 1 Satz 2 für Ad-hoc-Pflichten, in § 15a Abs. 1 Satz 4 WpHG für Directors' Dealings oder in § 15b Abs. 1 Satz 1 WpHG für das Führen von Insiderverzeichnissen geschehen ist. Als normatives Anknüpfungskriterium sowohl für den Beginn wie auch für das Ende der Pflicht zur Finanzberichterstattung bleibt damit lediglich die Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt. Die Transparenzrichtlinie³ verpflichtet „Emittenten“ zur Finanzberichterstattung und definiert Emittenten als natürliche oder juristische Personen, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind.⁴ Auch die europäischen Wurzeln der WpHG-Bestimmungen liefern damit keine präziseren Vorgaben.

1 Vgl. insbes. § 61 Abs. 2 Satz 2 und 3 BörsO FWB. Sofern die Aktien an einer anderen inländischen Börse zugelassen sind und der Widerruf der Zulassung nach § 61 Abs. 2 Satz 1 BörsO FWB mit sofortiger Wirkung ausgesprochen werden würde, entfallen Folgepflichten zur Finanzberichterstattung ohnehin nicht.

2 KG, Beschl. v. 30.4.2009 – 2 W 119/08, BB 2009, 1496 (in diesem Heft). Zuvor hatte das OLG München schon den Wechsel in das Segment M:access der Börse München als nicht abfindungspflichtig angesehen; OLG München Beschl. v. 21.5.2008 – 31 Wx 62/07, BB 2008, 1303 mit Komm. *Feldhaus*.

3 Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG.

4 Art. 2 Abs. 1 lit. d) der Richtlinie 2004/109/EG.

Die BaFin wendet diese wenigen normativen Vorgaben wie folgt auf die geschilderten Beispielfälle an: Nach dem Emittentenleitfaden besteht eine Berichtspflicht „*ab dem Zeitpunkt der Zulassung für den aktuellen und alle folgenden Berichtszeiträume. Eine Berichtspflicht besteht des Weiteren auch für einen vorhergehenden Berichtszeitraum, sofern die Zulassung noch während des jeweils maßgeblichen Veröffentlichungszeitraumes erfolgt.*“⁵ Die BaFin bejaht damit im ersten Beispielfall die Pflicht zur Berichterstattung über den vor der Zulassung abgeschlossenen Berichtszeitraum.

Was das Ende der Berichtspflichten angeht, so endet diese nach Ansicht der BaFin im Leitfaden „*mit dem Wirksamwerden des Widerrufs der Zulassung. Ein Bericht über den Zeitraum, innerhalb dessen ein Widerruf der Zulassung wirksam wird, ist, im Gegensatz zum Bericht über den unmittelbar vorangegangenen Berichtszeitraum, nicht erforderlich.*“⁶ Auch im zweiten Beispielfall bejaht die BaFin die Pflicht zur Halbjahresfinanzberichterstattung und verpflichtet damit eine nicht mehr börsennotierte Gesellschaft zur Berichterstattung nach den §§ 37vff. WpHG.

Im Rahmen der Konsultation des Emittentenleitfadens waren bereits Bedenken im Hinblick auf diese strenge Interpretation des zeitlichen Anwendungsbereichs vorgetragen worden.⁷ Die BaFin hält dennoch an ihrer Auffassung fest.

III. Stellungnahme

1. Beendigung der Börsennotierung

Einfacher zu beurteilen ist der Fall des Widerrufs der Zulassung nach Ablauf der Berichtsperiode aber vor Ablauf der Veröffentlichungsfrist. Ein systematischer Ansatz führt fast zwingend zu der Folgerung, dass Börsenzulassungsfolgepflichten mit endgültiger Beendigung der Börsenzulassung schlicht entfallen müssen. Wenn es das Betreten des öffentlichen europäischen Kapitalmarktes ist, welches die europäischen Transparenzanforderungen für Unternehmen auslöst, dann können diese erhöhten Anforderungen auch nur so lange gelten, wie die Teilnahme am öffentlichen Kapitalmarkt andauert. Wenn die geforderte Transparenz effiziente (geregelt) Kapitalmärkte und Anlegerschutz in diesem Marktsegment gewährleisten soll⁸, dann können diese Zwecke durch Veröffentlichungen nach Ausscheiden des Emittenten aus diesem Marktsegment nicht gefördert werden.

Über eine Ausdehnung der Pflicht zur Finanzberichterstattung über die Beendigung der Börsennotierung hinaus könnte man nachdenken, wenn der Anleger auf Informationen, die ihm anderweitig nicht zur Verfügung stehen, angewiesen wäre, um seine Rechte nach Beendigung der Börsennotierung geltend zu machen. Dabei müsste es sich aber um Rechte handeln, die einen spezifischen Bezug zur Börsennotierung haben und nach deren Beendigung fortwirken. Solche Rechte oder gar nur Interessen, zu deren Verfolgung der Anleger auf Finanzinformationen aus Finanzberichten angewiesen wäre, sind jedoch nicht ersichtlich. Der Hauptgrund der Berichtspflicht, dem Anleger eine informierte Des-/Investitionsentscheidung auf einem geregelten Markt zu ermöglichen, ist mit dem Widerruf der Zulassung vielmehr entfallen.

Auch das Billigkeitsargument, dem Emittenten nicht auch noch Vorteile aus der Säumnis zu gewähren, überzeugt nicht. In der Tat hat der Emittent jedenfalls den Halbjahresfinanzbericht nicht irgendwann während der 2-Monats-Frist des § 37w Abs. 1 Satz 1 WpHG, sondern *unverzüglich* zu veröffentlichen. Verstößt er gegen diese gesetzliche Vorgabe bereits bevor der Widerruf der Zulassung wirksam geworden

ist, so halten die Bußgeldtatbestände in § 39 WpHG die passende Sanktion bereit. Die Aufrechterhaltung der Veröffentlichungspflicht im Sinne einer Strafsanktion ist aber kaum zu rechtfertigen. Bei Jahresfinanzberichten und Zwischenmitteilungen bzw. Quartalsfinanzberichten überlässt es das WpHG ohnehin dem Emittenten, einen Zeitpunkt innerhalb der jeweiligen Veröffentlichungsfrist zu wählen, so dass die Nichtveröffentlichung vor dem Widerruf keine Pflichtverletzung darstellt, die sanktioniert werden könnte.

2. Beginn der Börsennotierung

Schwieriger liegt der Fall bei der Aufnahme der Börsennotierung. Hier geht es um die Bereitstellung von Informationen für einen Zeitraum, der zwar vor der Börsennotierung liegt, aber zu einem Zeitpunkt, zu dem sich das Unternehmen auf dem öffentlichen Kapitalmarkt bewegt und mit anderen Emittenten im Wettbewerb steht, welche die jeweils fälligen Finanzberichte laufend veröffentlichen. Der Einwand, der Emittent hätte ja auch schon vor der Zulassung den Finanzbericht veröffentlichen können und hätte damit die Pflicht zum Erlöschen gebracht, verfängt jedenfalls nicht, da in diesem Fall die entsprechenden Finanzinformationen öffentlich verfügbar wären.

Eine Freistellung des Börsenneulings von der Berichterstattung für vor der Börsenzulassung abgeschlossene Berichtszeiträume ist dann gerechtfertigt, wenn der Anleger anderweitig gesicherten Zugriff auf die entsprechenden Informationen erhält. Im Rahmen eines Börsengangs kommt dafür insbesondere der Prospekt in Betracht. Festzuhalten ist zunächst, dass der Bilanzstichtag des letzten durch geprüfte Finanzinformationen belegten und im Prospekt wiedergegebenen Geschäftsjahres bis zu 18 Monate vor dem Datum des Prospekts liegen kann. Allerdings ist dann ein geprüfter Zwischenabschluss in den Prospekt aufzunehmen. Ist der Zwischenabschluss nicht geprüft, so verkürzt sich der Zeitraum auf immerhin noch 15 Monate.⁹ Die Aufnahme weiterer Interimfinanzinformationen in den Prospekt ist zulässig, aber nicht zwingend. Dies bedeutet, dass ein Unternehmen mit einem Kalendergeschäftsjahr im März an die Börse gehen kann und der Prospekt geprüfte Finanzinformationen lediglich für das vorletzte Geschäftsjahr enthält. Dieses Unternehmen von der Verpflichtung freizustellen, einen Jahresfinanzbericht für das zurückliegende Geschäftsjahr zu veröffentlichen, wäre jedenfalls nicht gerechtfertigt. Auch ein Unternehmen, das im August an die Börse geht, und dessen geprüfter Jahresabschluss für das vorangehende Geschäftsjahr die jüngsten Finanzinformationen im Prospekt bilden, sollte nicht von der Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Halbjahresfinanzberichts befreit werden. Im Ergebnis lassen die Vorschriften über in den Prospekt aufzunehmende Finanzinformationen zu große Lücken, um generell nur eine Berichterstattung über zum Zeitpunkt der Zulassung nicht abgeschlossene Berichtszeiträume zu fordern. Da im Prospekt Finanzinformationen für die letzten beiden Jahre gemäß den Rechnungslegungsstandards und Rechtsvorschriften präsentiert werden müssen, die für den folgenden Jahresabschluss gelten¹⁰, wird dem Emittenten auch nicht zugemutet, seine Rechnungslegung rückwirkend umzustellen. Dennoch bleibt hier zumindest der Eindruck, dass

⁵ Emittentenleitfaden Stand 28.4.2009, S. 226.

⁶ Vgl. Fn. 5.

⁷ So insbesondere die „Stellungnahme zum Entwurf einer Überarbeitung und Ergänzung des Emittentenleitfadens der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)“ des Handelsrechtsausschusses des Deutschen Anwaltsvereins; unter Ziff. 19.

⁸ Vgl. statt vieler erster Erwägungsgrund der Richtlinie 2004/109/EG (Transparenzrichtlinie).

⁹ EU-ProspektVO Anh. I Ziff. 20.5.

¹⁰ EU-ProspektVO Anh. I Ziff. 20.1.

die Anforderungen an die Finanzinformationen im Prospekt und diejenigen an die periodische Finanzberichterstattung nicht wirklich nahtlos ineinandergreifen.

Wenn der Umstand, dass der Berichtszeitraum bereits vor der Zulassung zum Handel abgeschlossen ist, nicht die Berichtspflicht für diesen Zeitraum beseitigt, lässt sich aus einem systematischen Blickwinkel natürlich fragen, warum nicht auch Finanzberichte für noch weiter zurückliegende Berichtszeiträume veröffentlicht werden müssen. Diese werden jedoch zum größten Teil durch jüngere Berichte überholt und damit wertlos sein. Bei den verbleibenden Fällen fällt eine klare sachliche Rechtfertigung schwer. Insbesondere wird man nicht einfach annehmen können, dass nach Ablauf der Veröffentlichungsfrist jede Berichtspflicht automatisch entfällt. Ein wesentlicher Aspekt der Transparenzanforderungen ist die Allokationsfunktion der öffentlichen Kapitalmärkte. Kapitalnachfragende Emittenten stehen damit im Wettbewerb miteinander, so dass Finanzinformationen immer dann und nur dann wertvoll sind, wenn sie mit entsprechenden Informationen anderer Emittenten verglichen werden können. Ein solcher Vergleich wird nach Ablauf der für alle europäischen Emittenten einheitlichen Veröffentlichungsfristen, auf die sich die einschlägigen Medien längst eingerichtet haben, zunehmend bedeutungslos, so dass eine Berichterstattung nach Ablauf der Veröffentlichungsfrist an Wert

verliert. Zugegebenermaßen geht es hier aber darum, irgendwo eine Grenze zu ziehen.

IV. Fazit

Ein Emittent ist verpflichtet, einen Finanzbericht für einen vor Börsenzulassung abgeschlossenen Berichtszeitraum zu veröffentlichen, wenn die Börsenzulassung vor Ende der gesetzlichen Veröffentlichungsfrist erfolgt. Ein Emittent ist nach Wirksamkeit des Widerrufs der Zulassung nicht mehr verpflichtet, einen Finanzbericht für einen vor Wirksamkeit des Widerrufs der Zulassung abgeschlossenen Berichtszeitraum zu veröffentlichen. Im letzteren Fall vertritt die BaFin im neuen Emittentenleitfaden eine abweichende Position.

// Autor

Dr. Edgar Matschok ist Partner im Frankfurter Büro von v. Boetticher Hasse Lohmann. Er hat umfassende Beratungserfahrung mit Emissionen von Eigenkapital- und Hybrid-Produkten sowie aktienrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Fragestellungen.



KG Berlin: „Downgrading“ erfordert kein Abfindungsangebot an die Aktionäre

KG Berlin, Beschluss vom 30.4.2009 – 2 W 119/08

Volltext des Beschlusses: [// BB-ONLINE](#) BBL2009-1496-1
unter www.betriebs-berater.de

LEITSATZ

Der Wechsel vom amtlichen Markt in den Entry Standard des Freiverkehrs (Open Market) an der Frankfurter Wertpapierbörse stellt kein zu einem Abfindungsangebot verpflichtendes Delisting dar.

BörsG § 57 Abs. 2; WpHG § 14, § 20a; SpruchG § 17 Abs. 1; FGG § 12

SACHVERHALT

Mit der sofortigen Beschwerde wendet der Antragsteller sich dagegen, dass der von ihm gestellte Antrag auf gerichtliche Festsetzung einer angemessenen Barabfindung aufgrund des Widerrufs der Zulassung der Aktien der Antragsgegnerin zu 2 zum amtlichen Markt an der Frankfurter Börse sowie an der Börse Berlin-Bremen als unzulässig zurückgewiesen wurde. Nachdem die Aktien der Antragsgegnerin zu 2 mit Wirkung zum 1.8.2008 in den Entry Standard des Open Market an der Frankfurter Wertpapierbörse und in den Freiverkehr an der Börse Berlin aufgenommen worden sind, erklärte der Antragsteller das Verfahren für erledigt. Die sofortige Beschwerde führte zur Feststellung der Erledigung des Verfahrens.

AUS DEN GRÜNDEN

B. I. Die sofortige Beschwerde des Antragstellers ist zulässig ...

II. Das Verfahren ist in der Hauptsache erledigt. Auf die Frage, ob das Spruchverfahren trotz fehlenden Abfindungsangebots statthaft war, kommt es daher nicht mehr an.

1. Im Spruchverfahren ist die Erledigung der Hauptsache gemäß § 17 Abs. 1 SpruchG in Verbindung mit § 12 FGG von Amts wegen zu berücksichtigen, ohne dass es auf die Anträge der Beteiligten ankommt (OLG Zweibrücken NZG 2004, 382; 2007, 908, 909; Puskajler, in: Kölner Komm. zum SpruchG, 2005, § 11 Rn. 43; Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 5. Aufl. 2008, § 11 SpruchG Rn. 11; a.A. Wittgens, Das Spruchverfahrensgesetz, 2005, S. 272).

2. a) Eine Erledigung in der Hauptsache tritt in Verfahren der Freiwilligen Gerichtsbarkeit ein, wenn der Verfahrensgegenstand durch ein Ereignis weggefallen ist, das eine Änderung der Sach- und Rechtslage bewirkt, so dass eine Weiterführung des Verfahrens sinnlos würde, da keine Sachentscheidung mehr ergehen kann (vgl. allg. BGH NJW 1982, 2505, 2506; speziell für das Spruchverfahren BayObLG ZIP 2004, 1952f.; OLG Zweibrücken NZG 2007, 908, 909). Eine solche Erledigung ist hier dadurch eingetreten, dass die Aktien der Antragsgegnerin zu 2 seit dem 1.8.2008 an beiden Börsen, an denen sie zuvor gehandelt worden waren, weiter gehandelt werden, wenn auch in einem anderen Segment (sog. Downgrading). Ihre Verkehrsfähigkeit ist damit infolge des Delisting vom regulierten Markt nicht in einer Weise beeinträchtigt worden, die eine Verpflichtung der Antragsgegner zu einer Abfindung gebieten würde.