

Der neue Emittentenleitfaden der BaFin – ein Überblick

Dr. Lutz Krämer/Dr. Tobias A. Heinrich¹

1. Überblick

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat am 20. Mai 2009 die Neufassung ihres Emittentenleitfadens veröffentlicht². Der überarbeitete und um einige neue Kapitel erweiterte Leitfaden löst dabei die Erstauflage aus dem Jahr 2005 ab. Neben der Anpassung des Leitfadens an die Fortentwicklung der Aufsichtspraxis der BaFin berücksichtigt er insbesondere Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) und der Wertpapieranzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV) aufgrund diverser zwischenzeitlich ergangener Gesetzesänderungen³.

Der „Verabschiedung“ des neuen Leitfadens ging ebenso wie der Voraufgabe ein Konsultationsentwurf voraus, zu dem der DIRK und andere Verbände öffentlich Stellung genommen haben. Einige Änderungsvorschläge und Anregungen, darunter auch solche des DIRK, sind von der BaFin in der endgültig veröffentlichten Fassung berücksichtigt worden.

In dem nunmehr nahezu 250 Seiten zählenden Werk, das sich gegenüber der Voraufgabe mehr als verdoppelt hat, wurden zunächst einige bereits zuvor enthaltene Kapitel überarbeitet (*Ad hoc*-Publizität, Directors' Dealings, Insiderverzeichnisse). Andere Kapitel blieben gänzlich unverändert (Insiderüberwachung, Marktmanipulation). Darüber hinaus sind aber auch sieben vollständig neue, teilweise sehr praxisrelevante Kapitel hinzugekommen. Hierzu zählen die Abschnitte „Informationen über bedeutende Stimmrechtsanteile“, „notwendige Informationen für die Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren“, „Überwachung von Unternehmensabschlüssen“, „Zusammenarbeit der BaFin mit anderen inländischen öffentlichen Einrichtungen“, „ausländische Stellen im Rahmen des Enforcement-Verfahrens“, „Rechtsschutz gegen Maßnahmen der BaFin im Enforcement-Verfahren“ und „Pflicht zur Finanzberichterstattung“.

Trotz der für die Kapitalmarktpraxis erheblichen Bedeutung des Leitfadens begründet dieser für die Gerichte keine unmittelbare Bindungswirkung. Dennoch kann der Emittentenleitfaden als sog. norminterpretierende Verwaltungsvorschrift mittelbare Außenwirkung entfalten. Insbesondere wird die Befolgung der in dem Leitfaden explizit formulierten Verwaltungspraxis regelmäßig eine Haftung des Normadressaten wegen Verletzung der im Emittentenleitfaden aufgestellten Verhaltensgebote ausschließen.

¹ Dr. Lutz Krämer ist Rechtsanwalt und Partner, Dr. Tobias A. Heinrich ist Rechtsanwalt und Local Partner der internationalen Anwaltssozietät White & Case LLP in Frankfurt a. M.

² Abrufbar unter www.bafin.de > Startseite > Presse > BaFin: Emittentenleitfaden veröffentlicht.

³ Hierzu gehören das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz inkl. Durchführungsverordnung, das Risikobegrenzungs-gesetz und das Bilanzkontrollgesetz.

2. Ausgewählte Einzelthemen

Nachfolgend werden einige Einzelthemen des neuen Emittentenleitfadens vorgestellt, die besondere Praxisrelevanz besitzen. Der Schwerpunkt der Darstellung liegt dabei bei dem Kapitel *Ad hoc*-Publizität, das in der Voraufgabe bereits enthalten war und nunmehr punktuell überarbeitet wurde. Weiteres Augenmerk verdienen die Kapitel Informationen über bedeutende Stimmrechtsanteile und Enforcement.

a) *Ad hoc*-Publizität

Die Überarbeitung bzw. Ergänzung des Kapitels zur *Ad hoc*-Publizität fiel insgesamt moderat aus, was vor allem auf die mangelnde gesetzgeberische Aktivität in diesem Bereich seit der Veröffentlichung der Erstauflage im Jahr 2005 zurückzuführen ist.

Im Hinblick auf die Behandlung von Änderungen innerhalb der Führungsebene des Emittenten fällt zunächst auf, dass von der BaFin zahlreiche mit dem Ausscheiden des ehemaligen Daimler Vorstandsvorsitzenden Jürgen Schrempp aufgeworfene Fragestellungen nicht aufgegriffen wurden. Im Kern geht es dort um die Frage, ob Daimler dessen Ausscheiden rechtzeitig veröffentlicht hat. Zwei mit dem Fall betraute Oberlandesgerichte urteilten erst kürzlich mit konträren Rechtsauffassungen. Während das OLG Frankfurt am Main (Beschluss vom 12. Februar 2009) bereits die Äußerung der Rücktrittsabsicht des Vorstandsvorsitzenden gegenüber dem Vorsitzenden des Aufsichtsrats als Insiderinformation und damit grundsätzlich veröffentlichungspflichtig ansah, stellte das OLG Stuttgart (Beschluss vom 22. April 2009) aufgrund der ungeklärten Nachfolgefrage auch in dem anschließenden Zeitraum von mehr als zwei Monaten bis zur Sitzung des Präsidialausschusses keine *Ad hoc*-mitteilungspflichtige Amtsniederlegung fest. Bis zu einer endgültigen Klärung durch den Bundesgerichtshof sind Emittenten weiterhin gerade bei wichtigen Personalentscheidungen gut beraten, frühzeitig das Vorliegen einer Insiderinformation zu prüfen und ggf. die Möglichkeit einer Selbstbefreiung gemäß § 15 Abs. 3 WpHG in Anspruch zu nehmen.

Letztere muss nach Ansicht der BaFin auch künftig durch den Emittenten „aktiv“ in Anspruch genommen und dokumentiert werden. Damit tritt sie ausdrücklich der zuvor erwähnten Entscheidung des OLG Stuttgart entgegen, wonach bereits das objektive Vorliegen der Befreiungsvoraussetzungen für die Annahme einer Selbstbefreiung ausreichen sollte.

Ein weiterer wichtiger Aspekt betrifft das Verhältnis zwischen den Anforderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex (DCGK) und der *Ad hoc*-Publizitätspflicht bei kursrelevanten (Quartals- und Zwischen-)Ergebnissen. Nach Ziff. 7.1.2 DCGK soll ein Ausschuss des Aufsichtsrats (i.d.R. das Audit Committee) die Quartalsergebnisse vor deren Veröffentlichung einer kritischen Prüfung unterziehen. Weichen die ersten Controlling-Zahlen zur aktuellen Ergebnisentwicklung von der bisher kommunizierten oder prognostizierten Entwicklung erheblich ab, so ist grundsätzlich nach einer gewissen Stabilisierung der Kernzahlen eine *Ad hoc*-Mitteilung zu veröffentlichen. Es ist daher zu begrüßen, dass die BaFin aufgrund der Anhörung nunmehr einen Absatz zur Selbstbefreiung gemäß § 15 Abs. 3 WpHG eingefügt hat, die dem Aufsichtsrat gegebenenfalls eine

Vorbefassung und -beratung ermöglicht. Kritisch zu beurteilen sind demgegenüber die Ausführungen der BaFin zum Verhältnis zwischen unterjährigem Geschäftsergebnissen und Jahresprognosen. Hat der Emittent eine Jahresprognose für seine Geschäftszahlen abgegeben und stellt er bei der Aufstellung unterjähriger Geschäftszahlen fest, dass diese von der Markterwartung abweichen, hält die BaFin in der Regel eine *Ad hoc*-Veröffentlichung auch dann für erforderlich, wenn der Emittent an seiner Jahresprognose festhält. Obwohl diese Vorgabe erheblicher Kritik (einschließlich der Stellungnahme des DIRK) ausgesetzt war, hat die BaFin an ihrer Rechtsauffassung festgehalten. Vor diesem Hintergrund werden Emittenten bei schwachen Quartalszahlen in Zukunft noch genauer zu prüfen haben, ob eine zuvor veröffentlichte (Jahres-)Prognose aufrecht erhalten werden kann.

b) Informationen über bedeutende Stimmrechtsanteile

Die kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten der §§ 21 ff. WpHG, wodurch Aktionäre börsennotierter Gesellschaften einer kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflicht unterliegen, haben in letzter Zeit durch Fälle wie Porsche/VW und Schaeffler/Continental eine breite Aufmerksamkeit erfahren. Jeder, der durch Erwerb, Veräußerung oder auf sonstige Weise einen der gesetzlich relevanten Schwellenwerte erreicht, über- oder unterschreitet ist verpflichtet, der BaFin und der börsennotierten Gesellschaft die Höhe seiner Stimmrechtsanteile mitzuteilen. Sodann hat die börsennotierte Gesellschaft die Mitteilung unverzüglich weiterzuleiten, und zwar an „ein Bündel von Medien zur europaweiten Verbreitung“ und das Unternehmensregister, das die Daten speichert.

Vor diesem Hintergrund ist es ausdrücklich zu begrüßen, dass die BaFin sich mit der Einführung eines ausführlichen Kapitels zur Stimmrechtspublizität des Themas angenommen und damit – jedenfalls überwiegend – die Voraussetzungen für eine rechtssicherere Erfüllung der Meldepflichten geschaffen hat.

Ausgesprochen hilfreich sind die Erläuterungen des neuen Leitfadens zunächst für die Prüfung des Entstehens der Meldepflicht nach § 21 Abs. 1 WpHG, wozu etwa die Klarstellung gehört, dass durch einen Formwechsel oder eine Umfirmierung keine Mitteilungspflicht ausgelöst wird.

Bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils ist es in der veröffentlichten Fassung des Leitfadens, trotz Intervention des DIRK und anderer Verbände, dabei geblieben, dass der Meldepflichtige grundsätzlich die tatsächliche Aktienzahl und nicht nur die letzte Veröffentlichung des Emittenten über die Gesamtzahl der Stimmrechte (§ 26a WpHG) zu Grunde zu legen hat. Angesichts dieser Verwaltungspraxis der BaFin ist mit vermehrten Anfragen zur tatsächlichen Aktienzahl zu rechnen. Die Anregungen der Praxis, auch die Behandlung eigener Aktien bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils unmissverständlich darzustellen, wurden leider ebenfalls nicht aufgenommen.

Der Emittentenleitfaden enthält dafür zahlreiche nützliche Hinweise zur Auslegung der Zurechnungstatbestände. Diese bestimmen, in welchen Fällen Stimmrechte aus Aktien, die einem Dritten gehören, dem Meldepflichtigen zugerechnet werden (z. B. beim sog. „Acting in Concert“). Schließlich nimmt die BaFin in ihrem Leitfaden zu zahlreichen Fragen Stellung,

die in letzter Zeit in Zusammenhang mit Mitteilungspflichten beim Halten von Finanzinstrumenten (Stichwort Porsche/VW, Schaeffler/Continental) aufgetreten sind. Nach der Regelung im WpHG bestehen Mitteilungspflichten auch für Finanzinstrumente, die ihrem Inhaber das Recht gewähren, stimmberechtigte Aktien eines börsennotierten Unternehmens zu erwerben. Die BaFin bestätigt dabei grundsätzlich ihre Rechtsauffassung, wonach die gesetzliche Regelung im WpHG nur Finanzinstrumente erfasse, die einen Anspruch auf physische Lieferung der betreffenden Aktien gewähren. Das Halten von Derivaten, die lediglich ein Recht auf Barausgleich gewähren (sog. cash settlement), sei danach nicht offenlegungspflichtig.

c) Enforcement

Seit der Einführung des Bilanzkontrollverfahrens zum 1. Juli 2005 gibt es in Deutschland ein neues Instrument zur Kontrolle von Unternehmensabschlüssen kapitalmarktorientierter Unternehmen (Enforcement-Verfahren). Ziel ist es, das Vertrauen der Anleger in die Richtigkeit von Unternehmensabschlüssen durch die Einführung eines zusätzlichen Verfahrens zur Durchsetzung der Rechnungslegungsvorschriften zu stärken. Hierzu wurde ein zweistufiges Verfahren eingeführt, das die Aufteilung der Kompetenzen bei der Bilanzkontrolle zwischen einer privatrechtlich organisierten Stelle – der deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung e. V. (DPR) – und der mit hoheitlichen Befugnissen ausgestatteten BaFin vorsieht. Auf der ersten Stufe wird die DPR stichprobenartig und bei konkreten Anhaltspunkten für einen Verstoß gegen Rechnungslegungsvorschriften sowie auf Verlangen der BaFin tätig. Die BaFin wird auf der zweiten Stufe tätig, wenn das Unternehmen nicht freiwillig an der Prüfung der Prüfstelle mitwirkt oder mit dem Ergebnis der Prüfung nicht einverstanden ist. Sie kann auch tätig werden, wenn erhebliche Zweifel an der Richtigkeit der Prüfungsergebnisse oder an der ordnungsgemäßen Durchführung der Prüfung durch die Prüfstelle bestehen und die Prüfung zwangsweise durchsetzen. Auf Anordnung der BaFin hat das Unternehmen den von der BaFin oder den von der Prüfstelle im Einvernehmen mit dem Unternehmen festgestellten Fehler samt den wesentlichen Teilen der Begründung der Feststellung bekannt zu machen. Daher ist es zu begrüßen, dass die BaFin nunmehr ein neues Kapitel in die Neufassung des Leitfadens aufgenommen hat, die einen Überblick zu wichtigen Fragen bei der Auslegung und Anwendung der einschlägigen Enforcement-Bestimmungen geben.