

Univ.-Prof. Dr. Peter O. Mülbert  
Direktor des Instituts für deutsches und internationales  
Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens

An den Vorsitzenden des  
Finanzausschusses des  
Deutschen Bundestages  
Herrn Eduard Oswald, MdB  
Platz der Republik 1

11011 Berlin

Mainz, den 14.10.2006

**Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen im Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – TUG) – Drs. 16/2498**

Sehr geehrter Herr Oswald,

mit Schreiben vom 28. September 2006 haben Sie mir in Ihrer Funktion als Vorsitzender des Finanzausschusses des Deutschen Bundestags die Gelegenheit eingeräumt, eine Stellungnahme zu dem obengenannten Regierungsentwurf abzugeben. Für diese freundliche Einladung darf ich mich bedanken und ihr mit den folgenden Anmerkungen nachkommen.

### **I. Eins-zu-Eins-Umsetzung**

Der RegE eines TUG ist in seiner Grundkonzeption zu begrüßen. Das gilt insbesondere auch für den Ansatz, die EU-Transparenzrichtlinie „ein zu eins“ umsetzen und von Verschärfungen in der deutschen Umsetzung mit ganz wenigen Ausnahmen abzusehen (Drs. 16/2498, S. 26).



Besucheradresse:  
Jakob-Welder-Weg 9  
Haus Recht- und Wirtschaft I  
2. Stock, Zimmer 02-206/208

Postanschrift:  
Fachbereich Rechts- und  
Wirtschaftswissenschaften  
55099 Mainz

Lieferadresse:  
Jakob-Welder-Weg 4  
55128 Mainz

Tel.: +49 (06131) 39 225 61  
Fax: +49 (06131) 39 261 64  
muelbert@mail.jura.uni-mainz.de  
www.jura.uni-mainz.de/~muelbert

Konsequent und auch in der Sache richtig ist es daher, wenn die Bundesregierung von zwei bislang im RegE des TUG enthaltenen „versteckten“ Verschärfungen abzurücken bereit ist:

- Die Übernahme der in Art. 4 Abs. 2 lit. c der Transparenzrichtlinie enthaltenen Wendung „nach ihrem Wissen“ in die Vorschriften über den sog. **Bilanzzeit** (§§ 264 Abs. 2 S. 3, 289 Abs. 1 S. 5, 297 Abs. 2 S. 4, 315 Abs. 1 S. 6 HGB-E) sind sachlich unverzichtbar, weil niemand eine strafbewehrte (§ 331 Nr. 3a HGB-E) Garantie dafür abgeben kann, daß Abschluß und Lagebericht ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild vermitteln.
- Der Verzicht auf die zwingende **Prüfung des Halbjahresfinanzberichts** durch einen Wirtschaftsprüfer, wie dies bislang § 37w WpHG-E entgegen Art. 5 Abs. 5 der Transparenzrichtlinie noch vorschreibt, erscheint sachlich auch aus folgendem Grund geboten: Der Halbjahresbericht muß von einem Emittenten spätestens zwei Monate nach Ablauf des Berichtszeitraums veröffentlicht werden, der Jahresfinanzbericht spätestens nach vier Monaten. Konzeptionell ist der Halbjahresfinanzbericht jedoch ein verkürzter Jahresfinanzbericht. Der erforderliche Zeitaufwand des Emittenten für die Erstellung und der des Wirtschaftsprüfers für die Prüfung des Halbjahresfinanzberichts beträgt daher nicht schlicht die Hälfte des entsprechenden Zeitaufwands beim Jahresfinanzbericht. Den Emittenten verbleibt für den Halbjahresfinanzbericht vielmehr nur dann stets hinreichend Zeit, wenn das Gesetz keine zwingende Prüfung vorschreibt.

## II. Die neue Finanzberichterstattung

Die neuen Vorschriften im WpHG und im Handelsgesetzbuch zur Umsetzung der Finanzberichterstattung, die die Transparenzrichtlinie vorsieht, sind zum einen teilweise unklar und in sich widersprüchlich, und stellen zum anderen in Einzelpunkten eine richtlinienwidrige Umsetzung dar. Ursächlich hierfür ist insbesondere, daß der RegE des TUG die Umsetzung der Vorgaben der Transparenzrichtlinie auf zwei Gesetze verteilt, nämlich einerseits das Handelsgesetzbuch (§§ 264 Abs. 2 S. 3, 289 Abs. 1 S. 5, 297 Abs. 2 S. 4, 315 Abs. 1 S. 6, 331 Nr. 3a HGB-E) und andererseits das Wertpapierhandelsgesetz (§§ 37v – 37z, 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. m - lit. p, Nr. 5 lit. f – lit. h, Nr. 6, Nr. 19, 20 WpHG-E). Zur Erleichterung seien im folgenden zunächst der Regelungsrahmen der Transparenzrichtlinie und seine Umsetzung im RegE des TUG skizziert (unter 1.), um vor diesem Hintergrund sodann kritische Aspekte der Umsetzung im RegE des TUG anzusprechen (unter 2. – 4.).

### 1. Regelungsrahmen

Der Regelungsrahmen der **Transparenzrichtlinie** ist einfach aufgebaut. Die inhaltlichen Anforderungen an die Finanzberichterstattung werden in den Art. 4 – 6 festgelegt, Art. 8 nimmt bestimmte Emittenten hiervon aus (Abs. 1) bzw. erlaubt den Mitgliedstaaten, entsprechende Ausnahmen vorzusehen (Abs. 2, 3).

Die Hinterlegung dieser Informationen und die Art, wie diese Informationen zu veröffentlichen sind, werden in den Art. 19 ff. adressiert. Art. 28 Abs. 1 verlangt, daß die Mitgliedstaaten wirksame Sanktionen für Verstöße gegen die in nationales Recht umgesetzten materiellen Vorgaben zur Finanzberichterstattung (Art. 4 – 6) vorsehen. Art. 7 gebietet schließlich auch zivilrechtliche Haftungs- vorschriften bei Verstößen gegen die Art. 4 bis 6.

Im **RegE** des **TUG** wird dieser einheitliche gemeinschaftsrechtliche Regelungs- rahmen aufgebrochen. Für Jahresfinanzberichte gilt ein gespaltenes Rege- lungsregime – HGB und WpHG – je nach Person des Emittenten; Halbjahresfi- nanzberichte und Zwischenmitteilungen der Geschäftsführung werden aus- schließlich im WpHG geregelt.

Das gespaltenes Regelungsregime für **Jahresfinanzberichte** resultiert aus § 37v Abs. 1 S. 1 letzter HS WpHG-E, wonach die Pflicht eines Unternehmens zu deren (Erstellung und) Veröffentlichung nach dieser Vorschrift nur besteht, „wenn es nicht nach den handelsrechtlichen Vorschriften zur Offenlegung der in Absatz 2 genannten Rechnungslegungsunterlagen verpflichtet ist“. Damit wird die bisherige Regelungssystematik der §§ 65 Abs. 1 BörsZulV, § 325 Abs. 1 HGB betreffend die Pflicht zur Veröffentlichung von Jahresabschluß und Lage- bericht fortgeschrieben. Als Konsequenz des § 37v Abs. 1 S. 1 letzter HS WpHG-E werden für die Erstellung und Veröffentlichung des Jahresfinanzbe- richts in den allermeisten Fällen die betreffenden Vorschriften des HGB maß- geblich sein, nicht diejenigen des WpHG (§§ 37v, 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. m, Nr. 5 lit. f, Nr. 6, Nr. 19, 20 WpHG-E).

Für **Halbjahresfinanzberichte** (§ 37w WpHG-E) sowie **Zwischenmitteilungen** der Geschäftsführung (§ 37a WpHG) gelten demgegenüber durchweg nur die Vorschriften des WpHG (§§ 37w – 37z, 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. n - lit. p, Nr. 5 lit. g – lit. h, Nr. 6, Nr. 19, 20 WpHG-E).

## **2. Inlandsemittenten als finanzberichterstattungspflichtige Unternehmen**

Zur Finanzberichterstattung verpflichtet sind nach dem RegE des TUG alle sog. **Inlandsemittenten** (§§ 37v Abs. 1 S. 1, 37w Abs. 1 S. 1, § 37x Abs. 1 S. 1 WpHG-E, §§ 264 Abs. 2 S. 3, 289 Abs. 1 S. 5, 297 Abs. 2 S. 4, 315 Abs. 1 S. 6 HGB-E). Als Inlandsemittent gelten nach § 2 Abs. 7 WpHG-E alle

- Emittenten, für die der **Herkunftsstaat** i.S. des § 2 Abs. 6 WpHG-E die **Bundesrepublik** ist, es sei denn, daß ihre Wertpapiere nur in einem ande- ren Mitgliedstaat der EU oder einem anderen EWR-Vertragsstaat notiert sind und sie nach dessen Vorschriften den Anforderungen der Transparenz- richtlinie zu genügen haben (Nr. 2), und
- Emittenten, für die der Herkunftsstaat (§ 2 Abs. 6 WpHG-E) ein **anderer** Mitgliedstaat der EU oder ein anderer EWR-Vertragsstaat ist, sofern ihre Wertpapiere nur im Inland notiert sind (Nr. 2).

Mit der Regelung des § 2 Abs. 7 WpHG-E weicht der RegE des TUG in zweifacher Hinsicht von einer reinen Anknüpfung an den Herkunftsstaat des Emittenten ab. Im Falle der Nr. 1 wird für bestimmte Emittenten, die die Bundesrepublik als Herkunftsstaat haben, auf eine Regelung verzichtet, im Falle der Nr. 2 werden Emittenten mit einem anderen Herkunftsstaat den Anforderungen des deutschen Rechts unterworfen.

Mit den **Vorgaben** der **Transparenzrichtlinie** erscheinen beide Abweichungen **unvereinbar**. Die Richtlinie kennt lediglich den Begriff des Emittenten (Art. 2 Abs. 1 lit. d) und die beiden Begriffe Herkunftsmitgliedstaat/Aufnahmemitgliedstaat (Art. 2 Abs. 1 lit. i/j), nicht aber den des Inlandsemittenten. Gemäß Art. 4 bis 6 obliegen die materiellen Pflichten zur Finanzberichterstattung den Emittenten i.S. des Art. 2 Abs. 1 lit. d. Welcher Mitgliedstaat nach der Richtlinie befugt ist, diese Verpflichtung in seinem nationalen Recht vorzusehen, ist dem Wortlaut dieser Richtlinienbestimmungen nicht unmittelbar zu entnehmen. Da die Richtlinie aber lediglich zwischen Herkunfts- und Aufnahmemitgliedstaat unterscheidet, kommen auch nur diese beiden in Betracht, und dann spricht alles für die Regelungsbefugnis des Herkunftsmitgliedstaates eines Emittenten. Art. 8 Abs. 2 und 3 bestätigen diese Zuweisung der Regelungsbefugnis an den jeweiligen Herkunftsmitgliedstaat eines Emittenten. Die dort vorgesehenen Mitgliedstaatenwahlrechte bezüglich der Halbjahresfinanzberichte (Art. 5) werden nämlich jeweils den Herkunftsmitgliedstaaten eingeräumt. Deswegen ist es im übrigen auch schlicht richtlinienwidrig, wenn die Ausnahmen des § 37z Abs. 2 und 3 WpHG-E bezüglich der Halbjahresfinanzberichte für Inlandsemittenten i.S. des § 2 Abs. 7 WpHG-E statt für diejenigen Emittenten eröffnet werden, für die die Bundesrepublik der Herkunftsmitgliedstaat ist.

**Entgegen** der Begründung des **RegE** (Drs. 16/2498, S. 31) läßt sich die Anknüpfung der Pflicht zur Finanzberichterstattung an den Begriff des Inlandsemittenten **nicht** mit **Art. 21 Abs. 3** der Transparenzrichtlinie rechtfertigen. Art. 21 betrifft schon ausweislich seiner Überschrift lediglich den Zugang zu vorgeschriebenen Informationen, nicht die in den Art. 4 bis 6, 8 behandelte vorgängige Frage, welche Informationen überhaupt vorgeschrieben sind. Dies kommt auch im Wortlaut von Abs. 1 und 3 des Art. 21 eindeutig zum Ausdruck:

*„(1) Der Herkunftsmitgliedstaat stellt sicher, dass ein Emittent .. die vorgeschriebenen Informationen in einer Form bekannt gibt, die in nicht diskriminierender Weise einen schnellen Zugang zu ihnen gewährleisten ...“*

*„(2) Sind Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt in lediglich einem Aufnahmemitgliedstaat, nicht aber im Herkunftsmitgliedstaat zugelassen, so stellt dieser Aufnahmemitgliedstaat die Veröffentlichung der vorgeschriebenen Informationen gemäß den Anforderungen des Absatzes 1 sicher.“*

Die Regelung des Art. 21 Abs. 3 betrifft entgegen dem Verständnis der Begründung des RegE also allein die Frage, **welcher Mitgliedstaat** das **Wie** der Veröffentlichung regelt, **nicht** die vorgelagerte Frage, welcher Mitgliedstaat das **Ob** und den **Inhalt** der Finanzberichterstattung regelt.

Als **Konsequenz** ist die einheitliche Anknüpfung der verschiedenen Pflichten der §§ 37v – 37y WpHG-E, §§ 264 Abs. 2 S. 3, 289 Abs. 1 S. 5, 297 Abs. 2 S. 4, 315 Abs. 1 S. 6 HGB-E an den Begriff des Inlandsemittenten aufzugeben. Vielmehr bedarf es, um den Vorgaben der Art. 4 bis 6, 8 und 21 der Transparenzrichtlinie zu genügen, einer differenzierenden Regelung wie folgt:

- die Pflicht zur **Erstellung** von Jahres- und Halbjahresfinanzberichten und von Zwischenmitteilungen der Geschäftsführung (§§ 37v Abs. 1 S. 1, 37w Abs. 1 S. 1, § 37x Abs. 1 S. 1 WpHG-E) gilt für alle Emittenten, deren Herkunftsmitgliedstaat i.S. § 2 Abs. 6 WpHG-E die Bundesrepublik ist, und entsprechend sind die Ausnahmetatbestände des § 37z WpHG-E zu fassen. Ebenso trifft die Pflicht zur Abgabe des sog. Bilanzeids (§§ 264 Abs. 2 S. 3, 289 Abs. 1 S. 5, 297 Abs. 2 S. 4, 315 Abs. 1 S. 6 HGB-E) die Vertreter von rechnungslegungspflichtigen Unternehmen, deren Herkunftsmitgliedstaat i.S. § 2 Abs. 6 WpHG-E die Bundesrepublik ist.
- die **Übermittlungs-** und **Veröffentlichungspflichten** lassen sich mit der Konzeption des RegE des TUG weiterhin an den Begriff des Inlandsemittenten anknüpfen.

### 3. Straf- und ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionierung

Was die straf- und ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionierung der Pflichten zur Finanzberichterstattung angeht, führt die unter 1. beschriebene Konzeption der zweispurigen Umsetzung zu Unklarheiten, Wertungsdiskrepanzen und Umsetzungsdefiziten. Im einzelnen:

#### a. Regelungsrahmen

Was Jahresfinanzberichte anbelangt, soll die Rechnungslegung nach Maßgabe der Vorschriften des **Handelsgesetzbuchs** durch die Einführung des sog. Bilanzeids (§§ 264 Abs. 2 S. 3, 289 Abs. 1 S. 5, 297 Abs. 2 S. 4, 315 Abs. 1 S. 6 HGB-E) so ausgestaltet werden, daß sie den Anforderungen des Art. 4 an die Jahresfinanzberichte entspricht. Wird der Bilanzeid nicht oder fehlerhaft abgegeben, ist dies nach § 331 Nr. 3a HGB-E als Vorsatztat strafbar und erfüllt dann zugleich einen Ordnungswidrigkeitentatbestand gemäß § 334 Abs. 1 Nr. 1 a, 2 b, 3, 4 HGB. Diese Strafbarkeit flankiert die schon bislang bestehende Strafbarkeit wegen der unrichtigen Wiedergabe oder Verschleierung der Verhältnisse (§ 331 Nr. 1 – 3 HGB) sowie die schon bislang geltenden Ordnungswidrigkeitentatbestände des § 334 HGB für den Fall inhaltlicher Verstöße bei Aufstellung von Jahresabschluß und Lagebericht. Unterbleibt die (fristgerechte) Aufstellung von Jahresabschluß oder/und Lagebericht, bewendet es bei der antragsgebundenen Festsetzung von Zwangsgeldern durch das Registergericht (§ 335 HGB); unterbleibt die (fristgerechte) Offenlegung dieser – gegebenenfalls nicht einmal erstellten - Unterlagen, ist dies mit der antragsgebundenen Festsetzung von Ordnungsgeldern zu sanktionieren (§ 335a HGB).

Ganz anders gestaltet sich das vom RegE des TUG vorgesehene Sanktionensystem des § 39 Abs. 2 WpHG für Verstöße gegen die Finanzberichterstattung nach Maßgabe der Bestimmungen des **Wertpapierhandelsgesetzes**. Dieses Sanktionensystem betrifft gleichermaßen Verstöße gegen die Pflichten bezüglich Jahresfinanzberichten (§ 39v WpHG-E) als auch bezüglich Halbjahresfinanzberichten (§ 39w WpHG-E) und Zwischenmitteilungen der Geschäftsführung (§ 39x WpHG-E). Sanktioniert werden, wobei schon Leichtfertigkeit als besonders grob fahrlässiges Verhalten ausreicht, die folgenden Taten:

- Verstöße gegen Veröffentlichungspflichten dadurch, daß „eine Veröffentlichung nicht, nicht richtig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig ... [vorgenommen] oder nicht oder nicht rechtzeitig ... [nachgeholt wird] (§ 39 Abs. 2 Nr. 5 WpHG-E),
- Verstöße gegen die Pflichten zur Übermittlung von Mitteilungen an die BaFin (§ 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. m - lit. o WpHG-E),
- Verstöße gegen die Verpflichtung, die vorgeschriebenen Veröffentlichungen der Öffentlichkeit fristgerecht zur Verfügung zu stellen (§ 39 Abs. 2 Nr. 19 WpHG-E)
- Verstöße gegen die Verpflichtung, die vorgeschriebenen Veröffentlichungen dem Unternehmensregister fristgerecht zu übermitteln (§ 39 Abs. 2 Nr. 20 WpHG-E).

## **b. Inkonsistenzen**

Das skizzierte Sanktionensystem ist in mehrfacher Hinsicht inkonsistent.

Was die Regelung im **HGB** betrifft, soll das **Fehlen** des **Bilanzeids** nach § 331 Nr. 3a WpHG-E eine Straftat darstellen. Unterbleibt dagegen die Aufstellung von Jahresabschluß und Lagebericht, auf die sich der Bilanzzeit inhaltlich bezieht, zur Gänze, kommt nach den §§ 335, 335a HGB lediglich eine Verhängung von Zwangsgeld und Ordnungsgeld in Betracht. Bei rationaler Gesetzgebung kann es nicht sein, daß das bloße Fehlen des Bilanzzeids strenger sanktioniert wird als das gänzliche Fehlen von Jahresabschluß, Lagebericht und hierauf bezogenem Bilanzzeit. Sollen die §§ 335, 335a HGB nicht ganz entwertet werden, ist in § 331 Nr. 3a HGB-E die Alternative „nicht ... abgibt“ zu streichen. Stattdessen sind die §§ 335, 335a HGB entsprechend zu ergänzen. Unabdingbar ist die Ergänzung des § 335 S. 1 HGB um eine Nr. 6 mit folgendem Wortlaut: „§§ 264 Abs. 2 S. 3, 289 Abs. 1 S. 5, 297 Abs. 2 S. 4, 315 Abs. 1 S. 6 HGB über die Pflicht zur Abgabe einer Versicherung“. Bei § 335a HGB wäre die Nr. 1 des Satzes 1 um die Passage „der Versicherung nach §§ 264 Abs. 2 S. 3, 289 Abs. 1 S. 5, 297 Abs. 2 S. 4, 315 Abs. 1 S. 6 HGB“ zu ergänzen, oder jedenfalls in der Gesetzesbegründung klarzustellen, daß die „anderen Unterlagen der Rechnungslegung“ der Nr. 1 nunmehr auch die Versicherung nach §§ 264 Abs. 2 S. 3, 289 Abs. 1 S. 5, 297 Abs. 2 S. 4, 315 Abs. 1 S. 6 HGB umfaßt.

Auf Seiten des **WpHG** wird die **unrichtige** oder **nicht erfolgende Erstellung** von Jahres- und Halbjahresfinanzberichten sowie von Zwischenmitteilungen

nicht als eigener Ordnungswidrigkeitentatbestand erfaßt. Sanktioniert würden diese Sachverhalte allenfalls indirekt mit der Annahme, daß als Folge einer unrichtigen oder unterbleibenden Erstellung zugleich eine „nicht richtige“ oder „nicht“ erfolgende Veröffentlichung i.S. des § 39 Abs. 2 Nr. 5 WpHG-E vorliegt. Ob diese Auslegung möglich ist, könnte aber deswegen zweifelhaft sein, weil im Rahmen der §§ 331 Nr. 3a, 335, 335a HGB die fehlerhafte Erstellung und die fehlerhafte Veröffentlichung unterschieden werden.

Bei der **Gegenüberstellung** des Sanktionensystems von **HGB** und **WpHG** zeigen sich in mehrfacher Hinsicht erhebliche **Wertungsdiskrepanzen**:

- Nichterstellung oder verspätete Erstellung von Jahresabschluß, Lagebericht und Bilanzzeit werden im HGB ebensowenig wie deren unterbleibende oder verspätete Veröffentlichung straf- oder ordnungswidrigkeitenrechtlich sanktioniert. Demgegenüber liegt nach § 39 Abs. 2 Nr. 5 WpHG-E eine sogar leichtfertig zu begehende Ordnungswidrigkeit vor, und zwar sowohl bezüglich der Jahresfinanzberichte als auch der Halbjahresfinanzberichte und der Zwischenmitteilungen.
- Die isolierte Nichtabgabe oder verspätete Abgabe des sog. Bilanzzeit ebensowenig wie dessen unterbleibende oder verspätete Veröffentlichung ist im HGB ebensowenig wie das vollständige Fehlen jeglicher Rechnungslegung nur nach §§ 335, 335a HGB mit der Festsetzung von Zwangs- und Ordnungsgeldern zu erfassen (soeben), wogegen nach § 39 Abs. 2 Nr. 5 WpHG-E eine sogar leichtfertig zu begehende Ordnungswidrigkeit vorliegt.
- Die Erstellung eines inhaltlich unrichtigen Jahresabschlusses, Lageberichts etc. wird nach § 331 Nr. 1 - 3 HGB, die Abgabe eines inhaltlich fehlerhaften Bilanzzeit wird nach § 331 Nr. 3a HGB-E als vorsätzlich zu begehende Straftat sanktioniert. Demgegenüber sanktioniert § 39 Abs. 2 Nr. 5 WpHG-E die Veröffentlichung eines inhaltlich unrichtigen Jahresfinanzberichts, Halbjahresfinanzberichts oder einer inhaltlich unrichtigen Zwischenmitteilung als eine auch leichtfertig zu begehende Ordnungswidrigkeit.
- Die Abgabe eines inhaltlich fehlerhaften Bilanzzeit bildet nach § 331 Nr. 3a HGB eine lediglich vorsätzlich zu begehende Straftat. Demgegenüber sanktioniert § 39 Abs. 2 Nr. 5 WpHG-E die Abgabe einer inhaltlich dem Bilanzzeit entsprechenden unrichtigen Versicherung beim Jahres- und Halbjahresbericht als eine auch leichtfertig zu begehende Ordnungswidrigkeit.

### c. Änderungsbedarf

Die **Bereinigung** dieser Diskrepanzen ist sowohl im Lichte des Gleichheitsgebots des Art. 3 Abs.1 Grundgesetz als auch des europäischen Gemeinschaftsrechts (dazu noch sogleich) dringend geboten.

**Ausgangspunkt** hierfür muß sein, daß die Nichterstellung bzw. die nicht rechtzeitige Erstellung von Jahresabschluß, Lagebericht etc. lediglich von § 335 HGB erfaßt wird, aus den hinlänglich bekannten Gründen aber keine straf- oder ordnungswidrigkeitenrechtlichen Sanktionen auslöst, und daß folgerichtig auch

die unterbleibende oder verspätete Veröffentlichung von Jahresabschluß, Lagebericht etc. keine straf- oder ordnungswidrigkeitenrechtliche Sanktionierung erfährt, sondern lediglich die Möglichkeit der Festsetzung eines Ordnungsgeldes eröffnet (§ 335a HGB). Diese Beschränkung ist für die Sanktionierung der Nichtabgabe des Bilanzeids fortzuschreiben, indem die Nichtabgabe in § 331 Nr. 3a HGB-E gestrichen wird, weil sich andernfalls unüberbrückbare Wertungswidersprüche ergäben. Entgegen den Vorstellungen der Begründung zum RegE (Drs. 16/2498, S. 55) geht es eben nicht an, den Forderungen nach einer Verschärfung der Strafvorschriften im Kapitalmarktbereich lediglich durch eine isolierte Verschärfung beim Bilanzeid nachkommen zu wollen.

Dieses **Sanktionensystem** des **HGB** ist sodann ins **WpHG** zu **übertragen**, soweit die unterbleibende oder verspätete Erstellung oder/und Veröffentlichung von Jahresfinanzbericht, Halbjahresfinanzbericht oder Zwischenmitteilungen sowie von Einzelbestandteilen des Jahresfinanzberichts und des Halbjahresfinanzberichts in Frage steht. Deren unterbleibende oder nicht rechtzeitige Erstellung/Veröffentlichung ist entgegen § 39 Abs. 2 Nr. 5 lit. f – h WpHG-E nicht zur Ordnungswidrigkeit zu erheben. Zudem ist die inhaltlich nicht richtige Erstellung von Jahresfinanzbericht und Halbjahresfinanzbericht sowie deren jeweiligen Einzelbestandteilen (Bilanzeid) ebenso wie die unrichtige Erstellung von Zwischenmitteilungen als eine nur vorsätzlich zu begehende Ordnungswidrigkeit zu erfassen. Das ist im übrigen auch deswegen geboten, weil die Verpflichtung zu Erstellung dieser Informationen, wie soeben unter 2. dargelegt, für alle Emittenten gelten muß, deren Herkunftsmitgliedstaat die Bundesrepublik ist.

Europäisches **Gemeinschaftsrecht** macht diesen harmonisierenden Abgleich dringlich. Bei der Richtlinienumsetzung in innerstaatliches Recht hat das nationale Recht, wie Art. 28 Abs. 1 der Transparenzrichtlinie ausdrücklich vorsieht, durch „wirksame, verhältnismäßige und abschreckende“ Regelungen zu gewährleisten, daß das umgesetzte Recht möglichst Beachtung findet. Zu § 335 HGB in der früheren Fassung hat der EuGH in seinem Daihatsu-Urteil aus dem Jahre 1997 entschieden, daß die Regelungsvorgaben der (1.) Publizitätsrichtlinie jedenfalls nicht erfüllt werden, wenn ein Zwangsgeldverfahren nach § 335 HGB nur durch Anträge bestimmter Personen oder Gruppierungen in Gang gesetzt werden kann. Als Konsequenz hieraus wurden zwar die §§ 335, 335a HGB dahingehend umgestaltet, daß nunmehr jede beliebige Person einen entsprechenden Antrag stellen kann. Teilweise wird jedoch wegen fortbestehender Antragsgebundenheit und Limitierung des festzusetzenden Zwangs- oder Ordnungsgeldes immer noch bezweifelt, daß die jetzige Regelung richtlinienkonform ist. Die Berechtigung dieser Zweifel wäre kaum noch zu widerlegen, wenn das deutsche Recht im Rahmen des WpHG bei der Sanktionierung einer verzögerten oder ganz ausbleibenden Erstellung oder/und Veröffentlichung von Jahresfinanzbericht, Halbjahresfinanzbericht und Zwischenmitteilungen auf das Ordnungswidrigkeitenrecht zurückgreifen würde, statt dem Instrument der Zwangsgeld- oder Ordnungsgeldfestsetzung zu vertrauen.



#### **4. Rechtlinienwidriges Fehlen zivilrechtlicher Haftungsvorschriften**

Zivilrechtliche Haftungssaktionen wegen fehlerhafter Finanzberichterstattung sind im RegE des TUG weder für das HGB noch das WpHG vorgesehen. Hingegen bestimmt Art. 7 der Transparenzrichtlinie folgendes:

*„Die Mitgliedstaaten stellen sicher, dass die Verantwortung für die in den Artikeln 4, 5, 6 und 16 vorgeschriebenen Zusammenstellung und Veröffentlichung der Informationen zumindest beim Emittenten oder dessen Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorgan liegt und dass ihre Rechts- und Verwaltungsvorschriften über die Haftung auf die Emittenten, die in diesem Artikel genannten Organe oder die beim Emittenten verantwortlichen Personen anwendbar sind“.*

Diese Bestimmung entspricht inhaltlich weithin, aber nicht vollständig, dem Art. 6 der Prospektrichtlinie aus dem Jahre 2003, der durch die §§ 44 ff. BörsG inhaltlich ausgefüllt wird.

##### **a. Regelungsvorgaben des Art. 7 der Transparenzrichtlinie**

Als Eckpunkte für die innerstaatliche Umsetzung der Vorgaben des Art. 7 lassen sich folgende Elemente festhalten:

- Erstens ist eine unmittelbare Haftung gegenüber den Anlegern für fehlerhafte Regelpublizität vorzusehen. Das folgt aus der gleichrangigen Nennung der denkotwendig gegenüber den Anlegern bestehenden Emittentenhaftung einerseits und der Organhaftung sowie der Haftung der beim Emittenten verantwortlichen Personen andererseits.
- Zweitens ist eine Haftung für verzögerte oder ganz ausbleibende Publizität vorzusehen, weil die Art. 4 bis 6 jeweils fristgebundene Veröffentlichungspflichten statuieren.
- Drittens ist eine Emittentenhaftung für fehlerhafte freiwillige Quartalsberichte vorzusehen. Für den Fall, daß nationales Recht oder die Börsenordnung eines inländischen geregelten Marktes die fristgebundene Veröffentlichung von Quartalsberichten vorsieht, ist sogar eine Haftung für verspätete oder ganz unterbliebene Berichte vorzusehen. Zwar verlangt die Transparenzrichtlinie gar keine Quartalsberichte, sondern lediglich die Veröffentlichung von Zwischenmitteilungen. Diese sind aber nach Art. 6 Abs. 3 entbehrlich, wenn der Emittent (umfangreichere) Quartalsberichte veröffentlicht. Da andererseits nach Art. 7 für Zwischenmitteilungen eine Emittentenhaftung einzuführen ist, und das Ausweichen auf Quartalsberichte statt der Zwischenmitteilungen nicht dazu führen darf, daß geschädigten Anlegern erst gar kein Ersatzanspruch entstehen kann, gilt als indirekte Folge der Befreiungsregelung des Art. 6 Abs. 3 auch für Quartalsberichte das Gebot der Haftungsabwehrung aus Art. 7.
- Viertens kann sich das nationale Recht damit begnügen, den Ersatz des Kursdifferenzschadens vorzusehen; eine weitergehende Restitutionshaftung ist nicht gefordert.

- Fünftens unterliegt die Emittentenhaftung keinen Beschränkungen aus dem Verbot der Einlagenrückgewähr des Art. 15 der 2. gesellschaftsrechtlichen (Kapital-)Richtlinie. Insoweit impliziert die gleichrangige Nennung von Emittentenhaftung, Organhaftung und Haftung der beim Emittenten verantwortlichen Personen, daß für die Emittentenhaftung keine zusätzlichen Einschränkungen gelten können.

### **b. Haftungsregime nach dem Modell der §§ 37b, 37c WpHG als Umsetzung**

Die soeben umrissenen Regelungsvorgaben des Art. 7 der Transparenzrichtlinie sind ohne besondere zivilrechtliche Haftungsnormen nur teilweise umzusetzen; deren Fehlen bedeutet einen klaren Umsetzungsverstoß. Im einzelnen:

- Die Straftatbestände des § 331 HGB sowie der auf unrichtige Halbjahresfinanzberichte anwendbare § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG sind zwar Schutzgesetze im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB, so daß man hierdurch zur zivilrechtlichen Haftung der Organmitglieder – und über § 30 OWiG auch des Emittenten selbst - für einen inhaltlich unrichtigen Abschluß, Lagebericht oder Bilanzzeit kommt. Gleiches würde auch für die im Rahmen des § 39 WpHG noch zu schaffenden (oben 3.c.) Ordnungswidrigkeitentatbestände gelten, die die Erstellung von unrichtigen Jahresfinanzberichten, Halbjahresfinanzberichten und Zwischenmitteilungen von Emittenten erfassen, deren Herkunftsmitgliedstaat die Bundesrepublik ist.
- Demgegenüber haben die Publizitätsvorschriften betreffend die periodische Rechnungslegung (z.B. § 325 Abs. 2 in Verbindung mit § 328 HGB) nach überwiegender – und in der Sache zutreffender - Auffassung keinen Schutzgesetzcharakter im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB. Diese Bewertung müßte daher folgerichtig auch gelten, soweit § 39 Abs. 2 Nr. 5 WpHG-E die „nicht richtige“ Veröffentlichung von Jahresfinanzberichten, Halbjahresfinanzberichten und Zwischenmitteilungen als Ordnungswidrigkeit sanktioniert.
- Auf keinen Fall wären mit dem Rückgriff auf § 823 Abs. 2 BGB die Fälle einer verzögerten oder unterbleibenden Erstellung/Veröffentlichung von Jahresabschluß, Lagebericht oder Bilanzzeit zu erfassen. Den §§ 335, 335a HGB fehlt es eindeutig am Schutzgesetzcharakter, und entsprechend läge es im Falle der dringlich gebotenen (soeben 3.c.) parallelen Einschränkung für die ausbleibende oder nicht rechtzeitige Erstellung der nach §§ 39v ff. WpHG-E vorgeschriebenen Finanzberichterstattung.

Nach alledem ist Art. 7 der Transparenzrichtlinie mittels einer zivilrechtlichen Emittentenhaftung in Anlehnung an die Vorschriften über die Haftung für fehlerhafte Ad hoc-Publizität (§§ 37b, 37c WpHG) umzusetzen, wobei der jeweilige haftungsauslösende Tatbestand den Anforderungen der verschiedenen Regelpublizitätsformen anzupassen ist. Diese Lösung ist aber auch systematisch folgerichtig und wertungsstimmig. Den Anlegern käme zugute, daß ein Emittent bereits bei grober Fahrlässigkeit haftet und daß sein Verschulden vermutet wird; den Emittenten käme zugute, daß mit der Haftung für den Kursdifferenzschaden ein Spekulieren der Anleger zu ihren Lasten ausgeschlossen wäre.

### III. Weitere Einzelpunkte

#### 1. Enforcement

Die in § 342 Abs. 2 S. 1 HGB-E vorgesehene Erweiterung der Zuständigkeit der **Prüfstelle** für Rechnungslegung auf den verkürzten Abschluß und den zugehörigen Zwischenlagebericht ist nicht zu befürworten. Art. 24 Abs. 1 Unterabs. 1 der Transparenzrichtlinie steht dieser Beschränkung nicht entgegen. Diese Vorschrift beinhaltet lediglich ein mitgliedstaatliches Regelungswahlrecht:

*„Ein Mitgliedstaat kann allerdings für die Zwecke des Absatzes 4 Buchstabe h) eine andere als die zentrale zuständige Behörde gemäß Unterabsatz 1 benennen“.*

Über welche Befugnisse die Behörde – sei eine die zentrale Behörde (BaFin) nach Art. 24 Abs. 1 Unterabs. 1 oder aber eine gemäß Unterabs. 2 benannte andere Behörde – mindestens verfügen muß, bestimmt Art. 24 Abs. 4 lit. h.:

*„zu prüfen, ob die Informationen im Sinne dieser Richtlinie den einschlägigen Anforderungen an die Berichterstattung genügen und im Falle aufgedeckter Verstöße die geeigneten Maßnahmen zu ergreifen“.*

Diese Anforderung ist mit der Regelung der §§ 37n, 37o WpHG genügt. Mißverständlich erscheint es allerdings, soweit die Anforderungen des Art. 24 Abs. 4 lit. h mit Blick auf die Halbjahresfinanzberichte als rein formale Prüfungsmöglichkeit beschrieben werden. Die einschlägigen Anforderungen an die Berichterstattung im Sinne dieser Bestimmung betreffen auch materielle Anforderungen, und dies gilt für die Inhalte des Jahresfinanzberichts ebenso wie für die des Halbjahresfinanzberichts.

Gegenüber den Vorgaben des Art. 24 zu kurz greift allerdings, daß die Prüfungsbefugnis der BaFin nach den §§ 37n, 37o WpHG-E nur bezüglich des verkürzten Abschlusses und dem dazugehörigen Zwischenlagebericht erweitert wird, nicht hingegen auch bezüglich der zuletzt veröffentlichten **Zwischenmitteilung** im Sinne des § 37x WpHG-E. Nach der Begründung zum RegE des TUG verlange die Transparenzrichtlinie lediglich die Prüfung der Berichterstattung nach den Art. 4 und 5, nicht aber nach Art. 6 (Drs. 16/2498, S. 56). Für eine solche Einschränkung ist aber kein Anhaltspunkt zu erkennen. Der Art. 24 Abs. 4 lit. h verlangt die Möglichkeit zu prüfen, ob Informationen im Sinne dieser Richtlinie den Anforderungen an die Berichterstattung genügen, und Art. 6 Abs. 1 gebietet eben, daß die Zwischenmitteilung bestimmte Informationen zu enthalten hat.

#### 2. Datenfernübertragung an die Inhaber zugelassener Aktien

Nach § 30b Abs. 3 Nr. 1 WpHG-E dürfen Emittenten den Inhabern zugelassener Aktien unter bestimmten Voraussetzungen auch Informationen im Wege der Datenfernübertragung übermitteln. Zu diesen Voraussetzungen gehört nach lit.

a die Zustimmung der Hauptversammlung. Dies entspricht zwar dem Wortlaut von Art. 17 Abs. 3 der Transparenzrichtlinie. Sinn und Zweck der Vorschrift erlauben aber, die Möglichkeit der Datenübertragung auch schon in der Satzung vorzusehen. Dementsprechend sollte § 30b Abs. 3 Nr. 1 lit. a WpHG-E wie folgt formuliert werden „a) die Satzung dies vorsieht oder die Hauptversammlung zugestimmt hat“.

### **3. Veröffentlichungen in einem überregionalen Börsenpflichtblatt**

Der RegE des TUG sieht entgegen der bisherigen Rechtslage durchgängig davon ab, die Veröffentlichung von Informationen auch in Börsenpflichtblättern vorzuschreiben (s. §§ 30b, 30e WpHG-E, § 3a WpAIV -E). Dies bedeutet eine Schwächung des Anlegerschutzes, soweit Anleger – wie dies vor allem für Privatanleger zu beobachten ist – der Nutzung des Internet skeptisch gegenüberstehen. Um die entsprechenden Anpassungsreaktionen beim anlagesuchenden Publikum, aber auch den Börsenpflichtblättern zu erleichtern, sollte entsprechend dem Petitum des Bundesrates jedenfalls eine Übergangsvorschrift dahingehend vorgesehen werden, daß Veröffentlichungen aufgrund von Abschnitt 5a des WpHG bis zum 31. Dezember 2009 zusätzlich in deutscher Sprache in einem überregionalen Börsenpflichtblatt zu erfolgen haben.

In der Hoffnung, Ihnen mit diesen Überlegungen zu dienen, verbleibe ich für heute

mit freundlichen Grüßen

(Peter O. Mülbert)