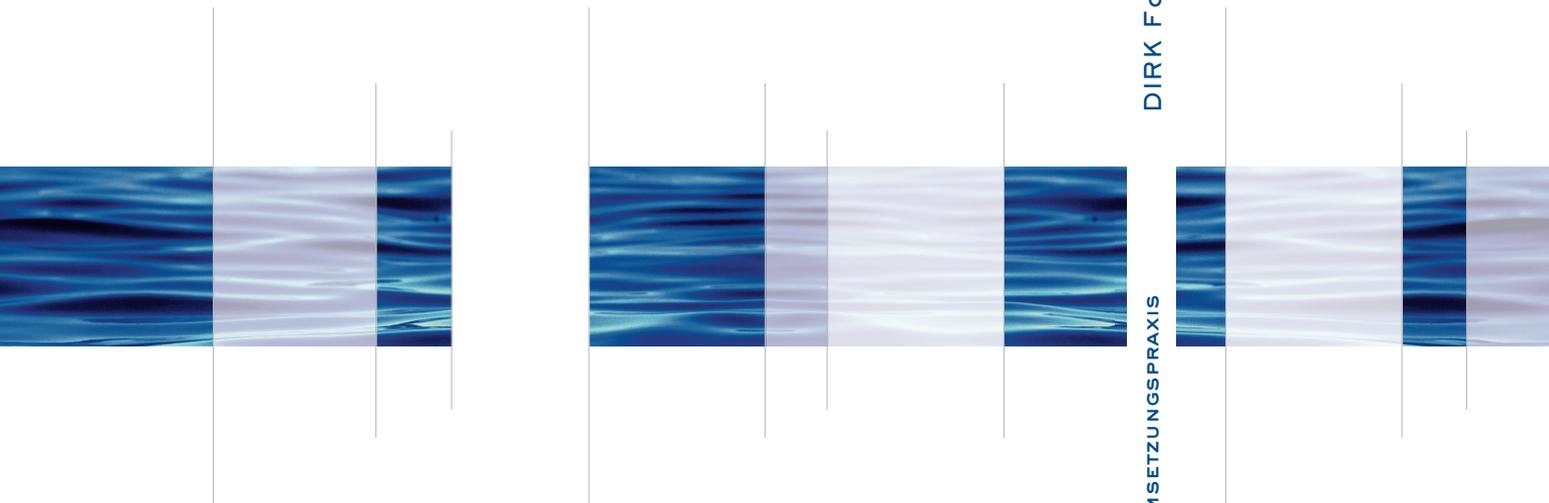


DIRK

Deutscher  
Investor Relations  
Verband e.V.



Emittenten auf den europäischen Kapitalmärkten werden sich mehr und mehr daran gewöhnen müssen, dass sie sich nicht nur nach Vorschriften eines nationalen Gesetzgebers zu richten haben, sondern auch an die Maßgaben Europas gebunden sind. Das heißt folglich, dass sie mit den Gesetzen der Europäischen Union (EU) und sämtlicher Mitgliedstaaten konfrontiert sind. Durch die EU-Transparenzrichtlinie kommen auf Emittenten neue verschärfte Vorschriften bezüglich der Finanzberichterstattung zu. Für Anleger sind insbesondere Regelungen zur Bekanntgabe von bedeutenden Beteiligungen von Interesse.

Florian Preising untersucht in der vorliegenden Arbeit – die als Band 10 der DIRK Forschungsreihe des Deutschen Investor Relations Verbandes e.V. erscheint – ob eine europäische Harmonisierung in Richtung eines EU-Finanzbinnenmarktes durch die Transparenzrichtlinie stattgefunden hat. Insbesondere gilt es, die Aufgabenteilung der EU und der Mitgliedstaaten zwischen Setzung und Umsetzung der Maßgaben zu beurteilen. Die Umsetzung der Transparenzrichtlinie wird dabei am Beispiel Deutschland erläutert und mit Umsetzungen anderer Staaten, insbesondere Großbritanniens, verglichen.



9 783937 459448

ISBN 978-3-937459-44-8

10

DIRK FORSCHUNGSREIHE

EU-EINHEITLICHE UMSETZUNGSPRAXIS

PREISING

GoingPublicMedia  
AKTIENGESELLSCHAFT

IM DIALOG MIT DEN KAPITALMÄRKTEN

DIRK

Deutscher  
Investor Relations  
Verband e.V.

FLORIAN PREISING

## EU-einheitliche Umsetzungspraxis

Vergleich des Umsetzungsstatus von EU-Richtlinien  
in den Mitgliedstaaten am Beispiel der  
Transparenzrichtlinie

DIRK FORSCHUNGSREIHE, BAND 10

GoingPublicMedia  
AKTIENGESELLSCHAFT

FLORIAN PREISING

**EU-einheitliche Umsetzungspraxis:  
Vergleich des Umsetzungsstatus von EU-Richtlinien  
in den Mitgliedstaaten  
am Beispiel der Transparenzrichtlinie**

DIRK

Deutscher  
Investor Relations  
Verband e.V.

FLORIAN PREISING

**EU-einheitliche Umsetzungspraxis:  
Vergleich des Umsetzungsstatus von  
EU-Richtlinien in den Mitgliedstaaten  
am Beispiel der Transparenzrichtlinie**

DIRK FORSCHUNGSREIHE: BAND 10

## Die Deutsche Bibliothek - CIP-Einheitsaufnahme

Florian Preising: EU-einheitliche Umsetzungspraxis: Vergleich des Umsetzungsstatus von EU-Richtlinien in den Mitgliedstaaten am Beispiel der Transparenzrichtlinie – Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., Band 10  
Verlag: GoingPublic Media AG, Wolfratshausen, 2008  
ISBN 978-3-937459-44-8

© 2008, DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.,  
Baumwall 7, 20459 Hamburg,  
Tel. 040-4136396-0, Fax 040-4136396-9, [www.dirk.org](http://www.dirk.org)

Verlag: GoingPublic Media AG, Bahnhofstr. 26, 82515 Wolfratshausen,  
Tel. 08171-419650, Fax 08171-419656, [www.goingpublic.de](http://www.goingpublic.de)

Satz: Projektagentur Jürgenliemk, Penzberg  
Druck: Johann Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

Alle Rechte, einschließlich der Übersetzung in Fremdsprachen, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (Druck, Photokopie, Mikrofilm, CD, Internet oder einem anderen Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

1. Auflage Januar 2008

ISBN 978-3-937459-44-8

### Links:

**Der große GoingPublic-Bookshop**

*[www.goingpublic.de/bookshop](http://www.goingpublic.de/bookshop)*

**DIRK – Deutscher Investor Relations Verband**

*[www.dirk.org](http://www.dirk.org)*

## Vorwort des Präsidenten des DIRK

Für einen funktionierenden und effizienten Kapitalmarkt ist Transparenz von elementarer Bedeutung. Nur mit einer möglichst hohen Informationsdichte allein ist den Kapitalmarktteilnehmern aber nicht gedient. Ein Übermaß an Informationen kann sogar schädlich sein. Hinzu kommt, dass der Handel an den Kapitalmärkten immer häufiger die nationalen (Gesetzes-) Grenzen überschreitet. Folglich bedarf es sinnvoller Steuerung der Quantität und Qualität von Informationen.

Dieser Aufgabe nimmt sich mehr und mehr auch die Europäische Union an. Ziel ist neben der Schaffung zweckmäßiger Regulierungen insbesondere die Harmonisierung der Gesetzgebung in den Mitgliedstaaten der EU.

Die vorliegende Kölner Diplomarbeit von Florian Preising untersucht in diesem Zusammenhang die Auswirkungen der EU-Transparenzrichtlinie. Diese bzw. ihre Umsetzung in nationales Recht der Mitgliedstaaten bildet einen Baustein des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen zur Schaffung eines Finanzbinnenmarktes in der EU. Durch diese Richtlinie kommen auf Emittenten neue verschärfte Vorschriften bezüglich der Finanzberichterstattung zu. Für Anleger sind insbesondere Regelungen zur Bekanntgabe von bedeutenden Beteiligungen von Interesse.

Ziel der Arbeit ist es, den Lesern einen Einblick in den Rechtsetzungsprozess der Europäischen Union und die Umsetzung von Richtlinien in den Mitgliedstaaten zu gewähren. Am Beispiel der für IR-Profis wichtigen Transparenzrichtlinie wird dieser Vorgang veranschaulicht.

Ich wünsche dem Buch seinen verdienten Erfolg und den Lesern viele Erkenntnisse und Anregungen für die tägliche Arbeitspraxis.

Hamburg, im Januar 2008

Dr. Wolfram Schmitt

Präsident des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort des Präsidenten des DIRK .....	5
Abbildungsverzeichnis .....	8
Abkürzungsverzeichnis .....	9
<b>A. Einleitung .....</b>	<b>1</b>
I. Problematik .....	1
II. Zielsetzung .....	2
III. Vorgehensweise .....	2
<b>B. Die Europäischen Gemeinschaften .....</b>	<b>2</b>
I. Grundlagen zur Rechtsetzung in den Europäischen Gemeinschaften .....	5
1. Primärrecht als Ermächtigungsgrundlage .....	6
2. Kompetenzebenen .....	7
a) Verbandskompetenz .....	7
b) Organkompetenz .....	8
3. Rechtsakte zur Bildung sekundären Gemeinschaftsrechts ..	8
4. Prinzip der Verhältnismäßigkeit .....	9
5. Die Richtlinie .....	10
a) Umsetzung .....	11
b) Wirkung .....	12
c) Wirkung bei fehlerhafter Umsetzung .....	12
d) Staathaftungsanspruch .....	14
II. Verfahren der Rechtsetzung sekundären Gemeinschaftsrechts	14
1. Organe der Gemeinschaft .....	15
a) Das europäische Parlament .....	15
b) Die Kommission .....	16
c) Der Rat .....	17
2. Mitentscheidungsverfahren .....	18
3. Integrierter Finanzdienstleistungs- und Kapitalmarkt in Europa/Lamfalussy-Verfahren .....	19
4. Weitere Verfahren .....	20
<b>C. Die Transparenzrichtlinie .....</b>	<b>21</b>
I. Inhalt der Richtlinie .....	21
1. Anwendungsbereich .....	22
2. Harmonisierungsgrad .....	23
3. Regelmäßige Informationen .....	25

a) Jahresbericht .....	25
b) Halbjahresbericht .....	27
c) Zwischenmitteilung der Geschäftsführung .....	28
aa) Terminologie der Zwischenmitteilung .....	28
bb) Kritik .....	29
d) Ausnahmen/Gestaltungsrechte der Mitgliedstaaten .....	31
4. Laufende Informationen .....	31
a) Meldeschwellen .....	32
b) Zurechnung von Aktien .....	33
c) Zurechnung anderer Wertpapiere als Aktien .....	34
d) Befreiung von der Mitteilungspflicht über bedeutende Beteiligungen .....	34
e) Verfahren und Veröffentlichung der Mitteilung über bedeutende Beteiligungen .....	35
aa) Inhalt .....	36
bb) Frist .....	36
cc) Ausnahmen .....	36
f) Zusätzliche Angaben des Emittenten über dessen Wertpapiere .....	37
g) Informationen für Wertpapierinhaber .....	38
5. Informationszugang .....	39
6. Einrichtung von Behörden und ihre Befugnisse .....	40
7. Sprachregelung .....	41
8. Drittländer .....	42
II. Durchführungsmaßnahmen .....	43
1. Regelungsbereich der Durchführungsmaßnahmen .....	44
2. Betrachtung der Rolle von Durchführungsmaßnahmen ...	45
III. Zwischenfazit .....	46
<b>D. Umsetzung der Transparenzrichtlinie .....</b>	<b>47</b>
I. Umsetzung in der EU .....	48
1. Abgrenzungen zum Begriff Herkunftsmitgliedstaat .....	49
a) Inlandsemittent .....	49
b) UK-issuer .....	50
2. Regelpublizität (Regelmäßige Informationen) .....	50
a) Jahresbericht .....	51
b) Halbjahresbericht .....	51
c) Zwischenmitteilung .....	52
d) Bilanzzeit .....	53
e) Ausnahmen .....	54
3. Anlassabhängige Publizität (laufende Informationen) .....	56

a)	Be- und Zurechnung .....	59
b)	Ausnahmen .....	60
4.	Veröffentlichungsregime .....	61
a)	Veröffentlichungsziele .....	61
b)	Medienarten .....	61
c)	Mitteilungsprozess .....	63
II.	Ausblick .....	63
<b>E.</b>	<b>Fazit</b> .....	<b>65</b>
	<b>Literaturverzeichnis</b> .....	<b>67</b>
	<b>Zum Autor</b> .....	<b>71</b>
	<b>DIRK-Profil</b> .....	<b>72</b>
	<b>CIRO-Profil</b> .....	<b>74</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Der Weg zur EU .....	17
Abbildung 2:	Verfahren der Mitentscheidung .....	26
Abbildung 3:	Umsetzungsstatus von Richtlinien in den Mitgliedstaaten .....	51

# Abkürzungsverzeichnis

<b>ABI</b>	Amtsblatt
<b>AIM</b>	Alternative Investment Market
<b>AktG</b>	Aktiengesetz
<b>ASB</b>	Accounting Standard Board
<b>BaFin</b>	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
<b>BGBI</b>	Bundesgesetzblatt
<b>BörseG</b>	Börsengesetz
<b>BT</b>	Bundestag
<b>CESR</b>	Committee of European Securities Regulators
<b>CMLJ</b>	Capital Markets Law Journal
<b>CSR</b>	European Securities Committee
<b>DAI</b>	Deutsches Aktieninstitut
<b>DTR</b>	Disclosure and Transparency Rules
<b>DPR</b>	Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung
<b>EAG</b>	Europäische Atomgemeinschaft
<b>EEA</b>	Einheitliche Europäische Akte
<b>EG</b>	Europäische Gemeinschaft
<b>EGKS</b>	Europäische Gemeinschaft über Kohle und Stahl
<b>EGV</b>	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
<b>EHUG</b>	Gesetz über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister
<b>EPZ</b>	Europäische politische Zusammenarbeit
<b>ESZB</b>	Europäisches System der Zentralbanken
<b>EU</b>	Europäische Union
<b>EuGH</b>	Europäischer Gerichtshof
<b>EUV</b>	Vertrag über die Europäische Union
<b>EWG</b>	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
<b>EWR</b>	Europäischer Wirtschaftsraum
<b>EZB</b>	Europäische Zentralbank
<b>FSA</b>	Financial Service Authority
<b>FSAP</b>	Financial Services Action Plan

<b>GAAP</b>	Generally Accepted Accounting Principles
<b>GB</b>	Großbritannien
<b>HGB</b>	Handelsgesetzbuch
<b>IAS</b>	International Accounting Standards
<b>IFLR</b>	International Financial Law Review
<b>IFRS</b>	International Financial Reporting Standards
<b>KMU</b>	Kleine und mittelständige Unternehmen
<b>KOM</b>	Kommission
<b>MiFID</b>	Markets in Financial Instruments
<b>NJW</b>	Neue Juristische Wochenschrift
<b>OAM</b>	Officially Appointed Mechanism
<b>TD</b>	Transparency Directive
<b>Tr-RL</b>	Transparenzrichtlinie
<b>TUG</b>	Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz
<b>UK</b>	United Kingdom
<b>USA</b>	Vereinigte Staaten von Amerika
<b>WpAIV</b>	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
<b>WpHG</b>	Wertpapierhandelsgesetz
<b>WWU</b>	Wirtschafts- und Währungsunion

# A. Einleitung

*„Perfektion ist nicht dann erreicht,  
wenn es nichts mehr hinzuzufügen gibt,  
sondern wenn man nichts mehr weglassen kann“*

ANTOINE DE SAINT EXUPÉRY

In Europa werden sich die Rechtssubjekte mehr und mehr daran gewöhnen müssen, dass sie sich nicht nur nach Vorschriften eines nationalen Gesetzgebers zu richten haben, sondern auch an die Maßgaben Europas gebunden sind. Für Teilnehmer der europäischen Kapitalmärkte heißt das folglich, dass sie mit den Gesetzen der Europäischen Union (EU), in deren Hoheitsgebiet sie tätig werden, und sämtlicher Mitgliedstaaten konfrontiert sind.

Das Zitat des französischen Schriftstellers und Fliegers Antoine de Saint-Exupéry könnte auch als Mahnung an eine einheitliche europäische Gesetzgebung unter der Mitwirkung der Mitgliedstaaten gedacht sein. Die Gesetzgeber aus Brüssel verpflichten sich, unter dem Einheitsgedanken geeignete Maßnahmen für die Mitgliedstaaten zu setzen, während die nationalen Gesetzgeber angehalten sind, sich nicht durch Diversifikationen der Vorgaben aus Brüssel abzuwenden.

## I. Problematik

Die Gesetzgebung in Europa postuliert immer einheitlichere Regelungen für die Mitgliedstaaten. Vereinheitlichung heißt jedoch gleichzeitig, dass gerechtfertigte Unterschiede zwischen den nationalen Vorschriften Gefahr laufen, unberücksichtigt zu bleiben, und eine geeignete Regulierung, zumindest in Teilen, nicht möglich wird. Die Aufgabe für den europäischen Gesetzgeber ist nicht, die Mitgliedstaaten mit einer Fülle von Normen zu überhäufen, sondern eine einheitliche Basis zu schaffen, die gleichzeitig ausreichend ist, die Kapitalmärkte zu regulieren, und den Mitgliedstaaten genügend Freiraum lässt, nötige Spezifikationen einzubringen.

Hingegen haben die Mitgliedstaaten die Maßgaben angemessen zu berücksichtigen und zu übernehmen. Der Staat hat für mögliche Spezifikationen der Vorgaben aus Brüssel ständig zwischen Nutzen und Beachtung des Ziels einer europäischen Harmonisierung abzuwägen.

## II. Zielsetzung

Am Ende der Arbeit soll herausgestellt sein, ob eine europäische Harmonisierung für die Kapitalmärkte Europas durch die Transparenzrichtlinie stattgefunden hat. Insbesondere gilt es auch, die Aufgabenteilung der EU und der Mitgliedstaaten zwischen Setzung und Umsetzung der Maßgaben zu beurteilen.

## III. Vorgehensweise

Für die Beurteilung der gesetzgeberischen Akteure bedarf es einer kurzen Aufarbeitung des Europarechts. Hier sollen die Befugnisse, insbesondere zu den Regelungsbefugnissen der EU und der Mitgliedstaaten, beschrieben werden und als Grundlage zum Verständnis der Rechtsetzung dienen. Im Folgenden wird auf die Vorschriften der Transparenzrichtlinie eingegangen. Näher beleuchtet werden insbesondere die Kerninhalte und die Vorgabe des Rechtsrahmens, in dem die Mitgliedstaaten berechtigt sind, teils zwingende, teils gestalterische Maßgaben umzusetzen. Abschließend wird die Umsetzung am Beispiel Deutschland erläutert und mit Umsetzungen anderer Staaten, insbesondere Großbritanniens, verglichen.

## B. Die Europäischen Gemeinschaften

Die Idee von einem „Vereinigten Staaten von Europa“<sup>1</sup> wurde bereits kurz nach dem Ende des 2. Weltkrieges geboren. In der „Zürcher Rede“ postulierte Sir Winston Churchill am 19. September 1946 die Notwendigkeit einer engeren Zusammenarbeit Europas.<sup>2</sup> Insbesondere sollten seiner Meinung nach Frankreich und Deutschland eine tragende Rolle übernehmen. Großbritannien hingegen, das immer noch sehr stark im Commonwealth eingebunden war, verstand sich mehr als Beobachter und Förderer Kontinentaleuropas.

Schon kurz nach Churchills Rede wurden die europäischen Staaten gezwungen zusammenzuarbeiten. Durch den „Marshall-Plan“, benannt nach dem amerikanischen Außenminister George C. Marshall, wurde Europa eine finanzielle Unterstützung zum Wiederaufbau der Kriegsschäden gewährt. Die Verteilung dieser Aufbaugelder musste durch die europäischen Staaten selbst geregelt werden.<sup>3</sup> Während dieser Integrationsvorschlag von außen kam, wurde durch den Schuman-Plan (09.05.1950), benannt nach dem französischen Außenminister Robert Schuman,<sup>4</sup> ein Vorschlag zur Zusammenarbeit aus dem kontinentaleuropäischen Bereich unterbreitet. Dieser Plan hatte zum Ziel, die Schwerindustrie unter eine gemeinschaftliche Aufsichtsbehörde zu stellen. Und schnell entwickelte sich aus dem Schuman-Plan der Pariser Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft über Kohle und Stahl (EGKS), der am 18.04.1951 geschlossen wurde und am 23.07.1953 in Kraft trat. Unterzeichner waren die Staaten Frankreich, Deutschland, Italien, Niederlande, Belgien und Luxemburg. Bereits hierin wurde der Wille, Beziehungen auch künftig zu erweitern und zu vertiefen, zum Ausdruck gebracht.<sup>5</sup> Es folgten die Römischen Verträge vom 25.03.1957, die die Bildung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) und der Europäischen Atomgemeinschaft (EAG) beschlossen und am 01.01.1958 in Kraft traten. Die Politik der EWG sollte vor allem die wirtschaftlichen Beziehungen zwischen den Mitgliedstaaten fördern. Die EAG hingegen zielte auf die friedliche Nutzung der Atomenergie als Energieerzeuger. Am 08.04.1965 kam es durch einen Fusionsvertrag zu dem Zusammenschluss der Organe der EWG und EAG. Dadurch sollte die wirtschaftliche Integration in Zukunft intensiviert werden. Rechtlich blieben die Organisationen jedoch eigenständig. Der Vertrag, der den Zusammenschluss besiegelte, trat am 01.07.1967 in Kraft. Aus diesem beschlossenen Ziel der Intensivierung der Integration, gerade im wirtschaftlichen Bereich, sahen sich die Staaten gezwungen, einer Rückent-

1) Holtmann [2003], Europarecht, S. 2.  
 2) Vgl. Holtmann [2003], Europarecht, S. 1.  
 3) Vgl. Hobe, [2004], Europarecht, S. 4 ff.  
 4) Vgl. Hobe, [2004], Europarecht, S. 4 ff.

5) Vgl. Geiger [2004], EU/EG-Vertrag, S. 4.  
 6) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2003], Die EU, S. 43;  
 Holtmann [2003], Europarecht, S. 8; Arndt [2003], ÖR,  
 S. 163 f.

wicklung der erreichten Ziele durch autonome Wirtschaftspolitiken vorzubeugen. So wurde auf einer Konferenz der Staats- und Regierungschefs am 1. und 2. Dezember 1969 eine stufenweise zu errichtende Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) beschlossen.<sup>7</sup> Die grundlegenden und sich stetig weiterentwickelnden Ziele waren dabei die Förderung eines europäischen Binnenmarktes und dass Privatpersonen ohne außerordentliche Wettbewerbsbeschränkungen ihre wirtschaftliche Tätigkeit auf Gemeinschaftsebene entwickeln können. Zudem sollte es zu einer Beseitigung der Schranken durch die uneinheitlichen Währungen Europas kommen und die Schaffung eines Systems von europäischen Zentralbanken angestrebt werden.<sup>8</sup>

Neben der wirtschaftlichen Zusammenarbeit wurde auch eine politische Einigung angestrebt. Die erweiterte Zusammenarbeit in wirtschaftlich-technischen Bereichen führte zwangsläufig zu einem Übergreifen von Gemeinschaftslösungen in andere Bereiche gemäß der „spill-over“-Theorie. Insbesondere auf dem Gebiet der Außenpolitik fehlte es jedoch weitestgehend an supranationalen Entschlüssen.<sup>9</sup> Die gemeinsame Außenpolitik beschränkte sich zunächst auf nicht bindende Erklärungen. Ein zu verzeichnender evolutionärer Prozess begann mit der Bildung von regelmäßigen Gipfelkonferenzen der Mitgliedstaaten und mündete in einem Zwischenergebnis, der Bildung des Europäischen Rates.<sup>10</sup>

Ein weiterer wichtiger Schritt erfolgte durch die einheitliche Europäische Akte (EEA), die am 01.07.1987 in Kraft trat. Diese beinhaltete die europäische politische Zusammenarbeit (EPZ).<sup>11</sup> Auf Basis der EG und der EPZ erfolgte die Politik zu einer Europäischen Union (EU). Zwischenschritte dieser Bemühungen zur Bildung der Europäischen Union waren zwei weitere Verträge, nämlich der Vertrag von Maastricht und der Vertrag von Amsterdam, die in den EWG-Vertrag (seit dem Vertrag von Maastricht wird die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft und Atomgemeinschaft nur Europäische Gemeinschaft genannt) inkorporiert wurden. Die bereits von 1969 an entwickelte Wirtschafts- und Währungsunion trat am 01.07.1990 in der ersten Stufe in Kraft. In der EEA wurde festgelegt, dass für die weiteren Stufen Vertragsänderungen nötig seien.<sup>12</sup> Diese geschahen im Maastrichter Vertrag bzw. Vertrag über die Europäische Union (EUV) vom 07.02.1992, in dem die Durchführung der beiden nächsten Stufen beschlossen wurde.<sup>13</sup> So konnten die zweite und dritte Stufe am 01.01.1994 bzw. am 01.01.1999 in Kraft treten.<sup>14</sup>

Der Amsterdamer Vertrag vom 02.10.1997, in Kraft getreten am 01.05.1999, enthielt einige Vereinfachungen und Änderungen des Primärrechts sowie Übernahme wesentlicher Teile des Asyl- und Einwanderungsrechts.<sup>15</sup> Vorläufig mündete diese Entwicklung in der EU, welche als Dachgemeinschaft mit dem Vertrag von Nizza vom 26.02.2001 die EG, die gemeinsame Außen- und Sicherheitspolitik und die Zusammenarbeit in den Bereichen Justiz und Inneres vereint.<sup>16</sup>

7) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 483 ff.

8) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 484.

9) Vgl. Geiger [2004], EG/EU-Vertrag, S. 4; Streinz [2005], Europarecht, S. 9; vgl. zur „spill-over“-Theorie Geiger [2004], EG/EU-Vertrag, S. 130.

10) Vgl. Geiger [2004], EG/EU-Vertrag, S. 4.

11) Vgl. Holtmann [2003], Europarecht, S. 3.

12) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 484 f.

13) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 485.

14) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 485.

15) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 45; Streinz [2005], Europarecht, S. 21.

16) Vgl. Holtmann [2003], Europarecht, S. 4.

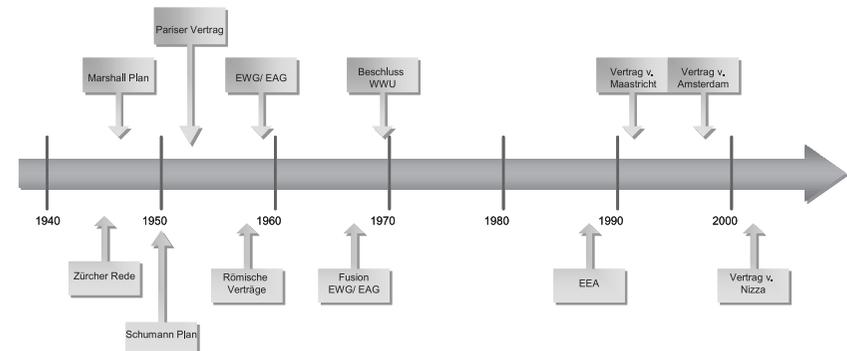


Abbildung 1: Der Weg zur EU  
(Quelle: Eigene Darstellung)

## I. Grundlagen zur Rechtsetzung in den Europäischen Gemeinschaften

Aus dem Leitgedanken der Notwendigkeit eines Vereinten Europas Mitte der vierziger Jahre entwickelte sich ein kontinuierlicher Prozess des Zusammenwachsens der europäischen Länder. Dabei bildeten sich in den einzelnen Gemeinschaften zahlreiche Organe, die sich letztlich zu den heute bestehenden Organen der Europäischen Union, Europäischen Gemeinschaft und Europäischen Atomgemeinschaft zusammenschlossen. Dieses sind das Europäische Parlament, der Rat der EU und die Europäische Kommission.<sup>17</sup> Der Gerichtshof und der Rechnungshof sind ausschließliche Organe der EG.<sup>18</sup>

### i. Primärrecht als Ermächtigungsgrundlage

Anders als in den einzelnen Mitgliedstaaten, in denen nahezu jegliche rechtliche Materie geregelt werden kann, bedarf es für eine Rechtsetzung in den Europäischen Gemeinschaften Kompetenzzuweisungen.<sup>19</sup> Die Grundlage dafür ist das Primärrecht.<sup>20</sup> Dazu zählen insbesondere die beiden Gründungsverträge, der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EGV) und der Vertrag über die Europäische Union (EUV), sowie deren Anhänge, Protokolle und Ergänzungen (EEA, Vertrag von Amsterdam, Vertrag von Nizza).<sup>21</sup> Des Weiteren gehört ebenfalls das ungeschriebene Primärrecht dazu, wie beispielsweise die „allgemeinen Strukturprinzipien der Verträge“<sup>22</sup> oder die durch den EuGH entwickelten Rechtsgrundsätze.<sup>23</sup> Die Rechtsetzung stützt sich somit grundsätzlich auf die von den Mitgliedsländern geschlossenen Verträge. Daraus

17) Vgl. Oppermann [2005], Europarecht, S. 79.

18) Vgl. Geiger [2004], EG/EU-Vertrag, S. 27.

19) Vgl. Streinz [2005], Europarecht, S. 181/Rnd 436.

20) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 182 ff.

21) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 183 f.; Schweitzer [2004], Staatsrecht III, S. 111.

22) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 187.

23) Vgl. Streinz [2005], Europarecht, S.130 ff.

resultiert das Prinzip der begrenzten Ermächtigung<sup>24</sup> oder auch der „Grundsatz der enumerativen Einzelermächtigung“.<sup>25</sup> Die Gemeinschaft hat keine grundsätzliche Befugnis zur Rechtsetzung, sondern erhält diese auf Grundlage der zwischen den Mitgliedstaaten geschlossenen Verträge. Die Verträge gelten nach Artikel 47 EUV und Artikel 305 EGV grundsätzlich nebeneinander und sind der formellen Eigenständigkeit der Gemeinschaften und der Union geschuldet.<sup>26</sup>

## 2. Kompetenzebenen

Das Prinzip der Ermächtigung zur Setzung gemeinschaftlichen Sekundärrechts kommt in zwei Ebenen zum Tragen. Die Verbandskompetenz als erste Ebene regelt die Zuständigkeit zwischen der Gemeinschaft und den Mitgliedstaaten. In diesem Schritt wird die Frage geklärt, ob die Gemeinschaft überhaupt aktiv werden darf. Wenn es zu einer Zuweisung des betroffenen Bereiches an die Gemeinschaft kommt, stellt sich gemäß einer chronologischen Verfahrenslogik auf der zweiten Ebene die Problematik der Zuweisung an die entsprechenden Organe.

### a) Verbandskompetenz

Aus Artikel 5 Absatz 2 EGV lässt sich die grundsätzliche Zuständigkeit der Mitgliedstaaten<sup>27</sup>, mit Hilfe des daraus abgeleiteten Subsidiaritätsprinzips, folgern. Demnach ist als Grundsatz stets die untergeordnete Einheit zuständig, also die Mitgliedstaaten, sofern diese die Anforderung an eine geeignete Gesetzgebung zufrieden stellend erfüllen können.<sup>28</sup> Von diesem Prinzip ausgenommen ist die von vorne herein ausschließlich der Gemeinschaft erteilte Ermächtigung zur Gesetzgebung.<sup>29</sup> Somit gilt das Subsidiaritätsprinzip nur für konkurrierende oder parallele Gesetzgebung zwischen den Staaten und der Gemeinschaft und auch nur dann, wenn sowohl die Gemeinschaft als auch die Mitgliedstaaten gleichermaßen zur Rechtsetzung geeignet sind. Für ein Handeln der Gemeinschaft in den Fällen von konkurrierender oder paralleler Gesetzgebung muss, nach Ziffer 5 des Amsterdamer Protokolls (Primärrecht) über die Anwendung der Grundsätze der Subsidiarität, für den zu regelnden Bereich (1) eine transnationale Beziehung vorliegen, die durch die Maßnahmen der Mitgliedstaaten nicht ausreichend geregelt werden kann. Des Weiteren würden (2) nationale oder fehlende Gemeinschaftsmaßnahmen gegen die Anforderung des Vertrages verstoßen oder auf sonstige Weise die Interessen der Mitgliedstaaten erheblich beeinträchtigen. Zudem würden (3) Maßnahmen auf Gemeinschaftsebene im Vergleich zu Maßnahmen auf Ebene der Mitgliedstaaten aufgrund ihres Umfangs oder ihrer Wirkung deutliche Vorteile mit sich bringen.

24) Vgl. Herdegen [2004], Europarecht, S. 163; Streinz [2005], Europarecht, S. 181.  
25) S. 63; Schäfer [2006], Studienbuch Europarecht, S. 140; oder auch Limits of its Powers, Craig/De Búrca [2006], EU LAW, S. 124; Arndt [1999], Europarecht, S. 63.

26) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 186.

27) Vgl. Koenig/Haratsch [2003], Europarecht, S. 24.

28) Vgl. Geiger [2004], EG/EU-Vertrag, S. 173 f.; Streinz [2005], Europarecht, S. 59.

29) Vgl. Geiger [2004], EG/EU-Vertrag, S. 174.

### b) Organkompetenz

Auf der zweiten Ebene wird die Kompetenzverteilung auf die jeweiligen Organe geregelt.<sup>30</sup> Die Organe dürfen grundsätzlich nur dann Rechtsakte erlassen, wenn sie ausdrücklich dazu ermächtigt wurden.<sup>31</sup> Die Grenzen für die Gemeinschaftsorgane sind durch das Primärrecht (s. o.) gesetzt. Grundsätzlich gewährt das Primärrecht der Gemeinschaft auch keine Kompetenz-Kompetenz. Das heißt, es ist der EG nicht möglich, die durch die Mitgliedstaaten geschlossenen Verträge zu ändern.<sup>32</sup> Diese Prinzipien sind in Artikel 5 EUV und Artikel 5 Absatz 1 EGV verankert. Als Resultat gibt es in der Rechtsetzung Europas Unterschiede im Vergleich zur nationalen Rechtsgestaltung. Folgend wird ein genereller Überblick zu den Rechtsakten und Verfahren gegeben, mit einem Fokus auf die Gestaltung von Richtlinien.

## 3. Rechtsakte zur Bildung sekundären Gemeinschaftsrechts

Artikel 249 EGV bietet eine Aufzählung der Rechtsakte, die vom Europäischen Parlament und dem Rat gemeinsam sowie vom Rat und der Kommission erlassen werden können. Die genannten Rechtsakte sind Verordnungen, Richtlinien, Entscheidungen, Empfehlungen und Stellungnahmen. Die Aufzählung der Rechtsakte ist nicht enumerativ. Daneben existieren Rechtshandlungen eigener Art, wie beispielsweise punktuelle Vertragsänderungen.<sup>33</sup> Es ist jedoch klarzustellen, dass es sich nur um solche Vertragsänderungen handelt, zu denen die Organe durch Primärrecht ermächtigt wurden, beispielsweise die Änderung der Mitgliederanzahl der Kommission, gemäß Artikel 213 Absatz 1 Satz 2 EGV.<sup>34</sup> Hier findet sich keine Erweiterung zur Kompetenz-Kompetenz.

Die Verordnungen haben gemäß Artikel 249 Absatz 2 EGV allgemeine Geltung, sind somit gegen alle Rechtssubjekte der Gemeinschaftsrechtsordnung wirksam. Zudem sind Verordnungen in allen Teilen verbindlich und gelten in jedem Mitgliedstaat unmittelbar. Dies bedeutet, die Vorschriften sind ohne Zwischenschaltung staatlicher Organe in Gänze umzusetzen. Die Ziele der Richtlinie sind nach Artikel 249 Absatz 3 EGV für adressierte Mitgliedstaaten verbindlich, wobei diese Form und Mittel wählen können. Hier trifft somit keine unmittelbare Wirkung auf die Rechtssubjekte der Gemeinschaft, sondern nur auf die bezeichneten Mitgliedstaaten. Entscheidungen sind individuell an den Adressaten gerichtet und grundsätzlich nur für ihn verbindlich, gemäß Artikel 249 Absatz 4 EGV. Empfehlungen und Stellungnahmen sind unverbindlich (Artikel 249 Absatz 5 EGV). Diese sind gemäß Artikel 211 2. Bindestrich EGV von dem Prinzip der begrenzten Einzelermächtigung nicht betroffen.

30) Vgl. Koenig/Haratsch [2003], Europarecht, S. 24.

31) Ausnahme bildet die durch den EuGH entwickelte implied-powers-Lehre, welche die „Zuständigkeit kraft Sachzusammenhang“ regelt. Koenig/Haratsch [2003], Europarecht, S. 26 f.; Loibl [2002], EU Skript, S. 39.

32) Zu der Problematik der Kompetenz-Kompetenz des

EuGH, Halten [2005], Europarecht Dogmatik, S. 204 ff. Nach Geiger „Unbenannte Rechtsakte“, Geiger [2004], EG/EU-Vertrag, S. 839; Koenig/Haratsch [2003], Europarecht, S. 97; weitere Ausführungen ders. S. 103.

34) Vgl. Koenig/Haratsch [2003], Europarecht, S. 103.

#### 4. Prinzip der Verhältnismäßigkeit

Bei einer festgestellten Zulässigkeit der Gemeinschaft als Gesetzgeber für einen bestimmten Bereich ergibt sich die Problematik, geeignete Maßnahmen zu finden. Nach dem „Ob“ stellt sich somit die Frage nach dem „Wie“. Eine Maßgabe hierfür ist Artikel 5 EGV. In Absatz 3 ist der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit normiert. So sollen die Maßnahmen zur Zielerreichung nicht über das erforderliche Maß hinausgehen. Neben der ausdrücklich bestimmten Voraussetzung der Erforderlichkeit bedarf es auch der von der Rechtssprechung ausformulierten Eignung.<sup>35</sup> Also ist eine Maßnahme dann verhältnismäßig, wenn sie geeignet und erforderlich ist. Geeignet ist eine Maßnahme, wenn diese eine materielle Begründetheit für die zu erreichende Zielsetzung liefert. Der gewünschte Erfolg muss dadurch zumindest gefördert werden.<sup>36</sup> Die Erforderlichkeit betrifft die Intensität der Maßnahme und die Regelungsdichte<sup>37</sup>, um diese formal durchzusetzen. Dabei ist darauf zu achten, dass bei mehreren geeigneten Mitteln nur das am wenigsten belastende erforderlich ist.<sup>38</sup> Für eine Beachtung der Voraussetzungen muss die Frage gestellt werden, welche Maßnahme angemessen ist, um die Ziele des Primärrechts hinreichend zu erfüllen. Demnach müssen die richtigen Adressaten mit dem geeigneten Regelungsinhalt in der erforderlichen Form angesprochen werden.

#### 5. Die Richtlinie

Es besteht keine ausdrückliche Rangfolge der Rechtsakte in Artikel 249 EGV. Der Reihenfolge der aufgezählten Handlungsarten kann jedoch eine hierarchische Ordnung entnommen werden, angefangen von dem Mittel mit der höchsten Verpflichtung an die Mitgliedstaaten bis hin zu dem Mittel mit der geringsten Verpflichtung. Die Richtlinie ist an zweiter Stelle gelistet, zwischen Verordnung und Entscheidung. Die Verordnung gilt grundsätzlich unmittelbar gegen jedes Mitglied und jeden einzelnen der Gemeinschaft, welcher von ihrem Tatbestand erfasst wird.<sup>39</sup> Die Richtlinie schafft hingegen ein zweistufiges Rechtsetzungsverfahren. Der Inhalt der Norm wird durch die Gemeinschaftsorgane ausgearbeitet. In einem zweiten Schritt werden (1) ausschließlich Mitgliedstaaten, (2) welche in der Richtlinie bezeichnet sind, verpflichtet, (3) die enthaltenen Regelungen hinsichtlich des zu erreichenden Ziels umzusetzen, wobei (4) Form und Mittel der Umsetzung den innerstaatlichen Organen vorbehalten sind.<sup>40</sup> Die Richtlinie wird somit ins nationale Recht eingefügt.<sup>41</sup> Die Umsetzung bedarf regelmäßig materieller Gesetze.<sup>42</sup> Es kommt nicht dar-

35) Vgl. Koenig/Haratsch [2003], Europarecht, S. 30 f.

36) Vgl. Alpmann/Brockhaus [2004], Recht, S. 635 f.

37) Vgl. Geiger [2004], EG/EU-Vertrag, S. 176 f.

38) Vgl. Koenig/Haratsch [2003], Europarecht, S. 30 f.; Alpmann/Brockhaus [2004], Recht, S. 635 f.

39) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 192.

40) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 193; Loibl [2002], EU Skript, S. 17.

41) Die nationalen, legislativen Organe übernehmen dabei eher die Stellung als bloßes Exekutivorgan. Als Folge erfolgt die Umsetzung in Italien und Frankreich zum Teil durch die Exekutivorgane unter parlamentarischer Kontrolle. Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 193.

42) Vgl. Koenig/Haratsch [2003], Europarecht, S. 99.

auf an, ob die Richtlinien dabei äußerst detaillierte Regelungen treffen oder nur Grundsätze festlegen.<sup>43</sup>

#### a) Umsetzung

Die Gemeinschaften streben nach einer sich stetig näher kommenden Rechtsordnung ihrer Mitglieder. Die Richtlinie ist dabei ein besonders flexibles Mittel, welches geeignet ist, bestimmte Bereiche äußerst detailliert zu regeln oder einen weiten Regelungsrahmen zu setzen<sup>44</sup>. So könnte kritisiert werden, dass die Richtlinie für eine Entwicklung europaweiter konformer Vorschriften ungeeignet ist. Schließlich ist diese nur hinsichtlich des Ziels verbindlich. Durch eine uneinheitliche Umsetzung durch die Mitgliedstaaten könnte zumindest teilweise eine große Anzahl an verschiedenen Rechtsordnungen entstehen. Diesem Einwand muss entgegengehalten werden, dass die Richtlinie ein Instrument zur Angleichung der nationalen Rechtsnormen ist. Die Angleichung kann je nach dem zu regelnden Bereich eine besonders exakte Regelung beinhalten und zugleich in Teilen äußerst grob formuliert sein. Ungeachtet von der Regelungsintensität muss eine Richtlinie vollständig, genau und innerhalb der gesetzten Frist umgesetzt werden.

Die Staaten können eine Missachtung dieser Pflichten nicht aufgrund der Umstände ihrer innerstaatlichen Rechtsordnung rechtfertigen.<sup>45</sup> Vielmehr müssen sie nach Artikel 10 EGV alle geeigneten Maßnahmen treffen, um Verpflichtungen, die sich durch die Verträge ergeben, zu erfüllen. Maßnahmen, die sich gegen die Verwirklichung der Richtlinie richten, sind dabei zu unterlassen. Die Qualität muss für den verpflichteten Bereich dabei der innerstaatlich üblichen Qualität entsprechen. Aufgrund der indirekten Wirkung der Richtlinie gegen Dritte, also natürliche und juristische Personen innerhalb der Gemeinschaft, muss die Umsetzung den Erfordernissen der Rechtssicherheit und -klarheit genügen. Folglich müssen die Vorschriften hinreichend klar und bestimmt sein. Ebenso muss den Betroffenen ermöglicht werden, davon Kenntnis zu erlangen und diese vor den nationalen Gerichten geltend zu machen.

#### b) Wirkung

Bei der Frage der Wirkung der Richtlinie ist nach dem zweistufigen Verfahren zwischen der Verbindlichkeit der Richtlinie an die bezeichneten Staaten und der Wirkung gegen die Rechtssubjekte zu unterscheiden. Mit Inkrafttreten der Richtlinie sind die Staaten grundsätzlich daran gebunden und verpflichtet, diese gemäß der Frist umzusetzen. Der Zeitpunkt des Inkrafttretens wird festgelegt, oder in Ermangelung einer Festlegung tritt sie gemäß Art 254 EGV am zwanzigsten Tag nach ihrer Veröffentlichung im Amtsblatt der Europäischen Union in Kraft. Richtlinien des Rates und der Kommission, die nicht an alle Mitglieder gerichtet sind, werden bereits bei Bekanntgabe wirksam.<sup>46</sup> Die Wirkung gegen die Rechtssubjekte der Gemeinschaft ist grundsätzlich nach

43) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 193 f.

44) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 193.

45) Vgl. Koenig/Haratsch [2003], Europarecht, S. 98; Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 193.

46) Vgl. Geiger [2004], EG/EU-Vertrag, S. 852 ff.

Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht gegeben. Eine Vorwirkung ergibt sich aus Artikel 10 EGV, so dass nach Bekanntgabe der Richtlinie alle Maßnahmen gegen die Richtlinie im Sinne eines Frustrationsverbotes nicht statthaft sind.<sup>47</sup> Auch ist eine Rechtsfortbildungskompetenz der nationalen Gerichte vor Umsetzung möglich.<sup>48</sup> Eine Auslegung des nationalen Rechts vor Umsetzung ist jedoch nicht geboten.<sup>49</sup>

### c) Wirkung bei fehlerhafter Umsetzung

Wie bereits unter Buchstabe b) geschildert, kommt grundsätzlich keine unmittelbare Wirkung der Richtlinie in Frage. Also müssen stets nationale Organe für eine Anpassung des innerstaatlichen Rechts an die Richtlinie sorgen. Problematisch ist es jedoch, insbesondere für natürliche oder juristische Personen, wenn die Mitgliedstaaten eine sie begünstigende Richtlinie nicht fristgemäß oder fehlerhaft umsetzen. Denn schließlich gilt nach dem Wortlaut des Artikels 249, 2. Unterabsatz EGV die Richtlinie nur gegen die bezeichneten Mitgliedstaaten und hat eben keine allgemeine Geltung. Demnach können Richtlinien im Verhältnis zwischen Staat und Bürger keine unmittelbare Wirkung entfalten.<sup>50</sup> Nach Auffassung des EuGH ist der grundsätzliche Ausschluss einer Wirkung zwischen Staat und Bürger mit der zuerkannten Verbindlichkeit der Richtlinie durch Artikel 249 EGV nicht vereinbar. Dies ist bereits erfüllt, wenn das Mitgliedsland der gemeinschaftsvertraglichen Pflicht nicht nachkommt. Schließlich soll sich ein Mitgliedstaat nicht auf eine Pflichtverletzung berufen, geschweige denn einen Nutzen daraus ziehen können.<sup>51</sup> Diese Auslegung, welche den praktischen Nutzen der Richtlinie vor die Worttreue des Gesetzes stellt, in der juristischen Fachterminologie „*effet utile*“ genannt, hat durch EuGH bestimmte Voraussetzungen erhalten. So muss es immer an (1) einer fristgerechten Umsetzung der Vorschriften einer Richtlinie fehlen, die (2) unbedingt und (3) hinreichend konkret bestimmt ist. Als Rechtsfolge können sich alle Bürger unmittelbar auf die Richtlinie berufen und diese gegenüber allen nicht richtlinienkonformen Vorschriften durchsetzen. Dies gilt jedoch im Grundsatz nur in der vertikalen Ebene zwischen Privatpersonen und Staat. Denn Privatpersonen sollen sich nach den Grundsätzen von Treu und Glauben auf eine ordnungsgemäße Ausübung der staatlichen Pflichten berufen können.<sup>52</sup> Eine Beziehung auf horizontaler Ebene, also zwischen Privatpersonen untereinander, wird ausgeschlossen. Schließlich ist es Sache des Staates, für die Umsetzung zu sorgen, und liegt nicht in der Gewalt der Privatpersonen, die somit die Verpflichtung nicht gegen sich gelten lassen müssen. Jedoch erweiterte die Rechtsprechung die Wirkung der Richtlinie bei fehlerhafter Umsetzung, indem die Gerichte bei Anwendung des nationalen Rechts sich „soweit wie möglich am Wortlaut und

47) Vgl. Koenig/Haratsch [2003], Europarecht, S. 99 f.

48) Vgl. Koenig/Haratsch [2003], Europarecht, S. 99.

49) Vgl. Gronen [2006], Vorwirkung von Richtlinien, S. 146 ff.; Koenig/Haratsch [2003], Europarecht, S. 99.

50) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 205 f.

51) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 205 f.; Koenig/Haratsch [2003], Europarecht, S. 100.

52) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 205 f., S. 207 f.

Zweck der Richtlinie ausrichten“ sollen. Also tritt in diesem Fall das nationale Recht gegenüber der unmittelbaren Wirkung der Richtlinie zurück.<sup>53</sup>

### d) Staatshaftungsanspruch

Fraglich ist, ob ein Schadensersatzanspruch besteht, wenn die oben (siehe Buchstabe c) genannten Voraussetzungen für eine unmittelbare Wirkung der Richtlinie gegeben sind, die Richtlinie also nicht unbedingt oder hinreichend bestimmt ist. Der EuGH hat entschieden, dass bei den genannten Voraussetzungen ein Anspruch auf Schadensersatz gegen den säumigen Staat bestehen kann.<sup>54</sup> Dazu wurden folgende Voraussetzungen durch die europäische Rechtsprechung formuliert. So muss (1) das vorgegebene Ziel der Richtlinie eine Verleihung von Rechten an Einzelne beinhalten. (2) Auf Grundlage der Richtlinie muss der Inhalt dieser Rechte bestimmt werden können, und (3) muss es einen Kausalzusammenhang zwischen dem entstandenen Schaden und der mangelhaften Umsetzung der Richtlinie geben. Die Rechtsprechung hat die Staatshaftung mittlerweile auf jedes unmittelbar anwendbare Gemeinschaftsrecht ausgedehnt.<sup>55</sup>

## II. Verfahren der Rechtsetzung sekundären Gemeinschaftsrechts

Eines autoritären Staats bedarf es zur Einhaltung der öffentlichen Ordnung und zur Sicherung eines funktionierenden Zusammenlebens von Individuen des Instruments der Gesetzgebung.<sup>56</sup> Dies gilt auch für ein Staatengebilde wie das der europäischen Gemeinschaften. Die Rechtsetzung steht dabei unter den Prinzipien der Rechtsstaatlichkeit, implementiert im Vertrag über die Europäische Union in Artikel 6 Absatz 1. Für die Gesetzgebung bedeutet das eine Bindung an Recht und Gesetz. Der Begriff Recht ist dabei in all seiner Vielfältigkeit auszulegen, die sich durch Theorie, Wissenschaft und Philosophie zu einer Rechtsordnung in Europa entwickelt hat. Bedeutend ist dies im Hinblick auf die Legitimität der handelnden Autorität. Legitimationen sind dabei beispielsweise die Begründung auf einer Verfassung oder auf geschlossene Verträge oder auch die Nützlichkeit des Rechts oder die allgemeine Anerkennung durch Völkerrechtssubjekte. Die EU zieht ihre Legitimation aus den geschlossenen Verträgen der Mitgliedsländer. Eine Verfassung liegt zumindest noch nicht vor, ist jedoch auch nicht zwingend erforderlich. Zudem liegen weitere Aspekte, wie die Anerkennung der EU und die Nützlichkeit für ihre Mitgliedstaaten, vor. Folglich legen die Verträge, gemäß dem Prinzip der begrenzten Ermächtigung, auch den formalen Weg der Rechtsetzung fest. Also werden unter Wahrung der rechtsstaatlichen Prinzipien Organe bemächtigt, notwendige Gesetze vorzubringen, zu erlassen und zu prüfen. Als Resultat bilden die Verfahrensregeln wesentliche Formvorschriften, nach Maßgabe des Artikels 230 Absatz EGV. Eine

53) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 207 f.

54) Vgl. Koenig/Haratsch [2003], Europarecht, S. 101.

55) Vgl. Koenig/Haratsch [2003], Europarecht, S. 101.

56) Vgl. dazu mehr Avenarius [2002], Rechtsordnung, S. 1 ff.

Verletzung kann daher zu einer Nichtigkeit des Rechtsakts führen.<sup>57</sup> Der Bereich der Gewaltenteilung ist in der EG nicht so ausgeprägt wie in den Mitgliedstaaten. Speziell die schwache Stellung des europäischen Parlaments, trotz der direkten Legitimation durch die Unionsbürger, wurde kritisiert. Hier wurde nachgebessert und durch das immer bedeutsamer werdende Mitentscheidungsverfahren eine gleichberechtigte Stellung mit dem Rat hergestellt. Ziel der weiteren Entwicklung im Rechtsetzungsverfahren ist, unter Beachtung der rechtsstaatlichen Prinzipien, eine stetig effizienter werdende Rechtsetzung, die transparent ausgestaltet werden muss.<sup>58</sup>

## 1. Organe der Gemeinschaft

Die Rechtsakte, Verordnungen, Richtlinien, Entscheidungen, Stellungnahmen und Empfehlungen werden durch den Rat und die Kommission oder durch das Europäische Parlament gemeinsam erlassen, gemäß Artikel 249 EGV. Des Weiteren werden regelmäßig andere Organe konsultiert, deren Stellungnahmen aufgrund ihrer fachlichen Kompetenzen bedeutend sind. Für die Rechtsetzung von Richtlinien ist somit ein Zusammenwirken der Organe der EGen kennzeichnend.

### a) Das europäische Parlament

Normiert ist das europäische Parlament in den Artikeln 189 ff. des EG-Vertrages. Es besteht gemäß Artikel 189 EGV aus maximal 732 Vertretern der Mitgliedstaaten der Gemeinschaft. Diese werden direkt für fünf Jahre in den Mitgliedstaaten gewählt (Artikel 190 Absatz 3 und 4). Die Anzahl der zu entsendenden Vertreter eines Staates ist durch Artikel 190 Absatz 2 EGV für die Wahlperiode von 2004–2009 bestimmt. Die Zahl richtet sich nach einer degressiv proportionalen Gewichtung, gemessen an der Bevölkerungszahl des Mitgliedstaates. Dies führt zu einer stärkeren Gewichtung der Mitgliedstaaten mit geringerer Bevölkerung und führt aus diesem Grund immer wieder zu negativer Kritik.<sup>59</sup> In den Parlamentstagungen richten sich die Gruppierungen nicht nach ihrer Staatenzugehörigkeit, sondern nach ihrer politischen Gesinnung. Hier spiegelt sich eine weitere Aufgabe des Rates, die der Integration, wider. Ein Recht zur Gesetzesinitiative besteht nicht, jedoch kann das Parlament die Kommission auffordern, einen Vorschlag für einen bestimmten Bereich abzugeben. In der hauptsächlichen Rolle als legislatives Organ wurde dem Rat in seiner Entwicklung eine immer bedeutendere Rolle zugesprochen. So beschränkten sich die Rechte des Parlamentes bei der Rechtsetzung auf die Anhörung oder Zusammenarbeit. Zwar führt eine Nichtbeachtung des Parlaments zu einer Nichtigkeit des erlassenen Rechtsaktes, jedoch ist dies eine rein formale Beschränkung. Der Rat ist bei diesen Verfahren grundsätzlich in der Lage, das Parlament materiell zu über-

stimmen. Neben diesen beiden Verfahren kam es im Zuge der Kompetenzerweiterung zum Zustimmungsverfahren und dem immer wichtigeren Mitentscheidungsverfahren. Hierfür ist der materielle Beschluss des Parlaments zusammen mit dem des Rates erforderlich.

### b) Die Kommission

Gemäß Artikel 213 Absatz 1 Satz 2 EGV gehört ein Staatsangehöriger pro Mitgliedstaat der Kommission an. Das Gesetz spricht hier ausdrücklich nicht von Vertretern, wie bei den Mitgliedern des Rates und des Parlamentes (Artikel 203 Satz 1, Artikel 189 Satz 1 EGV), denn die Mitglieder der Kommission sollen nicht die Interessen ihrer Herkunftsländer, sondern das Wohl der Gemeinschaft im Blick haben. Im Ergebnis müssen sie „volle Gewähr für ihre Unabhängigkeit“ bieten, gemäß Artikel 213 Absatz 1, Satz 1, 2. Halbsatz EGV, und sind aufgrund ihrer Qualifikation auszuwählen, 1. Halbsatz. Sie dürfen auch keine Weisungen der Regierungen bei Erfüllung ihrer Pflichten annehmen oder anfordern, ebenso wenig eine weitere Berufstätigkeit ausüben, Absatz 2 EGV. Die Mitglieder der Kommission werden durch den Rat für fünf Jahre ernannt, Artikel 214 Absatz 1 EGV. Durch die Unabhängigkeit und Fachkenntnis der Mitglieder erreicht die Kommission einen höheren Stellenwert. Ihre Aufgaben in der Rechtsetzung liegen im Initiativrecht, also der Ausarbeitung der Vorschläge für Rechtsakte. Weitere exekutive Aufgaben sind die Verwaltung und Durchführung des Haushaltsplans und Kontrolle der anderen Organe und Mitgliedstaaten. Zudem vertritt sie die Gemeinschaft, zusammen mit dem Rat, international gegenüber Drittländern oder Organisationen.

### c) Der Rat

Der Rat besteht aus jeweils einem Vertreter der Mitgliedstaaten, der Vorsitz wird nacheinander von den Mitgliedern für jeweils sechs Monate wahrgenommen (Artikel 203 EGV). Grundsätzlich werden die Stimmen der Vertreter einfach gewertet. Bei Beschlüssen, die eine qualifizierte Mehrheit voraussetzen, werden die Stimmrechte entsprechend Artikel 205 Absatz 2 EGV gewogen. Der Rat hat sowohl exekutive als auch legislative Funktionen. Ein Initiativrecht zur Einleitung von Rechtsetzungsverfahren besteht zwar nicht, aber der Rat kann nach Maßgabe des Artikels 208 EGV die Kommission dazu auffordern, einen Vorschlag für einen Bereich zu unterbreiten. Die Vermischung der Gewalten der Exekutive und Legislative wird kritisch betrachtet, insbesondere solche Berechtigungen zur Durchführung von Maßnahmen, die auf Vorschriften beruhen, welche durch den Rat selbst erlassen worden sind. Solche Maßnahmen können nur in Ausnahmefällen sachdienlich sein. Eine weitere Problematik besteht darin, dass die Kumulierung der Gewalten in einem Organ zusammenkommt, welches nicht durch direkte Wahlen durch die Bürger der Mitgliedsländer legitimiert wurde.

57) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 212 f.

58) Vgl. Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 212 ff.

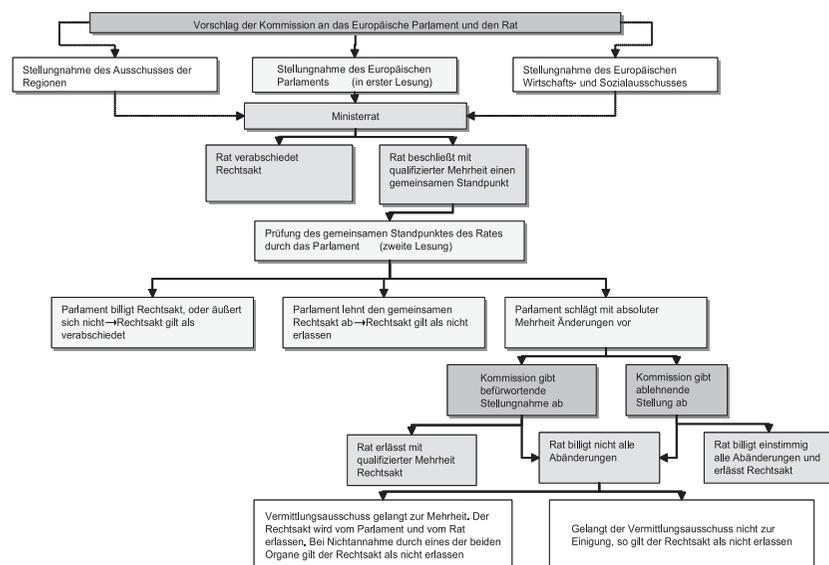
59) Vgl. Craig/De Búrca [2006], EU Law, S. 67 ff.;

Oppermann [2005], Europarecht, S. 135; anderer Ansicht, Bieber/Epiney/Haag [2005], Die EU, S. 121 f.

Dies zeigt sich in der Praxis durch die häufige Anwendung des Mitentscheidungsverfahrens zusammen mit dem gleichberechtigten Parlament. Folglich ist die stärkere Einbindung des Parlaments in der Rechtsetzung der Gemeinschaft begrüßenswert.

## 2. Mitentscheidungsverfahren

Das Verfahren der Mitentscheidung ist in der heutigen Rechtsetzung das bedeutsamste. Bereiche wie Diskriminierung (Artikel 12, Artikel 13 Absatz 2 EGV), Niederlassungsfreiheit (Artikel 44 Absatz 1, Artikel 46 Absatz 2, Artikel 47 Absätze 1 und 2 EGV), Beschäftigung (Artikel 129 EGV), Industrie (Artikel 157 Absatz 3 EGV), Umweltschutz (Artikel 175 Absätze 1 und 3 EGV) und Binnenmarkt (Artikel 95 EGV) werden ausschließlich durch das Mitentscheidungsverfahren geregelt (Artikel 250 Absatz 1 Tr-RL). Die Transparenzrichtlinie stützt sich auf die Artikel 44 und 95 EGV, folglich kam es auch zur Anwendung dieses Verfahrens bei der Rechtsetzung. Die Mitentscheidung wurde mit dem Vertrag über die Europäische Union eingeführt und in Artikel 251 EGV nor-



**Abbildung 2:** Verfahren der Mitentscheidung  
(Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an [http://eur-lex.europa.eu/de/droit\\_communaute/procedure\\_de\\_codedecision.gif](http://eur-lex.europa.eu/de/droit_communaute/procedure_de_codedecision.gif))

miert. In diesem Verfahren kommt dem Parlament die bedeutendste Rolle zu. Zusammen mit dem Rat wirkt es jetzt gleichberechtigt bei der Gesetzgebung mit. Der Rat kann sich nicht mehr über die Ansicht des Parlaments hinwegsetzen, wie beim Anhörungsverfahren und dem Verfahren der Zusammenarbeit. Außerdem kann es bei der Gestaltung des Gesetzes mitwirken, im Gegensatz zum Zustimmungsverfahren, in dem nur eine zwingende Ablehnung oder Zusage möglich ist.

Die *Abbildung 2* skizziert das Verfahren zur Mitentscheidung und stellt die wesentlichen Schritte dar.

## 3. Integrierter Finanzdienstleistungs- und Kapitalmarkt in Europa/Lamfalussy-Verfahren

Im Jahr 1999 verkündete die Europäische Kommission, einen integrierten Finanzdienstleistungs- und Kapitalmarkt in Europa schaffen zu wollen. Dazu formulierte sie in einem Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (Financial Services Action Plan, FSAP) nötige Schritte zur Erreichung dieses Zieles.<sup>60</sup> Zur Förderung und schnelleren Umsetzung dieses Ziels wurde Anfang 2002 von dem Ausschuss der Weisen das Lamfalussy-Verfahren eingeführt. Dieses Rechtsetzungsverfahren, benannt nach dem Vorsitzenden des Ausschusses Baron Alexandre Lamfalussy, sollte auf die sich stetig wandelnden Finanzmärkte schneller und flexibler reagieren können. Es löst teilweise das als zu langsam empfundene Mitentscheidungsverfahren auf. So erfolgt die Aufteilung der Rechtsetzung in vier Stufen. Auf der ersten Stufe wird ein Rahmen durch eine Richtlinie oder Verordnung gesetzt. Dies bedeutet, dass die Kernprinzipien in einem Rechtsakt festgelegt werden, welcher in der Regel durch das Mitentscheidungsverfahren gesetzt wird. Diese Kernprinzipien beinhalten Durchführungsmaßnahmen, die auf einer zweiten Stufe grundsätzlich durch die Kommission ausgeführt werden. In dem sogenannten Komitologie-Verfahren wird die Kommission durch Ausschüsse unterstützt. Dies sind der EU-Wertpapierausschuss (European Securities Committee; CSR) und die EU-Wertpapierregulierungsbehörde (Committee of European Securities Regulators; CESR).<sup>61</sup> Die Legitimation zur Rechtsetzung erfährt die Kommission durch Übertragung der Befugnis durch den Rat, aber nur für den in dem Rahmenrechtsakt bestimmten Bereich, gemäß Artikel 202, 3. Bindestrich und Artikel 211, 4. Bindestrich EGV. Auf der dritten Stufe kommt es dann zu der gemeinsamen und einheitlichen Umsetzung der Rahmen- und Durchführungsrechtsakte in den Mitgliedsländern. Auf der vierten Stufe werden die Umsetzungsmaßnahmen der Mitgliedsländer kontrolliert. Hauptkontrollorgan ist hier wiederum die Kommission, die die Einhaltung des Gemeinschaftsrechts in den Mitgliedstaaten prüft.<sup>62</sup>

60) o.V. [1999], Aktionsplan vom 11.05.99, S. 1 ff.

61) Vgl. Claßen/Heegemann [2003], Kreditwesen, S. 66 f.

62) Vgl. Claßen/Heegemann [2003], Kreditwesen, S. 67.

#### 4. Weitere Verfahren

Neben dem Verfahren der Mitentscheidung existieren noch die Verfahren der Zustimmung, der Anhörung und der Zusammenarbeit (Artikel 192 EGV). Das Zustimmungsverfahren wurde mit der Einheitlichen Europäischen Akte eingeführt. Dieses Verfahren stärkte die Kompetenz des Europäischen Parlaments. Das Parlament hat zwar keine direkten Gestaltungsbefugnisse bei der Rechtsetzung, jedoch besitzt es ein Vetorecht gegenüber dem Rat.

Das ebenfalls mit der EEA eingeführte Verfahren der Zusammenarbeit gab dem Parlament zwar eine Gestaltungskompetenz, jedoch beschließt der Rat den Rechtsakt allein.

Das Anhörungsverfahren kommt nur in den Fällen zur Anwendung, denen keines der anderen Verfahren ausdrücklich zugewiesen wurde. Auf Vorschlag der Kommission beschließt der Rat allein, nach Konsultation des Parlaments, des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses und des Ausschusses der Regionen, je nach Gegenstand des Rechtsakts.

## C. Die Transparenzrichtlinie

Das Europäische Parlament und der Rat verabschiedeten auf Vorschlag der Kommission und nach Stellungnahmen des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses<sup>63</sup> und der Europäischen Zentralbank (EZB)<sup>64</sup> am 15. Dezember 2004 die Transparenzrichtlinie 2004/109/EG (im Folgenden: Tr-RL). In Kraft trat die Tr-RL am 20.01.2005, gemäß Artikel 254, Absatz 1 EGV in Verbindung mit Artikel 34 der Tr-RL.<sup>65</sup> Die Richtlinie ist eine Maßnahme im Rahmen des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen (Financial Service Action Plan; FSAP) zur Schaffung integrierter Finanzbinnenmärkte in Europa. Diese setzt als eine sogenannte Rahmenrichtlinie grundlegende Anforderungen fest, die im Wege des Lamfalussy-Verfahrens weiter konkretisiert werden.<sup>66</sup> In ihr werden Anforderungen an die Veröffentlichungspflichten laufender und regelmäßiger Informationen von Teilnehmern am Kapitalmarkt geregelt. Gestützt wird die Richtlinie auf die Ziele zur Verwirklichung der Niederlassungsfreiheit (Artikel 44 EGV) und der Schaffung eines europäischen Binnenmarktes (Artikel 95 EGV).

### I. Inhalt der Richtlinie

Erklärte Ziele der Transparenzrichtlinie sind der Anlegerschutz und eine Steigerung der Markteffizienz. Dies soll durch eine transparente Vermittlung von Informationen gewährleistet werden. Dabei muss gleichermaßen auf die Quantität wie auch auf die Qualität der Informationen geachtet werden. Ebenso bedarf es dazu einer schnellen Informationsverbreitung, die die Marktteilnehmer rechtzeitig in Kenntnis setzt. Eine europaweite Harmonisierung soll dabei eine Vergleichbarkeit der zur Verfügung gestellten Daten schaffen. Zudem sollen durch gemeinsame Regelungen Kosten und Verwaltungsaufwand gespart werden.<sup>67</sup>

Der europäische Gesetzgeber versucht mit der Richtlinie einen Schritt zu einem einheitlichen europäischen Standard in der Informationsvermittlung zu machen. Inhaltlich wird es insbesondere darauf ankommen, ob es gelingt, eine angemessene Verteilung zwischen Aufwand und Nutzen bei der Informationspflicht zu erreichen. Es sollte beachtet werden, dass auch den Anlegern mit einer Informationsflut nicht gedient ist. Schließlich kann ein Informations-Overkill von den Anlegern nicht bearbeitet werden. Zudem haben sie in der Regel ein Interesse, dass ihr Wert schöpfendes Unternehmen einen niedrigen Verwaltungs-

63) Vgl. ABl. EG C 80 vom 30.3.2004, S. 128.

64) Vgl. ABl. EG C 242 vom 9.10.2003, S. 6.

65) Veröffentlichung am 31.12.2004 im ABl. EG L 390/38 ff.

66) Vgl. Göres [2007], Der Konzern, S. 16.

67) Vgl. Begründung der Transparenzrichtlinie, ABl. L 390

vom 31.12.2004, S. 38-57; Stellungnahme des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses, Vgl. ABl. EG C 80 vom 30.3.2004, S. 128; Stellungnahme der Europäischen Zentralbank, Vgl. ABl. EG C 242 vom 9.10.2003, S. 6.

aufwand und somit auch geringere Kosten hat. Weiter ist die Frage zu beantworten, welchen Harmonisierungsgrad die Richtlinie erreicht. Nicht erforderliche Kompromisse an die Mitgliedstaaten würden hier im schlimmsten Fall zu einem höheren Aufwand zur Beachtung uneinheitlicher Standards führen.

Die Tr-RL ist in sieben Kapitel gegliedert. Im ersten Kapitel finden sich die allgemeinen Bestimmungen wieder. Hier werden Anwendungsbereich und Gegenstand der Richtlinie bestimmt. Zudem werden einzelne, für die Vorschriften relevante Begriffe definiert. In den folgenden zwei Kapiteln wird der Kerngehalt der Tr-RL, die Pflichten zur Publizierung regelmäßiger und laufender Informationen, beschrieben. Insbesondere die zu erstellenden Finanzberichte und Verfahren zu den Meldeschwellen bei Erwerb oder Veräußerungen von Beteiligungen werden dargelegt. Die nachstehenden Kapitel regeln allgemeine Verpflichtungen der Mitgliedstaaten, die Errichtung von Behörden und ihre Befugnisse sowie Durchführungsmaßnahmen und Übergangs- und Schlussbestimmungen.

## 1. Anwendungsbereich

Gegenstand der Richtlinie ist eine Harmonisierung der Pflichten zu regelmäßigen und laufenden Informationen von Wertpapieremittenten.<sup>68</sup> Unterschieden wird zwischen Aktien und Schuldtiteln in Sicht der Artikel 4 Absatz 1 Nummer 18 der Richtlinie über Märkte und Finanzinstrumente 2004/39/EG.<sup>69</sup> Emittenten sind juristische Personen des privaten oder öffentlichen Rechts, deren Wertpapiere an einem geregelten Markt notiert sind, gemäß Artikel 2 Absatz 1 Buchstaben a), c) und d) Tr-RL. Ebenso fallen in den Anwendungsbereich natürliche oder juristische Personen des privaten oder öffentlichen Rechts, die Aktien oder Zertifikate direkt oder indirekt halten (Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe e)). Es sind nur Emittenten betroffen, deren Wertpapiere an einem geregelten Markt gehandelt werden. Eine Differenzierung der Märkte, wie beispielsweise in Deutschland zwischen geregelter und amtlichem Markt, nimmt der Gesetzgeber in der Richtlinie nicht vor. Somit trifft die Bezeichnung grundsätzlich auf jeden Markt in Sichtweise des Artikels 4 Absatz 1 Nummer 14 der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente zu.<sup>70</sup> Der Freiverkehr wird davon nicht erfasst.<sup>71</sup> Der geregelte Markt muss sich in einem Mitgliedstaat befinden oder dort betrieben werden (Artikel 1 Absatz 1 Tr-RL). Folglich kommt die Richtlinie grundsätzlich für alle Kapitalmarktteilnehmer, die innerhalb der Mitgliedstaaten agieren, zur Anwendung. Emittenten mit Unternehmenssitz in einem Drittstaat, deren begebene Wertpapiere an einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat gehandelt werden, unterliegen somit grundsätzlich auch diesen Pflichten.

68) Vgl. D'Arcy/Meyer [2005], Der Konzern, S. 151.  
69) ABl. L 145 vom 30.4.2004, S. 1-44.

70) Vgl. D'Arcy/Meyer [2005], Der Konzern, S. 154 f.  
71) Vgl. Göres [2007], Der Konzern, S. 17.

## 2. Harmonisierungsgrad

Artikel 3 Absatz 1 der Tr-RL gestattet den Herkunftsmitgliedstaaten strengere Anforderungen an Emittenten und an Aktionäre bei der Erstellung der Mitteilungspflichten im Sinne der Artikel 10 und 13 der Tr-RL.

Der Begriff des Herkunftsmitgliedstaates ist bereits durch die Prospektrichtlinie 2003/71/EG bekannt.<sup>72</sup> Dabei ist Herkunftsmitgliedstaat, gemäß Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe i) Nummer i) der Tr-RL, für Emittenten von Aktien oder Schuldtiteln mit einer Stückelung von weniger als 1.000 Euro der Staat des Unternehmenssitzes, sofern er sich in einem Mitgliedstaat befindet. Bei einem Emittenten, dessen Unternehmenssitz nicht innerhalb der EU liegt, ist Herkunftsmitgliedstaat der Staat, in dem sich der Sitz der zuständigen Behörde befindet, bei der er seine jährlichen Informationen nach Artikel 10 Tr-RL hinterlegt. Nummer ii) regelt für alle Emittenten, die nicht unter Nummer i) fallen, also beispielsweise Emittenten von Schuldtiteln mit einer Stückelung ab 1.000 Euro, ein Wahlrecht seines Herkunftsmitgliedstaats. Dabei erstreckt sich das Wahlrecht auf den Sitzstaat des Unternehmens und die Mitgliedstaaten, an deren Märkten seine Wertpapiere gehandelt werden. Dabei darf für mindestens drei Jahre nur ein Herkunftsmitgliedstaat gleichzeitig gewählt werden. Alle nicht Herkunftsmitgliedstaaten, an denen die Wertpapiere des Emittenten gehandelt werden, sind Aufnahmemitgliedstaaten.

Laut Artikel 3 Absatz 2 Tr-RL haben Aufnahmemitgliedstaaten keine Berechtigung, strengere Vorschriften als in dieser Richtlinie vorgesehen zu setzen. So dürfen die Mitgliedstaaten in ihren Kapitalmärkten nur für diejenigen Emittenten strengere Vorschriften erlassen, für die sie Herkunftsmitgliedstaat sind. Emittenten innerhalb eines Marktes, für die der Mitgliedstaat nur Aufnahmestaat ist, werden von diesen strengeren Vorschriften nicht berührt.

Fraglich ist, ob diese unterschiedliche Behandlung der Zielsetzung eines echten Binnenmarktes und der größeren Harmonisierung der nationalen Rechtsvorschriften über die Pflichten der Wertpapieremittenten über die laufenden Informationen gerecht wird.<sup>73</sup> Schließlich schafft diese Regelung möglicherweise Voraussetzungen dazu, dass an einem Markt unterschiedliche Anforderungen an die Emittenten gestellt werden, durch die die inländischen Emittenten regelmäßig schlechter gestellt würden.<sup>74</sup> Gegen diese Kritik kann eingewendet werden, dass es im Rahmen der nationalen Möglichkeiten liegt, strengere Anforderungen zu schaffen. Hier findet eine Berücksichtigung des Subsidiaritätsprinzips statt. So liegt es in der Entscheidungsgewalt jedes einzelnen Mitgliedstaates, Vorschriften zu erlassen, die den Gegebenheiten und Charakteristika des nationalen Marktes entsprechen. Zudem geht es dem Gesetzgeber insbesondere darum, Beschränkungen in einem geregelten Markt für Emittenten

72) ABl. L 345 vom 31.12.2003, S. 64-89.

73) Vgl. D'Arcy/Meyer [2005], Der Konzern, S. 154 f.; Vgl. Begründung der Tr-RL, Punkt 1 und 5, ABl. EG L

390/38 ff. vom 31.12.2004.

74) Vgl. D'Arcy/Meyer [2005], Der Konzern, S. 154 f.

anderer „Herkunft“ zu untersagen.<sup>75</sup> In der Stellungnahme des europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses<sup>76</sup> wird unter anderem in Punkt 2.5 auf diese Problematik eingegangen. Es wird betont, dass durch die Richtlinie nur eine minimale Harmonisierung durchgesetzt werden soll. Dieses ist jedoch nach der Einschätzung des Ausschusses nur ein Zwischenschritt. Eine „maximale Harmonisierung“ bleibe aber Hauptziel, da „eine minimale Harmonisierung wegen der unterschiedlichen Behandlung von Emittenten und Anlegern gleichermaßen große Nachteile mit sich bringt“. Somit begründet sich das Zulassen einer möglichen Inländerdiskriminierung mit der Intention des europäischen Gesetzgebers, ausschließlich die Benachteiligung von Emittenten durch die Aufnahmemitgliedstaaten zu untersagen. Auf den ersten Blick scheint eine von vorneherein stringenter Harmonisierung sinnvoller, schließlich würde den Kapitalmarktteilnehmern erspart, sich ständig neuen Regeln anzupassen. Jedoch darf die Komplexität nicht unberücksichtigt bleiben, die sich durch die Materie und das Zusammenwirken von vielen Entscheidungsträgern und Konsultationsorganen bildet. Des Weiteren muss die Transparenzrichtlinie auch dahingehend beurteilt werden, dass diese die erste Stufe des Prozesses bildet. Durchführungsmaßnahmen und die Kontrolle über die praktische Wirkung werden die Rechtsetzung weiter komplettieren. Im Hinblick auf den nur minimalen Harmonisierungsgrad der Transparenzrichtlinie wird es interessant sein, die Umsetzung der Richtlinie auf die Einheitlichkeit zu untersuchen.

### 3. Regelmäßige Informationen

Zu den regelmäßigen Informationen, normiert im zweiten Kapitel der Tr-RL, zählen der Jahresbericht, der Halbjahresbericht und die Zwischenmitteilungen durch die Geschäftsleitung.

#### a) Jahresbericht

Der Jahresbericht muss grundsätzlich vier Monate nach Ablauf des Geschäftsjahres veröffentlicht sein und fünf Jahre zugänglich bleiben (Artikel 4 Absatz 1 Tr-RL). Er enthält nach Absatz 2 desselben Artikels nach den Buchstaben a) den geregelten Abschluss, b) den Lagebericht und c) den sogenannten Bilanzzeit der verantwortlichen Geschäftsführung. Die Richtlinie verweist in Absatz 3 auf die Siebente Richtlinie 83/349/EWG<sup>77</sup> sowie die Verordnung (EG) Nr. 1606/2002, die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards (International Accounting Standards, IAS) betreffend. Diese Rechtsakte regeln die Pflichten von Emittenten, die einen konsolidierten Abschluss zu erstellen haben. Die Pflicht zu einem konsolidierten Abschluss besteht grundsätzlich, wenn sich Unternehmen zu einem Konzern zusammengeschlossen haben, das heißt, wenn ein Unternehmen einen herrschenden Einfluss oder die Kontrolle über ein oder

75) So in der Begründung der Tr-RL unter Punkt 7, ABl. EG L 390/38 ff. vom 31.12.2004.

76) Vgl. ABl. EG C 80 vom 30.3.2004, S. 128.

77) Vgl. ABl. L 193 vom 18.7.1983, S. 1; zuletzt geändert durch die Richtlinie 2003/51/EG, vgl. ABl. 178 vom 17.7.2003, S. 16.

mehrere andere Unternehmen hat. Grundsätzlich muss in Deutschland das kontrollierende Unternehmen (Muttergesellschaft) oder ein oder mehrere beherrschte Unternehmen (Tochtergesellschaft) eine Aktiengesellschaft, Kommanditgesellschaft auf Aktien oder eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung sein, gemäß Artikel 4 Absatz 1 Buchstabe a) der Richtlinie 83/349/EWG. Die Einschränkung auf bestimmte Gesellschaftsformen für die anderen Mitgliedstaaten wird in den folgenden Buchstaben geregelt. Besteht eine Pflicht zu einem konsolidierten Abschluss, unterliegt der Emittent der IAS-Verordnung und muss den Abschluss nach den International Financial Reporting Standards veröffentlichen.<sup>78</sup> Ist der Emittent nicht verpflichtet, einen solchen Abschluss zu erstellen, treten die nationalen Regelungen des Staates ein, in dem das Unternehmen seinen Sitz hat. Der Lagebericht enthält sowohl in der Form des konsolidierten Abschlusses als auch als Einzelaufstellung regelmäßig Vorgänge besonderer Bedeutung. Er umfasst die voraussichtliche Entwicklung nach Abschluss des Geschäftsjahres, den Bereich Forschung und Entwicklung und auch den Anteil der gehaltenen eigenen Aktien beziehungsweise den Erwerb eigener Aktien, gemäß Artikel 36 Absatz 2 der Richtlinie 38/349/EWG bzw. Artikel 46 Absatz 2 der Richtlinie 78/660/EWG. Diese müssen so dargestellt werden, dass ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild entsteht (Artikel 36 Absatz 1 der Richtlinie 78/660/EWG, Artikel 46 Absatz 1 der Richtlinie 78/660/EWG). In Anlehnung an den Sarbanes-Oxley-Act hat die Geschäftsführung einen Bilanzzeit zu leisten.<sup>79</sup> Die verantwortlichen Personen des Emittenten versichern dabei, dass der Abschluss nach ihrem Wissen ein tatsächliches Bild der einbezogenen Unternehmen darstellt. Der Abschluss und der Lagebericht sind durch mindestens eine Person zu prüfen, die in dem jeweiligen Mitgliedstaat dafür zugelassen ist.

#### b) Halbjahresbericht

Artikel 5 Absatz 1 der Tr-RL fordert grundsätzlich für alle am Kapitalmarkt orientierten Unternehmen einen Halbjahresbericht für die ersten sechs Monate des Geschäftsjahres. Neben Emittenten von Aktien werden auch Fremdkapital-emittenten ausdrücklich verpflichtet, Halbjahresberichte zu erstellen.<sup>80</sup> Der Bericht muss zudem so schnell wie möglich, aber spätestens zwei Monate nach Ablauf des Berichtszeitraums veröffentlicht werden und für fünf Jahre öffentlich zugänglich bleiben.

Der Halbjahresbericht enthält einen verkürzten Abschluss sowie einen Zwischenlagebericht und die Erklärung der Geschäftsführung. Der Abschluss richtet sich gemäß der IAS-Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 nach den internationalen Rechnungslegungsstandards. Der Inhalt des Lageberichts bedurfte einer Normierung, da dieser in den Mitgliedstaaten eine unterschiedliche Bedeutung hatte und über die Regelungen des IAS 34 hinausgeht. So gibt dieser zumindest wichtige Ereignisse der ersten Hälfte des Geschäftsjahres an. Zu-

78) Vgl. D'Arcy/Meyer [2005], Der Konzern, S. 155.

79) Vgl. Hutter/Kaulamo [2007a], NJW, S. 474.

80) Vgl. Schütte [2004], Die Bank, S. 27 f.

dem soll die Einschätzung etwaiger Risiken aufgezeigt werden. Dabei handelt es sich nicht um eine komplette Aktualisierung des vorhergegangenen Jahresberichts, wie von der Kommission ursprünglich angedacht war. Somit reduziert sich der Detailgrad des Lageberichts auf Beschreibungen, gemäß Artikel 5 Absatz 4 Tr-RL<sup>81</sup>.

Eine Prüfung des Halbjahresberichtes durch eine befähigte und in dem jeweiligen Mitgliedstaat zugelassene Person ist nicht zwingend erforderlich. Dies wäre auch mit einer Frist von nur zwei Monaten unvereinbar.<sup>82</sup> Eine fehlende Prüfung muss allerdings genauso von dem Emittenten angegeben werden wie die Wiedergabe des Prüfungsvermerks, respektive Angaben durch den Abschlussprüfer (Artikel 5 Absatz 5 Tr-RL).

### c.) Zwischenmitteilung der Geschäftsführung

Emittenten von Aktien, die an einem geregelten Markt zugelassen sind, müssen zusätzlich zu den Jahres- und Halbjahresberichten in der ersten und zweiten Hälfte des Geschäftsjahres Mitteilungen der Geschäftsführung erstellen, gemäß Artikel 6 Absatz 1 der Tr-RL. Schulditelemittenten trifft die Verpflichtung hingegen nicht. Innerhalb von zehn Wochen nach Beginn und sechs Wochen vor Ende des Sechsmonatszeitraums müssen die Mitteilungen veröffentlicht werden.

Dabei müssen wesentliche Ereignisse und Transaktionen des Berichtszeitraumes erläutert werden. Ebenso müssen die Auswirkungen auf die Finanzlage und das Geschäftsergebnis des Unternehmens und gegebenenfalls aller Tochtergesellschaften aufgezeigt und beschrieben werden. Die International Accounting Standards finden bei den Zwischenmitteilungen keine zwingende Anwendung wie bei den Jahres- und Halbjahresberichten. Veröffentlicht das Unternehmen bereits Quartalsberichte, ist es nach Maßgabe des zweiten Absatzes von der Pflicht zur Veröffentlichung der Zwischenmitteilungen befreit.

### aa) Terminologie der Zwischenmitteilung

Der Begriff der Zwischenmitteilung wird häufig in der Literatur, durch die Öffentlichkeit, aber auch durch Organe der Gemeinschaft mit dem Begriff der Quartalsberichterstattung vermischt beziehungsweise gleichgesetzt. Der Gesetzgeber spricht in Artikel 6 Absatz 1 Tr-RL ausdrücklich von der Erstellung von Zwischenmitteilungen in Abgrenzung zu den Quartalsberichten in Absatz 2. Eine terminologische Differenzierung erscheint nach Meinung des Verfassers sinnvoll. Schließlich verweist der Absatz 2 auf Quartalsberichte, die durch nationale Vorschriften, durch die eines geregelten Marktes oder selbst auferlegt worden sind. Somit ist der Begriff der Quartalsberichte schon durch unterschiedlichste Normen belastet, so dass die Verwendung dieser europäischen

81) Vgl. D'Arcy/Meyer [2005], Der Konzern, S. 155 f.; Vgl. Stellungnahme des Wirtschafts- und Sozialausschusses unter Punkt 3.1.6.1., ABL EG C 80 vom 30.3.2004, S. 128.

82) Vgl. Stellungnahme des Wirtschafts- und Sozialausschusses unter Punkt 3.1.6., ABL EG C 80 vom 30.3.2004, S. 128.

Terminologie Klarheit schaffen könnte. In Anbetracht des Zeitrahmens von zehn Wochen, in dem der Bericht im jeweiligen Halbjahr zu erstellen ist, ist die Terminologie Zwischenbericht sachgerechter. Die Differenzierung ist ebenso in den anderen Sprachen der Mitgliedstaaten gegeben, beispielsweise wird im Englischen von „interim management statements“ bzw. von „quarterly financial reports“ gesprochen. Im Französischen heißt es „Déclarations intermédiaires de la direction“ beziehungsweise „rapports financiers trimestriels“.

### bb) Kritik

Ursprünglich war die Zwischenmitteilung bedeutend umfangreicher geplant, als bei der letztendlichen Veröffentlichung geschehen (s. o. unter c). So war die Berichtspflicht vom Umfang her mit dem Halbjahresbericht vergleichbar. Dagegen formierte sich jedoch schnell Widerstand. Die damalige Kritik, die auch heute noch von der Wirtschaft vertreten wird, betraf die Kosten einer weiteren Mitteilungspflicht. Nach Schätzungen des Finanzdienstleisters Barclays bemessen sich die jährlichen Kosten auf 1,3 Millionen Euro. Im Hinblick auf diese Kosten ist es fraglich, ob die Zwischenmitteilungspflicht angemessen ist. Denn mit einer höheren quantitativen Informationsdichte ist den Anlegern nicht zwingend gedient. Argumentationen, die Zwischenmitteilungen als zwingende Konsequenz aus internationalen Skandalen befürworten, kann entgegengehalten werden, dass hier qualitative Maßnahmen wie Kontrollen und Abschlussprüfungen der Sache dienlicher sein könnten. Eine weitere Befürchtung bestand in einer auf immer kurzfristigerer Gewinnmaximierung handelnden Wirtschaft, die nur mit Blick auf den nächsten Berichtstermin agiert.<sup>83</sup>

Inhaltlich ist die Zwischenmitteilung sehr unklar geregelt worden. Die Transparenzrichtlinie verzichtet auf eine Rechnungslegung wie den International Accounting Standard. Dies führt zwar zu einem geringeren Aufwand für die Emittenten, die Relevanz des Berichts für die Anleger nimmt jedoch wahrscheinlich ab. Die Anwendung einer solchen Informationspflicht findet international kein analoges Verfahren. So ist es aufgrund des deskriptiven Charakters der Mitteilung fraglich, ob ein Nutzen für die Anleger besteht. Deshalb wäre die Mitteilungspflicht in dieser Form entbehrlich.<sup>84</sup>

Fraglich ist weiter, bei welchen Unternehmen die Zwischenmitteilungspflicht zur Anwendung kommt. Die Ausnahmeregelung des Artikels 6 Absatz 1 Tr-RL, die eine Befreiung für Emittenten vorsieht, die bereits Quartalsangaben veröffentlichen, hat eine große praktische Bedeutung. Österreich, Belgien, Spanien, Finnland, Griechenland, Italien, Portugal und teilweise Großbritannien und Luxemburg schreiben bereits Quartalsberichte vor.<sup>85</sup> Die unterschiedliche Berücksichtigung der Länder und Märkte innerhalb der Europäischen Gemeinschaft indiziert eine Bestimmung durch die nationalen Rechtsordnungen.

83) Vgl. D'Arcy/Meyer [2005], Der Konzern, S. 157 f.; Vgl. KOM(2003) 138 – C5-0151/2003 – 2003/0045(COD) S. 91 ff.

84) Vgl. D'Arcy/Meyer [2005], Der Konzern, S. 157 f.; Schütte [2004], Die Bank, S. 28 f.

85) Vgl. D'Arcy/Meyer [2005], Der Konzern, S. 153 ff.

Unternehmen, deren Wertpapiere in Märkten mit der Zulassungsvoraussetzung des Prime Standards gehandelt werden, sind ebenfalls verpflichtet, Quartalsberichte zu erstellen. Daraus resultiert, dass diese Regelung der Transparenzrichtlinie für einen großen Teil der Emittenten nicht gilt. Betroffen sind daher in den Ländern ohne Quartalsangabepflicht insbesondere die klein- und mittelständigen Unternehmen (KMU), deren Wertpapiere an geregelten Märkten gehandelt werden. Und gerade für diese Unternehmen könnte die Kostenfrage relevant sein und möglicherweise zur Folge haben, dass sie sich von einem Einstieg in die Kapitalmärkte fernhalten. Dies steht jedoch den Zielen des Lamfalussy-Plans entgegen.

Die Berücksichtigung der nationalen Autorität und die gleichzeitige Erforderlichkeit von gemeinschaftlichen Regelungen ist eine Problematik, die die Richtlinie zu beheben hat. Dies scheint hier nicht gelungen zu sein. Zum einen besteht berechtigter Zweifel, ob das Subsidiaritätsprinzip (s. Abschnitt B, Kapitel I, Nummer 2, Buchstabe a) hinreichend zur Geltung kommt. Die vorgebrachte Kritik gegen die Zwischenmitteilung zeugt von einem dringend dem Markt anzupassenden Umgang mit der zusätzlichen Informationspflicht. Hierfür sind Regelungen durch den nationalen Gesetzgeber geeignet und ein Eingreifen der Gemeinschaft ist nicht erforderlich. Zum anderen wurde durch die Einführung für ausschließlich die Unternehmen, die regelmäßig keine den Zwischenmitteilungen entsprechenden Berichte publizieren, kein Mehrwert für die Harmonisierung geschaffen. Die Entscheidung in der Debatte um den Nutzen der Zwischenberichte wird vertagt. Artikel 6 Absatz 3 regelt, dass die Kommission drei Jahre nach der Umsetzung den Erfolg der Einführung der Zwischenberichte zu prüfen hat. Hier wird die Praxis eine Überarbeitung der Zwischenmitteilungspflicht möglicherweise nötig erscheinen lassen.

#### **d) Ausnahmen/Gestaltungsrechte der Mitgliedstaaten**

Ausgenommen von der Pflicht, regelmäßige Informationen zu veröffentlichen, sind nach Artikel 8 Absatz 1 Tr-RL alle Wertpapieremittenten, denen Staaten, Gebietskörperschaften eines Staates oder internationale öffentlich-rechtliche Stellen mindestens eines Mitgliedstaats angehören, sowie die Europäische Zentralbank (EZB) und die nationalen Zentralbanken. Auch ausgenommen sind Emittenten von Schuldtiteln mit einer Mindeststückelung von 50.000 Euro.

Die Mitgliedstaaten können des Weiteren Kreditinstitute von der Halbjahresberichtspflicht befreien, gemäß Absatz 2. Voraussetzung ist, dass deren Aktien (1) nicht zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, (2) ausschließlich Schuldtitel sind, die (3) dauernd oder wiederholt begeben werden, (4) den Gesamtnennbetrag von 100.000.000 Euro nicht übersteigen und (5) kein Prospekt gemäß der Richtlinie 2003/71/EG veröffentlicht wurde.

Eine Befreiung ist nach Absatz 3 ebenfalls für Emittenten zulässig (1) die bereits seit dem 31.12.2003 existieren, (2) ausschließlich Schuldtitel auf einem geregelten Markt begeben, und (3) die von ihrem Herkunftsmitgliedstaat oder einer seiner Gebietskörperschaften unbedingt und unwiderruflich garantiert werden.

#### **4. Laufende Informationen**

Neben den Publizitätspflichten regelt die Tr-RL insbesondere die Beteiligungs-transparenz. Es soll der Öffentlichkeit Einblick in die aktuelle Struktur einer Gesellschaft gegeben werden. Verhindert werden soll damit ein Anschleichen an die Gesellschaft (Creeping Takeover). Eine mögliche Übernahme der Zielgesellschaft durch einen Dritten wird somit bereits in der Vorbereitungsphase für die Gesellschafter und Dritte ersichtlich. Auch ist für potenzielle Anleger die Kenntnis über die Eigentümer der Gesellschaft für eine Einschätzung der Unternehmenspolitik bedeutend. Schließlich ist unter anderem auch die Eigentümerstruktur hinsichtlich der Preisbildung der Wertpapiere an den Börsen nicht unerheblich. Ebenso relevant sind Informationen über die von einem Emittenten begebenen Wertpapiere, die damit verknüpften Rechte, etwaige Konditionen oder Garantien.

Die Richtlinie teilt die Thematik der laufenden Informationen folglich in zwei Abschnitte, die Informationen über bedeutende Beteiligungen und Informationen über die zum Handel an einem geregelten Markt zugelassenen Wertpapiere. Ersterer regelt bestimmte Meldeschwellen, die ein Aktionär bei Erwerb, Veräußerung oder in sonstiger Weise von bedeutenden Anteilen erreicht. Des Weiteren werden für die Bestimmung dieser Meldeschwellen die Zu- und Berechnung von bedeutenden Beteiligungen bestimmt und Verfahrensschritte zur richtigen Veröffentlichung vorgegeben. Der zweite Abschnitt regelt die Pflicht zur Veröffentlichung von Informationen der Emittenten über ihre an einem geregelten Markt zugelassenen Aktien und Schuldtitel.

##### **a) Meldeschwellen**

Gemäß Artikel 9 Absatz 1 Tr-RL werden Aktionäre grundsätzlich verpflichtet, Mitteilungen zu veröffentlichen, sobald sie durch Erwerb oder Veräußerung von Aktien bedeutende Beteiligungen erlangen. Bedeutende Beteiligungen sind, im Sinne dieser Richtlinie, qualitativ regelmäßig Aktien, an die Stimmrechte geknüpft sind. Quantitativ führt die Richtlinie Schwellen in Höhe von 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50, und 75 Prozent ein. Die Beteiligungshöhe von 30 und/oder 75 Prozent kann durch den Mitgliedstaat durch eine Höhe von  $\frac{1}{3}$  bzw.  $\frac{2}{3}$  des Gesamtanteils ersetzt werden.

Fraglich könnte in diesem Zusammenhang das Erfordernis eines Handelns durch den Aktionär in Form von einem Kauf bzw. Verkauf von Aktien sein.

Absatz 2 fordert jedoch auch dann eine Mitteilungspflicht, wenn Aktionäre durch Strukturveränderungen der Aktienanteile bedeutende Beteiligungen erlangen. Dies ist beispielsweise möglich, wenn stimmrechtlose Vorzugsaktien durch Vertrag oder Gesetz zu Aktien mit einem Stimmrecht erwachsen. Ein Erwerb oder eine Veräußerung sind hier nicht gegeben, vielmehr liegt noch nicht einmal eine Handlung des Aktionärs vor. Auch in einer teleologischen Betrachtungsweise kann es auf einen Handlungsakt des Aktionärs nicht ankommen. Schließlich ist Zweck dieser Vorschrift, der Öffentlichkeit die Beteiligungsverhältnisse transparent darzustellen. Der Schutz des Aktionärs steht hier eindeutig dem Interesse Dritter nach. Bedeutend für das Vorliegen einer Veröffentlichungspflicht ist somit grundsätzlich nicht die Art und Weise, wie der Aktionär an die Beteiligung gelangt, sondern vielmehr das bloße Erreichen, Über- oder Unterschreiten bestimmter Schwellen durch das Halten von Aktien. Der Erwerb oder die Veräußerung stellen hier kein Tatbestandsmerkmal dar. Die Herkunftsmitgliedstaaten stellen die Befolgung der Meldepflichten sicher.

#### **b) Zurechnung von Aktien**

Damit der Aktionär der Veröffentlichung regelungsgerecht nachkommen kann, bedarf es einer eindeutigen Be- und Zurechnung der bedeutenden Anteile. Die Berechnung erfolgt aus dem Anteil der Gesamtzahl bzw. des Gesamtkapitals der stimmberechtigten Aktien. Eine Mitteilung der Gesamtzahl der Stimmrechte und des Kapitals erfolgt dabei durch die Emittenten (Artikel 15 Tr-RL). Artikel 10 der Tr-RL erweitert die Anwendung auf natürliche und juristische Personen, die im Sinne der Mitteilungspflicht des Artikels 9 Tr-RL dem Aktionär gleichgestellt werden. Dazu bedarf es einer Zurechnung der Stimmrechte an die betreffende Person. Dabei kommt es grundsätzlich auf ein Recht zum Erwerb, zur Veräußerung oder zur Ausübung der Stimmrechte an, ohne dass die natürliche oder juristische Person Weisungen Dritter unterliegt (Artikel 10 Buchstaben a) – h) Tr-RL). Die Stimmrechte müssen nicht in einer Hand gehalten werden, eine indirekte Beteiligung durch ein kontrolliertes Unternehmen steht einer direkten Beteiligung gleich. Eine Meldepflicht besteht auch für Beteiligungen mehrerer Personen, die sich auf eine gemeinsame Politik, betreffend die Geschäftsführung des Emittenten, geeinigt haben und somit ihre Stimmrechte zusammenlegen. Und auch eine zeitweilige Übertragung von Stimmrechten gegen eine Gegenleistung löst eine Mitteilungspflicht aus.

Ebenso gilt die Meldepflicht für Emittenten, die eigene Aktien selbst oder im fremden Namen und auf eigene Rechnung erwerben. Als Schwellen gelten fünf und zehn Prozent der Stimmrechte, die erreicht, über- oder unterschritten werden müssen (Artikel 14 Tr-RL).

#### **c) Zurechnung anderer Wertpapiere als Aktien**

Finanzinstrumente, die den Inhaber berechtigen, im Rahmen einer förmlichen Vereinbarung von sich aus mit Stimmrechten verbundene und bereits ausgegebene und an einem geregelten Markt zugelassene Aktien zu erwerben, gemäß Artikel 13 Tr-RL, fallen ebenso in den Anwendungsbereich des Artikels 9 Tr-RL. In der Praxis sind beispielsweise Futures oder Optionen von der Meldepflicht betroffen. Es kommt bei der Anwendung darauf an, dass der Wertpapierinhaber ohne weitere Genehmigung durch den eigenen Willen ein Stimmrecht erwerben kann. Folglich müssen Derivate, bei denen eine Übertragung des Stimmrechts an Voraussetzungen geknüpft ist, nicht angegeben werden. Die Arten der Finanzinstrumente und ihre Kumulierung werden durch die Durchführungsrichtlinie festgelegt. In Absatz 2 wird dabei ausschließlich von Kumulierung der Finanzinstrumente gesprochen. Eine Zusammenlegung mit Aktien, die ein Stimmrecht beinhalten, ist hier nicht gefordert.

#### **d) Befreiung von der Mitteilungspflicht über bedeutende Beteiligungen**

Es gibt eine Reihe von Ausnahmetatbeständen der Mitteilungspflicht. Personen, die stimmberechtigte Aktien einer Gesellschaft halten, sind von der Mitteilungspflicht nach Artikel 9 Tr-ZL befreit, wenn die Aktien ausschließlich zu Abrechnungs- und Abwicklungszwecken gehalten werden. Dies gilt jedoch nur unter der Voraussetzung, dass die Aktien nicht länger, als für den üblichen Abrechnungszeitraum benötigt, gehalten werden. Des Weiteren sind Verwahrstellen (Custodians) davon befreit, vorausgesetzt, sie dürfen Stimmrechte nur aufgrund von Weisungen ausüben (Artikel 9 Absatz 4 Tr-RL).

Befreit sind auch unter bestimmten Voraussetzungen Market Maker. Market Maker sind Personen, die mit eigenem Kapital und auf eigene Rechnung die Bereitschaft anzeigen, durch den An- und Verkauf von Finanzinstrumenten Handel an einem Markt zu selbst erstellten Kursen zu betreiben, gemäß Artikel 4 Absatz 1 Nr. 8 der Richtlinie über Märkte und Finanzinstrumente 2004/39/EG<sup>86</sup>. Sie müssen nach Maßgabe der Richtlinie 2004/39/EG in dem Herkunftsmitgliedstaat zugelassen sein und dürfen nicht in die Geschäftsführung eingreifen. Zudem darf der Market Maker den Emittenten nicht dahingehend beeinflussen, die von ihm gehaltenen Aktien zurückzukaufen oder den Preis der Aktien zu stützen (Artikel 9 Absatz 5 Tr-RL).

Eine Wahlmöglichkeit für die Herkunftsmitgliedstaaten betrifft die Mitteilungspflicht von Wertpapierdienstleistungsunternehmen aufgrund des Wertpapierhandels nach Artikel 2 Nummer 6 der Richtlinie über angemessene Kapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten 93/6/EWG<sup>87</sup>. Diese können von der Pflicht des Artikels 9 Tr-RL ausgenommen werden, sofern der Anteil der gehaltenen Stimmrechte eines Emittenten fünf Prozent nicht übersteigt und der Dienstleister sicherstellt, dass die gehaltenen Stimmrechte aus Aktien nicht aus-

86) ABl. L 145 vom 30.4.2004, S. 1-44.

87) ABl. L 141 vom 11.6.1993, S. 1-26.

geübt oder anderweitig benutzt werden können, um in die Geschäftsführung des Emittenten einzugreifen, gemäß Artikel 9 Absatz 6 Tr-RL.

Keine Anwendung findet Artikel 9 Tr-RL auf Aktien, die den Mitgliedern des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben zur Verfügung gestellt oder von diesen bereitgestellt werden (Artikel 11 Absatz 1 Tr-RL). Dies gilt jedoch nur, wenn es sich um „kurzfristige Geschäfte“ handelt und die Stimmrechte aus den Aktien nicht ausgeübt werden.

Kurzfristig bezieht sich auf Kreditgeschäfte über geldpolitische Instrumente und Verfahren (Begründung Tr-RL Nr.19).

Gemäß Artikel 11 Absatz 1 in Verbindung mit Artikel 10 Buchstabe c) Tr-RL können Stimmrechte jedoch angewendet werden, ohne dass daraus eine Mitteilungspflicht erwächst, wenn die Aktien aufgrund einer Sicherheitsverwahrung gehalten werden.

#### **e) Verfahren und Veröffentlichung der Mitteilung über bedeutende Beteiligungen**

Trifft einen Aktionär oder eine natürliche oder juristische Person im Sinne des Artikels 10 Tr-RL die Meldepflicht, muss dem Emittenten nach Maßgabe des Artikels 12 Tr-RL davon berichtet werden.

#### **aa) Inhalt**

Die Anzeige durch den Inhaber von bedeutenden Beteiligungen muss (1) die Anzahl der gehaltenen Stimmrechte enthalten. Werden die Stimmrechte nicht in einer Hand gehalten, so muss gegebenenfalls (2) die Kette der kontrollierten Unternehmen, die die betreffenden Stimmrechte tatsächlich halten, mit angegeben werden. Ebenso ist (3) das Datum, an dem die Schwelle erreicht, über- oder unterschritten wurde und (4) der Name des Aktionärs und gegebenenfalls die natürliche oder juristische Person, die nach Artikel 10 Tr-RL befugt ist, die Stimmrechte auszuüben, zu nennen.

#### **bb) Frist**

Die Offenlegungspflichten entstehen, sobald der Inhaber der Aktien oder Finanzinstrumente davon Kenntnis erhält oder hätte erhalten müssen, dass seine bedeutenden Beteiligungen eine der genannten Meldeschwellen erreicht, über- oder unterschreitet. Sollte sich die Struktur der Stimmrechte des Emittenten verändern und eine Mitteilungspflicht aus diesem Grunde heraus entstehen, so gilt der Zeitpunkt, an dem der Aktieninhaber über die Veränderung informiert wurde (Artikel 12 Absatz 2 Tr-RL). Die Mitteilung hat unverzüglich, spätestens innerhalb von vier Handelstagen ab dem Tag nach Entstehung der Offenlegungspflicht, zu erfolgen. Der Emittent ist daraufhin verpflichtet, die Informationen unverzüglich, spätestens drei Tage nach Erhalt, zu veröffentlichen, ge-

mäß Absatz 6 der Richtlinie. Alternativ kann der Herkunftsmitgliedstaat die Informationspflicht an die zuständige Behörde übertragen (Absatz 7).

#### **cc) Ausnahmen**

Von der Mitteilungspflicht werden Unternehmen ausgenommen, gemäß Artikel 12 Absatz 3 der Tr-RL, die Teil eines Konzerns sind und deren Muttergesellschaft bereits eine Mitteilung nach Maßgabe des Artikels 9 Absatz 1 Tr-RL übermittelt hat. Werden Aktien von einer Verwaltungsgesellschaft nach Maßgabe der Richtlinie 85/611/EWG<sup>88</sup> verwaltet und nicht zusammen mit dem Mutterunternehmen ausgeübt, müssen die Beteiligungen nicht gemäß Artikel 9 und 10 Tr-RL zusammengerechnet werden. Ist die Verwaltungsgesellschaft jedoch nur befugt, aufgrund Weisung der Muttergesellschaft oder einem anderen von ihr kontrollierten Unternehmen die Stimmrechte auszuüben, greift die Ausnahme nicht. Eine Muttergesellschaft einer nach der Richtlinie 2004/39/EG zugelassenen Wertpapierfirma muss sich die Beteiligungen der Tochtergesellschaft, die im Rahmen einer auf Einzelkunden basierenden Portfolioverwaltung geführt werden, nicht zurechnen lassen. Die Wertpapierfirma muss (1) eine Zulassung gemäß Anhang I Abschnitt A Nummer 4 der Richtlinie 2004/39/EG erhalten haben. Die Stimmrechte dürfen (2) nur aufgrund von schriftlichen oder durch elektronische Hilfsmittel erteilten Weisungen ausgeübt werden, oder die Wertpapierfirma garantiert Bedingungen, dass die individuelle Portfolioverwaltung unabhängig von anderen Dienstleistungen erfolgt und (3) die Stimmrechte unabhängig von dem Mutterunternehmen ausgeübt werden.

#### **f) Zusätzliche Angaben des Emittenten über dessen Wertpapiere**

Der Emittent wird durch den Herkunftsmitgliedstaat zumindest verpflichtet, Änderungen von Stimmrechten oder des Kapitals seiner ausgegebenen Wertpapiere am Ende eines jeden Kalendermonats zu veröffentlichen (Artikel 15). Dies garantiert die korrekte Berechnung der Meldeschwellen. Emittenten müssen nach Maßgabe des Artikels 16 der Tr-RL zusätzliche Angaben machen. So veröffentlicht ein Emittent von Aktien unverzüglich Änderungen der an verschiedene Aktiengattungen geknüpften Rechte. Diese Mitteilungspflicht gilt auch für eine Änderung der Rechte von Derivaten, die einen Zugang zu Aktien verschaffen. Änderungen der Rechte von anderen Wertpapieren als Aktien müssen ebenso unverzüglich veröffentlicht werden. Ausstattungs- und/oder Konditionsänderungen dieser Wertpapiere stehen der Änderung von Rechten der Wertpapierinhaber gleich.

Anleiheemissionen bedürfen ebenso der Veröffentlichung. Dabei kommt es insbesondere auf die Veröffentlichung aller zugehörigen Garantien und Sicherheiten an. Internationale öffentlich-rechtliche Einrichtungen, denen mindestens ein Mitgliedstaat angehört, sind davon nicht betroffen.

<sup>88)</sup> ABL L 375 vom 31.12.1985, S. 3-18.

### g) Informationen für Wertpapierinhaber

Emittenten von Wertpapieren sind verpflichtet, den Inhabern erforderliche Informationen in geeigneter Weise zu übermitteln. Die Tr-RL unterscheidet hier wieder zwischen Aktien und Schuldtiteln in den spiegelbildlich aufgebauten Artikeln 17 bzw. 18 der Tr-RL. Natürliche und juristische Personen im Sinne des Artikels 10 Tr-RL sind Aktionären auch hier gleichzustellen. Die Differenzen zwischen diesen Wertpapieren sind nur marginal und durch die jeweilige Charakteristik begründet. Es gilt der Gleichbehandlungsgrundsatz, dass Inhaber von gleichrangigen Wertpapieren durch den Emittenten auch gleichgestellt werden, gemäß Artikel 17 Absatz 1, Artikel 18 Absatz 1 Tr-RL. Alle Informationen müssen den Inhabern grundsätzlich im Herkunftsmitgliedstaat zur Verfügung stehen. Eine Ausnahme bilden Emittenten von Schuldtiteln mit einer Mindeststückelung von 50.000 Euro, die einen beliebigen Mitgliedstaat als Herkunftsstaat auswählen dürfen. Die Integrität der Daten muss gewahrt sein.

Inhaltlich hat der Emittent, nach Maßgabe der Absätze 2 der Artikel 17 bzw. 18 der Tr-RL, folgende maßgebliche Informationen zu vermitteln: Die Berechtigten an der Teilnahme der Hauptversammlung respektive, bei Inhabern von Schuldtiteln, der Gläubigerversammlung müssen über Ort, Zeitpunkt und Tagesordnung informiert werden. Die Inhaber von Aktien werden insbesondere über die Gesamtzahl der Stimmrechte und die Rechte in der Hauptversammlung belehrt. Schuldtitelinhaber werden über Zahlung von Zinsen, Ausübungsrechte auf Umtausch, Austausch, Zeichnung oder Annullierung und Rückzahlung aufgeklärt. Den Wertpapierinhabern wird eine Wahrnehmung ihrer Rechte durch Bevollmächtigte durch die Tr-RL gewährt. Dies soll insbesondere Inhabern mit Sitz außerhalb des Herkunftsmitgliedstaates die Ausübung von Rechten vereinfachen. Die Regeln über die Vollmacht richten sich nach den nationalen Rechtsvorschriften des Staates, in dem der Emittent seinen Sitz hat. Ein Vollmachtsformular wird zusammen mit der Einladung zur Teilnahme, oder nachträglich auf Verlangen des Wertpapierinhabers, übermittelt. Über Zuteilungen und Zahlungen von Dividenden sowie relevante Informationen zu Neuemissionen werden die Aktionäre gesondert benachrichtigt. Zur Ausübung der finanziellen Rechte der Inhaber erfolgt die Benennung eines Finanzinstituts als bevollmächtigte Stelle.

Die Menge an Informationen hat einen hohen Verwaltungsaufwand zur Folge. Es sollte sich vergegenwärtigt werden, dass grundsätzlich jedem Inhaber von Wertpapieren diese Informationen zugeteilt werden müssen. Diesem enormen Aufwand versucht die Richtlinie entgegenzuwirken, indem sie die Übermittlung von Daten durch elektronische Hilfsmittel erlaubt. Voraussetzung ist ein entsprechender Beschluss durch die Haupt- bzw. Gläubigerversammlung. Des Weiteren ist die Verwendung von elektronischen Hilfsmitteln an Bedingungen

geknüpft. Der Emittent muss Vorkehrungen treffen, dass die Inhaber tatsächlich informiert werden. Auch kann der Inhaber grundsätzlich wählen, ob er die Informationen durch elektronische Hilfsmittel oder schriftlich beziehen möchte. Der Emittent hat beim Inhaber zuvor schriftlich anzufragen. Ein Schweigen hierauf wird als Zustimmung gewertet. Unabhängig davon kann eine schriftliche Übermittlung jederzeit wieder beantragt werden. Einige Bedingungen knüpfen an den Gleichbehandlungsgrundsatz des ersten Absatzes des Artikels 17 bzw. 18 Tr-RL an. So sollen ausländische Inhaber nicht dahingehend benachteiligt werden, dass die Verwendung der elektronischen Hilfsmittel sich nach dem Sitz oder dem Wohnort richtet. Die Kosten der Informationsübermittlung sind nach dem Gleichheitsgrundsatz unter den Inhabern aufzuteilen.

### 5. Informationszugang

Im Sinne der Transparenzrichtlinie gehen mit den vorgeschriebenen Informationspflichten geeignete Maßnahmen zur Veröffentlichung der Mitteilungen einher (Artikel 21 Tr-RL). Dazu bedarf es Medien, die geeignet sind, die Informationen gemeinschaftsweit zu publizieren. Dabei ist ein schneller Zugriff auf die Daten, in Anbetracht der Preis bildenden Auswirkungen der Informationen für die Marktteilnehmer, essentiell.

Zum einen wird durch die Herkunftsmitgliedsländer ein amtliches System zur Verfügung gestellt, das die Informationen der berichtspflichtigen Emittenten zentral speichert. Hier können Personen ihren Informationsbedarf aus einer Quelle bedienen. Der Zugang zu diesen Informationen darf nicht beschränkt werden, sondern muss im Rahmen des Gleichbehandlungsgrundsatzes für jeden gleich und schnell zugänglich sein. Mindeststandards müssen in Bezug auf Datensicherheit und Zeiterfassung eingehalten werden. Ebenso sollen die Informationsquellen auf ihre Berechtigung hin geprüft werden. Hier ist insbesondere zu fragen, inwieweit sich ein Verlassen auf die Informationen auswirkt und ob bei etwaigen Pflichtverletzungen des Herkunftsmitgliedslands Ansprüche auf Schadensersatz geltend gemacht werden können.

Zum anderen haben die Emittenten ihren Anlegern einen kostenfreien Zugang zu Unternehmensinformationen zu gewähren. Die Emittenten trifft die Verpflichtung, Informationen rechtzeitig bekannt zu geben und der Öffentlichkeit einen tatsächlichen und gleichwertigen Zugang zu gewähren.

Fraglich ist, welche Medien den Anforderungen gerecht werden. Durch das Internet werden die Informationen zeitlich unmittelbar an die Rezipienten vermittelt. Doch sollte nicht außer Acht gelassen werden, dass Internetzugänge nicht in allen Mitgliedsländern gleich stark verbreitet sind. Während beispielsweise in Schweden im Jahr 2004 fast dreiviertel aller Personen über 15

Jahren einen Zugang zum Internet hatten, war es in Deutschland gerade mehr als die Hälfte. In Frankreich und Spanien waren es noch weit weniger.<sup>89</sup> Als Alternative finden beispielsweise Printmedien eine flächendeckende Verbreitung, sind jedoch als zeitkritischer Zugang zu Informationen unbrauchbar.

Hier finden sich äußerst praktisch relevante Problematiken, die zu regeln sind. Die Herkunftsmitgliedstaaten sind grundsätzlich verpflichtet, diese Regelungen zu überwachen und geeignete Medien vorzuschreiben. Gerade hier sind nationale Regelungen zwingend, da im hohen Maß auf die inländischen Gegebenheiten geachtet werden muss. Werden im Herkunftsmitgliedstaat keine Wertpapiere des Emittenten gehandelt, treffen den Aufnahmemitgliedstaat die oben genannten Pflichten.

## 6. Einrichtung von Behörden und ihre Befugnisse

Da die Mitgliedstaaten die Einhaltung der Transparenzrichtlinie überwachen, werden Behörden benannt, die diese Pflicht wahrnehmen, gemäß Artikel 24 Tr-RL. Insbesondere werden die Behörden mit notwendigen Minimalbefugnissen ausgestattet, die durch die Mitgliedstaaten erweitert werden können, Artikel 24, Absatz 4 Tr-RL. Grundsätzlich können die Behörden Einsicht in Informationen und Dokumente von Emittenten, Inhaber von möglicherweise bedeutenden Beteiligungen und auch von Wirtschaftsprüfern verlangen. Vertragliche oder sonstige Einschränkungen, die Wirtschaftsprüfern untersagen, Informationen weiterzugeben, greifen hier nicht. Eine Haftung ist ausgeschlossen. Erachtet die Behörde bestimmte Informationen als relevant für die Öffentlichkeit, kann sie eine Publizierung durch dafür geeignete Medien verlangen. Kommt der Emittent nach einer angemessenen Frist dieser Aufgabe nicht nach, kann die Behörde die Informationen von sich aus veröffentlichen.

Die Behörde prüft die materielle Einhaltung dieser Richtlinie. Dazu gehört auch die rechtzeitige und gemeinschaftsweite Veröffentlichung unter gleichen Voraussetzungen für die Öffentlichkeit. Für die Überprüfung der Berichtertattungspflichten kann die Behörde eine andere Behörde zur Wahrnehmung dieser Pflichten benennen. Im Rahmen der Kontrollfunktion können Überprüfungen vor Ort durchgeführt werden, unter der Maßgabe des nationalen Rechts und unter Verständigung und/oder in Zusammenarbeit mit weiteren nationalen Behörden.

Als Sanktionsmaßnahmen kann die Behörde Pflichtverletzungen gegen die Maßgaben dieser Richtlinie öffentlich bekannt machen. Liegen berechtigte Gründe vor, ist die Behörde ermächtigt, den Handel mit Wertpapieren für höchstens zehn aufeinander folgende Tage auszusetzen bzw. zu verbieten.

## 7. Sprachregelung

Die zu Informationsmitteilungen verpflichteten Personen haben auch Regelungen betreffend der zu verwendenden Sprache zu beachten. Der Regelungsbedarf ist hier nicht zu unterschätzen, schließlich gibt es in den 27 Mitgliedstaaten 23 verschiedene Amtssprachen.<sup>90</sup> Und das Ziel, Unternehmen und Beteiligungen transparenter zu gestalten, lässt sich nur erreichen, wenn die vermittelten Informationen auch verstanden werden. Des Weiteren ist die Erstellung von laufenden und regelmäßigen Informationen in mehrere Sprachen ein hoher Aufwand und benötigt auch dementsprechend qualifiziertes Personal.

Die Verpflichtung trifft hier insbesondere die Emittenten von Wertpapieren. Grundsätzlich können sie ihre Informationen in der Sprache verfassen, die die entsprechenden Behörden der Mitgliedstaaten akzeptieren (Artikel 20 Absatz 1 und 2 Tr-RL). Ist der Emittent verpflichtet, in Aufnahmemitgliedstaaten Informationen zu veröffentlichen, steht ihm ein Wahlrecht zu. So kann er die Mitteilungen entweder in der akzeptierten Sprache der Behörde des Aufnahmemitgliedstaates verfassen, oder er wählt eine Sprache, die in „internationalen Finanzkreisen gebräuchlich“ ist (Artikel 20 Absatz 2 Nummer b). Eine Verpflichtung zur Verwendung der von der zuständigen Behörde akzeptierten Sprache trifft die Emittenten aber nur in dem Herkunftsmitgliedstaat und auch nur, wenn der entsprechende Mitgliedstaat den Emittenten kein Wahlrecht überlässt. Ansonsten ist ein Wahlrecht zwischen der akzeptierten Sprache der Landesbehörde und einer üblichen Finanzsprache nur in den Aufnahmemitgliedstaaten zulässig. Emittenten von Aktien oder Schuldtiteln mit einer Mindeststückelung von 50.000 Euro sind von der Verpflichtung grundsätzlich nicht betroffen und haben ein Wahlrecht gemäß Artikel 20 Absatz 6 Tr-RL. Das gleiche gilt für die Aktionäre beziehungsweise die natürlichen oder juristischen Personen im Sinne der Artikel 9, 10 und 13 Tr-RL. Diese haben grundsätzlich bei der Meldung über bedeutende Beteiligungen ein Wahlrecht zwischen der akzeptierten Sprache der Behörde und einer international anerkannten Finanzsprache. Eine Aufforderung der Landesbehörde zur Übersetzung müssen sie nicht gegen sich gelten lassen (Artikel 20 Absatz 5 Tr-RL).

## 8. Drittländer

Die Vorschriften der Transparenzrichtlinie kommen grundsätzlich auch für Emittenten mit Sitz in einem nicht EU-Mitgliedstaat zum Tragen. Herkunftsmitgliedstaat ist für Emittenten der Staat, in dem die jährlichen Informationen hinterlegt werden, gemäß Artikel 2, Absatz 1, Buchstabe i), 2. Bindestrich, Artikel 23, Absatz 1 in Verbindung mit Artikel 19 und 20 Tr-RL. Von einem Großteil der Pflichten können Drittstaatsemittenten durch den

90) Vgl. o.V., [2007], Languages, S. 1.

91) ABl. L 343 vom 8.12.2006, S. 96-98.

Herkunftsmitgliedstaat befreit werden, wie zum Beispiel von den Regelungen über die Rechnungslegung, gemäß Artikel 4 ff. Tr-RL. Genauso können Befreiungen betreffend Informationen über die ausgegebenen Wertpapiere nach Artikel 16 ff. Tr-RL ausgesprochen werden. Voraussetzung dafür sind jedoch gleichwertige Standards in dem Staat, in dem der Emittent seinen Sitz hat.

Unabhängig von der Wahlmöglichkeit des Mitgliedstaats findet für das Geschäftsjahr, das nach oder am 1. Januar 2007 beginnt, eine Befreiung der Jahres- und Halbjahresberichte statt. Voraussetzung ist hier grundsätzlich die Erstellung der Abschlüsse nach der IAS- Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 durch diese Emittenten.

Die Kommission hat in ihrer Entscheidung vom 4. Dezember 2006/891/EG<sup>92</sup> die Vorschriften der Transparenzrichtlinie, betreffend die Rechnungslegung der Unternehmen aus nicht EU-Staaten, erweitert. Grundsätzlich können nun auch Emittenten ihren konsolidierten Abschluss nach den Vorschriften der Generally Accepted Accounting Standards (GAAP) erstellen. Die Kommission will für diese Emittenten bis spätestens zum 30. Juni 2008 mit Hilfe von Durchführungsmaßnahmen den Rechnungslegungsstandard nach GAAP in die Transparenzrichtlinie implementieren.

## II. Durchführungsmaßnahmen

Auf der zweiten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens werden durch die Kommission Maßnahmen zur Durchführung der Rahmenrichtlinie erlassen.<sup>93</sup> In der Rechtsetzung nach Lamfalussy können die Durchführungsmaßnahmen in einem beschleunigten Verfahren gesetzt werden. Der europäische Gesetzgeber kann auf diese Weise Marktentwicklungen schneller in die Vorschriften implementieren. Insbesondere technische Entwicklungen sollen durch die Durchführungsmaßnahmen besser berücksichtigt werden. So finden sich in zwölf von fünfunddreißig Artikeln der Transparenzrichtlinie Verweise zu einer detaillierten Ausgestaltung der Vorschriften durch eine künftige Durchführungsmaßnahme. Grundlage ist der Beschluss des Rates 1999/468/EG<sup>94</sup>, insbesondere die Artikel 5, 7 und 8. Hier wird in dem sogenannten Komitologieverfahren die Kommission von einem Ausschuss bei der Rechtsetzung unterstützt. Für Durchführungsmaßnahmen der Transparenzrichtlinie kommt die Unterstützung von dem europäischen Wertpapierausschuss (Artikel 27 Absatz 1 Tr-RL).

### 1. Regelungsbereich der Durchführungsmaßnahmen

In den Durchführungsbestimmungen sollen insbesondere technische Verfahren geregelt werden. Beispielsweise soll bestimmt werden, nach welchen Verfahren der

Emittent sein Herkunftsmitgliedsländ wählen kann, gemäß Artikel 2 Absatz 3 Buchstabe a).

Des Weiteren soll eine „indikative Liste“ erstellt werden, die bestimmte elektronische Hilfsmittel ausschließen soll, nach Artikel 2 Absatz 3 Buchstabe c). Elektronische Hilfsmittel sind nach der Legaldefinition alle elektronischen Geräte, die für „die Verarbeitung, Speicherung und Übertragung von Daten über [...] elektromagnetische Verfahren“ geeignet sind, gemäß Absatz 1 Buchstabe l) des gleichen Artikels.

Auch bedarf es der Klärung der technischen Voraussetzungen, unter denen die Jahresabschluss- und Halbjahresberichte nach Artikel 4 und 5 Tr-RL für die geforderten 5 Jahre öffentlich zugänglich bleiben müssen. Das Gleiche trifft auf die Hinterlegung der laufenden Informationspflichten zu. Durch die Kommission sollen geeignete Medien aufgelistet werden, die gewährleisten können, die Informationen gemeinschaftsweit zu publizieren (Artikel 9 Absatz 7, Artikel 21 Absatz 4 Tr-RL).

In den Fällen, in denen ein Unternehmen keinen konsolidierten Halbjahresabschluss erstellen muss, sollen die Mindeststandards für einen verkürzten Abschluss normiert werden (Artikel 5 Absatz 6 Buchstabe c). Zudem soll die Art der prüferischen Durchsicht der Halbjahresberichte geprüft werden, gemäß Buchstabe b). Ebenso soll ein Standardformular mit den inhaltlichen Angaben der Mitteilungen über bedeutende Beteiligungen gemäß Artikel 12 Absatz 1 Tr-RL für Aktionäre oder ihnen gleichstehende Personen im Sinne des Artikels 10 Tr-RL erstellt werden. Dieses Formular soll gemeinschaftsübergreifend gelten und kann dadurch das Verfahren durch die Standardisierung vereinfachen.

Weiter werden die Ausnahmen von der Mitteilungspflicht bedeutender Beteiligungen geregelt. Denn fraglich ist beispielsweise, welches Unternehmen bei der Zusammenlegung von Stimmrechten mehrerer Unternehmen die Mitteilungspflicht zu erfüllen hat, nach Artikel 12 Absatz 8.<sup>94</sup> Auch die Zeiträume der Mitteilungen bedürfen einer bestimmten Vorgabe, gemäß Artikel 13 Absatz 2 Buchstabe d).

Ferner kann die Kommission Listen erstellen, die beispielsweise bestimmte Tatbestände explizit beschreiben. So sind möglicherweise Listen aufzustellen über die zu berücksichtigenden Ereignisse, die die Stimmrechtsstruktur der von einem Emittenten begebenen Aktien verändern und die eine Mitteilungspflicht im Sinne des Artikels 15 in Verbindung mit Artikel 9, Absatz 7, 2. Unterabsatz und Absatz 2 Tr-RL auslösen.

### 2. Betrachtung der Rolle von Durchführungsmaßnahmen

Durch das Lamfalussy-Verfahren kommt es regelmäßig zu Durchführungsmaßnahmen, gestützt auf eine Rahmenrichtlinie. Durch die Rechtsetzung mit Hilfe

92) siehe Abschnitt B. Kapitel II. Nummer 3.

93) ABl. L 184 vom 17.07.1999.

94) siehe Abschnitt C. Kapitel I. Nummer 4. Buchstabe d) Doppelbuchstabe cc).

des Komitologieverfahrens werden nicht legislative Organe, nämlich die Kommission und die beratenden Ausschüsse, zur Rechtsetzung ermächtigt. Durch die Rahmenrichtlinie kontrolliert das Europäische Parlament daraufhin die Einhaltung der durch ihn und den Rat gesetzten Befugnisse.<sup>95</sup> Dadurch wird die Legitimation des vereinfachten Rechtsetzungsverfahrens gewahrt.

Ob durch diese Verfahren das institutionelle europäische Gleichgewicht gewahrt bleibt, ist nicht Gegenstand dieser Arbeit. Es zeigt sich jedoch, dass der Rat und das Parlament gewillt sind, der Kommission umfangreiche Befugnisse zu gewähren. Die Grenze ist hier in der materiellen Gesetzgebung erreicht. Die Durchführungsmaßnahmen sind nicht erforderlich, um die Zielsetzung der Transparenzrichtlinie zu ergänzen oder zu erweitern. Vielmehr sollen dadurch die Kernvorschriften der praktischen Wirklichkeit angepasst werden. Hier könnte sich die Frage stellen, ob in dem Zeitraum zwischen Rahmenrichtlinie und Durchführungsmaßnahmen für die betroffenen Personen und auch für die nationalen Gesetzgeber Unklarheit besteht, die Richtlinie rechtmäßig auszuführen. Aber dem darf entgegengehalten werden, dass sich die Richtlinie bereits grundsätzlich an internationale Praktiken hält, diese gegebenenfalls erweitert oder einschränkt. Das heißt, die betroffenen Personen sind nur in Ausnahmefällen mit beispiellosen Verfahren konfrontiert. Die Durchführungsmaßnahmen werden somit eher vorhandene Verfahren sektieren, verbessern oder erweitern.

### III. Zwischenfazit

Der Europäische Gesetzgeber hat mit der Transparenzrichtlinie eine der letzten Maßnahmen zur Vervollständigung des Financial Service Action Plan auf der ersten Stufe getroffen. Die Ziele wurden dabei hoch gesetzt. Eine Verbesserung des Anlegerschutzes durch eine transparente Informationsgestaltung, gleichzeitige Steigerung der Markteffizienz, Kostensenkung, eine höhere Informationsfrequenz oder auch die Harmonisierung der Vorschriften und die parallele Beachtung aller unterschiedlichen Märkte und Nationalitäten unter Berücksichtigung der Subsidiarität sind Ziele, die in konträre Richtungen verlaufen können.

Die Kernelemente der Richtlinie sind die Pflichten zur Erstellung regelmäßiger und laufender Informationen. Die Erstellung von Jahres- und Halbjahresberichten trifft Emittenten von Aktien und auch von Schuldtiteln, wobei für Schuldtitelemittenten Ausnahmeregelungen durch die Mitgliedstaaten getroffen werden können. Problematischer ist sicherlich die Rolle der Zwischenberichte zu sehen. Hier entstehen Kosten, gerade für kleinere Unternehmen, ohne einen höheren Anlegerschutz zu geben. Auch durch die rigorose Ausnahmeregelung für Emittenten, die bereits Quartalsberichte erstellen, werden keine weiteren

Harmonisierungseffekte erreicht. Aufgrund der weit reichenden Kritiken, auch innerhalb der Konsultationen bezüglich der Zwischenmitteilung, wird die Kommission die praktische Wirkung der Mitteilungsverpflichtung noch gesondert evaluieren.

Die Einführung der laufenden Informationen bringt im Besonderen europaweit einheitliche Meldeschwellen für bedeutende Beteiligungen mit sich. Die Meldepflicht besteht grundsätzlich nur für Wertpapierinhaber, die ein Stimmrecht ausüben können oder nach eigenem Ermessen ein solches erlangen können. Dies ist auch als sachgerechte Lösung anzusehen. Sonstige Wertpapierinhaber können schließlich grundsätzlich nicht die Geschäftsführung beeinflussen. Eine Berücksichtigung derer würde nur unnötigen Verwaltungsaufwand nach sich ziehen.

Am 8. März 2007 wurde durch die Kommission mit Hilfe des Komitologieverfahrens die Durchführungsrichtlinie 2007/14/EG<sup>96</sup> zur Transparenzrichtlinie erlassen. Sie trat am 29. März in Kraft, gemäß Artikel 25 der Durchführungsrichtlinie. Die Mitgliedstaaten haben nach Annahme der Richtlinie zwölf Monate Zeit zur Umsetzung. Folglich ist die zweite Stufe bereits im Prozess und wird die Anwendung der Transparenzrichtlinie weiter präzisieren können.

Insoweit schafft es die Transparenzrichtlinie, die gesetzten Ziele zu erreichen. Zu betonen ist, dass durch diesen Rechtsakt nur Mindestregelungen getroffen wurden. Dies ist im Rahmen der Richtlinie gewollt, da hier den Mitgliedstaaten im Sinne des Subsidiaritätsprinzips Spielräume für Maßnahmen gewährt werden mussten. Somit kann auch nur von einer Mindestharmonisierung gesprochen werden, die durch die Richtlinie erreicht wird. Eine weitere Harmonisierung kann folglich nur durch eine einheitliche Umsetzung erzielt werden.

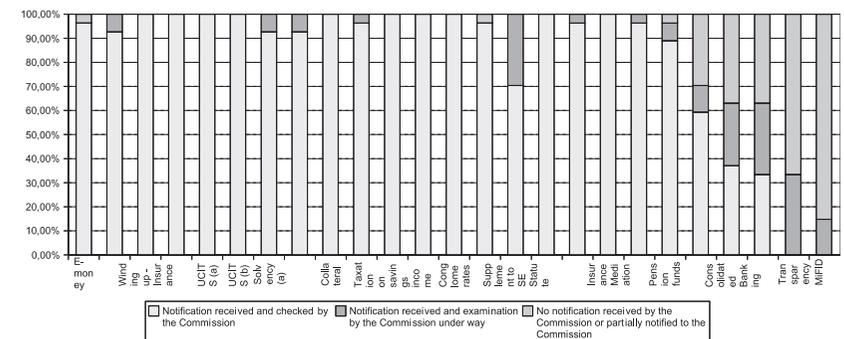
Interessant ist dabei die Frage, ob die nationalen Gesetzgeber vermehrt von ihren Wahlmöglichkeiten Gebrauch machen. Insbesondere ist die Nutzung der Möglichkeit, strengere Vorschriften zu erlassen, fraglich, da sie gegenüber den anderen Mitgliedstaaten möglicherweise Wettbewerbsnachteile für ihre Unternehmen hinnehmen müssten.

95) o.V. [2001] Lamfalussy-Schlussbericht, S. 42 ff.

96) ABl. L 69/27 v. 9.3.2007.

## D. Umsetzung der Transparenzrichtlinie

Die Umsetzung der Richtlinie hatte bereits bis zum 20. Januar 2007 zu erfolgen. Dies geschah jedoch nur teilweise, zum 15. Februar erhielt die Kommission Berichte über die Umsetzung aus Bulgarien, Deutschland, Litauen, Rumänien und dem Vereinigten Königreich von Großbritannien.<sup>97</sup> Bis zum 1. Mai 2007 konnten noch Österreich, Griechenland, Finnland und Lettland einen Umsetzungsbericht an die Kommission liefern.<sup>98</sup> Ein Unterlassen der fristgerechten Umsetzung in den Mitgliedsländern ist nicht unüblich. Die Tabelle zeigt, dass die Umsetzungsverzögerung der Transparenzrichtlinie kein Einzelfall ist. Beispielsweise ist die etwas später, am 31. Januar 2007, umzusetzende Richtlinie über Finanzinstrumente 2004/39/EG<sup>99</sup> (Markets in Financial Instruments, MiFID) gleichfalls nur durch wenige Mitgliedsländer pünktlich umgesetzt worden. Der EU bleiben hier die Maßnahmen des Vertragsverletzungsverfahrens gemäß Artikel 226 EGv.



**Abbildung 3:** Umsetzungsstatus von Richtlinien in den Mitgliedstaaten  
(Quelle: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/archives/070501\\_directive\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/archives/070501_directive_en.pdf))

### I. Umsetzung in der EU

Die Richtlinie konnte folglich in den meisten Mitgliedstaaten nicht pünktlich umgesetzt werden. Somit wird für die Kapitalmarktteilnehmer Europas nicht

97) o.V. [2007], Tabelle v. 12.02.2007, S. 1 f.

98) o.V. [2007], Tabelle v. 01.05.2007, S. 1 f.

99) ABl. L 145 vom 30.4.2004, S. 1-44.

nur fraglich sein, welche Differenzierungen es zwischen den nationalen Märkten zu beachten gibt. Auch die Frage nach dem Zeitpunkt, wann die Wirkungen der Transparenzrichtlinie tatsächlich greifen, ist problematisch.

Die Problematik ist im Bereich der Regelpublizität jedoch zum Teil nicht erst durch die verspätete Umsetzung aufgekommen. In Deutschland gelten die neuen Anforderungen zur Finanzberichterstattung für alle Emittenten, deren Geschäftsjahr nach dem 31. Dezember 2006 beginnt. Für Emittenten mit einem dem Kalenderjahr nicht entsprechenden Geschäftsjahr kommt die erstmalige Verpflichtung zur Erstellung nach den Standards der Jahres-, Halbjahres- und Zwischenberichte somit deutlich später.

Für Emittenten in Deutschland würde das bedeuten, dass diejenigen, deren Geschäftsjahr beispielsweise am 1. Oktober beginnt, den ersten Zwischenbericht bis zum 4. Quartal 2007 oder zum 1. Quartal 2008 erstellen müssen und der erste Jahresbericht erst im 1. Quartal des Jahres 2009 veröffentlicht werden muss. Im Vergleich gelten in Großbritannien die Anforderungen der Disclosure and Transparency Rules (DTR), das britische Pendant zum TUG, an die Emittenten erst ab dem 20. Januar 2007. Unter der Voraussetzung, dass die Mehrzahl der Geschäftsjahre der Emittenten dem Kalenderjahr entspricht, kommt für den Großteil der Unternehmen erst im Jahr 2008 die neue Berichtspflicht zum Tragen.

### 1. Abgrenzungen zum Begriff Herkunftsmitgliedstaat

Der Begriff des Herkunftsmitgliedstaates wurde bereits mit der Prospekttrichtlinie eingeführt. Die Mitgliedstaaten können nur für Emittenten ihrer Herkunft strengere Maßnahmen auferlegen als die in der Transparenzrichtlinie vorgesehenen. Für Emittenten anderer Herkunft gelten in diesem Staat nur die Mindestregeln der Richtlinie.

#### a) Inlandsemittent

Grundsätzlich ist ein Mitgliedstaat für diejenigen Emittenten von Wertpapieren Herkunftsmitgliedstaat, die ihren satzungsmäßigen Sitz in der Bundesrepublik Deutschland haben, gemäß § 2 Absatz 6 WpHG, oder die nach der Maßgabe des § 2a WpHG die Bundesrepublik als Herkunftsmitgliedstaat wählen.<sup>100</sup>

Zusätzlich führt in Deutschland das Umsetzungsgesetz den Begriff des Inlandsemittenten ein, § 2 Absatz 7 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). Inlandsemittent sind nach der Legaldefinition grundsätzlich alle Emittenten, für die Deutschland der Herkunftsmitgliedstaat ist und die ihre Wertpapiere zumindest auch an einem inländischen geregelten Markt handeln lassen. Das gleiche gilt für Emittenten, deren Herkunftsmitgliedstaat ein anderer Staat der Europäischen Union oder ein Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen

100) Vgl. Abschnitt C. Kapitel I. Nummer 2.

Wirtschaftsraum (EWR) ist und gleichzeitig seine Wertpapiere ausschließlich an einem geregelten Markt in Deutschland handeln lässt.<sup>101</sup>

Festzuhalten ist, dass die Herkunftsmitgliedstaatlichkeit und die damit einhergehenden Pflichten davon unberührt bleiben. Insbesondere gelten für Inlandsemittenten nicht zwingend strengere Vorschriften als die der Transparenzrichtlinie nach Artikel 3, Absatz 1 Tr-RL. Diese können nur für die Herkunftsmitgliedstaaten bestimmt werden, und somit sind die beiden Begriffe nicht gleichzusetzen.

Zweck dieser Einführung ist eine weitere Unterscheidung innerhalb der Terminologie des Herkunftsmitgliedstaates. Beispielsweise richten sich die Vorschriften über Ad-hoc-Mitteilungen (§ 15 WpHG), Directors' Dealings (§ 26 WpHG) oder auch die Veröffentlichungspflichten der Beteiligungsmitteilungen und der Regelpublizität nach der Unterscheidungskraft der Terminologie des Inlandsemittenten (§§ 26 bzw. 37 ff WpHG).<sup>102</sup>

#### b) UK-issuer

Auch Großbritannien führt eine Terminologie ein, um den Anwendungsbereich auf bestimmte Emittenten, deren Herkunftsmitgliedstaat sie sind, zu begrenzen. Die Eingrenzung betrifft nur die Emittenten von Aktien, die an einem Markt in Großbritannien gehandelt werden, wie dem Alternative Investment Market (AIM) oder dem Plus Market, gemäß 5.1.1 DTR.

### 2. Regelpublizität (Regelmäßige Informationen)

Die periodischen Berichtspflichten wurden zum größten Teil eins zu eins übernommen. Nachfolgend werden die wesentlichen Punkte der Umsetzung aufgeführt.

#### a) Jahresbericht

Grundsätzlich gilt für alle Emittenten von Wertpapieren, für die Deutschland Herkunftsmitgliedstaat ist, die Rechnungslegung nach den Bestimmungen des Sitzungsstaates des Unternehmens gemäß § 37 v Absatz 2 Nummer 1 WpHG. Eine zusätzliche Rechnungslegung nach dem International Accounting Standard betrifft Unternehmen, die als Konzernspitze verpflichtet sind, einen Konzernabschluss aufzustellen (§ 37 y WpHG). Die Unternehmen müssen den Bericht vier Monate nach Ablauf des Geschäftsjahres der Öffentlichkeit zur Verfügung stellen (§ 37 v Absatz 1 Satz 1 WpHG). Die Abschlüsse beider Rechnungslegungsstandards beinhalten den aufgestellten und geprüften Jahresabschluss und einen Lagebericht. Zusätzlich haben die Vertreter des Emittenten eine Erklärung abzugeben, den sogenannten Bilanzzeit. Demnach garantieren sie, den Abschluss und den Lagebericht nach bestem Wissen erstellt zu haben, gemäß § 37 v Absatz 2 Nummer 3 WpHG in Verbindung mit §§ 264 Abs. 2 Satz 3, 289 Abs. 1 Satz 5

101) Vgl. Rodewald/Unger [2006], Betriebs-Berater, S. 1918.

102) Vgl. Hutter/Kaulamo [2007a], NJW, S. 472 f.; zu Direc-

tors' Dealings, Hagen-Eck/Wirsch [2007], Der Betrieb, S. 504 ff.

HGB. In Deutschland enthält der Lagebericht, zusätzlich zu der Risikobeschreibung, eine Beschreibung der Chancen für die nächsten sechs Monate. Fraglich ist jedoch die Ausgestaltung der Chancenaussicht.

### b) Halbjahresbericht

Der Halbjahresbericht enthält nach Maßgabe des § 37 w WpHG mindestens einen verkürzten Abschluss, in dem eine verkürzte Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung und ein Anhang zu erstellen sind. Zudem muss der Bericht einen Zwischenlagebericht und den Bilanzzeit enthalten. Es gelten dieselben Rechnungslegungsvorschriften wie für den Jahresbericht. Muss der Emittent einen konsolidierten Jahresabschluss erstellen, gelten die Vorschriften der International Accounting Standards für Zwischenmitteilungen (IAS-34). Auf eine gesonderte Rechnungslegung nach nationalen Vorschriften aus Sicht des § 37 v Absatz 2 Nummer 1 wird im Gegensatz zum Jahresabschluss verzichtet (§ 37 y Nummer 2 Satz 1 WpHG). Zwei Monate nach Ablauf des Berichtszeitraums ist der Bericht der Öffentlichkeit zur Verfügung zu stellen. Eine prüferische Durchsicht ist nicht zwingend notwendig. Somit bleibt die Umsetzung hier innerhalb der Mindestregulierungen der Transparenzrichtlinie.<sup>103</sup>

In Ermangelung eines Rahmens für den Halbjahresbericht nach einem nicht konsolidierten Abschluss haben sich Emittenten, die nach UK-GAAP bilanzieren, an die Richtlinien für Zwischenberichte des Accounting Standard Board (ASB) zu halten. Grundsätzlich gilt auch für die Emittenten in Großbritannien, dass die Halbjahresfinanzberichte nach demselben Standard erstellt werden wie der vorangegangene Jahresbericht. Jedoch kann der Emittent auch innerhalb eines Jahres die Rechnungslegungsstandards wechseln, sofern er die Änderung im Halbjahresbericht angibt und begründet gemäß Punkt 4.2.6. Disclosure and Transparency Rules (DTR). Auch mögliche Ausschüttungen und Aufteilungen von Dividenden müssen Aktienemittenten in ihren Finanzberichten mitteilen. Eine Verpflichtung zur prüferischen Durchsicht ist nicht gegeben. Sollte dies jedoch geschehen sein, ist der gesamte Prüfungsbericht anzugeben.<sup>104</sup>

### c) Zwischenmitteilung

Neu eingeführt wurde die Zwischenmitteilung. Von dieser Verpflichtung werden nur Emittenten von Aktien erfasst, die zusätzlich keine Quartalsberichte erstellen. Inhaltlich geht die Mitteilungspflicht in den meisten Staaten nicht über die Maßgaben der Transparenzrichtlinie hinaus.<sup>105</sup> Die praktische Relevanz wird in den Mitgliedstaaten jedoch sehr unterschiedlich sein. In Österreich, Belgien, Spanien, Finnland, Griechenland, Italien und Portugal sind Quartalsberichte bereits vorgeschrieben. In Deutschland waren es im Jahr 2002 bereits 80 Prozent der Emittenten, die auf Druck der Investoren und des Marktes Quartalsberichte

103) Vgl. Hutter/Kaulamo [2007b], NJW, S. 551 f.; Beiersdorf/Rahe [2007], Betriebs-Berater, S. 99 f.

104) Vgl. Knapp [2007], IFLR, S. 42; o.V. [2006], Implementation of TD, S. 22 f., S. 68.

105) Die Forderung der Tr-RL zur Zwischenmitteilung: siehe Abschnitt C, Kapitel I, Nummer 3, Buchstabe c).

106) Vgl. o.V. [2003], DAI v. 25.04., S. 4.

publizierten.<sup>106</sup> Grundsätzlich ist fraglich, wie die Inhalte der Zwischenberichte durch die Emittenten ausgestaltet werden. Die Transparenzrichtlinie gibt dazu keine detaillierten Anweisungen, und international vergleichbare Mitteilungen existieren nicht. Die britische Finanzaufsichtsbehörde Financial Services Authority plant jedoch, den Emittenten eine Negativliste zu erstellen. Also sollen hier Informationen über Inhalte verbreitet werden, die nicht in den Zwischenberichten publiziert werden sollen.

### d) Bilanzzeit

Die Erklärung von Vertretern der Emittenten bzw. der sogenannte Bilanzzeit führte im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens des TUGs zu einer großen Beachtung. Dies rührte daher, dass der deutsche Gesetzgeber im Bilanzzeit eine objektive Richtigkeitsgarantie einführen wollte. Diese Regelung wäre weit über die Vorgaben der Richtlinie hinausgegangen. Als Folge für die Geschäftsführung wären möglicherweise erhebliche zivilrechtliche Konsequenzen bei Fehlern der Jahres- und Halbjahresberichte gewesen.<sup>107</sup>

Der Gesetzgeber reagierte daraufhin und beschränkte sich auf eine subjektive Garantie. Somit erklären die Vertreter, dass der Abschluss und der Lagebericht nach „bestem Wissen“ erstellt wurden und dabei ein den „tatsächlichen Verhältnissen“ entsprechendes Bild unter Beachtung der entsprechenden Buchführungspflichten (Vgl. § 264 Absatz 2 und § 289 Absatz 1 HGB) gezeichnet wurde. Dies bedeutet jedoch nicht, dass sich die Unternehmensvertreter mittels ihres (mangelnden) Wissens exkulpieren können. Sie müssen weiterhin den Sorgfaltpflichten eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters nachkommen.<sup>108</sup>

Zu strengeren Maßnahmen durch den deutschen Gesetzgeber kam es im Rahmen des Bilanzzeids dennoch. So erweitert die Umsetzung den Anwendungsbereich auf sämtliche Kapitalgesellschaften, anstatt ausschließlich börsennotierte Unternehmen zu verpflichten.

Des Weiteren überschreitet das TUG die Mindestforderung der Transparenzrichtlinie hinsichtlich zu verhängender Sanktionen. So können Verstöße gegen den Bilanzzeit strafrechtlich verfolgt werden gemäß § 331, Nummer 3a HGB. Der deutsche Gesetzgeber belässt es folglich in diesem Punkt nicht bei verwaltungs- oder zivilrechtlichen Maßnahmen. Dabei ist eine Freiheitsstrafe von bis zu drei Jahren oder eine Geldstrafe möglich, zusätzlich zu zivilrechtlichen Ansprüchen Dritter.<sup>109</sup> Ein Unterlassen des Bilanzzeids oder eine Fristversäumnis bei der Abgabe ist hingegen nur eine Ordnungswidrigkeit im Sinne des § 39 Absatz 2 Nummer 19 und 20 WpHG.

Während in Österreich (§ 82 Absatz 4 Börsegesetz; BörseG)<sup>110</sup> und Deutschland die gesetzlichen Vertreter des Emittenten den Bilanzzeit zu leisten haben, ist es in Großbritannien zum einen die juristische Person des Emittenten und zum anderen diejenige natürliche Person, welche in der Erklärung genannt wird und

107) o.V. [2006], Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts (DAI) v. 16.8.2006, S. 9 ff.

108) Vgl. Bosse [2007], Der Betrieb, S. 45 f.

109) Vgl. Hutter/Kaulamo [2007b], NJW, S. 553; Beiersdorf/Buchheim [2006], Betriebs-Berater, S. 1677.

110) BGBl. 555/1989.

die die Verantwortung übernimmt nach DTR 4.1.12 und 4.2.10. Nach Maßgabe der FSA kommen dafür Führungspersonen in Frage, die für die Hälfte der Mitarbeiter des Unternehmens verantwortlich sind. Grundsätzlich sollen die bezeichneten natürlichen Personen nur haften, wenn sie wissentlich falsche oder missverständliche Angaben gemacht haben oder im Rahmen ihrer Sorgfaltspflichten davon Kenntnis haben mussten, dass solche gemacht wurden. Eine Haftung für Ansprüche Dritter soll jedoch nur gegen den Emittenten durchsetzbar sein, ein möglicher Anspruch des Emittenten an die bezeichnende Führungsperson ist jedoch nicht ausgeschlossen.<sup>111</sup>

Fraglich ist, welche Haftungs- oder Sanktionsmaßnahmen in den anderen Mitgliedsländern durchgeführt werden. Durch die Transparenzrichtlinie sind den Mitgliedstaaten keine Maximalgrenzen gesetzt, so dass es grundsätzlich zu verschiedensten Sanktionsmaßnahmen innerhalb der EU kommen kann.

### e) Ausnahmen

Der deutsche Gesetzgeber nimmt eine Reihe der Befreiungsrechte der Transparenzrichtlinie in das Umsetzungsgesetz mit auf. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) kann Emittenten von Wertpapieren, die ihren Sitz in einem Drittstaat haben, von der Verpflichtung der Rechnungslegung nach den Vorschriften der §§ 37v bis 37y WpHG befreien. Ausdrücklich davon ausgenommen sind die Offenlegungspflichten der Emittenten. Ebenso wenig gilt dies auch für Rechtsverordnungen durch den deutschen Bundestag (§ 37 z Absatz 3 WpHG). Auch die Engländer und Österreicher übernehmen diese Ausnahme von der Transparenzrichtlinie. Voraussetzung für die Befreiung ist jeweils, dass die Emittenten einer gleichwertigen Rechnungslegung in den Drittstaaten unterliegen.

Zur Gleichwertigkeit von Rechnungslegungsvorschriften nahm die Kommission in ihrer Entscheidung (2006/891/EG) vom 4. Dezember 2006 „betreffend die Verwendung von im Rahmen der international anerkannten Rechnungslegungsstandards erstellten Informationen durch Drittstaatemittenten von Wertpapieren“<sup>112</sup> Stellung. Somit können Behörden Drittemittenten, die einen konsolidierten Jahres- und Halbjahresbericht erstellen müssen, in einer Übergangszeit bis hin zu dem ersten Geschäftsjahr, das am 1. Januar 2009 oder danach beginnt, von der Rechnungslegungspflicht befreien. Dazu gehören alle Emittenten, die ihre Abschlüsse nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) im Sinne von den International Accounting Standards 1 (IAS 1) erstellen. Das gleiche gilt für die General Accepted Accounting Principles (GAAP) der Staaten Kanada, Japan, Vereinigte Staaten von Amerika (USA) oder anderer Staaten, die sich verpflichten, deren General Accepted Accounting Principles dem IFRS anzunähern (Artikel 1 Buchstaben a) - c) der Entscheidung 2006/891/EG).

111) Vgl. K. Knapp [2007], IFLR, S. 42 f.

112) ABL L 343 vom 8.12.2006, S. 96–98.

Nicht genau bestimmt ist die Regelung für Emittenten eines Drittlandes, die einen nicht konsolidierten Abschluss erstellen müssen. Fraglich ist, welcher nicht konsolidierte Abschluss den Regelungen des Herkunftsmitgliedstaates entspricht beziehungsweise gleichwertig ist. Auch in den Umsetzungen der Mitgliedsländer findet sich keine solche Regelung, in Artikel 23 Absatz 1 Tr-RL erfolgt nur eine Bestimmung für konsolidierte Abschlüsse.

Möglich sind drei Alternativen: Die Emittenten erstellen die Abschlüsse nach den Regelungen ihres Sitzstaates, die Abschlüsse richten sich nach den nationalen Rechnungslegungsvorschriften der EU-Mitglieder, wie nach HGB oder UK-GAAP, oder die Vorschriften gelten für konsolidierungspflichtige Emittenten entsprechend. Die Zulässigkeit von anderen Abschlüssen als IFRS oder den nationalen Vorschriften würde den Markt unübersichtlicher gestalten und den Kapitalmarktteilnehmern die Einschätzung solcher Unternehmen erschweren.

Die erste Alternative ist somit eher abzulehnen. Eine alleinige Fixierung auf die den nationalen Standards entsprechende Vorschrift könnte zu Definitionsproblemen führen. Die Behörden, respektive die Gesetzgeber, müssten klären, welche Standards, beispielsweise der Rechnungslegung nach dem HGB, gleichwertig wären. Im Sinne einer Harmonisierung ist sicherlich die Nutzung von IFRS oder eines zumindest gleichwertigen Standards zu empfehlen.

Es sollte jedoch beachtet werden, dass den Emittenten aus Drittstaaten durch die Richtlinie ein Sonderrecht gewährt wird, das es ihnen erleichtern soll, auf den europäischen Kapitalmärkten einzutreten. Hier sollte nach Ansicht des Verfassers zumindest ein Wahlrecht für die Drittstaatemittenten zwischen den gleichwertigen Standards, entsprechend einer nicht konsolidierten oder konsolidierten Rechnungslegung, gewährt werden.<sup>113</sup>

Ebenso entschloss sich die Bundesrepublik, Emittenten eines Drittstaates für die Abschlüsse nach den §§ 37 v und 37 w WpHG für das Geschäftsjahr zu befreien, das vor, am oder nach dem 1. Januar 2007 beginnt. Nach der Befreiungsnorm des § 37 z Absatz 5 WpHG ist eine Rechnungslegung nach Artikel 9 der IAS-Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 Voraussetzung.<sup>114</sup>

Des Weiteren wurden auch Wahlrechte zur Befreiung von bestimmten Kreditinstituten und Emittenten von Schuldtiteln in Deutschland, Großbritannien sowie Österreich, gemäß Artikel 8 Absatz 2 und 3 Tr-RL, eins zu eins umgesetzt<sup>115</sup> und in die entsprechenden Rechtsvorschriften übernommen (§ 37 z Absatz 1 und 2 WpHG; DTR 4.4.3 und 4.4.4; § 90 Absatz 2 und 3 BörseG).

### 3. Anlassabhängige Publizität (laufende Informationen)

Bei den Mitteilungspflichten in Sicht der §§ 21 und 25 WpHG knüpft das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz an den Begriff des Herkunftsmitgliedstaates an. Im Gegensatz zu den alten Regelungen können somit auch Gesell-

113) Vgl. Fischer-Appelt [2007], CMLJ, S. 136, S. 148.

114) ABL EG Nr. L 243 S. 1.

115) siehe Abschnitt C. Kapitel I. Nummer 3. Buchstabe d).

schaften erfasst werden, die ihren Unternehmenssitz außerhalb Deutschlands haben. Personen, die Wertpapiere von einem Emittenten erwerben, müssen demnach berücksichtigen, wer für ihn Herkunftsmitgliedstaat ist und ob somit eine entsprechende Meldepflicht erreicht wurde.

Der Meldepflichtige teilt ein Erreichen, Über- oder Unterschreiten der genannten Schwellen innerhalb von vier Handelstagen den Emittenten und der BaFin mit (§ 21 Absatz 1 WpHG). Der Emittent hat daraufhin die Mitteilung europaweit und innerhalb von drei Tagen nach Erhalt zu veröffentlichen (§ 26 WpHG). Unmittelbar nach der Veröffentlichung ist die Mitteilung dem Unternehmensregister nach § 8 b HGB zu übermitteln.

Durch das TUG kommt es zur Einführung neuer Meldeschwellen für den Stimmrechtsanteil an börsennotierten Gesellschaften. Zu den bereits bestehenden Schwellen von 5, 10, 25, 50 und 75 Prozent, die von der meldepflichtigen Person erreicht, unter- oder überschritten werden müssen, kommen nun die zwingend vorgeschriebenen Schwellen von 15, 20 und 30 Prozent dazu. Im Rahmen der Transparenzrichtlinie macht Deutschland Gebrauch von der Möglichkeit, als Herkunftsmitgliedstaat strengere Vorschriften für seine Emittenten einzuführen, und setzt die erste Schwelle bei drei Prozent an.

Auch neu geregelt ist die Mitteilungspflicht für Finanzinstrumente, die dem Inhaber ein Recht zum Erwerb bereits ausgegebener Stimmrechtsaktien einräumt. Dabei muss das Recht einseitig, ausschließlich abhängig von dem Willen des Inhabers, ausführbar sein (§ 25 Absatz 1 WpHG). Die Meldeschwellen sind die gleichen wie für Stimmrechtsaktien, mit Ausnahme der drei Prozent-Schwelle. Eine Kumulierung findet nur zwischen dieser Art von Finanzinstrumenten statt. Stimmrechte aus Aktien werden getrennt berechnet (§ 25 Absatz 2 WpHG).

Durch die Einführung einer niedrigeren Einstiegsschwelle verspricht sich der Gesetzgeber, die Markttransparenz erhöhen zu können und eine Möglichkeit für Emittenten zu schaffen, sich frühzeitig auf veränderte Aktionärsstrukturen einzustellen und gegebenenfalls ein Anschleichen an die Gesellschaft zu verhindern. Da die Anwendung der zusätzlichen Meldeschwelle nicht auf die Meldepflichten der Finanzinstrumente ausgeweitet wurde, wird der Argumentation entgegengestellt, dass dieser Schutz durch Bündelung verschiedener Wertpapiere umgangen werden kann.<sup>116</sup>

Beispielsweise sind Aktionäre nicht verpflichtet, eine Meldung zu machen, wenn sie 2,99 Prozent der Stimmrechte und 4,99 Prozent der Finanzinstrumente halten, die ihnen ein Stimmrecht gewähren können. Vielmehr entsteht durch die zusätzliche Mitteilungspflicht ein Mehraufwand. Als Resultat könnten Finanzinvestoren, die diesen Mehraufwand scheuen und auch nicht den Eindruck strategischer Investments erwecken möchten, von einer Beteiligung abgeschreckt werden.<sup>117</sup>

116) Vgl. Hutter/Kaulamo [2007a], NJW, S. 473 ff.

117) Vgl. Göres, [2007], Der Konzern, S. 18.

Relevant könnte die drei Prozent-Schwelle im Zusammenhang mit dem geplanten Gesetz zur Schaffung von deutschen Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anleihen werden. Denn nach diesem Gesetz soll die Aktionärsstruktur so beschaffen sein, dass 15 Prozent des Gesamtanteils der Stimmrechtsaktien von Aktionären besetzt werden sollen, die maximal drei Prozent der Stimmrechte in einer Hand halten.<sup>118</sup>

Erwirbt der Emittent eigene Aktien selbst oder im fremden Namen und auf eigene Rechnung, werden die Meldeschwellen von fünf und zehn Prozent von der Transparenzrichtlinie übernommen. Auch hier unterbleibt die Meldeschwelle von drei Prozent.

In Großbritannien macht der Gesetzgeber von der Möglichkeit Gebrauch, strengere Vorschriften zu erlassen, jedoch nur für die sogenannten UK-issuers. Für sie beginnen die Meldeschwellen bei drei Prozent und gehen in ein-Prozent-Schritten bis auf 100 Prozent (5.1.2 (1) DTR). Zudem trifft die Meldepflichtigen beim Erreichen, Über- oder Unterschreiten von UK-issuers-Aktien eine verkürzte Meldepflicht von zwei Tagen. Auf Aktionäre der nicht UK-issuers gemäß 5.1.1 (1) DTR treffen nur die Mindestanforderungen betreffend die Meldeschwellen und den Benachrichtigungszeitraum zu.<sup>119</sup>

Die Meldeschwellen in Österreich gelten grundsätzlich für alle Emittenten österreichischer Herkunft. Hier trifft Personen bei Erreichen, Über- oder Unterschreiten der Schwellen in Höhe von 5, 10, 15, 20, 25, 30, 35, 40, 45, 50, 75 und 90 Prozent des Gesamtanteils von Stimmrechten und auch von Finanzinstrumenten, die den Inhaber berechtigen, nach eigenem Willen nach förmlicher Vereinbarung Stimmrechte zu erwerben, eine Meldepflicht gemäß §§ 91 Absatz 1 und 91 a BörseG. Auch in Österreich gilt eine Mitteilungsfrist von zwei Handelstagen.

Die Diskussion in Deutschland über den möglicherweise unangemessenen Mehraufwand bei der Einführung der drei Prozent-Schwelle relativiert sich sehr schnell in Anbetracht der Regelung in Großbritannien. Für Aktionäre gelten, allerdings nur für den engeren Kreis der Aktien von UK-issuer, 97 Meldeschwellen. Bemerkenswert ist dabei zusätzlich der starke Zuspruch, der von Seiten der Marktteilnehmer für diese Schwelleinführung kam.<sup>120</sup>

Des Weiteren wurde beziehungsweise wird die Einführung von niedrigeren Schwellenwerten diskutiert. Portugal und Italien haben bereits eine Schwelle bei zwei Prozent, Spanien hat unter besonderen Voraussetzungen eine Mindestschwelle von einem Prozent und denkt über die Einführung von einer drei Prozent-Schwelle nach.<sup>121</sup>

#### a) Be- und Zurechnung

Die Transparenzrichtlinie bestimmt, dass die Emittenten den Stimmrechtsanteil ihrer begebenen Aktien zu berechnen haben.<sup>122</sup> Maßgebend ist dabei die

118) Vgl. Hutter/Kaulamo [2007a], NJW, S. 474.

119) Vgl. Fischer-Appelt [2007], CMLJ, S. 146 f.

120) Vgl. Fischer-Appelt [2007], CMLJ, S. 146 f.

121) Vgl. o.V. [2006], Wortprotokoll v. 18.10., S. 4.

122) siehe Abschnitt C. Kapitel I. Nummer 4. Buchstabe b) Doppelbuchstabe aa).

Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien. Das heißt, Stimmrechte, die nicht ausgeübt werden dürfen, sind auch mitzurechnen. Beispielsweise nach § 72 b Aktiengesetz (AktG) können Stimmrechte eines Emittenten aus eigenen Aktien nicht ausgeübt werden. Nach § 26 a WpHG veröffentlichen die Inlandsemittenten am Ende eines jeden Kalendermonats, an dem es Zu- oder Abnahmen gab, die Gesamtanzahl der Stimmrechte.<sup>123</sup>

Bei der Zurechnung von Stimmrechtsanteilen in Deutschland verändert sich die Rechtslage im Wesentlichen nicht. Die Zurechnung von anvertrauten Stimmrechten wird um die Alternative erweitert, bei der der sogenannte Meldepflichtige als Bevollmächtigter die Stimmrechte ausüben kann. Vorausgesetzt ist jeweils eine Ausübung nach eigenem Ermessen, gemäß § 22 Absatz 1 Nummer 6 WpHG.

### b) Ausnahmen

Die einschlägigen Vorschriften der Transparenzrichtlinie in Artikel 9 Absatz 4 und 5 Tr-RL wurden als Ausnahmen von Zurechnungen bedeutender Beteiligungen übernommen und in die nationalen Vorschriften implementiert. So sind beispielsweise Custodians, die die von ihnen verwahrten Aktien nur aufgrund schriftlicher Weisungen ausüben dürfen, befreit. Ebenso gilt die Befreiung, wenn die Aktien ausschließlich zum Zwecke der Abrechnung und Abwicklung gehalten werden.

Der in der Transparenzrichtlinie nicht definierte, maßgebende übliche kurze Abwicklungszeitraum wurde bereits in den Durchführungsmaßnahmen 2007/14/EG in Artikel 5 bestimmt und umfasst höchstens drei Handelstage nach dem Geschäftsabschluss. Dies hat bereits Umsetzung in die Rechtsvorschriften Deutschlands, Großbritanniens und Österreichs gefunden.

Für Market Maker, die in dieser Eigenschaft handeln und keinen Einfluss auf die Geschäftsführung ausüben, sind die Meldeschwellen von drei und fünf Prozent nicht zu berücksichtigen.

Neben diesen Pflichtmaßnahmen kommt es auch zur Umsetzung einer Wahlmöglichkeit. So müssen Kreditinstitute oder Wertpapierhandelsunternehmen keine Mitteilung über bedeutende Beteiligungen machen, wenn die gehaltenen Stimmrechte zum Handelsbestand gehören. Allerdings gilt dies nur bis zu einer Höchstgrenze von 5 Prozent (§ 23 Absatz 1 Nummer 2 WpHG). Unberücksichtigt bleiben nach den alten Regelungen in Deutschland nur Handelsbestände, die auf Antrag nach einer Entscheidung der BaFin von der Meldepflicht in Gänze ausgenommen wurden. Dafür galt die damalige Befreiung unbegrenzt. Weitreichende Befreiungen können die staatlichen Behörden auch Inlandsemittenten gewähren, die ihren satzungsmäßigen Sitz in einem Drittstaat haben. Die Veröffentlichungspflichten nach Maßgabe der §§ 26 und 26 a WpHG können gemäß § 29 WpHG durch gleichwertige Anforderungen ihres Staates ersetzt werden.

<sup>123</sup>) Vgl. Bosse [2007], Der Betrieb, S. 41.

## 4. Veröffentlichungsregime

Für Emittenten hat die Umsetzung der Transparenzrichtlinie in Bezug auf die Publizitätsregeln praktische Relevanz. Die Wahl des Herkunftsmitgliedstaates (§ 25 WpAIV), die Veröffentlichung der Stimmrechtsanteile (§§ 26, 26a, 29a Absatz 2, 41 Absatz 4a WpHG), die Veröffentlichung zusätzlicher Angaben (§§ 30e Absatz 1 Satz 1, 30f Absatz 2 WpHG) und die Veröffentlichung vom Zugang zu den Finanzberichten sind Bereiche, die durch die Richtlinie abgeändert werden mussten und nun auch neue Publizitätspflichten mit sich bringen. Diese Pflichten dehnen sich zudem auf Bereiche aus, die von der Richtlinie materiell nicht erfasst sind. Dazu gehört die Ad-hoc-Publizität (§ 15 WpHG) oder auch die sogenannten Directors' Dealings (§ 15a WpHG).

### a) Veröffentlichungsziele

Es gilt hier eine Reihe von grundsätzlichen Maßgaben nach der Transparenzrichtlinie zu erfüllen. Veröffentlichungen sind in der gesamten Europäischen Union und den anderen Staaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zu verbreiten. Zudem sollen die Informationen möglichst schnell und zeitgleich verbreitet werden, damit die Öffentlichkeit insbesondere bei preissensibeln Nachrichten rasch und unter gleichen Voraussetzungen reagieren kann. Es gilt des Weiteren Minimum-Sicherheitsstandards zu befolgen, die die berechtigten Absender von Informationen identifizieren, vor unberechtigten Datenzugriffen oder Manipulationen schützen sowie es möglich machen, Übertragungsfehler oder -unterbrechungen zu beheben. Der Emittent muss zusätzlich gewähren, dass sie die Medien tatsächlich die Informationen erhalten, wobei er für technische Fehler, die im Verantwortungsbereich des Mediums liegen, nicht haftet (§ 3a Absatz 1 und 2 WpAIV).

### b) Medienarten

Die Transparenzrichtlinie hat die Auswahl geeigneter Medien nicht vorgenommen und auf Durchführungsmaßnahmen verlagert. Unternehmen stehen nun vor der Aufgabe, die geeigneten Medien auszuwählen. Dabei kann ihnen die Wahl der Medien durch die Herkunftsländer nicht vorgeschrieben werden. Maßgebend kann hier auch nur der Erfolg sein, die Öffentlichkeit rasch und flächendeckend zu erreichen. Da zurzeit kein einzelnes Medium im Stande ist, dies zu gewährleisten, hat der Emittent ein „Bündel“ von Medien zu benutzen. Nach der Empfehlung der Gesetzesbegründung<sup>124</sup> sind zu den geeigneten Medien News Provider, die Nachrichtenagenturen und die europäischen Printmedien und Internetseiten zu zählen. Die fehlende Spezifikation der zu benutzenden Medien durch den Gesetzgeber wurde stark kritisiert, ebenso die Empfehlung von Printmedien. Eine nähere Spezifikation ist hier nach Ansicht des Gesetz-

<sup>124</sup>) Vgl. Begr. RegE zum TUG, BT-Drucks. 16/2498,49.

gebers nicht nötig, da er nur die Mindestvoraussetzungen bestimmt, die der Emittent übererfüllen kann. Ohne Zweifel fehlt es den Printmedien an der Aktualität, zudem werden auch die Kosten von den Kritikern als unangemessen hoch betrachtet, insbesondere eine europaweite Veröffentlichung wäre sehr teuer. Jedoch fehlt es anderen Medien noch an dem flächendeckenden Zugang, den Printmedien bieten können. Vielmehr ist auch stetig der Einzelfall entscheidend, für welche Emittenten welche Arten von Medien erforderlich sind. Zukünftiges Ziel sollte jedoch sein, einen breiten Zugang mit einem elektronischen System herzustellen.

Mit der Einführung des „Gesetzes über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister“ (EHUG) und der Errichtung eines amtlichen Registers kommt der Gesetzgeber der Verpflichtung durch die Transparenzrichtlinie nach (Artikel 21 Absatz 2 Tr-RL), zumindest ein amtliches System zur Speicherung von Informationen zu erstellen. Die Informationen werden von den Emittenten selbst an das sogenannte Unternehmensregister gesendet, jedoch erst nach Veröffentlichung in den Medien (z. B. § 15 Absatz 1 Satz 1 Halbsatz WpHG). Es verbreitet die Informationen nicht aktiv, sondern dient nur als Quelle, auf die zugegriffen werden muss. Somit verdeutlicht der Gesetzgeber, dass die Informationsverbreitung nicht staatlich monopolisiert werden soll.<sup>125</sup>

Im Rahmen der Veröffentlichung ist auf die zu verwendende Sprache zu achten. So haben in Deutschland nur die Emittenten eine Verpflichtung, die deutsche Sprache anzuwenden, für die Deutschland Herkunftstaat ist und die gleichzeitig nur im Inland Wertpapiere ausgeben. In den übrigen Fällen gilt ein Wahlrecht für die Aktionäre (§ 2 WpAIV).

### c) Mitteilungsprozess

Am Vergleich zwischen Deutschland und Großbritannien zeigen sich die unterschiedlichen Prozesse zur Verbreitung der Informationen. Ein Emittent deutscher Herkunft ist verpflichtet, die Informationen zuerst an geeignete Medien zur Veröffentlichung zu übermitteln. Sobald die Informationen tatsächlich veröffentlicht wurden, leitet der Emittent die Informationen zur zentralen Speicherung an das Unternehmensregister weiter. In der Maßgabe des § 8 b wird jedoch nicht exakt beschrieben, wann der Tatbestand der Veröffentlichung erfüllt ist. In Anbetracht des Medienbündels, welches Emittenten gebrauchen, können nicht sämtliche Medien gemeint sein und sich insbesondere auf Veröffentlichung in elektronischen Medien beziehen. Abschließend setzt der Emittent die BaFin über die Veröffentlichung in Kenntnis (§§ 3a ff. WpAIV). Während in Deutschland die Behörden bei der Verbreitung wenig Einfluss auf die Emittenten nehmen und nur die Mindeststandards kontrollieren, ist die FSA in den Prozess stärker involviert. Sie stellt nach den Mindestanforderungen

<sup>125)</sup> Vgl. Pirner/Lebherz [2007], AG, S. 24 f.; Grundmann [2004], DStR, S. 233 ff.

der Transparenzrichtlinie ebenfalls ein amtliches System zur Speicherung von Informationen, genannt *officially appointed mechanism* (OAM), zur Verfügung. Die Emittenten senden ihre Informationen an den entsprechenden Provider, der unter der Aufsicht der FSA und auf deren Internetseite zur Verfügung steht. Von da aus werden die Informationen durch einen zweiten Provider, wie beispielsweise Bloomberg oder Reuters, verbreitet. Nach überwiegender Meinung der Konsultanten während des Umsetzungsprozesses in Großbritannien soll nach einer Übergangszeit die FSA von kommerziellen Anbietern abgelöst werden.<sup>126</sup>

## II. Ausblick

Es gilt zunächst für den Großteil der Mitgliedstaaten, das verpasste Ziel der pünktlichen Umsetzung zumindest so rasch wie möglich nach zu holen. Nicht nur, dass die Teilnehmer an den betreffenden Kapitalmärkten im Vergleich zu ihren europäischen Kollegen in der Handhabung der neuen Richtlinien zurückgeworfen werden, auch für die Kommission sind die Erfahrungswerte der Praxis erforderlich, um Schlüsse auf den Nutzen von einzelnen Verpflichtungen, wie beispielsweise den Zwischenmitteilungen, zu ziehen.

Gerade für die Praxis wird die bis zum nächsten Jahr umzusetzende Durchführungsrichtlinie 2007/14/EG relevant sein. In ihr werden unter anderem Mindeststandards zur Informationsverbreitung, Regelungen zu gleichwertigen Rechnungslegungsvorschriften oder auch Kontrollmechanismen betreffend Market Maker näher bestimmt.

Des Weiteren gilt es herauszustellen, in welchen Bereichen gemeinsame Tendenzen oder auch besondere Diversifikationen in den Umsetzungen zu finden sind, und ihre Auswirkungen auf den Binnenmarkt zu prüfen. Diese Informationen sind nötig, um das Ziel einer maximalen Harmonisierung der Standards zu erreichen.

<sup>126)</sup> Fischer-Appelt [2007], CMLJ, S. 150 ff.

## E. Fazit

Die Maßnahmen der Transparenzrichtlinie erreichen eine Harmonisierung in der Finanzberichterstattung und der Transparenzgestaltung der Aktionärsstrukturen durch die Mitteilungspflicht von bedeutenden Beteiligungen. Die Maßnahmen haben eine unterschiedlich große Wirkung auf die Mitgliedsländer. Deutschland ist beispielsweise weit weniger von der Verpflichtung zur Zwischenberichtserstattung betroffen als Großbritannien. Dies resultiert aus der weiten Verbreitung der Quartalsberichterstattung. Im Gegenzug haben sich die Mitteilungspflichten für bedeutende Beteiligungen in Großbritannien nicht bedeutend geändert und bleiben sogar auf einem strengeren Niveau für ihre Emittenten. Währenddessen konnte Deutschland durch neue Schwellen und eine schnellere Übermittlungspflicht der Mitteilungen eine höhere Transparenzebene erreichen. Die neuen Maßgaben werden für die jeweiligen Mitgliedstaaten unterschiedlich große Veränderungen bringen.

Die Transparenzrichtlinie lässt den Staaten Raum, um eigene Vorschriften beizubehalten oder weiterzuentwickeln. Diese Mindestkonzeption der Harmonisierung lässt gegenüber den Kapitalmarktteilnehmern Unsicherheiten entstehen, welche Regelungen angewendet werden müssen. Unabhängig von den inhaltlichen Pflichten, wie den Berichtserstattungen und Meldepflichten, ist die Harmonisierung ungleich unter den Kapitalmarktteilnehmern aufgeteilt. Die Emittenten müssen nun maximal zwei Anforderungen von den Mitgliedstaaten gegen sich gelten lassen: zum einen die strengeren Regelungen ihrer Herkunftsmitgliedstaaten, zum anderen nur den Mindeststandard in den Aufnahmemitgliedstaaten. Die Anleger sehen sich weiterhin, eine europaweite Tätigkeit vorausgesetzt, vielen unterschiedlichen Normen gegenüber gestellt. Denn sobald sie in Emittenten mit unterschiedlichen Herkunftsmitgliedsländern investieren, müssen die jeweiligen unterschiedlichen strengeren Gesetze der Herkunftstaaten berücksichtigt werden. Dies bedeutet für Investoren komplexe Recherchen in allen möglichen nationalen Gesetzen.

Die unterschiedlichen Vorschriften in Europa wurden durch die Transparenzrichtlinie angeglichen und führen, für Emittenten mehr und für Anleger weniger, zu einer Erleichterung für die Kapitalmarktteilnehmer. Für Teilbereiche wie die Regelpublizität, die vornehmlich eins zu eins umgesetzt wurden, ist eine maximale Harmonisierung nahe und dürfte den nächsten logischen Schritt bedeuten.

## Literaturverzeichnis

- Alpmann, Brockhaus (Hrsg.):* [Recht, 2004]  
Stichwort: „Grundsatz der Verhältnismäßigkeit“ in: Fachlexikon Recht, Münster/Leipzig/Mannheim 2004
- d’Arcy, A.; Meyer, A.:* [Der Konzern, 2005]  
Neue Anforderungen an die Zwischenberichterstattung durch die Transparenzrichtlinie, in: Der Konzern, Bd. 3, S. 151-158, Köln, 2005
- Arndt, H.-W.; Rudolf, W.:* [ÖR, 2003] Öffentliches Recht; 14. Aufl. München
- Arndt, H.-W.:* [Europarecht, 1999] Europarecht, 4. Aufl. Heidelberg et. al. 1999
- Avenarius, H.:* [Rechtsordnung, 2002]  
Die Rechtsordnung der Bundesrepublik Deutschland, 3. Aufl., Bonn 2002
- Beiersdorf, K.; Buchheim, R.:* [Betriebs-Berater, 2006] Entwurf des Gesetzes zur Umsetzung der EU-Transparenzrichtlinie: Ausweitung der Publizitätspflichten, in: Betriebs-Berater, 61. Jg. H. 31, S. 1674-1677, Frankfurt a. Main 2006
- Beiersdorf, K.; Rabe, I.:* [Betriebs-Berater, 2007] Verabschiedung des Gesetzes zur Umsetzung der EU-Transparenzrichtlinie (TUG) – Update zu BB 2006, 1674ff., in: Betriebs-Berater, 62. Jg., H.2, S. 99-100, Frankfurt a. Main 2007
- Bieber, R.; Epiney, A.; Hag, M.:* [Die EU, 2005] Die Europäische Union – Europarecht und Politik, 6. Aufl., Baden-Baden, 2005
- Bosse, C.:* [Der Betrieb, 2007] Wesentliche Neuregelungen ab 2007 aufgrund des Transparenzrichtlinieumsetzungsgesetzes (TUG) für börsennotierte Unternehmen, in: Der Betrieb, Bd. 1, S. 39-46, Düsseldorf 2007
- Claßen, R.; Heegemann, V.:* [Kreditwesen, 2003] Das Lamfalussy-Verfahren – Bestandsaufnahme, Bewertung und Ausblick, in: Kreditwesen, Bd. 20, S. 66-69, Frankfurt a. Main 2003
- Craig, P.; De Búrca, G.:* [EU Law, 2006] EU Law – Text, Cases and Materials, 2. Aufl., Oxford 2006
- Fischer-Appelt, D.:* [CMLJ, 2007] Implementation of the Transparency Directive – room for variations across the EEA, in: Capital Markets Law Journal, Vol. 2, Nr. 2, S. 133-154, Oxford 2007
- Geiger, R.:* [EU/EG-Vertrag, 2004] EUV/EGV, 4. Aufl., München 2004
- Göres, U.-L.:* [Der Konzern, 2007] Kapitalmarktrechtliche Pflichten nach dem Transparenzrichtlinie-Umsetzungs-

- gesetz (TUG), in: Der Konzern, Bd. 1, S. 15-24, Köln, 2007-05-28
- Groenen, V.-I.*: [Vorwirkung von Richtlinien, 2006] „Die Vorwirkung“ von EG-Richtlinien, Baden-Baden 2006
- Grundmann, S.*: [DSTR, 2004] Ausbau des Informationsmodells im europäischen Gesellschaftsrecht, in: Deutsches Steuerrecht, Bd. 6, S. 232-236, München 2004
- Hagen-Eck, R.; Wirsch, S.*: [Der Betrieb, 2007] Gestaltung von Directors' Dealings und die Pflichten nach § 15a WpHG, in: Der Betrieb, H. v. 02.03.2007, S. 504-509, Düsseldorf 2007
- Haltern, U.*: [Europarecht Dogmatik, 2005] Europarecht, Dogmatik im Kontext, Tübingen 2005
- Herdegen, M.*: [Europarecht, 2004] Europarecht, 6. Aufl., München 2004
- Hobe, S.*: [Europarecht, 2004] Europarecht, 2. Aufl., Köln 2004
- Holtmann, J.*: [Europarecht, 2003] Europarecht, 3. Aufl., Münster 2003
- Hutter, S.; Kaulamo, K.*: [NJW, 2007a] Das Transparenzrichtlinienumsetzungsgesetz: Änderungen der Anlassabhängigenpublizität, in: Neue Juristische Wochenschrift, Bd. 8, S. 471-478, München 2007
- Hutter, S.; Kaulamo, K.*: [NJW, 2007b] Das Transparenzrichtlinienumsetzungsgesetz: Änderung der Regelpublizität und das neue Veröffentlichungsregime für Kapitalmarktinformationen, in: Neue Juristische Wochenschrift, Bd. 9, S. 550-565, München 2007
- Jufer, M.*: [Forschungsdienst, 2005] Internetzugang und -nutzung 2004 im europäischen Vergleich, SRG-SSR-Forschungsdienst, <http://www.publicadatta.ch/upload/files/internet/Internet%20News%20PD%20Mai%2005.pdf>, 23.05.2007
- Knapp, V.; Mathieson, A.*: [IFLR, 2007] The impact on listed companies, in: International Financial Law Review, January, London 2007
- Koenig, C.; Haratsch, A.*: [Europarecht, 2003] Europarecht, 4. Aufl., Tübingen 2003
- Loibl, H.*: [EU Skript, 2002] Europarecht – Das Skriptum, 2. Aufl., Köln, 2002
- Oppermann, T.*: [Europarecht, 2005] Europarecht, 3. Aufl., München, 2005
- a.V.* [2007] <http://europa.eu/languages/de/home>, 20.05.2007
- a.V.* [Tabelle v. 12.02.2007, 2007] Transposition of FSAP directives, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/archives/070212\\_transposition\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/archives/070212_transposition_en.pdf), 18.05.2007
- a.V.* [Tabelle v. 01.05.2007, 2007] Transposition of FSAP directives, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/doc](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/doc)

- [s/actionplan/archives/070415\\_transposition\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_de.pdf), 18.05.2007
- a.V.* [Implementation of TD, 2006] Implementation of the Transparency directive, [http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/pso6\\_11.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/policy/pso6_11.pdf), 22.05.2007, London 2006
- a.V.* [Stellungnahme des deutschen Aktieninstituts (DAI) v. 16.08.2006, 2006] Stellungnahme des deutschen Aktieninstituts e.V. zum Regierungsentwurf eines Transparenzrichtlinienumsetzungsgesetz (TUG) v. 28.06.2006, [http://www.dai.de/internet/dai/dai-20.nsf/dai\\_publicationen.htm](http://www.dai.de/internet/dai/dai-20.nsf/dai_publicationen.htm), 23.05.2007
- a.V.* [Wortprotokoll v. 18.10., 2006] Finanzausschuss, Wortprotokoll, 33. Sitzung Deutscher Bundestag, 16. Wahlperiode, Protokoll Nr. 16/33 Berlin, den 18.10.2006
- a.V.* [DAI v. 25.04.2003, 2003] Stellungnahme zum Vorschlag der Europäischen Kommission vom 26.03.2003 für eine Richtlinie zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere auf einem geregeltem Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, [http://www.dai.de/internet/dai/dai-20.nsf/dai\\_publicationen.htm](http://www.dai.de/internet/dai/dai-20.nsf/dai_publicationen.htm), 23.05.2007
- a.V.* [Lamfalussy Schlussbericht, 2001] Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte v. 15.02. 2001, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wisemen\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wisemen_de.pdf), 22.05.2007
- a.V.* [Aktionsplan v. 11.05.1999, 1999] Mitteilung der Kommission – Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/actionplan/index/action\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/action_de.pdf), 20.05.2007
- Pirner, B.; Leberz, A.*: [AG, 2007] Wie nach dem Transparenzrichtlinienumsetzungsgesetz publiziert werden muss, in: Die Aktiengesellschaft, Bd. 1-2, S. 19-27, Köln 2007
- Rodewald, J.; Unger, U.*: [Betriebs-Berater, 2006] Zusätzliche Transparenz für die europäischen Kapitalmärkte – die Umsetzung der EU-Transparenzrichtlinie in Deutschland, in: Betriebs-Berater, 61. Jg., H. 36, S. 1917-1919, Frankfurt a. Main 2006
- Schäfer, P.*: [Studienbuch Europarecht, 2006] Studienbuch Europarecht – Das Wirtschaftsrecht der EG, Stuttgart 2006
- Schütte, S.; Wagner, O.*: [Die Bank, 2004] Anlegerschutz durch Information, in: Die Bank, Bd. 8 S. 26-29, Köln 2004
- Schweitzer, M.*: [Staatsrecht III, 2004] Staatsrecht III – Staatsrecht, Völkerrecht, Europarecht, Heidelberg et.al. 2004
- Streinz R.*: [Europarecht, 2005] Europarecht, 7. Aufl. Heidelberg 2005

---

## Zum Autor

FLORIAN PREISING ist seit Oktober 2007 als Referent im Konsortial- und Emissionsgeschäft bei HSBC Trinkaus & Burkhardt in Düsseldorf tätig. Er absolvierte an der Rheinischen Fachhochschule in Köln den Studiengang Wirtschaftsrecht mit dem Schwerpunkt Mergers & Acquisitions und verbrachte ein Auslandssemester an der University of Newcastle in Australien. Erfahrungen im Bereich IR/Corporate Access konnte er durch ein Praktikum und eine Werkstudententätigkeit bei HSBC Trinkaus in der Abteilung Corporate Broking sammeln.





### *Wer wir sind*

Der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V. ist der deutsche Berufsverband für professionelle Investor Relations. Mit über 250 Mitgliedern setzt der DIRK die Standards für die Kommunikation zwischen Unternehmen und dem Kapitalmarkt.

Die Bandbreite der im DIRK organisierten Unternehmen umfasst sämtliche DAX-Werte sowie das Gros der im MDAX, SDAX und TecDAX gelisteten Aktiengesellschaften bis hin zu kleinen Unternehmen im General Standard. Eine zunehmende Rolle spielen zudem nicht börsennotierte Mitglieder, die den Gang an die Börse noch vor sich haben oder Fremdkapitalinstrumente emittieren.

Im Jahr 1994 gegründet, verfügt der DIRK heute über eine professionelle Organisation mit ständiger Geschäftsstelle und regionalen Treffpunkten. Unseren Mitgliedern bieten wir aktive fachliche Unterstützung und fördern den regelmäßigen Austausch untereinander sowie mit IR-Fachleuten aus aller Welt. Darüber hinaus setzen wir uns für die Aus- und Weiterbildung des IR-Nachwuchses in Deutschland ein.

### *Was wir tun*

Das Ziel, eine effiziente Kommunikation zwischen Unternehmen und Kapitalmarkt zu erreichen, verfolgt der DIRK, indem er

- die Professionalisierung der Investor Relations weiter vorantreibt
- die gemeinsamen Interessen der Mitglieder im Dialog mit allen Interessengruppen und Institutionen des Kapitalmarktes, der Politik und der Öffentlichkeit aktiv vertritt
- seine Mitglieder mit Expertise aus den eigenen Reihen und durch Kontakte zu kompetenten Partnern unterstützt

- den regelmäßigen Erfahrungs- und Informationsaustausch unter den Mitgliedern und mit IR-Verantwortlichen in aller Welt fördert
- sich als maßgebliche Instanz für Aus- und Weiterbildung des IR-Nachwuchses in Deutschland positioniert
- die wissenschaftliche Begleitung des Berufsfeldes fördert und betreibt

### *Was wir bieten*

Der DIRK bietet seinen Mitgliedern eine Vielzahl an hochkarätigen Veranstaltungen, Diskussionsforen, Publikationen und Weiterbildungsmöglichkeiten.

- Jährliche DIRK-Konferenz mit Top Keynote Sprechern, Panels, Workshops, Fachmesse, IR-Preisverleihung und Gala-Dinner
- Halbjährliche Mitgliederversammlungen
- Regelmäßige regionale Stammtische
- CIRO – Certified Investor Relations Officer: Erster und einziger funktions-spezifischer Studiengang für IR-Mitarbeiter
- Enge Zusammenarbeit und regelmäßiger Austausch mit kapitalmarkt-relevanten Institutionen
- DIRK-Forschungsreihe: Veröffentlichung interessanter Forschungsarbeiten im IR-Bereich
- DIRK-Stimmungsbarometer
- Stellungnahmen und Vertretung der Mitgliederinteressen in diversen Fachgremien
- DIRK-Website [www.dirk.org](http://www.dirk.org)
- HIRE – Hire Investor Relations Experts: Stellenbörse zur Vermittlung von IR-Stellen und Praktika

### *Weitere Informationen*

DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V.  
Baumwall 7 (Überseehaus)  
20459 Hamburg

T. +49 (0)40.4136 3960

F. +49 (0)40.4136 3969

E-Mail: [info@dirk.org](mailto:info@dirk.org)

Website: [www.dirk.org](http://www.dirk.org)



## Das Weiterbildungsprogramm des DIRK

Vor dem Hintergrund der ständig steigenden Anforderungen seitens des Kapitalmarktes wird eine alle Aspekte der IR-Arbeit umfassende Weiterbildung bereits seit längerer Zeit gefordert. Der DIRK hat sich dieser Aufgabe angenommen und bietet mit dem C.I.R.O. (Certified Investor Relations Officer) ein umfassendes funktionsspezifisches Weiterbildungsprogramm an.

Das Studium ist modular aufgebaut und deckt in fünf aufeinander abgestimmten Teilen vor allem die Breite und Vielschichtigkeit der Aufgaben eines IR-Managers ab. Unter der Devise „IR von A bis Z“ werden Zusammenhänge zwischen den einzelnen Themengebieten vermittelt.

Die Wissens- und Stoffvermittlung erfolgt in Form von drei sich ergänzenden Lehrmethoden. Das Selbststudium mittels Studienbriefen wird unterstützt durch Online-Tutoring. Abgerundet wird jedes Modul durch eine zweitägige Präsenzveranstaltung, wobei diese nicht lediglich dem Wiederholen der Studienbriefinhalte, sondern insbesondere auch der Vertiefung und interaktiven Erarbeitung von besonders wichtigen Themengebieten dient.

Der vollständige C.I.R.O.-Studiengang dauert 6 Monate und kann berufsbegleitend absolviert werden, wobei die Kombination von „learning on the job“ und praxisbezogenem theoretischem Lernstoff in idealer Weise geeignet ist, die Breite des für erfolgreiche IR-Arbeit notwendigen Wissens direkt umsetzbar zu vermitteln.

Erfolgreich beendet wird der Studiengang seitens der Teilnehmer mit dem Bestehen einer anspruchsvollen schriftlichen und mündlichen Prüfung und darauf folgender C.I.R.O.-Zertifizierung.

Ziel des DIRK ist, mit dieser Zertifizierung einen Standard im Bereich der IR-Weiterbildung zu setzen.

Weitere Informationen unter [www.dirk.org](http://www.dirk.org).

# Die DIRK-Forschungsreihe!

Lucy Brauns Arbeit „Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt“, erster Band der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., stellt ausführlich dar, welche kommunikativen Möglichkeiten Investor Relations-Verantwortlichen in der Krise zur Verfügung stehen, und reflektiert das Thema dabei eindrucksvoll anhand der spezifischen Besonderheiten des Neuen Marktes. Am Ende stehen ein komprimierter Überblick über das Spektrum der Anforderungen an effiziente Risiko- und Krisenkommunikation mit Investoren sowie empirisch abgeleitete Hypo-

thesen für erfolgreiche Investor Relations im Krisenfall.

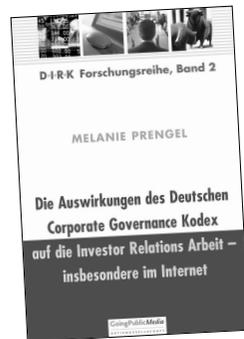
Lucy Braun: Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt, DIRK Forschungsreihe, Band 1, Februar 2003, broschiert, 21,80 Euro



Margit Wendling untersucht mit ihrer Forschungsarbeit, gleichzeitig Band 4 der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., welchen Einfluss neben den fundamentalen Unternehmensdaten auch qualitative Faktoren, darunter insbesondere die Marke, auf Aktieninvestments haben. Die daraus resultierenden Möglichkeiten und Grenzen

für das Aktienmarketing, unterstützt durch Ergebnisse einer empirischen Befragung von IR-Managern und Analysten, sollen Hinweise darauf liefern, ob sich Unternehmen und IR-Abteilungen der neuen Herausforderung des Sharebranding stellen müssen und wie sich Nutzen, Funktionen und Strategien der Markenführung auf das Produkt Aktie übertragen lassen.

Margit Wendling: Die Aktie als Marke – Implikationen auf die entscheidungsrelevanten Faktoren bei Aktieninvestments, DIRK Forschungsreihe, Band 4, Februar 2005, broschiert, 29,- Euro



Im zweiten Band aus der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V. werden die Regeln zur Unternehmensleitung und -kontrolle in einen größeren Kontext gestellt. Hierzu gehört nicht nur die Entwicklung

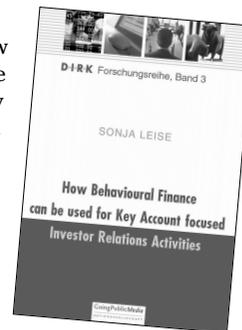
der Corporate Governance in Deutschland mit Gesetzesreformen und privaten Regelwerken, sondern auch ein Vergleich mit Regelwerken anderer Länder, insbesondere den USA. Aufbauend hierauf werden Handlungsempfehlungen und Anregungen zur Umsetzung des Deutschen Corporate Governance Kodex gegeben. Die Ausführungen zu organisatorischen und kommunikativen Anforderungen an die Investor Relations-Arbeit, insbesondere auch im Internet, sollen den verantwortlichen Investor Relations-Managern als Impuls und Denkanstoß für die Umsetzung in der Praxis dienen.

Melanie Prengel: Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die Investor Relations Arbeit – insbesondere im Internet, DIRK Forschungsreihe, Band 2, September 2003, broschiert, 29,- Euro

der Corporate Governance in Deutschland mit Gesetzesreformen und privaten Regelwerken, sondern auch ein Vergleich mit

This research project by Sonja Leise focuses on the question whether the knowledge of behavioural finance can help investor relations managers to approach their key investors more effectively. The author used secondary literature as well as primary research to draw interesting conclusions. Furthermore, investor relations and behavioural finance are defined and links between both topics are identified.

Sonja Leise: How Behavioural Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities, DIRK Forschungsreihe, Band 3, Juni 2004, broschiert, 29,- Euro



In seiner Ausarbeitung „WpHG-Praxis für Investor Relations – Praxiserfahrungen zum Anleger-schutzverbesserungsgesetz (AnSVG)“, gleichzeitig Band 5 der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., schildert Rechtsanwalt und Autor Jens Wolfram detailliert die Balance zwischen den Interessen der verschiedenen Institutionen, welche vom AnSVG betroffen sind, und gibt aus langjähriger Erfahrung mit der Umsetzung kapitalmarktregulierender Gesetze heraus praxistaugliche Empfehlungen für die tägliche Investor Relations-Arbeit.

Jens Wolfram: WpHG-Praxis für Investor Relations – Praxiserfahrungen zum Anleger-schutzverbesserungsgesetz (AnSVG), DIRK Forschungsreihe, Band 5, Oktober 2005, broschiert, 39,- Euro



In den letzten Jahren haben die Investor Relations-Aktivitäten börsennotierter Unternehmen erheblich an Bedeutung gewonnen. Gleichzeitig sind die Erwartungen der Aktionäre und potenziellen Investoren an eine zeitnahe und fundierte Information deutlich gestiegen.

Mit seiner Dissertation „Investor Relations-Qualität: Determinanten

und Wirkungen – Theoretische Konzeption und empirische Überprüfung für den deutschen Kapitalmarkt“, gleichzeitig Band 6 der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., bietet Autor Dr. Christopher Ridder eine Fülle von Ansatzpunkten zur direkten Anpassung der IR-Arbeit in der Praxis.

Christopher Ridder: Investor Relations-Qualität: Determinanten und Wirkungen – Theoretische Konzeption und empirische Überprüfung für den deutschen Kapitalmarkt, DIRK Forschungsreihe, Band 6, Mai 2006, broschiert, 59,- Euro

# Die DIRK-Forschungsreihe!



Fremdkapital ist in den Bilanzen europäischer und vor allem deutscher Unternehmen der mit Abstand größte Bilanzposten.

Clemens Denks setzt sich mit seiner Forschungsarbeit, gleichzeitig Band 7 der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., insbesondere mit den Informationsgewinnungs- und Informationsverarbeitungsprozessen von Anleihegläubigern auseinander. Auf Basis der hieraus gewonnenen Erkenntnisse werden konkrete Handlungsempfehlungen für anleiheemittierende Unternehmen gegeben und erläutert, wie die Beziehungen zu Fremdkapitalinvestoren verbessert werden können.

Clemens Denks: Bondholder Relations: Informationsgewinnung und -verarbeitung von Corporate-Bond-Investoren, DIRK Forschungsreihe, Band 7, Oktober 2006, broschiert, 29,- Euro



Liberalisierte und globalisierte Finanzmärkte zwingen Unternehmen heutzutage in einen Wettbewerb um Investoren. Die zunehmenden Informationsbedürfnisse der Anleger und immer engmaschigere rechtliche Vorgaben stellen die kapitalmarktorientierten Unternehmen vor enorme Herausforderungen. Moderne Investor Relations geht über die bloße Kommunikation von Fakten hinaus, sie reduziert Skepsis und schafft Transparenz durch den Aufbau einer direkten Beziehung zum Investor.

Investor Relations geht über die bloße Kommunikation von Fakten hinaus, sie reduziert Skepsis und schafft Transparenz durch den Aufbau einer direkten Beziehung zum Investor.

Die Internationalisierung der Finanzmärkte und ein immer weiter verschärfter Anlegerschutz haben den Wettbewerb um Eigenkapital intensiviert. Es ist daher vor allem eine Aufgabe der Investor Relations- (IR) Abteilungen, börsennotierte Unternehmen am Markt eindeutig zu positionieren. Finanzanalysten sind dabei eine der wichtigsten Zielgruppen. Pia Tiffe setzt sich in der vorliegenden Arbeit, gleichzeitig Band 8 der Forschungsreihe des DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V., mit den Anforderungen an die IR aus Sicht der Finanzanalysten auseinander. Sie analysiert dafür zunächst theoretisch die Instrumente der IR. Im empirischen Teil der Arbeit werden die Ergebnisse einer Befragung deutscher Finanzanalysten zusammengefasst.

Pia Tiffe: Beurteilung von Investor Relations-Maßnahmen aus Sicht von Finanzanalysten – Eine theoretische und empirische Analyse, DIRK Forschungsreihe, Band 8, Mai 2007, broschiert, 29,- Euro

Sara Pierbattisti untersucht in der vorliegenden Arbeit die Wechselwirkungen zwischen Unternehmen und Investor sowie die organisatorische Einbindung in die Unternehmensstruktur mit Hilfe wissenschaftlicher Theorien. Darüber hinaus wurde in einer Befragung der Unternehmen des DAX 30 und des MDAX ermittelt, wie die verschiedenen Kommunikationsmaßnahmen tatsächlich in der Praxis verwendet werden und welche Bedeutung die Unternehmen einer guten Kapitalmarktkommunikation beimessen.

Sara Pierbattisti: Die Investor Relations-Arbeit in deutschen Unternehmen: Theoretische und empirische Befunde zu Bestand und Entwicklung der IR-Arbeit der Unternehmen des DAX 30 und des MDAX. DIRK Forschungsreihe, Band 9, Oktober 2007, broschiert, 29,- Euro



# Bestellcoupon

FAX-ORDER  
08171-419656  
www.goingpublic.de/dirk

**JA,** ICH BESTELLE ZZGL. 3,50 EURO VERSANDKOSTEN

- |   |   |   |
|---|---|---|
| <p><input type="checkbox"/> <b>LUCY BRAUN</b><br/><i>Die Kommunikation mit Investoren in Risiko- und Krisensituationen am Beispiel Neuer Markt</i><br/><b>DIRK Forschungsreihe, Band 1, 21,80 Euro</b></p>              | <p><input type="checkbox"/> <b>MELANIE PRENGEL</b><br/><i>Die Auswirkungen des Deutschen Corporate Governance Kodex auf die Investor Relations Arbeit – insbesondere im Internet</i><br/><b>DIRK Forschungsreihe, Band 2, 29,- Euro</b></p> | <p><input type="checkbox"/> <b>SONJA LEISE</b><br/><i>How Behavioural Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities</i><br/><b>DIRK Forschungsreihe, Band 3, 29,- Euro</b></p>  |
| <p><input type="checkbox"/> <b>MARGIT WENDLING</b><br/><i>Die Aktie als Marke – Implikationen auf die entscheidungsrelevanten Faktoren bei Aktieninvestments</i><br/><b>DIRK Forschungsreihe, Band 4, 29,- Euro</b></p> | <p><input type="checkbox"/> <b>JENS WOLFRAM</b><br/><i>WpHG-Praxis für Investor Relations – Praxiserfahrungen zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG)</i><br/><b>DIRK Forschungsreihe, Band 5, 39,- Euro</b></p>                       | <p><input type="checkbox"/> <b>CHRISTOPHER RIDDER</b><br/><i>Investor Relations-Qualität: Determinanten und Wirkungen – Theoretische Konzeption und empirische Überprüfung für den deutschen Kapitalmarkt</i><br/><b>DIRK Forschungsreihe, Band 6, 59,- Euro</b></p>                                |
| <p><input type="checkbox"/> <b>CLEMENS DENKS</b><br/><i>Bondholder Relations – Informationsgewinnung und -verarbeitung von Corporate-Bond-Investoren</i><br/><b>DIRK Forschungsreihe, Band 7, 29,- Euro</b></p>         | <p><input type="checkbox"/> <b>PIA TIFFE</b><br/><i>Beurteilung von Investor Relations-Maßnahmen aus Sicht von Finanzanalysten – Eine theoretische und empirische Analyse</i><br/><b>DIRK Forschungsreihe, Band 8, 29,- Euro</b></p>        | <p><input type="checkbox"/> <b>SARA PIERBATTISTI</b><br/><i>Die Investor Relations-Arbeit in deutschen Unternehmen: Theoretische und empirische Befunde zu Bestand und Entwicklung der IR-Arbeit der Unternehmen des DAX 30 und des MDAX</i><br/><b>DIRK Forschungsreihe, Band 9, 29,- Euro</b></p> |

.....  
Name/Vorname

.....  
Straße/Hausnummer

.....  
Postleitzahl/Ort

.....  
Datum/Unterschrift

Bitte Coupon einsenden an:  
GoingPublic Media AG  
Bahnhofstraße 26  
82515 Wolfratshausen  
Tel. 08171-419650, Fax 08171-419656  
eMail: buecher@goingpublic.de  
www.goingpublic.de/dirk

# Die DIRK-Forschungsreihe!



**Zum Nachbestellen!**

**Florian Preisung: EU-einheitliche Umsetzungspraxis: Vergleich des Umsetzungsstatus von EU-Richtlinien in den Mitgliedstaaten am Beispiel der Transparenzrichtlinie**

**JA,**

**Bestellcoupon**

ICH BESTELLE ZZGL. 3,50 EURO VERSANDKOSTEN

**FAX-ORDER  
08171-419656**

[www.goingpublic.de/dirk](http://www.goingpublic.de/dirk)



**FLORIAN PREISING**

*EU-einheitliche Umsetzungspraxis: Vergleich des Umsetzungsstatus von EU-Richtlinien in den Mitgliedstaaten am Beispiel der Transparenzrichtlinie*

**DIRK Forschungsreihe, Band 10, 29,- Euro**

.....  
Name/Vorname

.....  
Straße/Hausnummer

.....  
Postleitzahl/Ort

.....  
Datum/Unterschrift

Bitte Coupon einsenden an:

GoingPublic Media AG

Bahnhofstraße 26, 82515 Wolfratshausen

Tel. 08171-419650, Fax 08171-419656

eMail: [buecher@goingpublic.de](mailto:buecher@goingpublic.de)

[www.goingpublic.de/dirk](http://www.goingpublic.de/dirk)