

## **ERSTES ARBEITSPAPIER**

---

*Hendrik Brinckmann*

# **PERIODISCHE KAPITALMARKTPUBLIZITÄT DURCH FINANZBERICHTE – KONZEPTION UND RECHTSANWENDUNGSPROBLEME –**

**Bucerius Law School – Hochschule für Rechtswissenschaft gemeinnützige GmbH**  
**Institut für Unternehmens- und Kapitalmarktrecht**

Jungiusstraße 6 · 20355 Hamburg · Germany · Tel.: +49 (0)40 3 07 06 – 180 · Fax: +49 (0)40 3 07 06 – 185 · [iukr@law-school.de](mailto:iukr@law-school.de)  
[www.iukr.de](http://www.iukr.de) · Geschäftsführender Direktor: Prof. Dr. Rüdiger Veil

## I. Einleitung

Nach Einführung durch die Transparenzrichtlinie<sup>1</sup> vom 15. Dezember 2004 und Verankerung im deutschen Recht mit Inkrafttreten des TUG<sup>2</sup> am 20. Januar 2007 hat der Finanzbericht als periodisches Publizitätsformat für den Kapitalmarkt Einzug gehalten. Er ist keine gänzliche Neuschöpfung, sondern markiert ein Etappenziel bei der beständigen Weiterentwicklung periodischer Unternehmenspublizität. Diese präsentiert sich mit dem Finanzbericht nunmehr in einem kapitalmarktrechtlichen Gewand. Ausreichend Grund, den Finanzbericht als strukturelles Element im System kapitalmarktrechtlicher Publizität zu verorten, indem seine Konzeption aufbereitet und er aus der kapitalmarktrechtlichen Publizitätsdogmatik heraus diskutiert wird. In zwei zentralen Regelungsbereichen bedarf es einer klarstellenden Auseinandersetzung mit der Finanzberichterstattung. In erster Linie stellt sich die Frage, wie die Finanzberichterstattung und die Ad-hoc-Publizität voneinander abgegrenzt werden können. Darüber hinaus erzeugt die Frage nach der Haftung für fehlerhafte Finanzberichterstattung erhebliches Konfliktpotential. Diese kurz angerissenen Themenkomplexe sollen mit diesem Beitrag näher untersucht werden.

## II. Europäische Konzeption der Finanzberichterstattung und Umsetzung in Deutschland

Die Finanzberichterstattung hat sich als ein Strukturelement europäischer Kapitalmarktgesetzgebung etabliert. Sie bildet ein eigenständiges Berichtsformat, welches Tendenzen in der europarechtlichen Harmonisierungsbewegung bündelt und weiterentwickelt.<sup>3</sup> Im Vordergrund der Finanzberichterstattung stehen ihre kapitalmarktorientierten Bestandteile und deren Neuordnung im Format des Finanzberichts. Nach der Transparenzrichtlinie müssen Emittenten, deren Wertpapiere an einem geregelten Markt<sup>4</sup> zugelassen sind, vier Monate nach Ablauf eines Geschäftsjahres einen Jahresfinanzbericht veröffentlichen, Emittenten von Aktien und Schuldverschreibungen darüber hinaus spätestens zwei Monate nach Ablauf der

---

<sup>1</sup> Richtlinie 2004/109/EG, ABl. Nr. L 390 vom 31.12.2004, S. 38.

<sup>2</sup> Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – TUG) vom 5.1.2007, BGBl. I 2007, S. 10.

<sup>3</sup> *Mock*, in: *Kölner Komm WpHG*, 2007, § 37v n.F. Rn. 3 f.

<sup>4</sup> Einen geregelten Markt stellt das neue Börsensegment des regulierten Marktes dar. Mit Inkrafttreten des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz – FRUG) vom 16.7.2007, BGBl. I 2007, S. 1330, wurden die bisherigen Börsensegmente des amtlichen und des geregelten Marktes zum regulierten Markt zusammengefasst.

ersten Hälfte des Geschäftsjahres einen zusätzlichen Halbjahresfinanzbericht.<sup>5</sup> Eine darüber hinausgehende vierteljährliche Pflicht für Aktienemittenten zur Veröffentlichung eines Quartalsfinanzberichts, den die Kommission unter dem Begriff der „Quartalsangaben“ einführen wollte,<sup>6</sup> konnte aufgrund massiver Bedenken<sup>7</sup> nicht Eingang in die Konzeption der Finanzberichterstattung finden. Übrig blieb lediglich die Pflicht für Aktienemittenten, in der ersten und zweiten Hälfte des Geschäftsjahres eine Zwischenmitteilung der Geschäftsführung zu veröffentlichen.<sup>8</sup>

## 1. Aufbau der Finanzberichte

Die Finanzberichterstattung baut auf dem Abschluss und Lagebericht des Emittenten auf, zwei etablierten Bestandteilen europäisch harmonisierter Unternehmensberichterstattung. Für den Jahresfinanzbericht sind Jahresabschluss und Lagebericht maßgeblich,<sup>9</sup> für den Halbjahresfinanzbericht müssen ein verkürzter Abschluss und ein Zwischenlagebericht erstellt werden,<sup>10</sup> auf die allerdings die Regeln über den Jahresabschluss Anwendung finden.<sup>11</sup> Obwohl sich der Quartalsfinanzbericht als gesetzlicher Standard am Aktienmarkt nicht durchsetzen konnte, hat er dennoch schon seit längerem Einzug in die Kapitalmarktpublizität gehalten.<sup>12</sup> Angetrieben vom Vorbild der amerikanischen „disclosure-philosophy“ verlangt die Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) kraft eigenständiger Normsetzungsbefugnis in ihrer Börsenordnung von Emittenten, die im Prime Standard notieren, die Veröffentlichung von Quartalsfinanzberichten nach den Vorgaben für Halbjahresfinanzberichte.<sup>13</sup>

Gänzlich konnte sich die Kommission nicht von einer quartalsweisen Publizitätspflicht verabschieden. Sie entwickelte das neue Berichtsformat der Zwischenmitteilung der Geschäftsführung. Die Zwischenmitteilung verzichtet auf die Übermittlung standardisierter Rechnungslegungsdokumente. Verlangt wird lediglich, dass wesentliche Ereignisse und Transaktionen und ihre Auswirkungen auf die Finanzlage erläutert und die Finanzlage und das Geschäftsergebnis des Emittenten und von ihm kontrollierter Unternehmen allgemein beschrieben wer-

<sup>5</sup> Art. 4, 5 Transparenzrichtlinie.

<sup>6</sup> Vgl. Art. 6 des Kommissionsvorschlags für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG vom 26.3.2003, KOM 2003, 138 endg.

<sup>7</sup> S. dazu die Stellungnahme des Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschusses zu dem „Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG“, ABl. Nr. C 80 vom 30.3.2004, S. 128, 129 f.

<sup>8</sup> Art. 6 Transparenzrichtlinie.

<sup>9</sup> Art. 4 Abs. 2, 3 Transparenzrichtlinie; § 37v Abs. 2 WpHG.

<sup>10</sup> Art. 5 Abs. 2, 3 Transparenzrichtlinie; § 37w Abs. 2 WpHG.

<sup>11</sup> Art. 5 Abs. 3 Transparenzrichtlinie; § 37w Abs. 3 S. 2 WpHG.

<sup>12</sup> Vgl. zur Entwicklung der Quartalsberichterstattung in Deutschland *Merkt/Göthel*, RIW 2003, 23, 24.

<sup>13</sup> Vgl. § 48 Abs. 1 BörsenO FWB (Stand: 1. November 2007).

den.<sup>14</sup> Damit ähnelt die Zwischenmitteilung eher einem Zwischenlagebericht. Emittenten, die Quartalsfinanzberichte veröffentlichen, sind allerdings von der Pflicht zur Veröffentlichung von Zwischenmitteilungen befreit.<sup>15</sup>

Den Emittenten wird bei der Zwischenmitteilung der Geschäftsführung ein weiter Ausgestaltungsspielraum eingeräumt, was die Vergleichbarkeit verschiedener Zwischenmitteilungen stark beeinträchtigt. Sie ist damit ein nur ungenügend standardisiertes Berichtsformat, wodurch ihre Kapitalmarktauglichkeit beeinträchtigt ist. Obwohl gesetzlich nicht gefordert, zeigt sich bereits, dass Emittenten in ihren Zwischenmitteilungen teilweise recht umfangreich Rechnungslegungsdaten veröffentlichen.<sup>16</sup>

## **2. Kapitalmarktorientierte Ermittlung der Rechnungslegungsdaten**

Viel entscheidender für die Neuausrichtung der Finanzberichterstattung als kapitalmarktorientiertes Berichtsformat sind die für die Aufstellung der Abschlüsse maßgeblichen Regularien. Insoweit bringt die Transparenzrichtlinie keine Neuerungen, sondern berücksichtigt lediglich die bisherige Entwicklung in der europäischen Harmonisierung der Unternehmensrechnung. Maßgeblich ist die Tendenz, internationale Rechnungslegungsstandards, die besser an die Bedürfnisse der Kapitalmärkte angepasst sind,<sup>17</sup> zu etablieren. Konsolidierte Abschlüsse kapitalmarktorientierter Unternehmen sind deshalb nach IAS/IFRS-Standards zu erstellen.<sup>18</sup> Diese Vorgabe übernimmt die Transparenzrichtlinie jeweils für von Emittenten aufzustellende Jahres- und Halbjahresfinanzberichte.<sup>19</sup>

Für Einzelabschlüsse der Unternehmen konnten sich die Bemühungen der Europäischen Gemeinschaft nach einer Ausrichtung an den IAS/IFRS noch nicht durchsetzen. Grund dafür ist, dass der Einzelabschluss in den Mitgliedstaaten zum Teil anderen Zwecken dient, welche nicht mit der kapitalmarktrechtlich orientierten Informationsfunktion vereinbar sind. In Deutschland muss der Einzelabschluss den an die Gesellschafter ausschüttungsfähigen Gewinn ermitteln können. Die Bilanzierung nach dem Vorsichtsprinzip verwirklicht primär den Gläubigerschutz.<sup>20</sup> Darüber hinaus ist der Einzelabschluss nach § 5 EStG maßgeblich für die Bemessung des zu versteuernden Gewinns des Unternehmens. Wegen dieser tiefen Einbin-

---

<sup>14</sup> Art. 6 Abs. 2 Transparenzrichtlinie; § 37x Abs. 2 S. 2 WpHG.

<sup>15</sup> Art. 6 Abs. 2 Transparenzrichtlinie; § 37x Abs. 3 S. 1 WpHG.

<sup>16</sup> S. Börsen-Zeitung vom 19.5.2007, S. 10.

<sup>17</sup> Entscheidend ist, dass internationale Rechnungslegungsstandards nach den IAS/IFRS ausschließlich der Information dienen, *Arbeitskreis Bilanzrecht der Hochschullehrer Rechtswissenschaft*, BB 2002, 2372 f.

<sup>18</sup> Vgl. Art. 4 Verordnung (EG) Nr. 1606/2002, ABl. Nr. L 243 vom 11.9.2002, S. 1; § 315a HGB.

<sup>19</sup> Art. 4 Abs. 3, Art. 5 Abs. 3 Transparenzrichtlinie.

<sup>20</sup> *Kübler*, NZG 2003, 358 f.

derung des Einzelabschlusses in die nationalen Rechtssysteme<sup>21</sup> konnte die kapitalmarktrechtliche Rechnungslegung bislang nur für Konzernabschlüsse europaweit verbindlich vorgeschrieben werden, da diese keinen zusätzlichen Zweckbindungen unterliegen.

Für die in den Finanzberichten zu veröffentlichenden Einzelabschlüsse sind deshalb weiterhin die nationalen Rechnungslegungsvorschriften anzuwenden.<sup>22</sup> Es wird auch weiterhin der nach HGB aufgestellte Abschluss im Finanzbericht seinen Platz finden, da § 315a HGB bislang nur für Konzernabschlüsse IAS/IFRS-Standards in das deutsche System der Rechnungslegung integriert. Der Einzelabschluss nach HGB wird den Anforderungen der Kapitalmärkte nur bedingt gerecht.

### **3. Anlegervertrauen durch Prüfungspflicht und Bilanzzeit**

Für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ist das Anlegervertrauen in die publizierten Informationen relevant.<sup>23</sup> Die Finanzberichterstattung reagiert in doppelter Weise auf das Sicherheitsbedürfnis der Anleger: Einerseits mit einer Prüfungspflicht für die zu veröffentlichenden Abschlüsse. Andererseits über den mit der Transparenzrichtlinie eingeführte Bilanzzeit.<sup>24</sup> Beide Komponenten sollen dafür Sorge tragen, dass die im Abschluss und Lagebericht publizierten Informationen richtig sind. Prüfungspflicht und Bilanzzeit sind allerdings nur für den Jahresfinanzbericht vorgesehen.<sup>25</sup> Für den Halbjahresfinanzbericht ist eine Pflichtprüfung des Abschlusses nicht vorgesehen. Eine solche wurde zwar vom deutschen Gesetzgeber im Rahmen des Umsetzungsprozesses zur Transparenzrichtlinie als verschärfende Maßnahme zunächst anvisiert.<sup>26</sup> Das Vorhaben scheiterte letztendlich aber an der Befürchtung, dadurch ein zu hohes Kostenniveau und Wettbewerbsnachteile für den Kapitalmarktstandort Deutschland zu erzeugen.<sup>27</sup> Übrig blieb die Möglichkeit, Halbjahresfinanzberichte einer prüferischen Durchsicht unterziehen zu können.<sup>28</sup>

Die Zwischenmittelung der Geschäftsführung kommt vollständig ohne verpflichtende Sicherungsinstrumente aus. Ihre Angaben müssen weder durch eine Versicherung der beim Emittenten verantwortlichen Personen, noch über eine prüferische Durchsicht abgesichert wer-

<sup>21</sup> Vergleichbar mit Deutschland findet sich das Prinzip der Maßgeblichkeit der Handelsbilanz für die Steuerbilanz auch in Frankreich und Belgien, s. *Herzig*, IStR 2006, 557.

<sup>22</sup> Art. 4 Abs. 3, Art. 5 Abs. 3 Transparenzrichtlinie.

<sup>23</sup> Vgl. *Merkt*, Unternehmenspublizität, 2001, S. 348 f.; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2004, Rn. 8.403.

<sup>24</sup> Dazu *Fleischer*, ZIP 2007, 97 ff.

<sup>25</sup> Art. 4 Abs. 2, Abs. 4 Transparenzrichtlinie; 37v Abs. 2 WpHG.

<sup>26</sup> Dazu *Beiersdorf/Buchheim*, BB 2006, 1674, 1676.

<sup>27</sup> *Wiederhold/Pukallus*, Der Konzern 2007, 264, 272.

<sup>28</sup> § 37w Abs. 5 S. 1 WpHG.

den. In diesem Bereich besteht daher ein gewisser Spielraum für die Emittenten und damit einhergehend die Gefahr, dass Anlegervertrauen enttäuscht wird.

#### **4. Zwischenergebnis**

Für die Finanzberichte lassen sich übergreifende Strukturelemente feststellen: Dem Publikum werden Rechnungslegungsdaten zur Verfügung gestellt, die im Finanzbericht über Anhangs- und Lageberichtsangaben erläuternd aufbereitet werden und deren Informationsgehalt einer Richtigkeitsgewähr unterliegt. Jahres- und Halbjahresfinanzberichte können als die Finanzberichte im engeren Sinne verstanden werden. Die Zwischenmittelung der Geschäftsführung unterscheidet sich vom Jahres- und Halbjahresfinanzbericht. Sie ist lediglich ein Berichtsformat mit erläuterndem Bestandteil und daher nicht als Finanzbericht im engeren Sinne zu begreifen.

### **III. Rechtsanwendungsprobleme**

#### **1. Konkurrenzverhältnis zwischen Ad-hoc-Publizität und Finanzberichterstattung**

Bislang noch nicht hinreichend geklärt ist die Abgrenzung der periodischen Publizität zur Ad-hoc-Publizität. Mit Umsetzung der Transparenzrichtlinie ist neben die Ad-hoc-Publizität die Periodenpublizität in das WpHG integriert worden, allerdings sind diese beiden Publizitätsregime vom Gesetzgeber nicht systematisch aufeinander abgestimmt worden. In einem ersten Schritt ist deshalb der Anwendungsbereich beider Veröffentlichungsregime unter der Fragestellung darzustellen, ob Überschneidungen bestehen.

##### **a) Finanzberichterstattung und Insiderinformationen**

Unter der Prämisse, die Informationseffizienz zu verbessern und Informationsasymmetrien abzubauen,<sup>29</sup> belegt § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG die Emittenten mit der Pflicht, Insiderinformationen unverzüglich zu veröffentlichen. Die auf diese Weise beeinflussten Anlegerentscheidungen sollen gewährleisten, dass sich die Preise an die neue Informationslage anpassen.<sup>30</sup> Insiderinformationen sind aus diesem Grund nur solche, denen im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential zukommt (§ 13 Abs. 1 S. 1 WpHG).

---

<sup>29</sup> *Kümpel/Veil*, Wertpapierhandelsgesetz, 2. Aufl. 2006, S. 87 f.

<sup>30</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Scheider*, WpHG, 4. Aufl. 2006, § 15 Rn. 2.

Innerhalb des kapitalmarktrechtlichen Publizitätssystems wird der Ad-hoc-Publizität die Funktion zugeschrieben, die Finanzberichterstattung zu ergänzen.<sup>31</sup> Aus dieser Ergänzungsfunktion lässt sich der Gedanke ableiten, dass beide Veröffentlichungspflichten grundsätzlich gleichberechtigt nebeneinander stehen, so dass kein Vorrang zugunsten eines Systems ausgemacht werden kann.<sup>32</sup> Aus dieser parallelen Konzeption kann sich allerdings eine Doppelveröffentlichungspflicht eines einheitlichen Sachverhalts sowohl ad-hoc als auch im Wege der Finanzberichterstattung ergeben, sofern dieser Sachverhalt den Tatbestand beider Veröffentlichungspflichten erfüllt.<sup>33</sup>

Bei genauerer Betrachtung lässt sich dieser Gedanke noch weiter ausdifferenzieren. Mit Blick auf die der Veröffentlichungspflicht unterworfenen Information muss nämlich konstatiert werden, dass zwar ein einheitlicher Sachverhalt in doppelter Weise veröffentlichungspflichtig sein kann, die durch das jeweilige Veröffentlichungsregime an den Markt gebrachte Information ist beide Male jedoch verschieden. Im Rahmen der Ad-hoc-Mitteilung stellt sich der Sachverhalt als Insiderinformation dar. Ihr Kennzeichen ist die singuläre und prägnante Veröffentlichung mittels eines gesetzlich in § 4 WpAIV vordefinierten Formats, wodurch ein gesteigerter Aufmerksamkeitsgrad erreicht wird. Zudem wird über die Herstellung der Bereichsöffentlichkeit gem. § 5 WpAIV gewährleistet, dass professionelle Händler einen schnellen Zugriff auf die Insiderinformation erhalten und diese dann umgehend durch Anpassung der Kurse am Markt verarbeitet wird. Durch die Qualifizierung eines Sachverhalts als Insiderinformation und der daran anknüpfenden spezifischen Veröffentlichungspflicht als Ad-hoc-Mitteilung wird dem Regelungszweck der Ad-hoc-Publizität nachgekommen. Sie soll präventiv dem Insiderhandel vorbeugen und durch Abbau von Informationsasymmetrien die Funktionsfähigkeit des Marktes steigern.<sup>34</sup>

Im Rahmen der Finanzberichterstattung wird der gleiche Sachverhalt als Finanzberichtsinformation veröffentlicht. Im Unterschied zur Insiderinformation präsentiert sich diese nicht als singuläre Information, sondern ist eingebettet in einen Gesamtbericht, der diverse Unternehmensinformationen darstellt, erläutert und bewertet. In diesem Zusammenhang ist Ziel der einzelnen Finanzberichtsinformation zwar ebenfalls, einem Transparenzbedürfnis des Marktes nachzukommen, jedoch ist dieses Transparenzbedürfnis auf eine kontinuierliche, periodische und umfassende Versorgung des Marktes mit unternehmensbezogenen Daten ausgerichtet, welche die Anleger über die wirtschaftliche Leistung des Unternehmens in der

---

<sup>31</sup> *Assmann* (Fn. 30), § 15 Rn. 35; *Zimmer*, in: Schwark, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 2004, § 15 Rn. 12.

<sup>32</sup> Vgl. *Assmann* (Fn. 30), § 15 Rn. 35.

<sup>33</sup> *Assmann* (Fn. 30), § 15 Rn. 35 f.; *Versteegen*, in: Kölner Komm WpHG, 2007, § 15 Rn. 130.

<sup>34</sup> *Assmann* (Fn. 30), § 15 Rn. 2, 7.

vergangenen Periode informieren und darauf aufbauend eine Prognose für die zukünftige Entwicklung ermöglichen sollen. In Abgrenzung zur Ad-hoc-Publizität kommt der Finanzberichtsinformation deshalb gerade kein erhebliches Kursbeeinflussungspotential zu.

Als Ergebnis zeigt sich, dass ein Konkurrenzverhältnis zwischen Ad-hoc-Publizität und Finanzberichterstattung nur insofern besteht, als ein einheitlicher Sachverhalt einer doppelten Veröffentlichungspflicht unterworfen sein kann. Unter der jeweiligen Veröffentlichungspflicht erhält dieser Sachverhalt dann ein ganz eigenständiges Gepräge. Bei einer Ad-hoc-Veröffentlichung wird er als Insiderinformation dem Kapitalmarkt präsentiert, im Rahmen der Finanzberichterstattung dagegen als eine Finanzberichtsinformation neben vielen anderen. Insider- und Finanzberichtsinformation sind durch das sie charakterisierende Format und Veröffentlichungsverfahren von einander verschiedene Informationstypen.

## **b) Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht von Geschäftsergebnissen**

### *aa) Probleme der doppelten Veröffentlichungspflicht*

Bereits vor Einführung der Finanzberichterstattung hat sich die Vorabveröffentlichung von Geschäftsergebnissen zum Zwecke der unverzüglichen Marktinformation zur gängigen Praxis entwickelt. Begünstigt wurde dieser Trend von der Neugestaltung des § 15 WpHG durch das AnSVG<sup>35</sup>, welches den Tatbestand der Insiderinformation erheblich erweiterte und zusätzlich die Befreiungsmöglichkeit von der Veröffentlichungspflicht in den Verantwortungsbereich des Emittenten überstellte. Dadurch entstanden erhebliche Anreize, die Ad-hoc-Mitteilung exzessiv anzuwenden. Die BaFin begünstigte diese Tendenz mit ihren Hinweisen im Emittentenleitfaden.<sup>36</sup> In der Literatur besteht zwar weitgehend Einigkeit, dass Geschäftsergebnisse aus der Finanzberichterstattung der Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht unterfallen können,<sup>37</sup> wenig geklärt ist aber bislang, wie eine Grenzziehung erfolgen kann und damit, ab wann Informationen der Rechnungslegung eine Kursrelevanz zukommt und wann nicht.

Die Publizitätsformate – Finanzberichterstattung auf der einen Seite, Ad-hoc-Mitteilung auf der anderen Seite – sind in der rechtlichen Ausgestaltung durch den Gesetzgeber nicht eindeutig voneinander abgegrenzt worden. Folge ist, dass weiterhin Ergebnisse aus der Finanzberichterstattung zum Gegenstand einer Ad-hoc-Mitteilung erklärt und in diesem Zusammenhang von der Gesellschaft um eine relativ umfangreiche Erläuterung ergänzt wer-

---

<sup>35</sup> Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), BGBl. I Nr. 56 vom 29.10.2004, S. 2630.

<sup>36</sup> Emittentenleitfaden der BaFin, S. 47 f. (Stand: 15. Juli 2005).

<sup>37</sup> Assmann (Fn. 30), § 15 Rn. 35 ff. m.w.N.; Versteegen (Fn. 33), § 15 Rn. 130.



den.<sup>38</sup> Da Emittenten selbst dann die Ad-hoc-Mitteilung bemühen, wenn es zu keiner wesentlichen Änderung bei den Ergebnissen der Rechnungslegung gekommen ist, bestehen gravierende Zweifel, ob die Prüfung eines erheblichen Kursbeeinflussungspotentials für die Information überhaupt beachtet wird. Der Trend, dass neben der periodischen Finanzberichterstattung eine periodische Ad-hoc-Veröffentlichung bestimmter Finanzkennzahlen aus der Finanzberichterstattung vor dem eigentlich vorgesehenen Bekanntgabetermin etabliert wird, droht sich zu verfestigen. Dies verwischt allerdings Grenzen und Zweck beider Publizitätssysteme. Kriterien zu deren Abgrenzung sind notwendig.

### *bb) Ansatzpunkte für eine Abgrenzung*

Mit Blick auf den Wortlaut von § 15 Abs. 1 i.V.m. § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG ergeben sich kaum Anknüpfungspunkte, Ergebnisse der Finanzberichterstattung aus dem Tatbestand der Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht auszuschließen. Aus Emittentensicht stellt sich die Frage, inwiefern den durch die periodische Rechnungslegung ermittelten Geschäftsergebnissen ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential zukommt. Der Emittent muss die Bedürfnisse des Marktes eigenständig beurteilen und wird in dieser Situation vom Gesetzgeber allein gelassen. Nach § 13 Abs. 1 S. 2 WpHG ist als Referenzfigur der verständige Anleger heranzuziehen.<sup>39</sup> Dieser bietet jedoch eine erhebliche Spannweite subjektiver Einschätzungsmöglichkeiten hinsichtlich der Frage, ob einzelnen Finanzergebnissen – beispielsweise dem rein operativen Ergebnis im Halbjahresfinanzbericht – tatsächlich ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential zukommt. Die Leitlinien der BaFin helfen gleichfalls nicht weiter, da sie zur näheren Bestimmung des erheblichen Kursbeeinflussungspotentials von Geschäftszahlen keinen Beitrag leisten.<sup>40</sup>

Die Literatur versucht deshalb, die Befreiungsmöglichkeit nach § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG zu bemühen, indem ein Interesse des Emittenten ermittelt wird, Geschäftszahlen bis zu deren offiziellem Bekanntgabetermin zurückzuhalten.<sup>41</sup> Zwar erscheint der Tatbestand des § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG einer Auslegung durchaus zugänglich zu sein, nach der Emittenten die Möglichkeit haben, mit der Veröffentlichung ihrer Geschäftszahlen bis zum nächsten Finanzbericht zu warten ohne damit eine Irreführung der Öffentlichkeit zu bewirken und ein vorzeitiges Bekanntwerden zu riskieren. Das Instrument der Selbstbefreiung ist für die systematische Abgrenzung der Finanzberichterstattung zur Ad-hoc-Publizität aber kein geeignetes

---

<sup>38</sup> S. als Beispiel dafür die Ad-hoc-Mitteilung der DaimlerChrysler AG vom 14.2.2007 (abrufbar unter: <http://www.dgap.de/dgap/static/News/?newsType=&newsID=69024>, zuletzt abgerufen am 1.11.2007), in der das in 2006 erwirtschaftete Jahresergebnis veröffentlicht und ausführlich erläutert wurde.

<sup>39</sup> Zum verständigen Anleger allgemein *Veil*, ZBB 2006, 162.

<sup>40</sup> Vgl. Emittentenleitfaden (Fn. 36), S. 47 f.

<sup>41</sup> *Cahn*, AG 2007, 221, 223 ff.

Mittel. Schließlich besteht aus Sicht der Emittenten ein erheblicher Anreiz, die inhaltlich nur von § 4 WpAIV vordefinierte Ad-hoc-Mitteilung als Werbemedium möglichst frühzeitig zu instrumentalisieren, und zudem besteht ein weiterer Anreiz gerade darin, sich nicht der Unsicherheit auszusetzen, Gegenstand und Umfang der Selbstbefreiungsoption nach § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG eigenständig ermitteln zu müssen. Hinter der Selbstbefreiungsmöglichkeit steht schließlich immer die Gefahr von Bußgeldern und Schadensersatzansprüchen der Anleger nach §§ 37b, 37c WpHG wegen einer zu Unrecht unterlassenen Ad-hoc-Mitteilung. Um dieser Unsicherheit zu begegnen, werden Emittenten aus Vorsicht eher geneigt sein, umfangreich ad-hoc zu veröffentlichen.

Eine Abgrenzung kann deshalb nur auf systemischen Argumenten aufbauen. Der Grund dafür, dass sich die Finanzberichterstattung mit dem Anwendungsbereich der Ad-hoc-Publizität überschneidet, resultiert aus der starken Interpretationsbedürftigkeit von Ergebnissen der Rechnungslegung.<sup>42</sup> Auf diesen Befund hat der Gesetzgeber reagiert. Das Format des Finanzberichts sieht deshalb zwingend vor, dass Finanzaufstellungen vom Emittenten in einem vorgegebenen Format (Anhang, Lagebericht) zu erläutern sind. Mit der Implementierung der Finanzberichterstattung in das WpHG kommt deshalb der Wille des Gesetzgebers deutlich zum Ausdruck, dass Informationen der Rechnungslegung dem System der Periodenpublizität zugewiesen sind und Emittenten nicht von dem für diese vorgegebenen Formalien eigenmächtig Abstand nehmen dürfen, um ihre Finanzaufstellungen der Öffentlichkeit zu präsentieren. Der Grund für dieses stark formalisierte Veröffentlichungsregime der Finanzaufstellungen liegt schließlich in der Eindämmung möglicher Interpretationsspielräume, damit sich informationseffiziente Preise aufgrund sachgerechter Informationen bilden können. Eröffnen sich Emittenten mit der inhaltlich geringer vorstrukturierten Ad-hoc-Mitteilung wieder Spielräume bei der Präsentation und Beurteilung von Finanzkennzahlen, würde der gesetzgeberische Regelungswille unterlaufen. Geschäftsergebnisse sind deshalb nicht Gegenstand der Ad-hoc-Mitteilung. Sie werden in regelmäßigen Perioden zu vorher bestimmten Terminen und im vorstrukturierten Format des Finanzberichts der Öffentlichkeit präsentiert und dienen den Anlegern dazu, das wirtschaftliche Leistungspotential der einzelnen Emittenten einschätzen und vergleichen zu können.<sup>43</sup>

Gegen die vollständige Ausklammerung der Geschäftsergebnisse aus der Ad-hoc-Publizität scheint das gesetzgeberische Ziel zu sprechen, den Insiderhandel mittels umgehender Veröffentlichung der Insiderinformation eindämmen zu wollen. Bei näherer Betrachtung besteht ein solcher Konflikt aber nicht. Denn im Kern sind es nicht die Geschäftsergebnisse selber,

---

<sup>42</sup> *Cahn*, AG 2007, 222, 223.

<sup>43</sup> Im Ergebnis ähnlich *Cahn*, AG 2007, 222, 226.

die Anleger den Anlass geben, eine Kurskorrektur beim jeweiligen Emittenten vorzunehmen. Grund ist vielmehr, dass veränderte Geschäftsergebnisse immer eine dahinterstehende wirtschaftliche Entwicklung in der jeweiligen Periode wiedergeben und für die Veränderung der Geschäftszahlen daher klare wirtschaftliche Ursachen benannt werden können. So kann beispielsweise der fünfprozentige Umsatzrückgang im ersten Quartal 2007 eines großen Automobilkonzerns darauf zurückzuführen sein, dass die Absatzzahlen für Mittelklassefahrzeuge im asiatischen Raum um 20 Prozent gesunken sind. Der Rückgang der Absatzzahlen hätte in diesem Fall ein erhebliches Kursbeeinflussungspotential und wäre vom Emittenten umgehend nach dem Bekanntwerden zu veröffentlichen. Die konkreten Auswirkungen auf die Finanzergebnisse könnten dann bis zum nächsten Termin für die Finanzberichterstattung warten. Damit zeigt sich, dass neben der Finanzberichterstattung der Ad-hoc-Mitteilung ausreichend Raum zukommt und ihren Aufgaben gerecht werden kann, selbst wenn nicht die Finanzzahl selber zum Gegenstand der Ad-hoc-Mitteilung erhoben wird, sondern nur die wirtschaftlichen Ursachen, welche die Veränderung der Geschäftszahlen zur Folge haben. Damit erlangen beide Publizitätsregime einen klar zugeschnittenen Anwendungsbereich.

### **c) Überschneidungen der Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG mit der Finanzberichterstattung**

In Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie<sup>44</sup> wurde im Jahr 2004 mit dem AnSVG<sup>45</sup> die Befreiungsmöglichkeit für die Pflicht zur Ad-hoc-Veröffentlichung grundlegend neu gestaltet. Seitdem sieht das Gesetz in § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG vor, dass ein Emittent von der Pflicht zur Veröffentlichung einer Insiderinformation solange befreit ist, wie kumulativ drei Voraussetzungen erfüllt sind. Es muss erstens der Aufschub der Veröffentlichung zum Schutz der berechtigten Interessen des Emittenten erforderlich, zweitens keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten und drittens die Vertraulichkeit der Insiderinformation durch den Emittenten gewährleistet sein. Solange diese drei Voraussetzungen erfüllt sind, ist der Emittent von der Pflicht zur unverzüglichen Ad-hoc-Veröffentlichung einer Insiderinformation suspendiert. Sobald eine der Befreiungsvoraussetzungen nicht mehr gegeben ist, lebt die Veröffentlichungspflicht wieder auf.<sup>46</sup> Die Veröffentlichungspflicht wird daher nur schwebend außer Kraft gesetzt.

Das Vorliegen der Befreiungsvoraussetzungen ist vom Emittenten eigenverantwortlich zu prüfen und zu beurteilen.<sup>47</sup> Somit verbleiben Unsicherheiten bei der Rechtsanwendung im Verantwortungsbereich des Emittenten und können nicht durch einen Befreiungsantrag bei

---

<sup>44</sup> Richtlinie 2003/6/EG, ABl. Nr. L 96 vom 12.4.2003, S. 16.

<sup>45</sup> S. Fn. 35.

<sup>46</sup> § 15 Abs. 3 S. 2 WpHG.

<sup>47</sup> *Assmann* (Fn. 30), § 15 Rn. 129.

der Bundesanstalt beseitigt werden.<sup>48</sup> Diese Rechtslage ist durch Art. 6 Abs. 2 S. 1 Marktmissbrauchsrichtlinie vorgegeben, wonach der Aufschub der Veröffentlichung einer Insiderinformation ausdrücklich in die eigene Verantwortung des Emittenten fallen soll. Ein Regelungsspielraum besteht insoweit nicht. Eine nähere Konkretisierung der Befreiungsvoraussetzungen wird aber durch § 6 und § 7 WpAIV gewährleistet. Nach § 6 S. 2 WpAIV lassen sich zwei Hauptfälle identifizieren, in denen die Befreiung von der Ad-hoc-Veröffentlichung zum Schutz der berechtigten Interessen des Emittenten erforderlich sein kann: Laufende Verhandlungen (Ziff. 1) und mehrstufige Entscheidungsprozesse (Ziff. 2). Obwohl mit den Konkretisierungen in der WpAIV die Anwendung der Selbstbefreiung für die Emittenten sicherer geworden ist, ist zu berücksichtigen, dass im Falle einer fälschlichen Annahme der Befreiungsvoraussetzungen der Emittent wegen der nicht rechtzeitigen Ad-hoc-Veröffentlichung nach § 39 Abs. 2 Nr. 5 lit. a WpHG eine Ordnungswidrigkeit begeht und sich der Gefahr von Schadensersatzforderungen nach § 37b WpHG ausgesetzt sieht.<sup>49</sup>

#### *aa) Spannungsverhältnis zwischen Selbstbefreiung und Finanzberichterstattung*

Für einen bestimmten Sachverhalt kann nur im Einzelfall beurteilt werden, ob er erstens den Tatbestand einer Insiderinformation erfüllt, zweitens die Voraussetzungen der Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG vorliegen und drittens dieser Sachverhalt außerdem zum Inhalt der Finanzberichterstattung gehört. Liegen diese drei Voraussetzungen kumulativ vor, entsteht eine Kollision zwischen der Ad-hoc-Publizität und der Finanzberichterstattung. Dass diese Prämissen in der Praxis tatsächlich kumulativ erfüllt sein können, lässt sich mit Blick auf die gesetzlich bestimmten Fälle für eine Befreiung nach § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG in § 6 WpAIV gedanklich nachzeichnen. Sowohl im Rahmen laufender Verhandlungen z.B. im Vorfeld einer Unternehmensübernahme oder für mehrstufige Entscheidungsprozesse erscheint es nicht unwahrscheinlich, dass Informationen in der Finanzberichterstattung, beispielsweise in den Lagebericht nach § 289 HGB, aufzunehmen sind. Ebenfalls scheint es denkbar, dass ein solcher Sachverhalt als wesentliches Ereignis nach § 37x Abs. 2 S. 2 WpHG der Pflicht zur Zwischenmitteilung unterliegt und gleichzeitig als Insiderinformation über § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG veröffentlichungspflichtig ist.

Allerdings – das brachte die Darstellung zum Verhältnis zwischen Insiderinformationen und Finanzberichterstattung<sup>50</sup> bereits zum Vorschein – wird nur der hinter der jeweiligen Information stehende Sachverhalt von beiden Publizitätsregimen erfasst. Formal stellt er sich in bei-

<sup>48</sup> Nach der bis zum 29.10.2004 gültigen Fassung des § 15 Abs. 1 S. 5 WpHG musste eine Befreiung von der Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht bei der BaFin beantragt werden.

<sup>49</sup> Zu dem durch die Selbstbefreiung entstehenden Risiko für die Emittenten vgl. Möllers, WM 2005, 1393, 1395.

<sup>50</sup> S. III.1.a).

den Varianten unterschiedlich dar: Einmal als Insiderinformation, dann als Finanzberichtsinformation. Auf dieser Basis lassen sich bereits beide Regelungsregime formal voneinander sachgerecht abgrenzen. Tritt beim Emittenten eine Insiderinformation auf, hat er diese immer über die Ad-hoc-Publizität an den Markt zu bringen. Dies gebietet das speziell auf die Veröffentlichung von Insidertatsachen zugeschnittene Veröffentlichungsformat und -verfahren. Könnte eine Insiderinformation im Finanzbericht platziert werden, würde die Regulationsintention der Ad-hoc-Publizität unterlaufen werden. Daraus folgt, dass eine Finanzberichtsinformation, deren Sachverhalt zusätzlich den Tatbestand einer Insiderinformation erfüllt, zeitlich vor dem Finanzbericht ad-hoc zu veröffentlichen ist. Ansonsten würde der wesentliche Teil der Insiderinformation im falschen Format und Verfahren an den Markt gebracht, obwohl der Gesetzgeber dafür die Ad-hoc-Veröffentlichung vorgesehen hat.

Gerade diese Gefahr, dass die Regulationsintention der Ad-hoc-Publizität unterlaufen wird, kann allerdings eintreten, wenn ein Emittent von der Möglichkeit zur Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG Gebrauch macht und dadurch von der Veröffentlichungspflicht der Insiderinformation schwebend suspendiert ist. Liegen die Befreiungsvoraussetzungen tatsächlich vor, stellt sich die Frage, wie diese Information als Finanzberichtsinformation zu behandeln ist. Denn eine Möglichkeit wie in § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG, durch die eine Information von der Veröffentlichungspflicht zurückgehalten werden kann, existiert für die Finanzberichterstattung nicht.<sup>51</sup> Ein Regelungskonflikt zwischen der Ad-hoc-Publizität und der Finanzberichterstattung kann daher auftreten, solange ein Emittent berechtigterweise die Veröffentlichung einer Insiderinformation gem. § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG zurückhält und während dieses Zeitraums der Veröffentlichungstermin für die Finanzberichterstattung eintritt. Besteht für den hinter der Insiderinformation stehenden Sachverhalt dann eine Pflicht zur Aufnahme als Finanzberichtsinformation, entstehen rechtliche Widersprüche in zweierlei Hinsicht. Zum einen droht das Veröffentlichungsregime der Ad-hoc-Publizität unterwandert zu werden, wenn der Sachverhalt der Insiderinformation nunmehr als Finanzberichtsinformation erstmalig dem Markt präsentiert würde. Das Veröffentlichungsverfahren der Finanzberichterstattung ist nicht auf die umgehende Einpreisung von Insiderinformationen zugeschnitten. Die Insiderinformation wäre nicht als solche kenntlich. Zum anderen besteht die Gefahr, dass die Regulationsintention des § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG unterlaufen wird, wenn der Sachverhalt einer Insiderinformation, für den noch die Voraussetzungen einer Befreiung vorliegen, in Gestalt einer Finanzberichtsinformation dennoch veröffentlicht werden müsste.

---

<sup>51</sup> Für die frühere Zwischenberichterstattung war eine solche Möglichkeit noch in § 61 Abs. 3 BörsZulV a. F. vorgesehen.

*bb) Auflösung des Spannungsverhältnisses*

Obwohl Ad-hoc-Publizität und Finanzberichterstattung grundsätzlich gleichberechtigt nebeneinander stehen und daher keine Veröffentlichungspflicht der anderen vorgeht, ist zu berücksichtigen, dass hinsichtlich des Sachverhalts einer Insiderinformation die Ad-hoc-Publizität die speziellere kapitalmarktrechtliche Informationspflicht darstellt. Sie hat den Anspruch, unverzüglich die Kurse an eine veränderte Informationslage anzupassen. Die Finanzberichterstattung sichert zwar ebenfalls, dass Unternehmensinformationen in die Preise einfließen können, verfolgt aber ein kontinuierliches, periodisches Informationskonzept. Die Ad-hoc-Publizität ist dagegen speziell auf die Anforderungen an ein Informationssystem für Insiderinformationen zugeschnitten. Diese Spezialität rechtfertigt es, den Befreiungstatbestand in § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG als *lex specialis* zur Finanzberichterstattung aufzufassen, welcher der Veröffentlichungspflicht nach den §§ 37v ff. WpHG vorgeht. Durch die Verbindung der Finanzberichterstattung mit den handelsrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften hat dies zur Konsequenz, dass aus der Rechnungslegung resultierende Finanzberichtsdaten insoweit nicht der Veröffentlichungspflicht unterliegen, als es das Geheimhaltungsinteresse des Emittenten erfordert.

Dagegen könnte eingewandt werden, dass für die Anerkennung eines Vorrangs zugunsten unternehmerischer Geheimhaltungsinteressen aus § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG im Rahmen der handelsrechtlichen Rechnungslegung kein Raum besteht.<sup>52</sup> Diese Problematik entschärft sich aber durch die rechtssystematische Erkenntnis, dass § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG nicht die Vorschriften über die Rechnungslegung an sich einschränkt, sondern lediglich deren Veröffentlichungspflicht. Diese folgt allerdings nicht aus dem HGB-Bilanzrecht, sondern aus den §§ 37v ff. WpHG und damit originär dem Kapitalmarktrecht. Der Sachverhalt einer Insiderinformation kann gesetzeskonform in die Rechnungslegungsunterlagen integriert werden und braucht nur bei der späteren Veröffentlichung nicht aufgeführt werden. Als Ergebnis kann daher festgestellt werden, dass ein Emittent, solange die Voraussetzungen des § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG vorliegen, den Sachverhalt einer Insiderinformation nicht als Finanzberichtsdaten veröffentlichen muss.

Dieses Ergebnis ist auch europarechtlich geboten. Die Ad-hoc-Publizität basiert auf Art. 6 der Marktmissbrauchsrichtlinie. Sie wurde daher systematisch mit den Vorschriften gegen das Insiderrecht verknüpft. Da die Ad-hoc-Publizität neben der Bekämpfung des Insiderhandels ebenso die Steigerung der Markttransparenz bezweckt, wäre eine Verankerung in der

---

<sup>52</sup> Für wesentliche Vereinbarungen im Rahmen einer Unternehmensübernahmen sieht § 289 Abs. 4 Ziff. 8 HGB ausdrücklich die Möglichkeit vor, dass eine Veröffentlichung unterbleiben kann, soweit dadurch der Gesellschaft ein erheblicher Nachteil entstünde.

Transparenzrichtlinie ebenso möglich gewesen.<sup>53</sup> Da dies jedoch nicht geschehen ist, sind die beiden Publizitätsregime europarechtlich separat entwickelt worden. Der europäische Gesetzgeber hat somit keine Aussage zum Konkurrenzverhältnis beider Publizitätstypen getroffen.<sup>54</sup> Daher muss versucht werden, beiden Regelungszwecken zu maximaler Wirksamkeit zu verhelfen. Würde der Sachverhalt einer Insiderinformation allerdings durch die Finanzberichterstattung veröffentlicht, wäre der Regelungszweck von Art. 6 Abs. 2 S. 1 Marktmissbrauchsrichtlinie nicht mehr zu erfüllen und der Wille des Gesetzgeber, berechnigte Geheimhaltungsinteresses der Emittenten im Rahmen der Ad-hoc-Publizität zu schützen, wäre in erheblichem Maße eingeschränkt. Hält dagegen ein Emittent eine einzelne Information im Finanzbericht zurück, wird der Regelungszweck der Finanzberichterstattung nur marginal beeinträchtigt. Seiner Eigenschaft als periodisches Informationsinstrument kann der Finanzbericht trotzdem gerecht werden. Somit ist ein Vorrang des Befreiungstatbestandes in § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG mit den europarechtlichen Vorgaben vereinbar.

Probleme bereitet dieses Ergebnis für Jahresfinanzberichte, wenn der Emittent als deutsche Kapitalgesellschaft bereits nach handelsrechtlichen Vorschriften zur Offenlegung der entsprechenden Rechnungslegungsunterlagen verpflichtet ist. Nach § 37v Abs. 1 S. 1 WpHG entfällt in diesen Fällen die Pflicht zur Finanzberichterstattung. Dies ist insofern problematisch, weil die Veröffentlichungspflicht dann nicht mehr kapitalmarktrechtlich, sondern gem. § 325 HGB bilanzrechtlich geprägt ist. Es stellt sich deshalb die Frage, ob das für die Finanzberichterstattung gefundene Ergebnis ebenso auf die externe Rechnungslegung der Kapitalgesellschaften nach § 325 HGB Anwendung finden kann, da die handelsrechtlichen Vorschriften zur Rechnungslegung nicht entwickelt worden sind, reibungslos im kapitalmarktrechtlichen Publizitätssystem verankert zu werden. Kapitalmarktrechtlich motivierte Geheimhaltungsbedürfnisse sind im Bilanzrecht des HGB nicht berücksichtigt worden. Für eine Lösung des Normenkonflikts muss deshalb die Frage geklärt werden, ob für Finanzberichtsinformationen in diesem Zusammenhang die Regelungszwecke des Kapitalmarktrechts oder HGB-Bilanzrechts vorgehen.

Mit der Transparenzrichtlinie und deren Umsetzung im TUG hat die Finanzberichterstattung als kapitalmarktrechtliches Publizitätsregime Einzug in das deutsche Recht gehalten. Sie bildet jedoch nur eine kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflicht für Informationen der Unternehmensrechnungslegung und gibt keine eigenständigen Bilanzierungsregeln für die Gewinnung der Finanzberichtsinformationen vor. Dennoch ist für diese die kapitalmarktrecht-

---

<sup>53</sup> Vgl. *Brellochs*, Publizität und Haftung von Aktiengesellschaften im System des Europäischen Kapitalmarktrechts, 2005, S. 38.

<sup>54</sup> Zum Problem sich widersprechender Regelungen im Europarecht s. *Vokuhl*, Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und Kapitalerhaltung in der Aktiengesellschaft, 2007, S. 130 f.

liche Orientierung maßgeblich, da der primäre Zweck der Finanzberichtsinformationen über ihre Verankerung in der Finanzberichterstattung die Erfüllung eines vom Markt vorgegebenen Informationsbedürfnisses darstellt. Damit ist für Finanzberichtsinformationen, soweit sie vom Veröffentlichungssystem der Finanzberichterstattung nach den §§ 37v ff. WpHG erfasst werden, eine kapitalmarktrechtliche Zwecksetzung maßgeblich.

Diese kapitalmarktrechtliche Ausrichtung muss auch für die Veröffentlichungspflicht bei deutschen Kapitalgesellschaften nach § 325 HGB uneingeschränkt zur Geltung kommen. Der Gesetzgeber wollte mit dem Ausschlussstatbestand des § 37v Abs. 1 S.1 WpHG lediglich eine doppelte Veröffentlichungspflicht vermeiden,<sup>55</sup> jedoch nicht die kapitalmarktrechtliche Orientierung der Veröffentlichungspflicht einschränken. Dies resultiert bereits daraus, dass die Möglichkeit, die Finanzberichterstattung durch eine Offenlegung nach § 325 HGB zu substituieren, in § 37v Abs. 1 S. 1 WpHG selbst verankert ist. Zum anderen muss berücksichtigt werden, dass die Transparenzrichtlinie in Art. 4 keine Möglichkeit vorsieht, nach der ein Emittent nicht zur Veröffentlichung eines Jahresfinanzberichts verpflichtet ist, wenn er bereits nach anderen Vorschriften die entsprechenden Rechnungslegungsunterlagen offen zu legen hat. Eine europarechtskonforme Auslegung des § 325 HGB erfordert deshalb, dass die Befreiungswirkung des § 15 Abs. 3 S. 1 HGB sich auch auf die Veröffentlichungspflicht nach § 325 HGB erstreckt.

## **2. Haftung für fehlerhafte Finanzberichte**

### **a) Europäischer Auftrag zur Schaffung eines Haftungsregimes für die Finanzberichterstattung**

Neben der Einführung des Finanzberichts als neues Format periodischer Emittentenpublizität setzt die Transparenzrichtlinie einen weiteren, sensiblen Eckpfeiler in das deutsche Kapitalmarktrecht. In Art. 7 verlangt die Transparenzrichtlinie die Anwendbarkeit der Haftungsnormen der Mitgliedstaaten auf die Periodenpublizität. Damit wird erneut der kontrovers diskutierte Bereich des kapitalmarktrechtlichen Haftungssystems<sup>56</sup> aufgewirbelt. Mit Blick auf den Wortlaut der Vorschrift gilt es zu beachten, dass die Anwendbarkeit der Haftungsnormen in den Mitgliedstaaten speziell auf Finanzberichte (inklusive der Zwischenmitteilung der Geschäftsführung) sichergestellt werden muss. Obwohl sich der europäische Regelungsauftrag einer stärkeren Präzisierung enthält und damit einen erheblichen Interpretationsspielraum ermöglicht, wird deutlich, dass das EG-Recht eine spezifische Haftung für die Finanzberichterstattung fordert, da ansonsten keine Anwendbarkeit sichergestellt werden müsste. Allgemeine Haftungstatbestände können diesem Anspruch nur sehr begrenzt gerecht werden,

---

<sup>55</sup> Vgl. Begr. RegE. TUG, BT-Drucks. 16/2498, S. 43.

<sup>56</sup> Vgl. zum geplanten KapInHaG *Veil*, BKR 2005, 91.



schaffen Sie doch für die Finanzberichterstattung kein zusätzliches Schutzniveau. Ein solches ist dem Art. 7 Transparenzrichtlinie als Umsetzungsauftrag aber zu entnehmen. In Bezug auf den Haftungsadressaten erfüllt sowohl eine reine Emittentenhaftung als auch eine Organhaftung die europäischen Vorgaben.<sup>57</sup>

Die Umsetzungsfrist für die Transparenzrichtlinie ist bereits zum 20. Januar 2007 abgelaufen.<sup>58</sup> Der deutsche Gesetzgeber hat sich im TUG der Haftungsfrage nicht angenommen bzw. dazu Stellung bezogen. Er scheint deshalb davon auszugehen, dass die bisherige Rechtslage in Deutschland den europäischen Vorgaben gerecht wird. Dies bedarf einer kritischen Überprüfung.

### **b) Flankierende Haftung für die Periodenpublizität *de lege lata***

Das kapitalmarktrechtliche Haftungsregime basiert auf zwei Säulen. Die erste reflektiert, dass das Kapitalmarktrecht in seiner Entwicklung als eigenständiges Rechtsgebiet noch eine relativ junge Tradition aufweist und kapitalmarktrechtliche Haftung deshalb in erster Linie auf allgemeinen Haftungstatbeständen des Zivilrechts aufbaut. Zu nennen sind hier in erster Linie die deliktischen Tatbestände der §§ 826 und 823 Abs. 2 BGB, sowie die aus der *c.i.c.* entwickelte<sup>59</sup> bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung. Die zweite Säule bestimmen neue kapitalmarktrechtliche Haftungsnormen, welche die besonderen Ansprüche und strukturellen Charakteristika des Kapitalmarktrechts verarbeiten und auf Defizite des allgemeinen, zivilrechtlichen Haftungssystems reagieren. Hierzu zählen die Haftung für falsche oder unterlassene Ad-hoc-Mitteilungen gem. §§ 37b, 37c WpHG und die Börsenprospekthaftung nach §§ 44 ff. BörsG, welche über den Verweis aus dem VerkProspG als Grundnorm einer an den öffentlichen Vertrieb von Kapitalanlageprodukten ansetzenden Prospekthaftung angesehen werden kann.

Für die Finanzberichterstattung kann festgestellt werden, dass spezielle kapitalmarktrechtliche Haftungsnormen nicht bestehen. Es stellt sich damit die Frage, wie die Finanzberichterstattung in die Systematik kapitalmarktrechtlicher Haftungstatbestände eingebunden werden kann.

---

<sup>57</sup> So bereits *Veil*, ZBB 2006, 162, 168 f.

<sup>58</sup> Vgl. Art. 31 Abs. 1 Transparenzrichtlinie.

<sup>59</sup> *Bachmann*, in: *Bachmann/Casper/Schäfer/Veil*, Steuerungsfunktion des Haftungsrechts im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2007, S. 110.

*aa) Erstreckung der Prospekthaftung auf Finanzberichte*

Möglich erschiene, die Finanzberichterstattung der Prospekthaftung zu unterstellen. Mit Rücksicht auf die zweigleisige Natur des als Prospekthaftung entwickelten Haftungsinstituts<sup>60</sup> sind zunächst die spezialgesetzlich entwickelten Tatbestände der Prospekthaftung in den Blick zu nehmen. An vorderster Front stehen die §§ 44 ff. BörsG, welche bei fehlerhaften Börsenzulassungsprospekten den Erwerbenden von Wertpapieren einen Restitutionsanspruch gegen den Prospektverantwortlichen und Prospekterlasser als Gesamtschuldner einräumen.<sup>61</sup> Ergänzt um die §§ 13, 13a VerkProspG, welche weitgehend auf die börsengesetzliche Prospekthaftung verweisen, entsteht ein primärmarktorientiertes Haftungskonzept für das öffentliche Angebot von Kapitalanlagen, welches an den gesetzlich im WpPG bzw. VerkProspG definierten Prospektbegriff anknüpft. Finanzberichte unterfallen nicht den gesetzlich konturierten Prospektformen, da sie nicht mit dem öffentlichen Angebot von Kapitalanlagen verknüpft sind. Eine direkte Anwendung der §§ 44 ff. BörsG kommt nicht in Betracht. Insbesondere zeigt sich, dass der Gesetzgeber speziell für den Primärmarkt ein Konzept der Prospekthaftung entwickelt hat, das in seiner Ausgestaltung als abschließend einzustufen ist. Auf die Finanzberichterstattung als Publizitätsformat des organisierten Sekundärmarktes kommt deshalb die börsengesetzliche Prospekthaftung auch nicht analog zur Anwendung.

Damit verbleibt letztlich nur die Frage, ob die Finanzberichterstattung einen Unterfall der richterrechtlich entwickelten bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung<sup>62</sup> darstellt. Die Rechtsprechung, welche berufen wäre, durch Weiterführung ihrer Judikatur diese Frage zu beantworten, hatte bislang noch keine Gelegenheit, Stellung zu beziehen. In der Literatur zeichnet sich kein einheitliches Bild ab.<sup>63</sup> Den Anknüpfungspunkt für eine Stellungnahme zu dieser Thematik bildet der Prospektbegriff des bürgerlich-rechtlichen Haftungstatbestandes. Auch dieser ist bislang von der Rechtsprechung nur wenig konturiert worden.<sup>64</sup> Überwiegend wird dieser zum Schutz der Anleger vor fehlerhaften und damit irreführenden Darstellungen der Anlageoptionen weit ausgelegt,<sup>65</sup> so dass sämtliche schriftlichen Erklärungen bereits die Prospektqualität nach bürgerlich-rechtlichem Standard erfüllen.<sup>66</sup> Dem Finanzbericht käme danach durchaus die Qualität eines Prospekts zu.

<sup>60</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, Hdb KapitalanlageR, 2007, § 6 Rn. 1.

<sup>61</sup> *Hamann*, in: *Schäfer/Hamann*, Kapitalmarktgesetze, 2. Auflage, §§ 44, 45 BörsG Rn. 307 (Stand: Januar 2006); *Teichmann*, in: *Bachmann/Casper/Schäfer/Veil*, Steuerungsfunktion des Haftungsrechts im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 2007, S. 153 f.

<sup>62</sup> Gemeint ist insoweit die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung im engeren Sinn, zur Abgrenzung *Grumann*, BKR 2002, 310 f.; *Bachmann* (Fn. 59), S. 109 f.

<sup>63</sup> Überblick bei *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633, 1647 f.

<sup>64</sup> *Grumann*, BKR 2002, 310, 311.

<sup>65</sup> Vgl. *Bachmann* (Fn. 59), S. 112.

<sup>66</sup> *Hamann* (Fn. 61), §§ 44, 45 BörsG Rn. 46.

Es bestehen aber erhebliche systematische Zweifel.<sup>67</sup> Neben der Unsicherheit, ob die Rechtsprechung ihre insbesondere zu Graumarktprodukten entwickelte Judikatur auf Veröffentlichungen am organisierten Markt ausdehnen würde, greift der Einwand, dass dem Prospektbegriff eine Verbindung zum erstmaligen öffentlichen Angebot der Kapitalanlage innewohnen muss.<sup>68</sup> In dieser Weise lässt sich der Rechtsprechung durchaus eine Einschränkung des Prospektbegriffs entnehmen.<sup>69</sup> Eine derartige Verbindung besteht aber ausschließlich am Primärmarkt. Gegenstand der Sekundärmarktpublizität ist es dagegen, bewertungsrelevante Daten in regelmäßigen Perioden zur Verfügung zu stellen und nicht, eine Anlageentscheidung werbend durch eine umfassende Beschreibung des Emittenten zu beeinflussen. Dem Prospekt muss deshalb die Qualität eines die Anlageentscheidung per se beeinflussenden Dokuments zukommen.

Die Finanzberichterstattung bietet zwar eine sehr weitgehende Informationsgrundlage, die für die Anlageentscheidung herangezogen werden kann, sie ist aber nicht auf den Zweck ausgerichtet, beim erstmaligen Angebot die Kapitalanlage einer umfassenden Prüfung unterziehen zu können. Wurde die Kapitalanlage am Markt platziert, entsteht über die Preisbildung am Sekundärmarkt ein Informationsmedium, welches bei der Erstemission fehlt und wodurch sich die Prospektspflicht rechtfertigt. Am Sekundärmarkt ist deshalb wesentlich stärker die kontinuierliche Information der Marktes relevant, damit sich informationseffiziente Preise bilden können. Die Sekundärmarktpublizität bedarf einer eigenständig entwickelten Haftungskonzeption; der Rückgriff auf den Prospektbegriff scheidet aus. Dies bestätigt der Vergleich mit den §§ 37b, 37c WpHG als bereits bestehende Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktpublizität.<sup>70</sup> In Anknüpfung an die Vertrauenshaftung der c.i.c. statuiert die Prospekthaftung einen weitgehenden Restitutionsanspruch<sup>71</sup> des getäuschten Anlegers und lässt bereits leicht fahrlässiges Verhalten<sup>72</sup> ausreichen. Die Tatbestände der §§ 37b, 37c WpHG dagegen führen grundsätzlich nur zum Ausgleich des Kursdifferenzschadens und greifen erst ab grober Fahrlässigkeit ein. Hinzu tritt, dass der Gesetzgeber die wesentlichen Bereiche der Prospekthaftung mit dem AnSVG normiert hat und darin der Wille gesehen werden kann, die bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung nunmehr möglichst abschließend einer gesetzlichen Regelung zugeführt zu haben.<sup>73</sup>

---

<sup>67</sup> Bachmann (Fn. 59), S. 111 ff., verneint einen Anwendungsbereich der bürgerlich-rechtlichen neben der spezialgesetzlichen Prospekthaftung.

<sup>68</sup> Mülbart/Steup, WM 2005, 1633, 1650.

<sup>69</sup> Vgl. BGH vom 19.7.2004 – II ZR 402/02, WM 2004, 1721, 1722.

<sup>70</sup> Zu den strukturellen Unterschieden zwischen Primär- und Sekundärmarkthaftung s. *Teichmann* (Fn. 61), S. 156.

<sup>71</sup> Mülbart/Steup, WM 2005, 1633, 1650.

<sup>72</sup> *Hamann* (Fn. 61), §§ 44, 45 BörsG Rn. 216; Mülbart/Steup, WM 2005, 1633, 1650.

<sup>73</sup> Mülbart/Steup, WM 2005, 1633, 1650.

Insgesamt lassen sich somit zwei Rechtsanwendungsprobleme für die Erstreckung der Prospekthaftung auf die Finanzberichterstattung nachweisen. Dies ist erstens, dass durch die abschließende Regelung spezialgesetzlicher Prospekthaftungstatbestände nur die Anwendung der richterrechtlichen Prospekthaftung möglich bliebe. Trotz des für diese weit gefassten Haftungstatbestandes bestehen gravierende systematische Zweifel, ob die Finanzberichterstattung einen Unterfall der Prospekthaftung bilden kann. Zweitens kommt der Prospekthaftung nicht die Umsetzungsqualität für Art. 7 Transparenzrichtlinie zu. Mit einer derart unsicheren Haftungsgrundlage ist dem europäischen Umsetzungsauftrag nicht genügt worden.

*bb) Haftung nach § 826 BGB*

Der Tatbestand des § 826 BGB sieht eine Haftung für vorsätzliche, sittenwidrige Schädigungen vor. In Anlehnung an die *Infomatec*-Rechtsprechung des BGH<sup>74</sup> erscheint eine Anwendung auf die Finanzberichterstattung eröffnet, wenn bewusst falsche Finanzberichte veröffentlicht werden und damit das Sittenwidrigkeitsurteil begründet wird.<sup>75</sup> In diesen Fällen kommt sowohl eine Organaußenhaftung als auch eine Emittentenhaftung über die Zurechnung nach § 31 BGB in Betracht.

Allerdings ist das durch § 826 BGB gewährleistete Schutzniveau gering. Der Anwendungsbereich dieser Vorschrift ist auf Fälle beschränkt, in denen vorsätzlich das Vermögen eines anderen in sittenwidriger Weise geschädigt wird. Selbst wenn § 826 BGB nur sehr begrenzt den Anforderungen an eine sekundärmarktspezifische Publizitätshaftungsnorm gerecht wird, gewährleistet dieser dennoch einen gewissen Mindestschutz für krasse Fälle eines kriminellen Einsatzes des Finanzberichts als Informationsmedium. Ob dieser im deutschen Recht allgemein gewährleistete Minimalschutz jedoch dem Umsetzungsauftrag aus Art. 7 Transparenzrichtlinie gerecht wird, muss bezweifelt werden. Gerade die nach europäischem Recht notwendige Zuweisung einer direkten Verantwortung für die Finanzberichterstattung spricht für ein spezifisches Haftungssystem.<sup>76</sup>

*cc) Haftung nach § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. einem Schutzgesetz*

Der Ansatz, ein Haftungssystem für Finanzberichte über § 823 Abs. 2 BGB zu formulieren, ließe sich theoretisch über zwei Wege realisieren. An erster Stelle steht die Prüfung, ob den Vorschriften über die Finanzberichterstattung selbst ein drittschützender Charakter entnommen werden kann, zumal es an einer den Drittschutz für die §§ 37v ff. WpHG ausdrücklich

<sup>74</sup> Vgl. BGH vom 19.7.2004 – II ZR 402/02, BGHZ 160, 149 (*Infomatec II*); bestätigt durch BGH vom 9.5.2005 – II ZR 287/02, NJW 2005, 2450 (*EM.TV*).

<sup>75</sup> *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633, 1645.

<sup>76</sup> So auch *Veil*, ZBB 2006, 162, 168 f.

beschränkenden Norm, wie § 15 Abs. 6 WpHG für die Ad-hoc-Publizität, fehlt. Aber selbst wenn die neue Finanzberichterstattung im Vergleich zur vorherigen Rechtslage eine deutliche Akzentuierung des Anlegerschutzes erreicht, z.B. durch Einführung des Bilanzneiderfordernisses, bestehen dennoch keine Anzeichen dafür, dass die bisher ganz herrschende Auffassung,<sup>77</sup> die einen Individualschutz der Rechnungslegungsvorschriften ablehnt, im neuen Format des Finanzberichts an Boden verlieren könnte. Unter Verweis auf die bisherige Rechtslage muss deshalb eine Qualifizierung der §§ 37v ff. WpHG als Schutzgesetze i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB abgelehnt werden.

Damit verbleibt für die Suche nach einem Schutzgesetz nur der Rückgriff auf Straf- oder Bußgeldvorschriften. Es lässt sich folgendes Bild zeichnen. Der weitreichendste Schutz wird über die §§ 331 HGB, 400 AktG erzielt. § 331 HGB statuiert eine strafrechtliche Verantwortlichkeit der Mitglieder der Verwaltung für die fehlerhafte Wiedergabe der Verhältnisse der Gesellschaft in Jahresabschluss und Lagebericht (Nr. 1). Darüber hinaus ist seit dem TUG in § 331 Nr. 3a HGB die unrichtige Abgabe des Bilanzzeids unter Strafe gestellt. Für Fälle, in denen neben § 331 HGB eine Übersicht über den Vermögensstand einer AG unrichtig veröffentlichten wird, statuiert § 400 AktG eine strafrechtliche Verantwortlichkeit der Mitglieder der Verwaltung. Den §§ 331 HGB, 400 AktG wird die Qualität als Schutzgesetz zuerkannt.<sup>78</sup> Über § 823 Abs. 2 BGB kann somit eine Organaußenhaftung für die der Finanzberichterstattung zugrundeliegenden Rechnungslegungsdokumente erreicht werden. Nicht auf gesetzlich definierten Bestandteilen der Rechnungslegung fußende Finanzberichte gelangen über § 400 AktG in das zivilrechtliche Haftungssystem. Dazu zählen die Zwischenmitteilung der Geschäftsführung und die nach den Regularien der Börsen freiwillig veröffentlichten Berichte wie beispielsweise der Quartalsbericht nach § 48 BörsenO FWB.<sup>79</sup> § 331 HGB kommt insoweit nicht zur Anwendung.

Allerdings bleibt das über die strafrechtlichen Schutznormen der §§ 331 HGB, 400 AktG i.V.m. § 823 Abs. 2 BGB erreichte Schutzniveau hinter dem heutigen kapitalmarktrechtlichen Anspruch zurück. Die Organaußenhaftung beschränkt sich auf vorsätzliches Verhalten und der Umfang des Schadensersatzes wird bei § 823 Abs. 2 BGB über die allgemeinen Vorschriften bestimmt. Nach den §§ 249 ff. BGB wäre deshalb primär der Restitutionsanspruch zu gewähren. Eine nicht rechtzeitige oder gänzlich unterbliebene Veröffentlichung wird ebenfalls nicht strafrechtlich sanktioniert und kann keine zivilrechtliche Haftung auslösen. Damit steht eine Haftung aus § 823 Abs. 2 BGB in starkem Widerspruch zu der in den §§ 37b,

---

<sup>77</sup> *Dühn*, Schadensersatzhaftung börsennotierter Aktiengesellschaften für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen, 2003, S. 196 m. w. N. A.A. *Bachmann* (Fn. 59), S. 126 m.w.N.

<sup>78</sup> *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633, 1645 m. w. N.

<sup>79</sup> Vgl. *Groß*, WM 2002, 477, 483.

37c WpHG gefundenen Lösung und wird deshalb nicht den Anforderungen an eine sachgerechte Haftung für fehlerhafte Sekundärmarktpublizität gerecht.

Nur der Vollständigkeit halber sei noch auf die §§ 263, 264a StGB hingewiesen, die ebenfalls Schutzgesetze i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB darstellen. Diese gewähren unter Umständen den Anlegern einen zivilrechtlichen Haftungsanspruch, wenn verfälschte Finanzberichte zu Betrugszwecken eingesetzt werden.

Den Schluss bei der Prüfung möglicher Schutzgesetze bilden die durch das TUG neu geschaffenen Bußgeldvorschriften in § 39 WpHG. Die Bußgelder können zwischen 50.000 und 1 Mio. EUR liegen.<sup>80</sup> Als für eine Ordnungswidrigkeit relevante Handlungen im Zusammenhang mit der Finanzberichterstattung werden deren unterlassene oder verspätete Veröffentlichung (Abs. 2 Ziff. 19.), fehlerhafte Bekanntmachung über Internetadresse und Zeitpunkt ihrer zusätzlich neben dem Unternehmensregister bestehenden Zugänglichkeit (Abs. 2 Ziff. 5. lit. f)-h)), unterlassene oder verspätete Mitteilung an die BaFin über die Bekanntmachung (Abs. 2 Ziff. 6.) und die unterlassene oder verspätete Übermittlung an das Unternehmensregister (Abs. 2 Ziff. 20) bestimmt. Käme diesen Bußgeldvorschriften drittschützer Charakter zu, erhielten die Strafnormen der §§ 331 HGB, 400 AktG eine wesentliche Ergänzung im Zusammenspiel mit § 823 Abs. 2 BGB. Dem Anleger stünde damit eine zivilrechtliche Haftung des Emittenten auch für gänzlich unterbliebene oder verspätet veröffentlichte Finanzberichte zu.<sup>81</sup> Allerdings spricht die Gesetzesbegründung zum TUG deutlich gegen eine Schutznormqualität der neu geschaffenen Ordnungswidrigkeitstatbestände in § 39 WpHG. Diese sieht allein den Schutz der Aufsichtstätigkeit der BaFin als Regelungsziel der neu geschaffenen Bußgeldvorschriften an<sup>82</sup> und will deshalb lediglich den Sanktionsrahmen erweitern, mit dem die BaFin ihrer Aufsicht Nachdruck verleihen kann. Ein Drittschutz war damit nicht Ziel der gesetzgeberischen Initiative. Damit kommt den Ordnungswidrigkeitstatbeständen in § 39 WpHG in Bezug auf die Finanzberichterstattung nicht die Qualität eines Schutzgesetzes zu.

### **c) Analoge Anwendung der §§ 37b, 37c WpHG**

Der Gesetzgeber hat bislang lediglich der Ad-hoc-Mitteilung eine Haftungsregelung zur Seite gestellt. Die §§ 37b, 37c WpHG reduzieren die Verantwortlichkeit des Emittenten auf grobe Fahrlässigkeit und statuieren in Fällen unterlassener oder fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen für

---

<sup>80</sup> § 39 Abs. 4 WpHG.

<sup>81</sup> Das gegen den Schutzgesetzcharakter von § 62 Abs. 1 Nr. 3 BörsG a.F. von *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633, 1645 angeführte Argument unterschiedlicher Haftungsmaßstäbe wird mit § 39 WpHG n.F. entkräftet, indem nunmehr die gesamte Periodenpublizität bußgeldbewehrt ist.

<sup>82</sup> Vgl. Begr. RegE. TUG, BT-Drucks. 16/2498, S. 47.

den Anleger einen Anspruch auf Ersatz seines Kursdifferenzschadens.<sup>83</sup> Damit zeichnen sich bereits erste Konturen für eine spezifisch sekundärmarktorientierte Haftungsregelung für unterlassene oder fehlerhafte Kapitalmarktinformation ab, die ihre Bestätigung durch das ehemals vom Gesetzgeber anvisierte KapInHaG findet, welches eine vergleichbare Struktur aufwies.<sup>84</sup> Nachdem der europäische Gesetzgeber in Art. 7 Transparenzrichtlinie einen Umsetzungsauftrag zum Erlass einer entsprechenden Haftungsregelung für die Finanzberichterstattung erteilt hat,<sup>85</sup> liegt eine ausreichend vergleichbare Interessenlage vor, die §§ 37b, 37c WpHG für eine analoge Anwendung auf die Finanzberichterstattung aufzubereiten.<sup>86</sup> Problematisch an dieser Lösung erscheint lediglich noch die Frage, ob die §§ 37b, 37c WpHG einen ausdrücklichen gesetzgeberischen Willen markieren, nur für den Teilbereich unterlassener und fehlerhafter Ad-hoc-Meldungen eine Haftungsregelung zu statuieren. In diesem Fall läge für einer Ausweitung des Anwendungsbereichs der §§ 37b, 37c WpHG keine planwidrige Regelungslücke vor. Zu berücksichtigen ist in dieser Hinsicht, dass der Gesetzgeber sich mit einem umfassenderen Regelwerk zur Kapitalmarktinformationshaftung<sup>87</sup> bislang zumindest nicht durchsetzen konnte.

Mit Entwicklung der Finanzberichterstattung hat sich die Ausgangssituation jedoch grundlegend gewandelt. Es steht mit Art. 7 Transparenzrichtlinie keine allgemeine Haftungsregelung für sämtliche fehlerhaften Kapitalmarktinformationen in Rede, sondern der Gesetzgeber ist aufgerufen, für den Ausschnitt fehlerhafter Finanzberichterstattung eine Haftungsregelung zu konzipieren. Im Rahmen des TUG hätte er die Möglichkeit gehabt, die §§ 37b, 37c WpHG für eine Anwendung auf die Finanzberichterstattung zu öffnen. Zwar äußerte er sich nicht zu einem gem. Art. 7 Transparenzrichtlinie bestehendem Umsetzungsbedarf, jedoch kann daraus nicht der explizite Wille abgeleitet werden, sich dem Umsetzungsauftrag zu verweigern. Eine solche Möglichkeit steht den Mitgliedstaaten zwar grundsätzlich offen. Bringt der Mitgliedstaat einen derartigen Willen allerdings nicht ausreichend deutlich zum Ausdruck, ist der Umsetzungsbefehl entsprechend Art. 10 Abs. 2 EGV („effet utile“) zu maximaler Wirksamkeit zu verhelfen.<sup>88</sup> Damit kann nicht mehr davon ausgegangen werden, dass einer Ausweitung der Haftung gem. §§ 37b, 37c WpHG auf die Finanzberichterstattung der ausdrückliche Wille des Gesetzgebers entgegensteht. Für unterlassene oder fehlerhafter Finanzberichterstattung haftet der Emittent deshalb gem. §§ 37b, 37c WpHG analog. Dabei ist unbeachtlich, ob der

---

<sup>83</sup> *Teichmann* (Fn. 61), S. 156.

<sup>84</sup> Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformationen (Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz – KapInHaG), abgedruckt in NZG 2004, 1042 ff.

<sup>85</sup> Zu den Anforderungen an eine Haftungsregelung bzgl. der Finanzberichterstattung s. *Veil*, ZBB 2006, 162, 168 f.

<sup>86</sup> Ebenso *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633, 1651 f.; a.A. *Dühn* (Fn. 77), S. 115.

<sup>87</sup> KapInHaG (Fn. 84).

<sup>88</sup> *Veil*, ZBB 2006, 162, 168 f.

Finanzbericht gesetzlich oder freiwillig publiziert wird. Die Substituierung der Zwischenmitteilung durch einen Quartalsfinanzbericht gem. § 37x Abs. 3 S. 1 WpHG darf zu keiner Reduktion der haftungsrechtlichen Verantwortlichkeit führen.<sup>89</sup> Der Haftung liegt vielmehr ein allgemeiner Begriff des Finanzberichts als typisches periodischen Berichtsformat für den Kapitalmarkt zugrunde.

#### **IV. Fazit**

Ein Parforceritt durch die Finanzberichterstattung bringt ein vielschichtiges Bild zu Tage. Begrüßenswert ist die Weiterentwicklung der Periodenpublizität durch das neue Berichtsformat. Der Finanzbericht überzeugt durch seinen standardisierten Ansatz. Kapitalmarktinformationen gewinnen an Vergleichbarkeit. Problematisch sind in dieser Hinsicht nur einzelne Bereiche der Finanzberichterstattung. Die Zwischenmitteilung der Geschäftsführung hat als rudimentärer Quartalsbericht nur in sehr geringem Umfang inhaltliche Konturen erhalten, was kapitalmarktrechtlichen Ansprüchen nur bedingt gerecht wird. Ebenso erweist es sich als nachteilig, dass am Informationsbedürfnis des Kapitalmarktes ausgerichtete Rechnungslegungsstandards noch nicht den Einzelabschluss kapitalmarktorientierter Unternehmen erreicht haben.

Auf einigen Gebieten erzeugt die Finanzberichterstattung strukturelle Spannungen. Zu wenig hat sich der Gesetzgeber bisher mit der Frage auseinandergesetzt, wie sich die einzelnen Publizitätsregime sachgerecht aufeinander abstimmen lassen. Als Schwachstelle fällt ins Auge, dass die Ad-hoc-Mitteilung das Potential für ein periodisches Veröffentlichungsformat für Informationen der Finanzberichterstattung entwickeln kann. Dies erscheint nicht sachgerecht. Da über die Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 WpHG nach geltendem Recht keine eindeutige Lösung erreichbar ist, muss stärker der systematische Kontext beachtet werden, wonach Geschäftsergebnisse durch den Gesetzgeber der Finanzberichterstattung zugewiesen sind. Finanzzahlen können nicht länger Gegenstand einer der Ad-hoc-Mitteilung sein. Darüber hinaus droht der Anwendungsbereich der Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG unterlaufen zu werden, wenn ein Veröffentlichungstermin für die Finanzberichterstattung sich mit dem Zeitraum der Selbstbefreiung überschneidet. Die Selbstbefreiung nach § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG stellt allerdings eine zu den Veröffentlichungspflichten der Finanzberichterstattung vorrangig zu berücksichtigende Spezialregelung dar, so dass eine Veröffentlichung von Insiderinformation in Gestalt des Finanzberichts nicht zulässig ist.

---

<sup>89</sup> *Mülbert/Steup*, WM 2005, 1633



Als Flickenteppich stellt sich die Aufbereitung eines flankierenden Haftungssystems für die Finanzberichterstattung dar. Nach allgemeinen Vorschriften besteht eine Haftung nur für vorsätzlich unrichtige Finanzberichterstattung über § 823 Abs. 2 i.V.m. §§ 331 HGB, 400 AktG. Eine nicht oder nicht rechtzeitige Publizität zieht danach keine haftungsrechtlichen Konsequenzen nach sich. Diese Anspruchsregime werden dem Umsetzungsauftrag aus Art. 7 Transparenzrichtlinie nicht gerecht. In Betracht kommt, die §§ 37b, 37c WpHG analog auf fehlerhafte Finanzberichte anzuwenden.