

031757/EU XXIV.GP  
Eingelangt am 27/05/10

**DE**

**DE**

**DE**



EUROPÄISCHE KOMMISSION

Brüssel, den 27.5.2010  
KOM(2010)243 endgültig

**BERICHT DER KOMMISSION AN DEN RAT, DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT,  
DEN EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS UND DEN  
AUSSCHUSS DER REGIONEN**

**Anwendung der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der  
Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren  
Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind**

SEK(2010)611

**BERICHT DER KOMMISSION AN DEN RAT, DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT,  
DEN EUROPÄISCHEN WIRTSCHAFTS- UND SOZIALAUSSCHUSS UND DEN  
AUSSCHUSS DER REGIONEN**

**Anwendung der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der  
Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren  
Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind**

**1. EINLEITUNG**

1. In diesem Bericht wird die Anwendung der Richtlinie 2004/109/EG<sup>1</sup> zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind (nachstehend: „Transparenzrichtlinie“) gemäß Artikel 33 der Richtlinie geprüft.
2. Gemäß der Transparenzrichtlinie müssen Emittenten von Wertpapieren auf geregelten Märkten in der EU durch die Offenlegung vorgeschriebener Informationen und deren EU-weite Verbreitung in der Öffentlichkeit ein angemessenes Maß an Transparenz für die Anleger gewährleisten. Zu diesen Informationen zählen Finanzberichte, Informationen über bedeutende Beteiligungen an Stimmrechten und Informationen, die nach Artikel 6 der Richtlinie 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch)<sup>2</sup> bekannt gegeben werden.
3. Die mit der Transparenzrichtlinie verfolgten Ziele sind für die Finanzmärkte wichtig und werden von internationalen Normungsgremien wie IOSCO oder OECD anerkannt. Die gegenwärtige Finanzkrise zeigt, dass die präzise, umfassende und rechtzeitige Offenlegung von Informationen über Wertpapieremittenten unerlässlich ist, um ihre Geschäftsergebnisse und Vermögenswerte in voller Sachkenntnis bewerten und so nachhaltiges Vertrauen der Anleger in die Kapitalmärkte aufbauen zu können.
4. In diesem Bericht werden die Auswirkungen und die Einhaltung der Transparenzrichtlinie beschrieben (Abschnitt 2), die wichtigsten sich aus der Anwendung der Transparenzrichtlinie ergebenden Fragestellungen bestimmt (Abschnitt 3) und eine Reihe von Schlussfolgerungen gezogen (Abschnitt 4). Dieser Bericht wird ergänzt durch ein Arbeitspapier der Kommissionsdienststellen, das weitere Einzelheiten zu den erläuterten Themen sowie dazu enthält, wie die Informationen beschafft wurden.

---

<sup>1</sup> 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, ABl. L 390 vom 31.12.2004, S.38. Siehe:

<sup>2</sup> [http://www.ec.europa.eu/internal\\_market/securities/transparency/index\\_de.htm](http://www.ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_de.htm)  
ABl. L 96 vom 12.4.2003, S. 16.

## 2. AUSWIRKUNGEN UND EINHALTUNG DER TRANSPARENZRICHTLINIE

5. Aus der im Auftrag der Kommission durchgeführten externen Studie über die Anwendung der Transparenzrichtlinie<sup>3</sup> (nachstehend: „die externe Studie“) geht hervor, dass die Transparenzrichtlinie nach Ansicht des Großteils der Teilnehmer der Studie für das ordnungsgemäße und effiziente Funktionieren des Marktes von Nutzen ist. Die Kommentatoren vertreten im Allgemeinen die Auffassung, dass von den Emittenten offengelegte vorgeschriebene Informationen die Anleger erreichen, vielleicht mit Ausnahme von Informationen, die von kleineren börsennotierten Gesellschaften veröffentlicht werden.
6. Zu den wirtschaftlichen Auswirkungen der Transparenzrichtlinie auf die Finanzmärkte liegen bislang keine abschließenden Ergebnisse vor. Die Transparenzrichtlinie scheint eher neutral zu sein: sie wird zwar als Vereinfachungsfaktor für die Emission am Primärmarkt gesehen, doch lässt sich dieser Eindruck nicht empirisch belegen.
7. Die Überprüfung der Praktiken der Emittenten zeigt, dass Emittenten in der Regel die Verpflichtung zur Erstellung der Finanzberichte erfüllen, was auch dem Eindruck der Teilnehmer an der Studie entspricht. Die veröffentlichten Finanzinformationen werden als nützlich und für Anlagezwecke ausreichend erachtet. Die 2004 eingeführte Vereinfachung der Sprachanforderungen für die Offenlegung wurde besonders begrüßt.
8. Die Kosten für die Einhaltung der Verpflichtungen der Transparenzrichtlinie<sup>4</sup> scheinen auf den ersten Blick nicht besonders hoch zu sein<sup>5</sup>. Diesen Eindruck bestätigen die Emittenten, wenngleich kleine und mittlere börsennotierte Gesellschaften wegen dieser Kosten stärker besorgt sind. Die Einführung der „Herkunftsmitgliedstaatsregelung“<sup>6</sup> sowie die Vereinfachung der Sprachenregelung für die Offenlegung von Finanzinformationen im Jahr 2004 dürften grundsätzlich dazu beigetragen haben, die Kosten für die Emittenten zu verringern. Allerdings sind für grenzübergreifend tätige Anleger die Kosten aufgrund der unzureichend harmonisierten Anforderungen der Transparenzrichtlinie gestiegen.

---

<sup>3</sup> Mazars (Dezember 2009), Studie über die Anwendung ausgewählter Pflichten gemäß der Richtlinie 2004/109/EG zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind. Verfügbar unter: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htm)

<sup>4</sup> Zu beachten ist, dass die meisten Anforderungen zum Inhalt (z. B. die Rechnungslegungsstandards) der Jahres- und Halbjahresfinanzberichte nicht in der Transparenzrichtlinie aufgeführt sind.

<sup>5</sup> Siehe Europe Economics (2008), Untersuchung zur Einschätzung der mit der Einhaltung bestimmter Maßnahmen des Aktionsplans verbundenen Kosten. Verfügbar unter: [www.ec.europa.eu/internal\\_market/finances/actionplan/index\\_en.htm](http://www.ec.europa.eu/internal_market/finances/actionplan/index_en.htm)

<sup>6</sup> Gemäß der „Herkunftsmitgliedstaatsregelung“ (Artikel 3 Absatz 1) gelten für Emittenten nur die von ihrem Herkunftsmitgliedstaat (in der Regel der Staat der Gründung) festgelegten Verpflichtungen, nicht aber jene des Aufnahmemitgliedstaats. Durch diese „Herkunftsmitgliedstaatregelung“ soll vermieden werden, dass Vorschriften doppelt (oder mehrfach) auf Emittenten angewandt werden.

### 3. PRÜFUNG DER ANWENDUNG DER RICHTLINIE: NEUE FRAGESTELLUNGEN

9. Aus der Prüfung der Anwendung der Transparenzrichtlinie ergeben sich einige neue Fragestellungen (Einzelheiten siehe diesem Bericht beigefügtes Arbeitspapier der Kommissionsdienststellen).
10. An erster Stelle steht die Debatte darüber, ob die Transparenzvorschriften speziell an kleinere börsennotierte Gesellschaften angepasst werden sollten, um die Attraktivität geregelter Märkte für diese Kategorie von Emittenten zu erhalten und sogar zu steigern<sup>7</sup>. Der Spielraum für die Vereinfachung der Bestimmungen der Transparenzrichtlinie für kleinere börsennotierte Unternehmen und damit für Einsparungen ist nur begrenzt, doch könnten besondere Vereinfachungsmaßnahmen ins Auge gefasst werden, durch die der Anlegerschutz nicht beeinträchtigt wird, beispielsweise: i) flexiblere Fristen für die Offenlegung der Finanzberichte; ii) Erleichterung der Verpflichtung zur Veröffentlichung von Quartalsfinanzberichten; iii) Harmonisierung eines Großteils des Inhalts der Berichte; oder iv) Erleichterung der grenzübergreifenden Sichtbarkeit kleiner börsennotierter Gesellschaften gegenüber potenziellen Anlegern und/oder Informationsmittlern wie Finanzanalysten<sup>8</sup>, so dass ihre Attraktivität gesteigert wird.
11. Zweitens wird die 2004 durch die Transparenzrichtlinie eingeführte Anforderung, Quartalsfinanzberichte zu erstellen, im Allgemeinen von den Marktteilnehmern gut aufgenommen, obgleich sie zu einer eher kurzfristigen Sichtweise der Anleger<sup>9</sup> auf die Ergebnisse des Emittenten beitragen könnte. Erleichterungen in Bezug auf die Verpflichtung zur Offenlegung von Quartalsberichten würden zudem höchstwahrscheinlich nur kleineren börsennotierten Gesellschaften zugute kommen, da die großen Gesellschaften vermutlich weiterhin Quartalsberichte veröffentlichen würden. Dagegen besteht Marktnachfrage nach detaillierteren Vorschriften für den Inhalt von Zwischenlageberichten, um die Einhaltung durch die Emittenten zu erleichtern und die zu veröffentlichenden Informationen vorhersehbarer zu machen.

---

<sup>7</sup> Hervorzuheben ist, dass alternative Märkte zu den ‚geregeltten Märkten‘ (im Sinne der Transparenzrichtlinie) bestehen, auf denen die Wertpapiere der Emittenten gehandelt werden können. Diese alternativen Märkte stellen multilaterale Handelssysteme (MTF) im Sinne der Richtlinie 2004/39/EG dar. Die Transparenzrichtlinie gilt für diese alternativen Märkte nicht und der externen Studie zufolge unterstützen die Teilnehmer die Ausweitung des Geltungsbereichs dieser Richtlinie auf diese nicht geregelten Märkte nicht. Die Kommission beabsichtigt derzeit nicht, die Ausweitung des Anwendungsbereichs der Transparenzrichtlinie auf MTF vorzuschlagen. Das beigefügte Arbeitspapier der Kommissionsdienststellen enthält nähere Erläuterungen.

<sup>8</sup> Siehe beispielsweise F. Demarigny, *An EU-Listing Small Business Act*, März 2010, abrufbar unter: [www.eurocapitalmarkets.org](http://www.eurocapitalmarkets.org). Diesem Bericht zufolge „konzentrieren sich im Schnitt 93 % des Handelsvolumens auf geregelten Märkten auf 7 % der Gesamtzahl der börsennotierten Unternehmen in der EU“.

<sup>9</sup> Diese kurzfristige Auswirkung steht in Widerspruch zu den Initiativen der Kommission, mit denen Finanzinstitute und Emittenten ermutigt werden sollen, Anreize für längerfristige Perspektiven zu schaffen. Die Europäische Kommission hat beispielsweise empfohlen, bei der Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung von Emittenten und Finanzinstituten die langfristige Leistung der Gesellschaften zu berücksichtigen: siehe Empfehlung der Kommission 2009/384/EG vom 30.4.2009 zur Vergütungspolitik im Finanzdienstleistungssektor (ABl. L 120 vom 15.5.2009, S. 22) und die Empfehlung der Kommission 2009/385/EG vom 30.4.2009 zur Ergänzung der Empfehlungen 2004/913/EG und 2005/162/EG zur Regelung der Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften (ABl. L 120 vom 15.5.2009, S. 28).

12. Drittens erlaubt es die Transparenzrichtlinie, die nur eine Mindestharmonisierung vorsieht, den Mitgliedstaaten, strengere Vorschriften<sup>10</sup> zu erlassen. Aufgrund unterschiedlicher nationaler Regelungen wird die Transparenzrichtlinie somit relativ uneinheitlich umgesetzt. Strengere nationale Anforderungen, vor allem in Bezug auf die Bekanntgabe bedeutender Beteiligungen an Stimmrechten, werden von den Kommentatoren als problematisch erachtet. Dies führt zu echten und kostspieligen Problemen bei der Durchführung. Es stellt sich die Frage, ob die derzeitige Regelung (d. h. ein Mindestmaß an Harmonisierung) geeignet ist, ein effektives Niveau an Harmonisierung der Transparenzanforderungen in der EU zu erreichen.
13. Viertens zeigt sich, dass die Verpflichtungen im Rahmen der Transparenzrichtlinie an die Innovation auf den Finanzmärkten angepasst werden müssen, und für bestimmte Arten von Instrumenten verstärkte Transparenzanforderungen eingeführt werden sollten. Aufgrund der unzureichenden Offenlegung von Wertpapierleihpraktiken scheint das Risiko der „leeren Stimmrechte“ gestiegen zu sein, während durch die fehlende Offenlegung in Bezug auf Derivate mit Barausgleich das Problem der „verborgenen Anteilseigner“ verstärkt wurde. Was die Offenlegung von Informationen für Zwecke der Unternehmensführung betrifft, so befürworten Emittentenverbände in der EU die Einführung von Mechanismen, die es den Emittenten ermöglichen, den eigentlichen Anleger zu identifizieren, damit sie einen echten Dialog Anteilseigner-Emittent führen können. Zusätzlich wird gefordert, selbst dort, wo Anteilseigner mit bedeutenden Stimmrechten sehr wohl bekannt sind, die Anforderungen an die Offenlegung wesentlicher Anteile zu verschärfen. In einigen Mitgliedstaaten müssen große Anteilseigner bereits ihre Absichten in Bezug auf ihre Anteile und die Finanzierung von deren Erwerb offenlegen. Mit diesem Thema verbunden ist auch die Frage, ob große (vor allem institutionelle) Anleger ihr Stimmverhalten in börsennotierten Gesellschaften offenlegen sollten.
14. Fünftens müssen (bzw. sollen gegebenenfalls) börsennotierte Gesellschaften nach EU-Recht zusätzlich zur Offenlegung von Finanzberichten gemäß der Transparenzrichtlinie in regelmäßigen Abständen einige nicht-finanzbezogene (aber die Unternehmensführung betreffende) Angaben offenlegen, die in der Regel mit dem jährlichen Finanzbericht verbunden sind, beispielsweise die sogenannte Erklärung zur Unternehmensführung<sup>11</sup>. Es wurde die Frage aufgeworfen, ob die Offenlegung von Nichtfinanzinformationen in das System der Transparenzrichtlinie aufgenommen werden sollte, um die bestehenden Anforderungen zu vereinfachen.
15. In diesem Zusammenhang wird auch die Offenlegung von Umwelt-, Sozial- und Unternehmensführungsdaten (ESG)<sup>12</sup> durch börsennotierte Gesellschaften behandelt.

---

<sup>10</sup> Die Kommissionsdienststellen haben die Frage strengerer nationaler Anforderungen 2008 geprüft und ein besonderes Dokument mit detaillierten Angaben dazu erstellt, das diesen Bericht ergänzt. Siehe Arbeitspapier der Kommissionsdienststellen, *Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market*, SEK(2008)3033, 10.12.2008.

<sup>11</sup> Artikel 46a der Vierten Richtlinie 78/660/EWG des Rates vom 25. Juli 1978 über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen, geändert durch die Richtlinie 2006/46/EG (ABl. L 224 vom 16.8.2006, S.1).

<sup>12</sup> Es existiert weder eine genaue Begriffsbestimmung der ESG für Regulierungszwecke noch eine klare Beschreibung ihres Geltungsbereichs. Die Offenlegung von ESG scheint sich jedoch in den größeren

Einige Beteiligte (Nichtregierungsorganisationen, einige Anlegerorganisationen) fordern regelmäßig die Verbesserung und Verschärfung der EU-Vorschriften für die Offenlegung der ESG. Ihrer Ansicht nach könnte die Transparenzrichtlinie ein geeignetes Mittel sein, um diese Offenlegung in die Verpflichtung börsennotierter Gesellschaften zur Erstellung von Finanzberichten einzubeziehen, und einige der festgestellten Mängel der derzeitigen Vorschriften und Praktiken der Offenlegung von ESG in den Griff zu bekommen.

16. Sechstens macht der Aufbau eines gesamteuropäischen Systems zur Speicherung vorgeschriebener Informationen, das den Anlegern den Zugang zu Informationen erleichtern soll, nur langsam Fortschritte<sup>13</sup>, und die Richtlinie hat sich auf diesem Gebiet nur unzureichend ausgewirkt: die Beteiligten müssen 27 verschiedene nationale Datenbanken durchsuchen und das sie verbindende elektronische Netz befindet sich noch in der Anfangsphase mit bislang recht bescheidenen Ergebnissen. Dies wirft die Frage auf, ob die Speichermechanismen der Richtlinie in ihrer derzeitigen Form in der Lage sind, die Rolle als „Tor“ zu historischen Finanzinformationen von börsennotierten Gesellschaften auf gesamteuropäischer Ebene zu erfüllen.
17. Schließlich gibt es zwar keine größeren Probleme bei der Einhaltung der Richtlinie, doch hat die Prüfung der Anwendung der Transparenzrichtlinie gezeigt, dass eine technische Anpassung des Wortlauts der Richtlinie im Interesse von mehr Klarheit begrüßenswert wäre.

#### 4. FAZIT

18. Diese Prüfung der Anwendung der Transparenzrichtlinie zeigt, dass das durch die Richtlinie geschaffene System in einigen Bereichen verbessert werden könnte, vor allem was die Vereinfachung der Vorschriften für kleinere börsennotierte Gesellschaften betrifft, damit die Kapitalmärkte attraktiver für sie werden. Auch die grenzübergreifende Sichtbarkeit kleinerer börsennotierter Gesellschaften gegenüber potenziellen Anlegern und Analysten muss erhöht werden, damit ihre Wertpapiere letztendlich verstärkt gehandelt werden. Im Rahmen der Transparenzrichtlinie existieren mögliche Maßnahmen, die zum Erreichen dieses Ziels beitragen könnten: z. B. würde durch flexiblere Fristen für die Offenlegung der Finanzberichte durch kleinere Emittenten deren Sichtbarkeit erhöht, da sie nicht mehr zum gleichen Zeitpunkt wie große Emittenten über ihre Ergebnisse Bericht erstatten würden. Durch die Harmonisierung eines Großteils des Inhalts und der Präsentation der Berichte würden Lesbarkeit und Vergleichbarkeit für Anleger und Analysten

---

Rahmen der Debatte über Soziale Verantwortung der Unternehmen (CSR) einzufügen. Die Kommission definiert CSR als „ein Konzept, das den Unternehmen als Grundlage dient, um auf freiwilliger Basis soziale und ökologische Belange in ihre Unternehmenstätigkeit und in die Beziehungen zu den Stakeholdern zu integrieren“. Siehe Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat und den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss - Umsetzung der Partnerschaft für Wachstum und Beschäftigung: Europa soll auf dem Gebiet der sozialen Verantwortung der Unternehmen führend werden, KOM(2006) 136 endg. vom 22.3.2006.

<sup>13</sup> Siehe Empfehlung der Kommission 2007/657/EG vom 11. Oktober 2007 zum elektronischen Netz amtlicher bestellter Systeme für die zentrale Speicherung vorgeschriebener Informationen gemäß der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates, ABL. L 267 vom 12.10.2007, S. 16.

verbessert. In diesem Zusammenhang ergab die Prüfung der Anwendung der Transparenzrichtlinie ferner, dass es zur Erhöhung von Sichtbarkeit und Attraktivität kleinerer börsennotierter Gesellschaften wünschenswert wäre, den Zugang potenzieller Anleger und Informationsmittler zu Finanzinformationen, die von kleinen Emittenten offengelegt und in den amtlich bestellten Systemen für die Speicherung vorgeschriebener Informationen gespeichert werden, auf gesamteuropäischer Ebene weiter zu vereinfachen.

19. Außerdem hat die Prüfung der Anwendung der Transparenzrichtlinie gezeigt, dass größere Konvergenz in Bezug auf die Offenlegungsvorschriften von bedeutenden Beteiligungen an Stimmrechten und auf Finanzinstrumente, die Stimmrechte gewähren (einschließlich Derivaten mit Barausgleich) erforderlich ist. Auch könnten die im Gesamtkontext der Unternehmensführung bezüglich der Berichte an die Emittenten gestellten Anforderungen vereinfacht werden. In diesem Zusammenhang wurde in dem Bericht auch die Besorgnis einiger Beteiligter in Bezug auf die Offenlegung sozialer Belange und ökologischer Belange deutlich.

20.