

Theodor Baums

**Anlegerschutz und Neuer Markt**

Institut für Bankrecht

Arbeitspapier Nr. 99

# Anlegerschutz und Neuer Markt\*

Theodor Baums

I. Die wirtschaftsrechtliche Abteilung des diesjährigen Deutschen Juristentages wird sich mit dem Thema Anlegerschutz und Förderung des Finanzplatzes Deutschland befassen. Die beiden Gutachter haben die Schwierigkeiten ihrer Aufgabe bravourös bewältigt<sup>1</sup>. Diese Schwierigkeiten erklären sich aus der Breite des Themas, seiner Aktualität und den vielfachen rechtspolitischen und regulatorischen Bemühungen hierum auf verschiedenen Ebenen, nämlich der Europäischen Union mit ihrem anspruchsvollen „Aktionsplan Finanzdienstleistungen“, des Bundesgesetzgebers (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) und der Börse (Änderungen des Regelwerks Neuer Markt; Entwicklung eines Kapitalmarktkodex). Dies alles ließ das Thema für die Autoren zu einem „moving target“ werden und erforderte Ab- und Ausgrenzungen. Behandelt wird nicht allgemein der Anlegerschutz im Recht der Kapitalanlage<sup>2</sup> bis hin zum Investmentrecht<sup>3</sup> oder gar zum grauen Kapitalmarkt. Die Gutachten beschränken sich auf das börsengehandelte Wertpapier. Das Gutachten *Fleischer* erörtert vor allem die transaktionsrechtlichen Aspekte, nimmt sich aber auch der Informationsintermediäre (Analysten und Ratingagenturen) an, während *Merkt* den institutionellen Teil, insbesondere das Börsenrecht, abdeckt.

Ein Editorial kann die Fülle an Einsichten und Vorschlägen, die von den Gutachtern unterbreitet werden, nicht darstellen oder gar angemessen würdigen. Die Diskussion der Vorschläge im einzelnen wird Gegenstand der Referate, der zu erwartenden Aufsätze und der Debatte auf dem Juristentag sein. An dieser Stelle soll der Blick stattdessen auf die Vorgänge am Neuen Markt gelenkt werden, die die Frage nach einem angemessenen Anlegerschutz derzeit wohl am drängendsten aufwerfen. Zeigt sich hier Regulierungsbedarf, was ist bereits geschehen, was bleibt noch zu tun, und was tragen die Gutachten dazu bei? Die Empfehlungen der Gutachter

---

\* Der Beitrag erscheint in Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (ZHR) Heft 4, 2002.

<sup>1</sup> Fleischer/Merkt, „Empfiehl es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?“, Gutachten F+G zum 64. Deutschen Juristentag, Berlin 2002; Abdruck der Thesen in der NJW-Beilage 23/2002 S. 37 ff. (Fleischer); S. 41 ff. (Merkt).

<sup>2</sup> Zu Begriff und Abgrenzung etwa Assmann in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 2. Aufl. 1977, § 1.

<sup>3</sup> Gerade hier steht eine grundsätzliche Neuredaktion (des KAGG) an.

gehen gerade in diesem Punkt in bemerkenswerter Weise auseinander. Während *Merkt* explizit formuliert: „Durchgreifende gesetzliche Maßnahmen zur Bewältigung der Krise des Neuen Marktes empfehlen sich nicht“<sup>4</sup>, wird diese Auffassung von seinem Mitgutachter *Fleischer*, wie dessen Vorschläge ausweisen, offenbar nicht geteilt.

II. 1. Die Krise des Neuen Marktes wird von *Merkt* selbst mit eindrucksvollen Zahlen belegt<sup>5</sup>: Der Index ist von einem Höchststand von knapp 8600 Punkten am 10. März 2000 auf einen Stand von unter 1000 Anfang März 2002 gefallen; dies entspricht einem Wertverlust von 90%. In absoluten Zahlen ging dabei ein Wert von etwa 200 Milliarden Euro verloren. Ende März 2000 setzte ein Schrumpfen der Börsenumsätze am Neuen Markt auf bis zu 1% der Spitzenumsätze ein. Zugleich nahm die Zahl der notierten Unternehmen ab, aufgrund Delisting, Insolvenz, Verschmelzung oder Übernahme („kaltes Delisting“) oder wegen Wechsels in den geregelten Markt. Ist dies nun alles nur die Folge einer spekulativen Überhitzung infolge irrationalen Anlegerverhaltens („Herdenverhalten“)<sup>6</sup>, einer spekulativen Blase, die sich unvermeidlich in gewissen Phasen am Aktienmarkt aufbaut, nicht durch regulatorische Maßnahmen zu vermeiden ist und auch nicht bekämpft werden sollte, weil der Markt selbst wieder zum Ausgleich findet, die Börsenpreise von sich aus wieder die Nähe zu den Fundamentaldaten suchen? Dann wäre der gegenwärtig zu beobachtende Zustand nur eine – hoffentlich bald von selbst wieder vorbeigehende - Phase einer notwendigen Abkühlung, die schlichtes Abwarten erheischen würde. *Merkt* selbst empfiehlt denn auch nur, der Börse das Recht zu verleihen, einseitig das Regelwerk „Neuer Markt“ ändern zu können<sup>7</sup>. Als Beleg für seine These kann *Merkt* immerhin auf vergleichbare Entwicklungen an anderen internationalen Börsensegmenten für Wachstums- und Technologiewerte verweisen<sup>8</sup>.

2. Richtig ist zweifellos der Ausgangspunkt, daß regulatorische Eingriffe grundsätzlich nur dort gerechtfertigt erscheinen, wo sich Marktversagensprobleme zeigen, die der Markt auch längerfristig nicht selbst lösen kann<sup>9</sup>. Einzuräumen ist ferner, daß eine systematische und

---

<sup>4</sup> Merkt, Gutachten G, a.a.O., zu 18. (G 140).

<sup>5</sup> A.a.O., G 106.

<sup>6</sup> Eingehend dazu mit Nachweisen Fleischer, a.a.O., F 29 f.

<sup>7</sup> A.a.O., G 113.

<sup>8</sup> A.a.O., G 106 f.

<sup>9</sup> Allgemein zum Marktversagen und den Gründen für Regulierung Cooter/Ulen, Law and Economics, 2. Aufl. 1997, S. 38 ff.; Pindyck/Rubinfeld, Microeconomics, 1992, S. 608 ff.; Fritsch/Wein/Ewers, Marktversagen und Wirtschaftspolitik: mikroökonomische Grundlagen staatlichen Handelns, 2. Aufl. 1966.- In seinem elegant

umfassende Aufarbeitung der geschilderten Entwicklung am Neuen Markt bisher leider fehlt<sup>10</sup>. Die vorhandenen Untersuchungen und Presseberichte legen freilich – außer dem plausiblen Hinweis auf eine spekulative Überhitzung – doch weitere Schlußfolgerungen nahe. Beobachtet werden konnte nahezu die gesamte Palette von Anlegerschädigungen, die für junge und dynamische, zugleich aber eben auch nicht hinreichend regulierte Aktienmärkte charakteristisch zu sein scheinen. Dies beginnt bei unzulänglichen Zulassungsprospekten<sup>11</sup> und intransparenten Zuteilungsverfahren; setzt sich fort in häufigem Bruch von Marktschutzvereinbarungen („lockups“) und zu spät oder gar nicht veröffentlichten „directors` dealings“; in Insidergeschäften und verschiedenen Formen der Kursmanipulation; in falschen, nichtssagenden, unterlassenen oder zu spät vorgenommenen Ad hoc-Mitteilungen und in sonstigen falschen kapitalmarktbezogenen Mitteilungen, sei es in Pressekonferenzen, Aktionärsbriefen, Hauptversammlungen oder bei Analystentreffen; in flächendeckenden Verstößen gegen Rechnungslegungsstandards<sup>12</sup> bis hin zu Bilanzfälschungen und falschen Prüfertestaten; und endet schließlich in den bekannten Schwierigkeiten der Börse, die Vorschriften des Regelwerks Neuer Markt durchzusetzen<sup>13</sup>.

III. 1. Letzterem wird künftig allerdings dadurch abgeholfen werden können, daß die Börse auf der Grundlage des neuen § 49 Abs. 3 Börsengesetz eine entsprechende *öffentlich-rechtliche Börsenordnung* auch *für den Neuen Markt* als Segment des geregelten Markts beschließt. Damit

---

geschriebenen Essay zum Anlegerschutz, den *Fleischer* seinem Gutachten voranstellt (a.a.O., F 19 ff.), führt er als ökonomische Legitimationsgrundlage staatlichen Handelns lediglich die Informationsasymmetrie und Interessenkonflikte an. Aber gerade im Kapitalmarktrecht spielen doch wohl auch die anderen klassischen Marktversagensgründe (externe Effekte; Kollektivhandlungsprobleme von Anlegern; öffentliche Güter; Marktmacht) eine Rolle; zu externen Effekten im Kapitalmarktrecht s. etwa Beaver, “The Nature of Mandated Disclosure“, in: Posner/Scott (Hrsg.), *Economics of Corporation Law and Securities Regulation*, 1980, S. 317, 320 ff.; zu Kollektivhandlungsproblemen grundlegend Olson, *The Logic of Collective Action*, 1965; Nachweise zur gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Literatur bei Baums, Gutachten F zum 63. DJT, 2000, F 24 f.; zu öffentlichen Gütern allgemein etwa Bernholz/Breyer, *Grundlagen der Politischen Ökonomie*, 1984, S. 95 ff.

<sup>10</sup> S. aber immerhin die instruktiven Jahresberichte des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel, zuletzt 2001 ([www.bawe.de/down/jb01.pdf](http://www.bawe.de/down/jb01.pdf)) sowie die Hinweise in den nachfolgenden Fußnoten. Auch die Entscheidungsgründe verschiedener erstinstanzlicher Urteile sind in diesem Zusammenhang aufschlußreich.

<sup>11</sup> S. dazu Deutsche Börse AG (Hrsg.), *Neuer Markt – Report* (2002); Baums/Hutter, *Die Information des Kapitalmarkts beim ersten Börsengang (IPO)*; Arbeitspapier Nr. 93, 2002 ([www.uni-frankfurt.de/fb01/baums/](http://www.uni-frankfurt.de/fb01/baums/)).

<sup>12</sup> Vgl. dazu die Untersuchung des Deutschen Aktieninstituts, *Rechnungslegung der Unternehmen am Neuen Markt* (Studien des DAI, Heft 17), 2002.

<sup>13</sup> Vgl. OLG Frankfurt/M. ZIP 2002, 803.

hat sich zugleich die Empfehlung, der Börse gesetzlich ein Recht zum Eingriff in das privatrechtlich aufzufassende bisherige „Regelwerk Neuer Markt“ zu geben<sup>14</sup>, erledigt<sup>15</sup>.

2. Was die *Zulassungsprospekte* anbetrifft, so hat die Deutsche Börse Going Public-Grundsätze vorgelegt<sup>16</sup>, die in einen Kapitalmarktkodex einmünden sollen. Flankierend enthält das Gutachten *Fleischer*, der diese neuere Entwicklung noch nicht berücksichtigen konnte, Anregungen zu Prospektinhalt, Prospektbegriff und Prospekthaftung<sup>17</sup>. Was von diesen Vorschlägen und vom Kapitalmarktkodex in das Börsenrecht übernommen werden sollte, mag dann aus Anlaß der Umsetzung der Prospekttrichtlinie der EU<sup>18</sup> geprüft werden.

3. Die *Zuteilungspraxis* ist in der Literatur mehrfach kritisiert worden<sup>19</sup>. Das Regelwerk Neuer Markt macht inzwischen den Emittenten zur Pflicht, die Grundsätze der Börsensachverständigenkommission, die auf Transparenz der Zuteilungspraxis hinwirken sollen<sup>20</sup>, zu befolgen<sup>21</sup>. Sollte dies künftig in einer Börsenordnung für den Neuen Markt gemäß § 49 Abs. 3 BörsenG n.F. verankert werden, wäre auch für ausreichende Sanktionsmechanismen gesorgt.

4. Was *Marktschutzvereinbarungen (lock ups)* angeht, so hatte der Regierungsentwurf des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes noch vorgesehen, daß Wertpapiere künftig nur

---

<sup>14</sup> Dafür Merkt, a.a.O., G 113.

<sup>15</sup> Es sei denn, daß sich der Juristentag der von Merkt mit Verve verfochtenen Vollprivatisierung der deutschen Börsen anschließen möchte (vgl. Gutachten a.a.O., G 68 ff.), was freilich nicht nur eine Befragung der Marktteilnehmer hierzu, sondern auch eine detaillierte Untersuchung sämtlicher Folgefragen einer solchen Vollprivatisierung erfordern würde (Börse als Nonprofit? Repräsentanz der Marktteilnehmer in den Unternehmensorganen? Verlagerung der Wertpapierzulassung auf das BaFin? Behandlung der Handelsüberwachungsstellen?; zu letzterem eingehend Merkt, a.a.O., G 120 ff.).

<sup>16</sup> Deutsche Börse AG, Going Public – Grundsätze i.d.F. vom 24. 4. 2002; dazu aus der Lit. Baums/Hutter, a.a.O. (Fn.11).

<sup>17</sup> A.a.O., F 41 ff.

<sup>18</sup> Vgl. den Vorschlag der Prospekttrichtlinie der Kommission vom 30. 5. 2001 (KOM (2001) 280 endg.

<sup>19</sup> S. nur Escher-Weingart Die AG 2000, 164 ff.; Brandner/Bergmann, in: FS Peltzer (2001), S. 17 ff.; Williamowski WM 2001, 653 ff.

<sup>20</sup> Börsensachverständigenkommission, „Grundsätze für die Zuteilung von Aktienemissionen an Privatanleger“ (2000); vgl. auch das im Juni 2001 vorgelegte Beratungsdokument der FESCO (FESCO Stabilization and Allotment. A European Supervisory Approach. Second Consultative Document).

<sup>21</sup> Regelwerk Neuer Markt Ziff. 3.14.

zugelassen werden sollten, wenn bei Vorliegen einer solchen *lock up* – Abrede „durch Anordnungen der Zulassungsstelle“ (z.B. Verwahrung in einem Sperrdepot) sichergestellt sei, daß eine solche Marktschutzvereinbarung auch beachtet werde<sup>22</sup>. Der Finanzausschuß hat dies geändert. Für den Handel im amtlichen Markt wird künftig die Börsenzulassungsverordnung Anforderungen hinsichtlich solcher Marktschutzvereinbarungen einschließlich der Maßnahmen, welche die Parteien selbst zu ihrer Durchsetzung zu treffen haben, vorsehen können<sup>23</sup>; überdies sind die Angaben hierüber künftig im Prospekt zu publizieren<sup>24</sup>. Für die Zulassung zum geregelten Markt (und damit für den Neuen Markt) kann die Börsenordnung entsprechendes anordnen.

5. Zu *Geschäften von Organmitgliedern in Wertpapieren der Gesellschaft (directors' dealings)* enthält künftig § 15a WpHG eine Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung im nachhinein<sup>25</sup>. Wünschenswert wäre hier eine Vorabveröffentlichung mit einer *de minimis* – Regelung gewesen, gekoppelt mit einem Handelsverbot („closed period“) für den sensiblen Zeitraum vor der Veröffentlichung der Unternehmensergebnisse<sup>26</sup> sowie mit einer Gewinnherausgabepflicht bei Verstößen hiergegen<sup>27</sup>.

6. Das regulatorische Defizit im Bereich der *Kurs- und Marktpreismanipulation* wird durch die neuen Vorschriften der §§ 20a, b WpHG behoben<sup>28</sup>, die freilich noch der Konkretisierung durch eine entsprechende Verordnung bedürfen<sup>29</sup>. Offen ist bisher der Schutzgesetzcharakter (§ 823 Abs. 2 BGB) dieser Vorschriften<sup>30</sup>. Eine – bedenkenswerte - öffentliche Bekanntmachung von Sanktionen wegen Kurs- und Marktpreismanipulationen könnte im Zusammenhang mit der Umsetzung der Marktmißbrauch-Richtlinie der EU<sup>31</sup> erwogen werden<sup>32</sup>.

---

<sup>22</sup> §§ 29 Abs. 3 Nr. 4, 50 Abs. 1 Nr. 4 BörsG i.d.F. des RegE (BT-Drucks. 14/8017).

<sup>23</sup> § 31 Abs. 1 Nr. 2 BörsenG i.d.F. der Beschlüsse des 7. Ausschusses, BT-Drucks. 14/8600.

<sup>24</sup> § 16 Abs. 1 Nr. 14 BörsenZulVO n.F.

<sup>25</sup> Vgl. auch Ziff. 6.6 Deutscher Corporate Governance Kodex.

<sup>26</sup> Rudolph BB 2002, 1036, 1040 m. Nachw.

<sup>27</sup> Vgl. Fleischer a.a.O. F 143 Nr. 16 („bedenkenswert“).

<sup>28</sup> Umfassende Vorarbeit hierzu durch Lenzen, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung (Frankfurter wirtschaftsrechtliche Studien Bd. 38), 2000.

<sup>29</sup> Anregungen dazu bei Rudolph BB 2002, 1036, 1040 f.

<sup>30</sup> Lenzen Finanz Betrieb 2001, 603, 608.

<sup>31</sup> Vorschlag für eine Richtlinie über Insider – Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmißbrauch) vom 30. 5. 2001, KOM (2001) 281 endg.

7. Für vorsätzlich oder grobfahrlässig *unterlassene oder falsche Ad hoc – Mitteilungen*, nicht aber für sonstige Fälle bewußter oder grobfahrlässiger *falscher Kapitalmarktinformation*, sehen die §§ 37b, 37c WpHG n.F. eine Schadensersatzhaftung des Emittenten, also der Gesellschaft selbst, vor. Diese Vorschriften sind im Entwurf vielfach zu Recht kritisiert worden, freilich ohne daß diese Kritik den Gesetzgeber beeindruckt hätte: Die Regelung ist nur auf einen, wenn auch zweifellos wichtigen Fall falscher Kapitalmarktinformation bezogen. Die Haftung der Gesellschaft statt der verantwortlichen Organmitglieder führt dazu, daß die Anleger den Schadensersatz aus der eigenen Tasche bezahlen müssen, und wirft Fragen des Vorrangs des Gläubigerschutzes auf. Häufig wird die Haftung der Gesellschaft gerade bei kleinen, am Neuen Markt gelisteten Unternehmen auch nicht zum Ziele führen; ob jeweils ein Rückgriff auf die eigentlich verantwortlichen Organmitglieder möglich und durchführbar ist, ist zweifelhaft. Die Regelung wirft ferner erhebliche Fragen und Schwierigkeiten hinsichtlich Kausalität und Schadensnachweis auf. Außerdem ist der praktisch wichtige Fall, daß ein Anleger aufgrund der falschen Ad hoc- Meldung dazu verleitet worden ist, in der Gesellschaft zu verbleiben, nicht erfaßt. Und schließlich kommt hinzu, daß die Regelung keinen Kollektivvertretungsmechanismus vorsieht.

Die Regierungskommission „Corporate Governance“ hat mit ihrem Vorschlag ein Alternativmodell entwickelt, das ausländischen Vorbildern nachgearbeitet ist, und versucht, die Defizite des Modells der §§ 37b, c WpHG zu vermeiden<sup>33</sup>. *Fleischer* spricht sich in seinem Gutachten dafür aus, beide Ansätze zu verbinden<sup>34</sup>. Jedenfalls kann es bei den §§ 37b, c WpHG nicht bleiben.

8. Was *Verstöße gegen Rechnungslegungsstandards* angeht, so fehlt es bisher in Deutschland an einem – dem US-amerikanischen (S.E.C.) oder britischen (FRRP) Vorbild vergleichbaren – „Enforcement“<sup>35</sup>. Die Vorschläge der Regierungskommission „Corporate Governance“ dazu<sup>36</sup>

---

<sup>32</sup> Dafür *Fleischer* a.a.O. F 143 Nr. 13.

<sup>33</sup> Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rdz. 181 – 190.

<sup>34</sup> *Fleischer* a.a.O. F 95 ff.; zuletzt dazu *Rieckers* BB 2002, 1213 ff..

<sup>35</sup> Eingehend *Tielmann*, Durchsetzung ordnungsmäßiger Rechnungslegung (2001).

<sup>36</sup> Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission, a.a.O. (Fn. 35) Rdz. 277 – 278.

und abweichende Thesen<sup>37</sup> liegen auf dem Tisch. Die EU-Kommission hat ebenfalls wissen lassen, daß ein effizientes Enforcement – System unabdingbar sei<sup>38</sup>.

*Bilanzfälschungen* sind freilich nicht allein ex post mit Hilfe eines – privatwirtschaftlich organisierten (Panel) oder hoheitlich verfaßten (BaFin) – Enforcement-Systems und ergänzenden Straf- und Haftungssanktionen zu erfassen. Wie eine Analyse der Bilanzfälschungs-Skandale, die derzeit den US-amerikanischen Kapitalmarkt erschüttern, lehrt<sup>39</sup>, ist hier präventiv anzusetzen. Im Kern getrieben wurden diese Bilanzfälschungen offenbar durch falsch strukturierte und geradezu abenteuerlich überzogene Aktienoptionsprogramme für die Manager, die dadurch den Anreiz erhielten, unentwegt gute Nachrichten zu publizieren, die Risiken dagegen zu verstecken<sup>40</sup>. Ähnliches ist für Einzelfälle vor allem am Neuen Markt auch in Deutschland nicht auszuschließen; hier kommt in der Frühphase nach dem IPO der Wunsch nach einem günstigen Verkauf des eigenen Aktienpakets hinzu. Es besteht ein erhebliches Interesse der Anleger wie des Finanzplatzes insgesamt daran, daß dem entschieden entgegengearbeitet wird, und daß die unzureichenden – gegenüber den Empfehlungen der Regierungskommission „Corporate Governance“<sup>41</sup> leider in den entscheidenden Punkten verwässerten – Vorkehrungen des Deutschen Corporate Governance – Kodex<sup>42</sup> hier alsbald nachgebessert werden. Notwendig erscheint vor allem eine korrekte Information der Hauptversammlung vor Beschlüssen gemäß §§ 71 Abs. 1 Nr. 8, 192 Abs. 2 Nr. 3 AktG über den Wert eines Programms; eine detaillierte Offenlegung von Struktur und Wert solcher Programme in Prospekten und Jahresabschlüssen; ein Ausschluß von „windfall profits“ und Belohnung trotz Underperformance, wie sie insbesondere bei Orientierung ausschließlich an der eigenen Kursentwicklung eintreten können; die Festsetzung eines Höchstbetrages des Gewinns („cap“) aus einem solchen Programm seitens des Aufsichtsrats und die Offenlegung dieses cap; und schließlich ein klarer Ausweis des

---

<sup>37</sup> Insbes. Hommelhoff, in: WPg – Sonderheft „Reformbedarf in der deutschen Corporate Governance im globalen Wettbewerb“, 2001, 39 ff.

<sup>38</sup> Mitteilung vom 13.6.2000 an den Rat und das Europäische Parlament „Rechnungslegungsstrategie der EU: Künftiges Vorgehen“, KOM (2000) 359 vom 13.6.2000; dazu eingehend auch van Hulle WPg-Sonderheft 2001 (Fn. 37), 30 ff.

<sup>39</sup> S. dazu nur Schwarcz, Essay: Some Thoughts on the Enron Bankruptcy (erscheint in der Cincinnati Law Review, 2002); Macey, Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure & Enron, Working Paper Cornell Law School, 2002.

<sup>40</sup> S. S. London, Financial Times, 1.7.2002, S. 13, zu den Optionsprogrammen bei Enron und Tyco.

<sup>41</sup> Vgl. Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission, a.a.O. (Fn. 35), Rdz. 41 – 47 und Rdz. 257 - 260.

<sup>42</sup> Vgl. Ziff. 4.2.3 und 4.2.4 sowie Ziff. 5.4.5 Deutscher Corporate Governance Kodex.

Verwässerungseffekts in der GuV oder im Anhang dazu<sup>43</sup>. Aktienrecht (Corporate Governance) und Kapitalanlegerschutz lassen sich insofern nicht trennen. Das gilt auch für die *Regulierung der Interessenkonflikte der mit der Abschlußprüfung befaßten Wirtschaftsprüfer*<sup>44</sup>. Die beiden Juristentagsgutachten schweigen sich hierzu freilich aus, mit Recht, da dies doch zu weit außerhalb ihrer Aufgabenstellung liegt.

9. Wertpapieranalysten und Ratingagenturen gehören zu den unabhängigen Informationsintermediären des Kapitalmarktes, die die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der kapitalnachfragenden Unternehmen einschätzen und dem Anleger helfen sollen, ein Urteil über ein Investment fällen zu können. Überlegungen zur Kapitalmarktregulierung zum Schutz der Anleger haben sich daher auch mit dem Zustandekommen der Urteile dieser Informationsintermediäre zu befassen.

Von *Interessenkonflikten beeinflusste Analystenempfehlungen* sind seit geraumer Zeit Gegenstand vielfältiger Reformüberlegungen und – schritte im In- und Ausland. Im Mai 2001 war ein freiwilliger Verhaltenskodex vorgelegt worden<sup>45</sup>, dessen Vorstellungen jetzt im wesentlichen ins Wertpapierhandelsgesetz übernommen worden sind. Nach § 34b WpHG n.F. werden künftig Analysten verpflichtet, die Analyse „mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit zu erbringen und Interessenkonflikte in der Wertpapieranalyse offen zu legen“. Der Finanzausschuß des Bundestages hat dies noch durch die Aufzählung von drei Regelbeispielen verschärft<sup>46</sup>, die nicht abschließend sind<sup>47</sup>. Es ist zu wünschen, daß die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) die Pflichten der Analysten alsbald durch eine Richtlinie (§ 35 Abs. 6 WpHG) präzisiert.

10. *Fleischer* spricht sich darüber hinaus für eine vorsichtige *Regulierung von Rating – Agenturen* aus<sup>48</sup>. Dazu sollen Verhaltensregeln zur Sicherstellung der Rating-Qualität, Vorkehrungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten und Vorschriften zur Gewährleistung

---

<sup>43</sup> Noch weitergehend die Studie von Adams dazu: „Vorstandsvergütungen“, Arbeitspapier Nr. 96, 2002 ([www. uni-frankfurt.de/fb01/baums/](http://www.uni-frankfurt.de/fb01/baums/)).

<sup>44</sup> Vgl. dazu jetzt Ziff. 7.2.1. Deutscher Corporate Governance Kodex; Überblick zu internationalen Reformbemühungen (IFAC; EU; S.E.C.) bei Hagemeister DB 2002, 333 ff sowie die Beiträge im WPg-Sonderheft (Fn. 37).

<sup>45</sup> v. Rosen/Gerke, Kodex für anlegergerechte Kapitalmarktkommunikation, 2001.

<sup>46</sup> Vgl. § 34b WpHG i. d. F. des Vorschlags des 7. Ausschusses, BT-Drucks. 14/8600.

<sup>47</sup> Vgl. das Beispiel bei Rudolph BB 2002, 1036, 1039.

<sup>48</sup> Vgl. die Empfehlungen in Gutachten F, a. a. O., F 144.

ihrer Unabhängigkeit gehören. Außerdem seien Grundsätze ordnungsmäßiger Rating-Tätigkeit und Rating-Berichterstattung auszuarbeiten.

Hier sei dem Juristentag Zurückhaltung angeraten. (Freiwillige) Grundsätze ordnungsgemäßer Rating – Tätigkeit bestehen bereits<sup>49</sup>. Reputationseffekte haben bisher offenbar nennenswerte Interessenkonflikte verhindert<sup>50</sup>. Ein zentrales Problem im vorliegenden Zusammenhang scheint zu sein, daß Rating-Agenturen mit der Herabstufung auf ein „non investment – grade“ zögern, weil dies nach den Anleihe- und Kreditbedingungen (jedenfalls in den USA) eine sofortige Fälligkeit von Anleihen bzw. Krediten auslöst und damit das Unternehmen erst recht in Schwierigkeiten bringt<sup>51</sup>. Dieses Problem ist durch eine Regulierung nur schwer zu bewältigen. Werden Urteile von Rating-Agenturen künftig verstärkt für regulatorische Zwecke in Anspruch genommen (Stichwort: Basel II), könnte sich eine Anerkennungslösung nach US-amerikanischem und schweizerischem Vorbild empfehlen<sup>52</sup>.

IV. Der knappe Überblick hat nur ein Schlaglicht auf die am Neuen Markt zu beobachtenden Defizite werfen und die Reaktionen einzelner Marktakteure und des Gesetzgebers hierauf nur andeuten können, allerdings auch auf verbliebene Petita hingewiesen. Zu wünschen bleibt, daß der Deutsche Juristentag sich dieser Petita annimmt und sich nicht mit der Empfehlung bescheidet, daß Maßnahmen zur Bewältigung der Krise am Neuen Markt nicht angezeigt seien.

---

<sup>49</sup> DVFA-Kommission Rating Standards (Hrsg.), DVFA-Rating Standards (2001).

<sup>50</sup> Eingehend dazu zuletzt Schwarcz, Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox, University of Illinois L.R. 2002, 1 ff.; aus der deutschen Literatur v.Randow ZBB 1995, 140 ff.; Kübler, in: Hadding u.a. (Hrsg.), Bankrechtstag 1996 (1997), S. 115 ff.

<sup>51</sup> Vgl. Bottin, San Diego L.R. 30 (1993), 579 ff., 583 „Lethargy in downgrading a rating“; Macey, a.a.O. (Fn. 37), S. 17 („...a downgrade by a rating agency is like a corporate nuclear bomb“).

<sup>52</sup> Dazu Fleischer a.a.O. F 134 f.

**Arbeitspapiere****(internet: <http://www.uni-frankfurt.de/fb01/baums/>)**(bis Heft Nr. 85 einschließlich erschienen als Arbeitspapiere  
Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück)

- |    |                                  |  |
|----|----------------------------------|--|
| 1  | Theodor Baums                    | Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany<br>(publ. in: Prentice/Holland [Hrsg.],<br>Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford 1993,<br>S. 151 ff.)        |
| 2  | Theodor Baums                    | Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht<br>(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1993 S. 1 ff.)   |
| 3  | Theodor Baums                    | Should Banks Own Industrial Firms? Remarks from the German<br>Perspective.<br>(publ. in: Revue de la Banque/Bank-en Financierwezen 1992<br>S. 249 ff.)                                   |
| 4  | Theodor Baums                    | Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen<br>aus deutscher Sicht   |
| 5  | Theodor Baums                    | The German Banking System and its Impact on Corporate Finance<br>and Corporate Governance<br>(publ. in: Aoki/Patrick [Hrsg.],<br>The Japanese Main Bank System, Oxford 1994, S. 409 ff.) |
| 6  | Theodor Baums                    | Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli vs.<br>Continental AG  |
| 7  | Theodor Baums/<br>Michael Gruson | The German Banking System - System of the Future?<br>(publ. in: XIX Brooklyn Journal of International Law 101-129 [1993])  |
| 8  | Philipp v. Randow                | Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes<br>(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 23 ff.)   |
| 9  | Theodor Baums                    | Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung<br>(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1994 S. 1 ff.)   |
| 10 | Markus König                     | Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung.<br>Eine empirische Untersuchung   |
| 11 | Theodor Baums                    | Foreign Financial Investments in German Firms - Some Legal and<br>Policy Issues  |
| 12 | Christian Fraune                 | Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA<br>(publ. in: Recht der Internationalen Wirtschaft 1994 S. 126 ff.)  |

- 13 Theodor Baums Macht von Banken und Versicherungen - Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages - (Teilabdruck in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 86 ff.)
- 14 Theodor Baums Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen ("earn-outs") (publ. in: Der Betrieb 1993 S. 1273 ff.)
- 15 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Recent Developments (publ. in: Isaksson/Skog [Hrsg.], Aspects of Corporate Governance [Stockholm 1994] S. 31 ff.)
- 16 Theodor Baums Asset Securitization in Europe (publ.: Forum Internationale, lecture No. 20, Den Haag 1995)
- 17 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Shareholder Voting and Corporate Governance: The German Experience and a New Approach (publ. in: Aoki/Kim [Hrsg.], Corporate Governance in Transitional Economies [Washington, D.C. 1995] S. 435 ff.)
- 18 Johannes Stawowy The Repurchase of Own Shares by Public Companies and Aktiengesellschaften (publ. in: Elsa Law Review 1996 No. 1 S. 59 ff.)
- 19 Theodor Baums Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten (publ. in: Festschrift für Raisch [1995] S. 211 ff.)
- 20 Theodor Baums/  
Christian Fraune Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft. Eine empirische Untersuchung (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 97 ff.)
- 21 Theodor Baums Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen (publ. in: ZIP 1995 S. 11 ff.)
- 22 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Der Markt für Stimmrechtsvertreter (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 145 ff.)
- 23 Michael Gruson/  
William J. Wiegmann Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen nach amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995 S. 173 ff.)
- 24 Theodor Baums Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG (publ. in: Rengeling [Hrsg.], Europäisierung des Rechts [1996] S. 91 ff.)

- 25 Philipp v. Randow Rating und Regulierung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995  
S. 140 ff.)
- 26 Theodor Baums Universal Banks and Investment Companies in Germany  
(publ. in: Saunders/Walter [Hrsg.], Financial System Design:  
Universal Banking Considered [Homewood 1996] S. 124 ff.)
- 27 Theodor Baums Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Festschrift für Boujong [1996] S. 19 ff.)
- 28 Helmut Siekmann Corporate Governance und öffentlich-rechtliche Unternehmen  
(publ. in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 15. Bd. 1996,  
S. 282 ff.)
- 29 Theodor Baums Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1996 S. 11 ff.)
- 30 Theodor Baums Mittelständische Unternehmen und Börse. Eine rechtsvergleichende  
Betrachtung  
(publ. in: Immenga/Möschel/Reuter [Hrsg.], Festschrift für  
Mestmäcker [1996] S. 815 ff.)
- 31 Hans-Gert Vogel Das Schuldverschreibungsgesetz. Entstehung, Inhalt und Bedeutung  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996  
S. 321 ff.)
- 32 Philipp v. Randow Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und  
kapitalmarktrechtliche Studie -  
(publ. in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1996  
S. 594 ff.)
- 33 Michael Gruson/  
Herbert Harrer Rechtswahl und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie  
Bedeutung des AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem  
deutschen Markt  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 37 ff.)
- 34 Markus König Aktie und Euro  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1996 S. 156 ff.)
- 35 Theodor Baums Personal Liabilities of Company Directors in German Law  
(publ. in: International Company and Commercial Law Review 7  
[1996] S. 318 ff.)
- 36 Philipp v. Randow Rating und Wettbewerb  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996 S. 85 ff.)
- 37 Theodor Baums Corporate Governance Systems in Europe - Differences and  
Tendencies of Convergence - Crafoord Lecture -

- 38 Georg F. Thoma Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996 S. 1725 ff.)
- 39 Theodor Baums The New Draft Proposal for a Directive on Takeovers - the German  
Perspective  
(publ. in: European Financial Services Law 1996 S. 302 f.)
- 40 Markus König Risiko-Lebensversicherungen als Kapitalanlage - Rechtliche  
Rahmenbedingungen von Viatical Settlements -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1996 S. 1328 ff.)
- 41 Theodor Baums Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder  
(publ. in: Festschrift für Carsten Peter Claussen [1997], S. 3 ff.)
- 42 Theodor Baums/  
Markus König Universalbanken und Investmentfonds: Rechtstatsachen  
und aktuelle Reformfragen  
(publ. in: „Aktien- und Bilanzrecht“, Festschrift für Bruno Kropff  
[1997], S. 3 ff.)
- 43 Theodor Baums/  
Bernd Frick Co-determination in Germany: The Impact on the Market  
Value of the Firm  
(publ. in: Economic Analysis Vol. 1 [1998], S. 143 ff.)
- 44 Michael Gruson Altwährungsforderungen vor US-Gerichten nach Einführung des Euro  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1997 S. 699 ff.)
- 45 Theodor Baums Kontrolle und Transparenz in Großunternehmen - Stellungnahme für  
den Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages  
(publ. in: "Die Aktienrechtsreform 1997", Sonderheft der Zeitschrift  
Die Aktiengesellschaft 1997 S. 26 ff.)
- 46 Markus König Der Anleger als "Rückversicherer" - Alternativer Risikotransfer  
mittels "Katastrophen-Anleihen" nach deutschem Recht -  
(publ. in: Versicherungsrecht 1997 S. 1042 ff.)
- 47 Christoph Engel Die öffentliche Hand zwischen Innen- und Außensteuerung  
(publ. in: Hennecke [Hrsg.], Organisation kommunaler  
Aufgabenerfüllung [1998], S. 145 ff.)
- 48 Theodor Baums Verbesserung der Risikokapitalversorgung/Stärkung  
des Finanzplatzes Deutschland  
Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen  
Bundestages  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1942 ff.)
- 49 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes über öffentliche Übernahmeangebote  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1310 ff.)
- 50 Theodor Baums Rechenschaftsbericht des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht

- 51 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern  
(publ. in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider [Hrsg.], Handbuch der  
Konzernfinanzierung [1998], S. 247 ff.)
- 52 Ulrich Segna Bundesligaverene und Börse  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997 S. 1901 ff.)
- 53 Theodor Baums Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union:  
A Comparative Study  
(publ. in: Hopt u. a. [Hrsg.], Comparative Corporate Governance -  
The State of the Art and Emerging Research -, Oxford 1998,  
S. 545 ff.)
- 54 Theodor Baums Der Entwurf eines 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Stellungnahme  
für den Finanzausschuß des Deutschen Bundestages
- 55 Michael Rozijn "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" - eine deutsche *equity note*?  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1998 S. 77 ff.)
- 56 Michael Gruson Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen - Zugleich ein  
Beitrag zum deutschen Gesetz zur Umstellung von  
Schuldverschreibungen -  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 1474 ff.)
- 57 Kai-Uwe Steck "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des  
"kalten Delisting"  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1998 S. 460 ff.)
- 58 Theodor Baums Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften  
(publ. in: Festschrift für W. Zöllner, Bd. 1, 1999, S. 65 ff.)
- 59 Malte Schindhelm/  
Klaus Stein Der trust im deutschen Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht
- 60 Carsten Hoppmann Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht  
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1999 S. 204 ff.)
- 61 Theodor Baums GWB-Novelle und Kartellverbot  
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998 S. 233 ff.)
- 62 Markus König Vom Options-Fonds zur Fonds-Option  
(publ. in: Anlagepraxis 1998 S. 24 ff.)
- 63 Malte Schindhelm/  
Ingo Rogge Transportrechtsreform 1998 - Ein Überblick -

- 64 Malte Schindhelm/Ingo Rogge/Matthias Wanke Transportrechtsreform 1998 - Kurzkomentierung -
- 65 Theodor Baums/  
Ulrich Segna Börsenreform
- 66 Theodor Baums/  
Erik Theissen Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen  
(publ. in: Hof/Lübbe-Wolff [Hrsg.], Wirkungsforschung zum Recht I, Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat, 10, Sammelband VW-Stiftung [1999], S. 65 ff.; Abdruck auch in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 125 ff.)
- 67 Theodor Baums/  
Kai-Uwe Steck Bausparkassen als Konzerntöchter  
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 2261 ff.)
- 68 Theodor Baums Corporate contracting around defective regulations: The Daimler-Chrysler case  
(publ. in: Journal of Institutional and Theoretical Economics [JITE] 1999, Vol. 115, No. 1, S. 119 ff.)
- 69 Marco Becht/  
Ekkehart Boehmer Transparency of Ownership and Control in Germany  
(publ. u.d.T. „Ownership and Voting Power in Germany“  
in: Barca/Becht [Hrsg.], The Control of Corporate Europe, 2001, 128
- 70 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Current Developments -  
(publ. u.d.T. "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi recenti sviluppi" in: Rivista delle Società, 44. Jg. 1999, S. 1 ff.)
- 71 Ekkehart Boehmer Who controls Germany? An exploratory analysis
- 72 Carsten Hoppmann/  
Fleming Moos Rechtsfragen des Internet-Vertriebs von Versicherungsdienstleistungen,  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Versicherungswesen 1999 S. 1994 ff. und Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht 1999 S. 197 ff.)
- 73 Michael Adams Reform der Kapitallebensversicherung  
(publ. u.d.T. „Vorschläge zu einer Reform der kapitalbildenden Lebensversicherungen“  
in: Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht, 2000, S. 49 ff.
- 74 Carsten Hoppmann Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen  
(publ. in: Versicherungsrecht 1999 S. 673 ff.)
- 75 Ulrich Segna Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur Reformdiskussion -  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 144 ff.)

- 76 Theodor Baums/  
Rainer Schmitz Shareholder Voting in Germany  
(publ.: in Baums/Wymeersch [Hrsg.], Shareholder Voting Rights  
and Practices in Europe and the United States, 1999, S. 109 ff.)
- 77 Markus König Auflösung und Übertragung von Publikumsfonds in Deutschland
- 78 Ekkehart Boehmer Corporate governance in Germany:  
Institutional background and empirical results
- 79 Theodor Baums Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung  
(publ. in: von Rosen/Seifert [Hrsg.], Die Übernahme börsennotierter  
Unternehmen [Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 2], 1999, S. 165 ff.)
- 80 Theodor Baums Globalisierung und deutsches Gesellschaftsrecht: Der Fall Daimler -  
Chrysler  
(publ. in: Künzel u. a. [Hrsg.], Profile der Wissenschaft. 25 Jahre  
Universität Osnabrück [1999], S. 235 ff.)
- 81 Mark Latham The Road to Shareowner Power
- 82 Kai-Uwe Steck US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2000  
S. 112 ff.)
- 83 Theodor Baums/  
Matthias Möller Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und  
deutsches Aktienrecht  
(publ. in: Baums et al. (Hrsg.), Corporations, Capital Markets  
and Business in the Law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum,  
2000, 33)
- 84 Ursula Lenzen Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation  
(publ. unter dem Titel „Reform des Rechts zur Verhinderung  
der Börsenkursmanipulation  
in: Wertpapier-Mitteilungen, 2000, S. 1131 ff.)
- 85 Theodor Baums Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen
- 86 Theodor Baums/  
Hans-Gert Vogel/  
Maja Tacheva Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht  
(publ. in: ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000 S. 1649 ff.)
- 87 Michael Gruson Global Shares of German Corporations and Their Dual  
Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges  
(publ. in: University of Pennsylvania Journal of International  
Economic Law 2001 [Vol. 22], 185 ff.)
- 88 Government Panel on Corporate Governance  
– Summary of Recommendations –

- |    |                                   |   |
|----|-----------------------------------|---|
| 89 | Theodor Baums                     | Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte   |
| 90 | Theodor Baums/<br>Mathias Stöcker | Rückerwerb eigener Aktien und WpÜG  |
| 91 | Stefan Berg/<br>Mathias Stöcker   | Anwendungs- und Haftungsfragen zum<br>Deutschen Corporate Governance Kodex  |
| 92 | Michael Gruson                    | Foreign Banks and the Regulation of Financial Holding<br>Companies  |
| 93 | Theodor Baums/<br>Stephan Hutter  | Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO)   |
| 94 | Michael Gruson                    | Supervision of Financial Holding Companies in Europe: The<br>Proposed EU Directive on Supplementary Supervision of Financial<br>Conglomerates |
| 95 | Ulrich Segna                      | Vereinsrechtsreform   |
| 96 | Michael Adams                     | Vorstandsvergütungen  |
| 97 | Hans-Gert Vogel                   | Finanzierung von Übernahmeangeboten – Testat und Haftung des<br>Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG                          |
| 98 | Jeffrey N. Gordon                 | Das neue deutsche „Anti“-Übernahmegesetz aus amerikanischer<br>Perspektive  |
| 99 | Theodor Baums                     | Anlegerschutz und Neuer Markt   |