

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

ANDREAS CAHN UND JÜRGEN GÖTZ

AD-HOC-PUBLIZITÄT UND REGELBERICHTERSTATTUNG



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 59



PROF. DR. THEODOR BAUMS
PROF. DR. ANDREAS CAHN

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT

SENCKENBERGANLAGE 31

D-60054 FRANKFURT AM MAIN

TEL: +49 (0)69 / 798-28941

FAX: +49 (0)69 / 798-29018

(INTERNET: [HTTP://WWW.ILF-FRANKFURT.DE](http://www.ilf-frankfurt.de))

Andreas Cahn und Jürgen Götz

Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 59

03/2007

Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung

Unerwartete Geschäftszahlen und die daraus resultierende Notwendigkeit der Anpassung von Ergebnisprognosen zeigen sich bereits bei der Vorbereitung der Regelberichterstattung. Damit stellt sich für die Unternehmensleitung die Frage, ob sie solche Insiderinformationen ad-hoc publizieren muss oder ob sie die Veröffentlichung aufschieben und bis zu dem für die Regelberichterstattung vorgesehenen Termin zuwarten darf.

I. Einleitung

Es entspricht guter Unternehmensführung, dass börsennotierte Gesellschaften im Vorhinein die Termine bekannt geben, zu denen sie ihre Regelberichterstattung veröffentlichen und erläutern. Auf diese Weise können sich die Kapitalmarktteilnehmer rechtzeitig auf die Übermittlung der betreffenden Informationen einstellen.

Nach Ziff. 6.7 DCGK sollen Termine für wesentliche wiederkehrende Veröffentlichungen, u.a. Geschäftsbericht und Zwischenberichte, in einem „Finanzkalender“ mit ausreichendem Zeitvorlauf publiziert werden. Gemäß § 64 Abs. 2 BörsO FWB müssen Gesellschaften, die im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet sind, einen sog. Unternehmenskalender führen. Im Einzelnen unterliegen die Emittenten dabei folgenden Pflichten:

- (1) Der Emittent ist verpflichtet, mit Aufnahme der Notierung sowie fortlaufend zu Beginn jedes Geschäftsjahres für die Dauer mindestens des jeweiligen Geschäftsjahres einen Unternehmenskalender in deutscher und englischer Sprache zu erstellen und fortlaufend zu aktualisieren.*
- (2) Der Unternehmenskalender muss Angaben über die wesentlichen Termine des Emittenten, insbesondere die Hauptversammlung, die Pressekonferenzen und Analystenveranstaltungen, enthalten.*
- (3) Der Emittent ist verpflichtet, den Unternehmenskalender im Internet unter seiner Adresse zu veröffentlichen und der Zulassungsstelle in elektronischer Form zu übermitteln. Die Art und Weise der elektronischen Übermittlung wird von der Zulassungsstelle bestimmt. Die Zulassungsstelle stellt den Unternehmenskalender dem Publikum elektronisch oder in anderer geeigneter Weise zur Verfügung.*

¹ Prof. Dr. Andreas Cahn ist Inhaber der Dresdner Bank Stiftungsprofessur und Direktor des Institute for Law and Finance an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main. Prof. Dr. Jürgen Götz ist Chefsyndikus der Fresenius AG in Bad Homburg und Honorarprofessor an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main.

Soweit es um Finanzdaten der Regelberichterstattung geht, ist die Ankündigung der Veröffentlichungstermine seit der Umsetzung der Transparenzrichtlinie² durch das TUG³ nicht mehr nur ein Gebot guter Corporate Governance. §§ 37v Abs. 1 Satz 1, 37w Abs. 1 Satz 1 und 37x Abs. 1 Satz 1 WpHG verlangen nunmehr von Inlandsemittenten die Veröffentlichung von Jahresfinanzberichten, Halbjahresfinanzberichten und Zwischenmitteilungen. Nach Satz 2 der jeweiligen Bestimmungen muss der Inlandsemittent vor dem Zeitpunkt, zu dem die betreffenden Informationen der Öffentlichkeit zur Verfügung stehen, eine Bekanntmachung darüber veröffentlichen, ab welchem Zeitpunkt und unter welcher Internetadresse die Rechnungslegungsdaten zusätzlich zu ihrer Verfügbarkeit im Unternehmensregister öffentlich zugänglich sind. Das Führen eines Finanzkalenders ist damit vom Gesetz vorgeschrieben.

Die rechtzeitige Bekanntgabe der Termine erleichtert es vor allem Kleinanlegern, die nicht ständig die Veröffentlichungen der Unternehmen verfolgen, sich auf die Publikation wichtiger Unternehmensinformationen und deren Erläuterung durch den Vorstand einzurichten. Auf diese Weise soll dafür gesorgt werden, dass alle Anleger gleichzeitig Zugang zu Finanzinformationen erhalten. Darüber hinaus soll die zeitnahe Veranstaltung von Presse- und Analystenkonferenzen sicherstellen, dass die Unternehmensleitung Gelegenheit erhält, die nicht selten komplexen Ursachen für die oft nicht aus sich selbst heraus verständlichen Ergebnisse in einem angemessenen Rahmen zu erläutern, Fragen des Fachpublikums zu beantworten und damit Fehlinterpretationen vorzubeugen. Derartige Presse- und Analystenkonferenzen finden üblicherweise am Tag der Veröffentlichung der Regelberichterstattung statt.

Bei börsennotierten Unternehmen ist die Zusammenstellung und Aufbereitung der Informationen für die Regelberichterstattung ein kontinuierlicher Prozess. Ziel ist dabei eine möglichst zeitnahe Berichterstattung. Das Zahlenwerk lässt sich aber gewöhnlich nicht punktgenau an dem Tag fertigstellen, der im Finanzkalender für die Veröffentlichung und die begleitenden Presse- und Analystenveranstaltungen vorgesehen ist. Bei Gesellschaften, deren Geschäftszahlen und Prognosen von den Ergebnissen verbundener Unternehmen abhängen, muss beispielsweise Vorsorge für etwaige Verzögerungen getroffen werden, die bei der Fertigstellung, Übermittlung oder Auswertung dieser Ergebnisse eintreten können. Folglich muss so gut wie

² 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. EU L 390 vom 31. Dezember 2004, S. 38.

³ 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. Januar 2007, BGBl I, S. 10. Nach Art. 15 des Gesetzes ist das TUG am 20. Januar 2007 in Kraft getreten.

jedes börsennotierte Unternehmen aus Gründen der Vorsicht einen gewissen zeitlichen Puffer bei der Festlegung der Veröffentlichungstermine einplanen. Ferner ist zu berücksichtigen, dass einer externen Präsentation der Ergebnisse deren interne Analyse vorausgehen muss. Die Vorstellung der Geschäftszahlen durch den Vorstand auf den die Regelberichterstattung begleitenden Presse- und Analystenveranstaltungen bedarf deshalb eines Vorlaufs von mindestens einem oder zwei Tagen, um das Material für eine Präsentation aufzubereiten und so zu analysieren, dass Fragen substantiiert beantwortet werden können.

Damit kann die Einhaltung des Finanzkalenders in Konflikt mit der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 Abs. 1 WpHG geraten. Es besteht nämlich im Grundsatz Einigkeit darüber, dass auch Informationen, die der Regelpublizität unterliegen, ad-hoc zu veröffentlichen sein können⁴. Weicht das Periodenergebnis oder die Ergebnisprognose für künftige Perioden von den bis dahin bestehenden Erwartungen ab und ist diese Abweichung geeignet, den Kurs der Aktien erheblich zu beeinflussen, ist die Gesellschaft nach dieser Vorschrift verpflichtet, diese sie unmittelbar betreffende Insiderinformation unverzüglich nach Maßgabe von §§ 4 f. WpAIV zu veröffentlichen. Eine solche Vorabveröffentlichung würde allerdings die Publikation an dem im Finanzkalender vorgesehenen Tag vorwegnehmen und damit die Erwartungen derjenigen Anleger enttäuschen, die sich hinsichtlich der Regelberichterstattung auf den Finanzkalender verlassen. Für die betroffenen Unternehmen stellt sich daher die Frage, ob sie die Ad-hoc-Veröffentlichung nach § 15 Abs. 3 WpHG bis zu dem im Finanzkalender für die Regelberichterstattung vorgesehenen Tag aufschieben dürfen.

Ein solcher Aufschub kommt nur in Betracht, wenn er zum Schutz der berechtigten Interessen des Emittenten erforderlich ist (dazu sogleich II.). Darüber hinaus setzt der Befreiungstatbestand voraus, dass keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist (näher dazu III.) und dass der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann (dazu IV.).

II. Berechtigtes Emittenteninteresse am Aufschub der Ad-hoc-Veröffentlichung

1. Grundlagen

Mit der Neufassung durch das AnSVG⁵ haben sich Inhalt und Systematik der Bestimmungen über die Ad-hoc-Publizität grundlegend geändert. Nach § 15 WpHG a.F. mussten nur solche Tatsachen ad-hoc veröffentlicht werden, die gerade wegen ihrer Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsverlauf des Emittenten geeignet

⁴ Emittentenleitfaden IV 2.2.9., S. 47; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl., 2006, § 15 Rn. 35 ff. m Nachw.

⁵ Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), BGBl. I Nr. 56 vom 29. Oktober 2004, S. 2630.

waren, den Börsenpreis der Wertpapiere erheblich zu beeinflussen. Durch diese Voraussetzung wurde der Anwendungsbereich der Ad-hoc-Publizität gegenüber demjenigen der Insiderverbote des § 14 WpHG erheblich eingeschränkt. So mussten etwa unselbständige Zwischenschritte mehrstufiger Entscheidungsprozesse selbst bei potentieller Kurserheblichkeit nicht ad-hoc veröffentlicht werden, da solche Vorbereitungshandlungen für sich genommen keinen Einfluss auf die wirtschaftliche Lage des Unternehmens haben⁶. In Anbetracht dieser tatbestandlichen Begrenzung der Ad-hoc-Publizität hatte die in § 15 Abs. 1 Satz 5 WpHG a.F. vorgesehene Möglichkeit einer Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht durch die BaFin Ausnahmecharakter. Sie wurde dementsprechend restriktiv gehandhabt⁷.

Demgegenüber hat das AnSVG den Kreis der ad-hoc zu publizierenden Informationen erheblich erweitert. Nunmehr ist jede Insiderinformation, die den Emittenten unmittelbar betrifft, unverzüglich zu veröffentlichen. Diese Veröffentlichungspflicht greift unabhängig davon ein, ob die Kurserheblichkeit der Information gerade darauf beruht, dass die zugrunde liegende Tatsache Auswirkungen auf die wirtschaftliche Lage der Gesellschaft haben kann. Mit dieser tatbestandlichen Ausdehnung der Ad-hoc-Publizität hat auch die, nunmehr als Selbstbefreiung ausgestaltete, Möglichkeit eines Aufschubs der Veröffentlichung nach § 15 Abs. 3 WpHG ganz erheblich an Bedeutung gewonnen. Sie hat sich von einer Bestimmung für Ausnahmefälle zur Zentralnorm der Ad-hoc-Publizität entwickelt⁸. Es besteht zu Recht Einigkeit darüber, dass der Befreiungstatbestand in Anbetracht der tatbestandlichen Ausweitung der Veröffentlichungspflicht erheblich großzügiger angewendet werden muss als nach früherem Recht⁹.

Berechtigte Interessen des Emittenten, die nach § 15 Abs. 3 WpHG von der Pflicht zur sofortigen Veröffentlichung nach § 15 Abs. 1 WpHG befreien können, liegen nach § 6 Abs. 1 Satz 1 WpAIV dann vor, wenn eine Abwägung des Emittenteninteresses am Aufschub der Ad-hoc-Bekanntmachung einerseits mit dem Interesse des Kapitalmarkts an vollständiger und zeitnaher Veröffentlichung der betreffenden Insiderinformation andererseits ergibt, dass das Aufschubinteresse des Emittenten überwiegt¹⁰.

Das Interesse des Kapitalmarkts ist dabei unter Rückgriff auf den Zweck der Veröffentlichungspflicht zu konkretisieren. Sie soll zum einen durch Herstellung von Transparenz für

⁶ Näher dazu etwa *Kümpel/Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG, 3. Aufl., 2003, § 15 Rn. 58 ff., 81 ff.; *Cahn* ZHR 162 (1998), 1, 21 ff, jeweils m. w. Nachw.

⁷ Vgl. *Kümpel/Assmann* in *Assmann/Schneider* (Fn. 6) § 15 Rn. 132 ff. m Nachw.

⁸ So die zutr. Einschätzung von *Simon* Der Konzern 2005, 13, 18.

⁹ Emittentenleitfaden IV.3.1., S. 55; *Assmann* in *Assmann/Schneider* (Fn. 4) § 15 Rn. 131, 134; *Simon* Der Konzern 2005, 13, 19.

¹⁰ Vgl. *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG (Fn. 4) § 15 Rn. 155; *Simon* Der Konzern 2005, 13, 19; *Veith* NZG 2005, 254, 256 f.

Informationseffizienz sorgen. Die Marktteilnehmer sollen möglichst frühzeitig über alle Informationen verfügen, die für die Preisbildung bedeutsam sein können. Damit soll verhindert werden, dass Anleger Wertpapiere zu Preisen erwerben oder veräußern, die nicht alle verfügbaren Informationen widerspiegeln¹¹. Die Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung von Insiderinformationen soll zum anderen als insiderrechtliche Präventivmaßnahme ausschließen, dass Insider ihren Informationsvorsprung für Wertpapiertransaktionen missbrauchen¹². Schließlich wirkt die Veröffentlichung auch dem Risiko einer unzulässigen Informationsweitergabe (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG) und verbotswidriger Erwerbs- oder Veräußerungsempfehlungen (§ 14 Abs. 1 Nr. 3 WpHG) entgegen. Insoweit wird dem Anliegen eines insiderrechtlichen Präventivschutzes allerdings im Rahmen des § 15 Abs. 3 WpHG durch ein eigenständiges Tatbestandsmerkmal Rechnung getragen: Ein Aufschub der Veröffentlichung ist nur zulässig, wenn der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann.

2. Interessenabwägung

a) Die Interessen des Emittenten

§ 6 Satz 2 WpAIV beschreibt in Umsetzung von Art. 3 Abs. 1 der Richtlinie 2003/124/EG¹³ zwei Fälle, in denen das Aufschubinteresse des Emittenten das Interesse des Kapitalmarkts an sofortiger Veröffentlichung einer Insiderinformation überwiegen kann. Wie sich bereits aus dem einleitend verwendeten Begriff „insbesondere“ ergibt, handelt es dabei nicht um eine abschließende Konkretisierung von § 15 Abs. 3 WpHG, sondern lediglich um - praktisch besonders wichtige – Regelbeispiele¹⁴. Auch andere legitime Interessen des Emittenten als die in § 6 WpAIV genannten sind daher in die Abwägung nach § 15 Abs. 3 Satz 1 WpHG einzustellen.

Entscheidend ist dabei im vorliegenden Zusammenhang das Interesse des Emittenten an effektiver und verlässlicher Öffentlichkeitsarbeit.

Im Vordergrund steht hier die Pressearbeit. Die Publikation der Regelberichterstattung zu den im Finanzkalender vorgesehenen Terminen ist ein wesentlicher Bestandteil der Darstellung

¹¹ BegrRegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174 v. 24. 5. 2004, S. 34; Assmann in Assmann/Schneider (Fn. 4) § 15 Rn. 7; Zimmer in Schwark (Hrsg.) KMRK, 3. Aufl., 2003, § 15 WpHG Rn. 9; Simon Der Konzern 2005, 13; Cahn ZHR 162 (1998), 1, 21; Emittentenleitfaden IV. 1.

¹² BegrRegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174 v. 24. 5. 2004, S. 34 f.; Emittentenleitfaden IV.1.; Assmann in Assmann/Schneider (Fn. 4) vor § 12 Rn. 38; § 15 Rn. 7; Zimmer in KMRK (Fn. 11) § 15 WpHG Rn. 10; Simon Der Konzern 2005, 13; Cahn ZHR 162 (1998), 1, 21, jeweils m. w. Nachw.

¹³ Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl. EU L 339 v. 24. 12. 2003, S. 70 ff.

¹⁴ Emittentenleitfaden IV.3.1., S. 54 f.; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG (Fn. 4) § 15 Rn. 148.

des Unternehmens in der Presse. Unvorhergesehene Geschäftszahlen sind üblicherweise nicht aus sich heraus verständlich, sondern bedürfen der Erläuterung. Häufig sind ausführliche Erklärungen notwendig, die in einer Ad-hoc-Mitteilung keinen Raum haben. Nicht zuletzt aus diesen Gründen veranstalten die Emittenten meist an dem im Finanzkalender für die Veröffentlichung der Regelberichterstattung vorgesehenen Tag eine Pressekonferenz. Zu diesem Zweck muss das Zahlenwerk für die auf solchen Veranstaltungen üblichen Präsentationen aufbereitet werden. Überdies beruhen Abweichungen der Geschäftszahlen von den Erwartungen oft auf komplexen Ursachen, deren Verständnis eine vorhergehende interne Analyse erfordert. Die Zahlen der Regelberichterstattung müssen daher regelmäßig bereits einige Tage vor dem für die Veröffentlichung vorgesehenen Termin vorliegen.

Wenn das zur Folge hätte, dass unvorhergesehene Ergebnisse der Regelberichterstattung bereits vor dem im Finanzkalender dafür vorgesehenen Termin ad-hoc zu publizieren wären, müsste die in erster Linie um Aktualität bemühte Presse diese Vorabinformation sofort in entsprechenden Kurzmeldungen veröffentlichen. Der Neuigkeitsgehalt der Nachricht wäre damit für ihre Zwecke weitgehend verbraucht. Eine Pressekonferenz an dem im Finanzkalender für die Veröffentlichung der Regelberichterstattung vorgesehenen Tag würde daher voraussichtlich kaum besucht werden. Eine ausführliche Berichterstattung, die auf die Hintergründe für die Abweichungen des Zahlenwerks von den Erwartungen eingeht, würde allenfalls noch in wenigen Fachmedien erfolgen. Die presseorientierte Öffentlichkeitsarbeit von börsennotierten Unternehmen würde auf diese Weise erheblich beeinträchtigt, ein wesentliches Ziel der Unternehmenskommunikation durch eine Vorabveröffentlichung von Geschäftszahlen oder Prognosen verfehlt.

Ein weiterer wichtiger Bestandteil der Öffentlichkeitsarbeit, die mit dem Finanzkalender verbunden ist, betrifft die Informationsvermittlung an Kleinanleger. Der Erfolg dieses Instruments setzt nicht zuletzt Planungssicherheit für die Adressaten voraus. Anders als professionelle Investoren, die ohnehin das Marktgeschehen und die Mitteilungen der Unternehmen ständig verfolgen, orientieren sich nämlich Kleinaktionäre weitgehend an den Terminen des Finanzkalenders. Das wird wegen der nunmehr gesetzlich vorgeschriebenen Ankündigung der Veröffentlichungstermine in Zukunft in noch stärkerem Maße als schon bisher der Fall sein. Eine Ad-hoc-Vorabveröffentlichung von Informationen, die Teil der Regelberichterstattung sind, würde einen erheblichen Teil dieser Anleger daher mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht oder jedenfalls doch erst später erreichen als die professionellen Marktsegmente. Sie würden von der vorzeitigen Veröffentlichung im Zweifel überrascht und könnten daher erst dann auf die Meldung reagieren, nachdem diese bereits Eingang in den Preis gefunden hätte. Ein sol-

ches Ergebnis wäre in starkem Maße dazu geeignet, die betroffenen Anlegerkreise zu verunsichern. Die kleinanlegerorientierte Öffentlichkeitsarbeit von Emittenten würde auf diese Weise buchstäblich konterkariert. Es würde das genaue Gegenteil dessen erreicht, was mit dem Finanzkalender bezweckt ist.

Die für die Pressearbeit sowie für die Informationsvermittlung an Kleinanleger gültige Argumentation ist in abgeschwächter Form auch auf die sich an institutionelle Investoren und Analysten richtende Investor Relations-Arbeit übertragbar. Beide Adressatenkreise würden zwar durch Ad-hoc-Vorabveröffentlichungen erreicht. Unmittelbare Reaktionen auf diese Vorabveröffentlichungen könnten aber die zum besseren Verständnis der Hintergründe notwendige Erläuterung des Zahlenwerks nicht widerspiegeln. Die dafür vorgesehene Analystenkonferenz, die von zahlreichen Emittenten am Tag der Veröffentlichung der Regelberichterstattung veranstaltet wird, käme insoweit zu spät. Müssten unvorhergesehene Ergebnisse der Regelberichterstattung ohne die Möglichkeit einer angemessenen begleitenden Erläuterung des Zahlenwerks ad-hoc publiziert werden, würde dementsprechend auch eine effektive und verlässliche Investor Relations-Arbeit deutlich erschwert.

b) Die Interessen des Kapitalmarkts

§ 15 Abs. 1 WpHG soll die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts stärken, indem emittentenbezogene Insiderinformationen unverzüglich bekannt gemacht werden und damit in die Preisbildung Eingang finden. Wird die Veröffentlichung preiserheblicher Informationen aufgeschoben, bildet sich der Preis auf der Grundlage unvollständiger und insoweit unzutreffender Annahmen. Er entspricht daher nicht dem „wahren“ Wert des auf dem betreffenden Markt gehandelten Gutes¹⁵. Von diesem Ausgangspunkt her scheint auf den ersten Blick jeder Aufschub einer Ad-hoc-Veröffentlichung dem Zweck der Publizitätspflicht zu widersprechen.

Die Beurteilung fällt indessen differenzierter aus, wenn man berücksichtigt, dass die Ad-hoc-Veröffentlichung von Insiderinformationen Informationsasymmetrien beseitigen soll¹⁶. Das betrifft nicht nur das Verhältnis zwischen Insidern und den (anderen) Marktteilnehmern, sondern auch das Verhältnis unterschiedlicher Gruppen von Marktteilnehmern zueinander. Art. 6 Abs. 1 Unterabs. 2 der Marktmissbrauchsrichtlinie¹⁷ schreibt vor, dass Emittenten alle der Ad-hoc-Publizitätspflicht unterliegenden Insider-Informationen während eines angemessenen

¹⁵ BegrRegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174 v. 24. 5. 2004, S. 34; Zimmer KMRK (Fn. 11) § 15 WpHG Rn. 9; Assmann in Assmann/Schneider (Fn. 4) § 15 Rn. 7; näher zu den zugrunde liegenden ökonomischen Erwägungen etwa v. Klitzing, Die Ad-hoc-Publizität, 1999, 24 f.

¹⁶ Vgl. nur Assmann in Assmann/Schneider (Fn. 4) § 15 Rn. 29 m. Nachw.

¹⁷ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EU L 96 v. 12. 4. 2003, S. 16 ff.

Zeitraums auf ihrer Internet-Site anzeigen. Art. 2 Abs. 4 der Richtlinie 2003/124/EG¹⁸ konkretisiert diese Vorgabe durch die Anweisung an die Mitgliedstaaten, sicherzustellen, „dass die Emittenten in ausreichendem Maße dafür Sorge tragen, dass die Veröffentlichung einer Insider-Information an das Publikum so zeitgleich wie möglich *für alle Anlegerkategorien*¹⁹ in den Mitgliedstaaten erfolgt....“. Diese Vorgaben sind durch § 5 Abs. 1 Nr. 2 WpAIV umgesetzt. Danach hat die Ad-hoc-Veröffentlichung nicht nur über ein elektronisches Informationsverbreitungssystem zu erfolgen, das professionellen Marktteilnehmern zugänglich ist, sondern auch im Internet unter der Adresse des Emittenten, also für jedermann einsehbar. Die Entwurfsbegründung zu § 5 WpAIV führt dazu aus, dass damit die Information nicht nur der institutionellen Anlegerschaft, sondern aller Anlegerkategorien sichergestellt werden soll.

Der Finanzkalender und die durch §§ 37v Abs. 1 Satz 2, 37w Abs. 1 Satz 2 und 37x Abs. 1 Satz 2 WpHG gesetzlich vorgeschriebenen Terminankündigungen sollen den Kapitalmarktteilnehmern ermöglichen, ihr Informationsverhalten auf die Veröffentlichungszeitpunkte einzurichten²⁰. Die Adressaten sollen sich auf die Übermittlung wichtiger Informationen rechtzeitig einstellen können. Während professionelle Investoren unabhängig davon Veröffentlichungen der Emittenten verfolgen, verlassen sich Kleinaktionäre jedenfalls zum ganz überwiegenden Teil auf die im Finanzkalender angekündigten Veröffentlichungstermine. Gerade wegen der Vorgabe eines festen Bekanntgabezeitpunkts werden sie regelmäßig keinen Anlass dafür sehen, bereits im Vorfeld des betreffenden Datums die Internetseiten des Emittenten auf Ad-hoc-Mitteilungen zu prüfen, die in unmittelbarem Zusammenhang mit der Regelberichterstattung stehen. Eine ausnahmslose Pflicht zur Vorabveröffentlichung nach § 15 Abs. 1 WpHG auch solcher Informationen, die Teil der Regelberichterstattung sind, könnte daher geradezu das Gegenteil der von der Vorschrift angestrebten Gleichbehandlung aller Anlegerkategorien bewirken, indem sie professionellen Investoren zu einem Informationsvorsprung gegenüber Kleinanlegern verhelfen würde. Das regulatorische Ziel der informationellen Chancengleichheit der Kapitalmarktteilnehmer würde auf diese Weise verfehlt.

Ein Aufschub der Veröffentlichung unvorhergesehener Geschäftszahlen oder der Anpassung von Ergebnisprognosen bis zu dem im Finanzkalender für die Regelberichterstattung vorgesehenen Datum kann aber auch aus einem weiteren Grund durchaus dem Interesse des Kapitalmarkts entsprechen. Häufig beruhen Abweichungen von Planzahlen auf komplexen Ursachen und lassen sich nur mit Hilfe von Erläuterungen durch die Unternehmensleitung zutref-

¹⁸ Fn. 13.

¹⁹ Hervorhebung durch die Verf.

²⁰ *Peltzer*, Deutsche Corporate Governance, 2. Aufl., 2004, Rn. 350; v. *Werder* in Ringleb/Kremer/Lutter/v. *Werder*, Deutscher Corporate Governance Kodex, 2003, Rn. 883.

fund beurteilen, denen ihrerseits eine interne Analyse vorausgehen muss. Nicht zuletzt aus diesem Grund werden auch Presse- und Analystenveranstaltung gewöhnlich noch am Tag der Veröffentlichung abgehalten und nicht zuletzt aus diesem Grund müssen die Daten bereits einige Tage vor dem im Finanzkalender vorgesehenen Veröffentlichungstermin vorliegen.

Müssten unerwartete Ergebnisse stets an dem Tag ad-hoc publiziert werden, an dem sie im Unternehmen bekannt sind, könnte regelmäßig nur die bloße Tatsache der Abweichung von den Erwartungen ohne die für das Verständnis notwendigen Erklärungen bekannt gegeben werden. Eine solche nicht oder nur unzureichend kommentierte Veröffentlichung wäre indes nicht dazu geeignet, die mit der Ad-hoc-Publizität angestrebte Informationseffizienz herzustellen.

Das Regelbeispiel des § 6 Satz 2 Nr. 2 WpAIV zeigt, dass kein Interesse des Kapitalmarkts an einer Ad-hoc-Mitteilung besteht, wenn damit die nahe liegende Gefahr einer Fehldeutung heraufbeschworen wird. Nach dieser Bestimmung überwiegt das Interesse des Emittenten an einem Aufschub der Veröffentlichung das Interesse des Kapitalmarkts an sofortiger Offenlegung einer Insiderinformation namentlich dann, wenn

„durch das Geschäftsführungsorgan des Emittenten abgeschlossene Verträge oder andere getroffene Entscheidungen zusammen mit der Ankündigung bekannt gegeben werden müssten, dass die für die Wirksamkeit der Maßnahme erforderliche Zustimmung eines anderen Organs des Emittenten noch aussteht, und dies die sachgerechte Bewertung der Information durch das Publikum gefährden würde.“

Wie der letzte Halbsatz des Regelbeispiels belegt, ist für die Abwägung keineswegs nur der Umstand von Bedeutung, dass die Veröffentlichung einzelner Schritte mehrstufiger Entscheidungsprozesse die freie Ermessensausübung derjenigen Gremien beeinträchtigen könnte, deren Zustimmung noch aussteht. Das Überwiegen des Aufschubinteresses kann vielmehr auch darauf beruhen, dass dem Kapitalmarkt mit der sofortigen Publikation nicht gedient wäre, weil die veröffentlichte Information sich möglicherweise nicht sachgerecht bewerten ließe. Das Fehlen der Zustimmung eines Organs des Emittenten ist also nur ein möglicher Grund für ein solches mangelndes Interesse an sofortiger Offenlegung. Ebenso können Unklarheiten über die Ursachen für Abweichungen der Geschäftszahlen von den Erwartungen zu Fehldeutungen führen und dadurch die Marktpreisbildung beeinträchtigen.

c) Abwägung der betroffenen Interessen

Für den Aufschub der Ad-hoc-Veröffentlichung unerwarteter Geschäftszahlen oder Prognoseabweichungen, die sich bei der Vorbereitung der Regelberichterstattung herausstellen, spricht das Interesse der Emittenten an effektiver und verlässlicher Öffentlichkeitsarbeit, die allen Marktteilnehmern gleichmäßig zugute kommt. Das grundsätzliche Interesse des Kapitalmarkts an sofortiger Offenlegung kurserheblicher Informationen wird in den hier erörterten Fällen durch einen Aufschub der Veröffentlichung bereits deswegen nicht erheblich beeinträchtigt, weil es um einen kurzen Zeitraum von wenigen Tagen geht. Eine Vorabveröffentlichung wäre überdies dazu geeignet, einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen professionellen Investoren einerseits und Kleinanlegern andererseits Vorschub zu leisten. Sie würde damit dem Ziel der Ad-hoc-Publizität zuwiderlaufen, die gleichmäßige Information aller Anlegerkategorien sicherzustellen. Schließlich bestünde die Gefahr von Fehlinterpretationen, die erst durch Erläuterungen des Vorstands auf den regelmäßig für den im Finanzkalender vorgesehenen Veröffentlichungstermin anberaumten Presse- und Analystenveranstaltungen ausgeräumt werden könnten. Der typische Interessengegensatz zwischen dem Aufschubinteresse des Emittenten und dem Veröffentlichungsinteresse des Kapitalmarkts besteht daher nicht oder allenfalls in sehr abgeschwächter Form. Vielmehr sprechen sowohl das Emittenteninteresse als auch der Zweck der Ad-hoc-Publizität für die Zulässigkeit eines kurzfristigen Aufschubs der Veröffentlichung.

III. Keine Irreführung der Öffentlichkeit

Neben berechtigten Interessen des Emittenten setzt der Aufschub einer Ad-hoc-Veröffentlichung nach § 15 Abs. 3 Satz 1 WpHG voraus, dass keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist. Bei der Auslegung dieses Tatbestandsmerkmals ist zu berücksichtigen, dass jeder Aufschub der Veröffentlichung von Insiderinformationen dazu führt, dass der Markt nicht über alle vorhandenen Informationen verfügt und die Preisbildung daher beeinträchtigt ist. Das allein reicht allerdings nicht aus, um eine Irreführung der Öffentlichkeit iSv § 15 Abs. 3 Satz 1 WpHG zu bejahen. Anderenfalls käme ein Aufschub nie in Betracht und die Bestimmung würde leer laufen²¹. Das Gesetz nimmt vielmehr in Kauf, dass sich beim Aufschub einer Ad-hoc-Veröffentlichung vorübergehend ein „falscher“ Kurs bildet. Entscheidend ist vielmehr, dass der Emittent nicht Vorstellungen oder Erwartungen geweckt haben oder während des Aufschubzeitraums wecken darf, die im Widerspruch zu der Insiderinfor-

²¹ Zutr. *Simon Der Konzern* 2005, 13, 20; *Assmann in Assmann/Schneider* (Fn. 4) § 15 Rn. 159.

mation stehen, deren Veröffentlichung aufgeschoben wird²². Sofern der Emittent nicht derartige irreführende Signale gegeben hat, besteht daher regelmäßig keine Irreführungsgefahr, die einem Aufschub der Ad-hoc-Veröffentlichung entgegenstehen würde.

Im Gegenteil könnte eine sofortige Veröffentlichung ihrerseits jedenfalls dann zu einer Irreführung der Öffentlichkeit führen, wenn eine hinreichende Erläuterung der Gründe für unvorhergesehene Ergebnisse oder Prognosen im Rahmen der Ad-hoc-Mitteilung nicht möglich ist. Dies ist jedenfalls dann der Fall, wenn eine angemessene Analyse der Gründe noch nicht stattfinden konnte oder umfangreiche Ausführungen erforderlich sind, die den Rahmen einer solchen Mitteilung sprengen würden.

IV. Gewährleistung der Vertraulichkeit

Nach § 15 Abs. 3 Satz 1 WpHG setzt ein Aufschub der Veröffentlichung schließlich voraus, dass der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann. Diese Voraussetzung wird durch § 7 WpAIV konkretisiert. Danach hat der Emittent während des Befreiungszeitraums den Zugang zur Insiderinformation zu kontrollieren, indem er wirksame Vorkehrungen dafür trifft, dass andere Personen als solche, deren Zugang zu Insiderinformationen für die Wahrnehmung ihrer Aufgaben beim Emittenten *unerlässlich* ist, keinen Zugang zu dieser Information erlangen. Ferner muss er die Information unverzüglich bekannt geben können, wenn er nicht länger in der Lage ist, ihre Vertraulichkeit zu gewährleisten.

Ein Vergleich mit der englischen Fassung von Art. 3 der Richtlinie 2003/124/EG²³ zeigt, dass die deutsche Regelung insoweit auf einer missverständlichen Übersetzung beruht, als der Zugang zu der betreffenden Insiderinformation nur solchen Personen gestattet sein soll, für deren Tätigkeit diese Information unerlässlich ist²⁴. Der Wortlaut der Vorschrift könnte dahin interpretiert werden, dass an die Zulässigkeit der emittenteninternen Informationsweitergabe ein strengerer Maßstab angelegt werde als an eine Weitergabe an Dritte, deren Zulässigkeit sich nach § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG bestimmt. Für eine solche Beschränkung gerade des unternehmensinternen Informationsflusses bestünde indessen kein sachlicher Grund²⁵. § 15 Abs. 3 Satz 1 WpHG iVm § 7 WpAIV ist daher dem Normzweck entsprechend so zu verstehen, dass die Vertraulichkeit der Insiderinformation dann hinreichend gewahrt ist, wenn sie nur denjenigen Personen zugänglich ist, für deren Tätigkeit die Information *erforderlich* ist. Es kommt

²² Assmann in Assmann/Schneider (Fn. 4) § 15 Rn. 160; Simon Der Konzern 2005, 13, 20; Veith NZG 2005, 254, 257.

²³ Fn. 13. In der entsprechenden englischen Textpassage von Art. 3 Abs. 2 lit. (a) der Richtlinie ist die Rede von „persons other than those who require it for the exercise of their functions within the issuer.“

²⁴ Vgl. Assmann in Assmann/Schneider (Fn. 4) § 15 Rn. 162.

²⁵ Simon Der Konzern 2005, 13, 21.

nicht weitergehend darauf an, ob die mit der Tätigkeit verbundenen Aufgaben ohne die Information überhaupt nicht mehr erfüllt werden könnten²⁶.

Die so verstandenen Anforderungen des § 15 Abs. 1 Satz 3 WpHG iVm § 7 WpAIV sind bei der Vorbereitung der Regelberichterstattung üblicherweise erfüllt. Anders als bei Umstrukturierungen, der Durchführung von Übernahmen oder vergleichbaren Transaktionen mit einer Vielzahl von Beteiligten, ist der Personenkreis, der innerhalb und außerhalb des Emittenten mit der Zusammenstellung und Aufbereitung des Zahlenwerks befasst ist, sehr überschaubar. Es handelt sich regelmäßig um Mitarbeiter der Controlling-Funktion, von Investor Relations und der Unternehmenskommunikation sowie um die Mitglieder der Unternehmensleitung. Sie sind den professionellen Umgang mit vertraulichen Informationen gewohnt und kennen aus Erfahrung sowie aufgrund der Aufklärung nach § 15b Abs. 1 Satz 3 WpHG die aus der Stellung als Insider erwachsenden Pflichten.

V. Zusammenfassung

Ergeben sich bei den Vorbereitungen für die Regelberichterstattung Abweichungen von den Erwartungen an die Geschäftszahlen, die im Falle ihres Bekanntwerdens erheblichen Einfluss auf den Kurs von Insiderpapieren haben können, kann sich der Vorstand des Emittenten vor die Frage gestellt sehen, ob er die Ad-hoc-Veröffentlichung dieser Insiderinformation bis zu dem Zeitpunkt aufschieben darf, der im Finanzkalender für die Regelberichterstattung vorgesehen ist. Jedenfalls dann, wenn der Termin für diese Berichterstattung unmittelbar bevorsteht, überwiegt das Interesse des Emittenten an einem solchen Aufschub regelmäßig das Interesse des Kapitalmarkts an sofortiger Veröffentlichung. Das gilt auch dann, wenn aufgrund der Geschäftszahlen Ergebnisprognosen angepasst werden müssen. Sofern nicht ausnahmsweise eine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist oder Bedenken hinsichtlich der Gewährleistung der Vertraulichkeit der Insiderinformation bestehen, ist der Emittent daher nach § 15 Abs. 3 WpHG bis zu dem für die Regelberichterstattung angekündigten Zeitpunkt von der Pflicht zur Veröffentlichung befreit.

²⁶ Assmann in Assmann/Schneider (Fn. 4) § 15 Rn. 162.

WORKING PAPERS

- 1 Andreas Cahn Verwaltungsbefugnisse der Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht im Übernahmerecht und
Rechtsschutz Betroffener
(publ. in: ZHR 167 [2003], 262 ff.)
- 2 Axel Nawrath Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland: Ziele
und Aufgaben der Politik, insbesondere des
Bundesministeriums der Finanzen
- 3 Michael Senger Die Begrenzung von qualifizierten Beteiligungen nach § 12
Abs. 1 KWG
(publ. in: WM 2003, 1697-1705)
- 4 Georg Dreyling Bedeutung internationaler Gremien für die Fortentwicklung
des Finanzplatzes Deutschland
- 5 Matthias Berger Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Schwerpunkt
Börsen- und Wertpapierrecht
- 6 Felicitas Linden Die europäische Wertpapierdienstleistungsrichtlinie-
Herausforderungen bei der Gestaltung der Richtlinie
- 7 Michael Findeisen Nationale und internationale Maßnahmen gegen die
Geldwäsche und die Finanzierung des Terrorismus – ein
Instrument zur Sicherstellung der Stabilität der
Finanzmärkte
- 8 Regina Nößner Kurs- und Marktpreismanipulation – Gratwanderung
zwischen wirtschaftlich sinnvollem und strafrechtlich
relevantem Verhalten
- 9 Franklin R. Edwards The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and
Investor Protection
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 30 ff.)
- 10 Ashley Kovas Should Hedge Fund Products be marketed to Retail
Investors? A balancing Act for Regulators
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 91 ff.)
- 11 Marcia L. MacHarg Waking up to Hedge Funds: Is U.S. Regulation Taking a
New Direction?
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 55 ff.)

- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and Regulation, 2004, S. 135 ff.)
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
- 14 Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
- 15 Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International Insolvencies in Europe
- 16 Theodor Baums / Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and in Germany
(publ. in: AmJCompL LIII (2005), Nr. 4, 31 ff.; abridged version in: Journal of Applied Corporate Finance Vol. 17 (2005), Nr. 4, 44 ff.)
- 17 Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in Europe, in particular against (groups of) Companies
- 18 Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte Globale Aktie
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial Groups in the European Union
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter und seine Folgen
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
- 21 David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
- 22 Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)

- 23 Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen für Schuldverschreibungen unter besonderer Berücksichtigung der Dematerialisierung und des Depotgesetzes
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)
- 24 Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der Gläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der Ersetzung des Schuldners
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29 René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30 Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German Legislation compares
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31 Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations for the German Law Maker from a U.S. Perspective
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)

- 32 Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung
(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
- 33 Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)
- 34 Andreas Cahn Das neue Insiderrecht
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
- 35 Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem
geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für
Europa
- 36 Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
- 37 Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
- 38 Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen
Zentralbank und der Bundesbank
- 39 Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments
Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy
Regulatory Architecture
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
- 40 David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5,
Issue 2, 2005)
- 41 John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus
Regulatory Competition
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
- 42 David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the
Delaware and the German Corporate Statutes
- 43 Garry J. Schinasi/
Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single
Financial Market
(publ. in: Corss Border Banking: Regulatory Challenges,
Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman
eds., 2006)
- 44 Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing
Product Diversity

- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-Border Assignments – A potential threat from Europe (publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270)
- 46 Jochem Reichert/
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule? (publ. in: European Company and Financial Law Review 2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum (publ. in: Bayer/Habersack (eds.), Aktienrecht im Wandel der Zeit, Vol. 2, 2007, 952 ff.)
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“? (publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen
- 51 Hannes Klühs/
Roland Schmidtbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-Gesellschaften (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
- 52 Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
- 53 Stefan Simon/
Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
- 54 Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
- 55 Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)

- 56 Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
- 57 Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht
(publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
- 58 Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan
(publ. in: European Business Organization Law Review
Vol. 8, 2007, 143 ff.)

ILF



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT