

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

ROLAND SCHMIDTBLEICHER

DAS „NEUE“ ACTING IN CONCERT – EIN FALL FÜR DEN EUGH?



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 74



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))

Roland Schmidtbleicher

Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 74

01/2008

Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?

Roland Schmidtbleicher *

Die Bundesregierung plant mit dem „Gesetz zur Begrenzung der mit Finanzinvestitionen verbundenen Risiken“¹ (Risikobegrenzungsgesetz), das derzeit als Regierungsentwurf vorliegt, gesamtwirtschaftlich unerwünschte Aktivitäten von Finanzinvestoren zu erschweren oder zu verhindern. Dabei sollen Finanz- oder Unternehmenstransaktionen, die effizienzfördernd wirken, unbeeinträchtigt bleiben.² Inwieweit der RegE-Risikobegrenzungsgesetz dieses selbstgesetzte Ziel erreichen wird, ist derzeit nicht absehbar. Absehbar ist hingegen, dass die im RegE-Risikobegrenzungsgesetz enthaltene neue übernahmerechtliche Regel für das sog. „acting in concert“³ in einen Konflikt mit dem Gemeinschaftsrecht gerät. Diesen Konflikt und seine Gründe zeigt der Beitrag auf. Dazu wird in Teil A. zunächst der neue Tatbestand vorgestellt und sodann unter B. seine Vereinbarkeit mit der Übernahmerrichtlinie (I.) sowie mit der Kapitalverkehrsfreiheit (II.) untersucht. Unter C. werden die Ergebnisse zusammengefasst.

A. Die neue Regelung des übernahmerechtlichen „acting in concert“

Das acting in concert wird für den Bereich des Übernahmerechts bisher durch § 30 Abs. 2 WpÜG geregelt. Diese Norm rechnet den Akteuren im Falle eines abgestimmten Verhaltens in Bezug auf eine Portfoliogesellschaft deren jeweilige Stimmrechte wechselseitig zu. Erlangen die Akteure daraufhin die Kontrolle über die Gesellschaft,⁴ wird ein Pflichtangebot jedes Beteiligten nach § 35 WpÜG ausgelöst.

Die Regelung und ihre Parallelbestimmung – § 22 Abs. 2 WpHG – beschäftigen seit jeher Literatur⁵ und Rechtsprechung⁶. Im Mittelpunkt der Kritik stehen der offene Tatbestand und

* Roland Schmidtbleicher LL.M. Eur. ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institute for Law and Finance der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt/M. Der Beitrag wird im Februar 2008 in „Die AG“ publiziert.

¹ BT-Drucks. 16/7438. Die entsprechende Zielsetzung findet sich dort auf S. 8.

² Vgl. RegE-Risikobegrenzungsgesetz, a.a.O (Fn. 1), S. 1 und S. 8.

³ Im Weiteren wird der Begriff acting in concert synonym mit dem Terminus abgestimmtes Verhalten verwendet.

⁴ Kontrolle im Sinne des Übernahmerechts ist das Überschreiten der 30 %-Schwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG.

⁵ Hier seien exemplarisch aus der Kommentarliteratur von Bülow, in: KölnKomm WpÜG, 2002, § 30 Rn. 1 ff.; ders., in: KölnKomm WpHG, 2007, § 22 Rn. 1 ff.; Diekmann, in: Baums/Thoma, WpÜG, 1. Lfg. 5/04, § 30 Rn. 1 ff.; Schneider, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, 4. Auflage 2006, § 22 Rn. 1 ff. und ders., in: Assmann/Pöttsch/Schneider, WpÜG, 2005, § 30 Rn. 1 ff. genannt.

⁶ Aus der Rechtsprechung sind bisher nur BGHZ 169, 98 (98 ff.) – WMF; OLG München DB 2005, 1264 (1264 ff.); OLG Frankfurt AG 2004, 617 (617 ff.); OLG Stuttgart AG 2005, 125 (125 ff.) und zuletzt LG Hamburg

die damit verbundene Unsicherheit für die Investoren.⁷ Die Marktteilnehmer haben allerdings durch die „WMF-Entscheidung“ des Bundesgerichtshofs etwas mehr Klarheit, denn diese konkretisiert zumindest teilweise den weiten Anwendungsbereich der Zurechnungsnorm des § 30 Abs. 2 WpÜG und macht die Regelung berechenbarer.⁸ Der RegE-Risikobegrenzungs-gesetz verfolgt nun ausweislich seiner Begründung den Zweck, der restriktiven Auslegung des § 30 Abs. 2 WpÜG durch den Bundesgerichtshof entgegenzutreten.⁹ Es sollen nunmehr auch alle Vorgänge außerhalb der Hauptversammlung erfasst werden, wie etwa der „Parallelerwerb“ von Aktien oder die Abstimmung im Vorfeld der Hauptversammlung.¹⁰ § 30 Abs. 2 WpÜG soll dazu durch den RegE des Risikobegrenzungs-gesetzes folgende Fassung erhalten:

„Dem Bieter werden auch Stimmrechte eines Dritten aus Aktien der Zielgesellschaft in voller Höhe zugerechnet, mit dem der Bieter oder sein Tochterunternehmen sein Verhalten in Bezug auf die Zielgesellschaft oder den Erwerb von deren Aktien auf Grund einer Vereinbarung oder in sonstiger Weise abstimmt. Ein abgestimmtes Verhalten liegt vor, wenn der Bieter oder sein Tochterunternehmen und der Dritte in einer Weise zusammenwirken, die geeignet ist, die unternehmerische Ausrichtung der Zielgesellschaft dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen.“

Der RegE-Risikobegrenzungs-gesetz erweitert den Anwendungsbereich der Zurechnungsregel somit deutlich. § 30 Abs. 2 WpÜG n.F. erfasst auch abgestimmtes Verhalten in Bezug auf die Aktien der Zielgesellschaft, während sich das Verhalten zuvor noch auf die Zielgesellschaft selbst beziehen musste. Das acting in concert müssen die Akteure nicht bindend oder gar schriftlich vereinbart haben, eine Abstimmung in sonstiger Weise reicht aus. „In sonstiger Weise“ stimmen sich die Bieter ab, wenn ein bewusst praktiziertes Zusammenwirken vorliegt. Es genügt eine ausreichend sichere Grundlage für das koordinierte Vorgehen.¹¹

Der Anwendungsbereich des acting in concert erweitert sich aber insbesondere, weil die neue Regel keine Ausnahme für einmalige, nur punktuelle und nicht dauerhafte Vereinbarungen

ZIP 2007, 427 (427 ff.) mit Besprechungen von Engert JZ 2007, 314 (314 ff.); Hamann ZIP 2007, 1088 (1088 ff.); Wackerbarth ZIP 2007, 2340 (2340 ff.) und Diekmann DStR 2007, 445 (445 ff.) zu nennen.

⁷ Vgl. nur die Nachweise in Fn. 5 mit weiteren Belegen.

⁸ Vgl. die Nachweise in Fn. 6 und Wilsing/Goslar DB 2007, 2467 (2467 f.).

⁹ Vgl. Begründung des RegE-Risikobegrenzungs-gesetz, a.a.O. (Fn. 1), S. 12 f.

¹⁰ Vgl. Begründung des RegE-Risikobegrenzungs-gesetz, a.a.O. (Fn. 1), S. 13 f.

¹¹ Vgl. dazu statt vieler OLG Frankfurt ZIP 2004, 1309 (1312); von Bülow, in: KölnKomm WpÜG a.a.O. (Fn.5), § 30 Rn. 106 ff.; Diekmann, in: Baums/Thoma, WpÜG, a.a.O. (Fn. 5), § 30 Rn. 67 ff.; Schneider, in: Assmann/Schneider, WpÜG, a.a.O. (Fn. 5), § 30 Rn. 100.

über die Ausübung von Stimmrechten und Abstimmungen in sonstiger Weise – heute § 30 Abs. 2 Satz 1 Halbsatz 2 WpÜG – enthält.¹² Diese Ausnahme für Einzelfälle eines abgestimmten Verhaltens begrenzt derzeit den weiten Anwendungsbereich der Zurechnungsregel des § 30 Abs. 2 Satz 1 Halbsatz 1 WpÜG. Statt dieser Ausnahme sieht der RegE-Risikobegrenzungs-gesetz in § 30 Abs. 2 Satz 2 WpÜG n.F. als Korrektiv für den erweiterten Zurechnungstatbestand eine Legaldefinition des abgestimmten Verhaltens vor.¹³ Die einschränkende Wirkung begründet der Entwurf folgendermaßen:

„Die Neuregelung bewirkt auch, dass der Zurechnungstatbestand nicht jede Abstimmung, sondern nur die Fälle einer dauerhaften oder erheblichen Beeinflussung der unternehmerischen Ausrichtung des Emittenten erfasst.“¹⁴

Der RegE-Risikobegrenzungs-gesetz will demnach das Verhalten von Aktionären erfassen, die mit ihrem Investment den Wunsch verbinden, in der Gesellschaft konkrete Veränderungen – wie eine unternehmerische Neuausrichtung – zu bewirken. Wenn die Aktionäre vereinbaren, ihre Interessen gemeinsam wahrzunehmen, erfüllen sie den ersten Teil des Zurechnungstatbestands. In einem zweiten Schritt ist das vereinbarte oder in sonstiger Weise abgestimmte Verhalten daraufhin zu untersuchen, ob die Anleger in einer Weise zusammenwirken, die geeignet ist, die unternehmerische Ausrichtung der Zielgesellschaft dauerhaft oder erheblich zu beeinflussen. Einen Gradmesser dafür, was eine erhebliche und was eine unerhebliche Beeinflussung darstellt sowie wann eine unerhebliche aber dauerhafte Beeinflussung vorliegt, enthält die Begründung nicht. Das allerdings wäre in Anbetracht der gravierenden Folgen notwendig gewesen, wenn die Legaldefinition tatsächlich ein Korrektiv bilden soll. Gerade durch den unbestimmten Begriff „erheblich“ und die fehlende Erklärung dazu ist es nun wieder an der Rechtsprechung, die Konturen des Tatbestands zu ziehen.¹⁵

¹² Vgl. zur Reichweite der Ausnahme im Einzelfall *Diekmann*, in: Baums/Thoma, WpÜG, a.a.O. (Fn. 5), § 30 Rn. 75; *von Bülow*, in: KölnKomm WpÜG a.a.O. (Fn.5), § 30 Rn. 137 ff. und *Casper* ZIP 2003, 1469 (1476).

¹³ Vgl. zu den konkreten Auswirkungen, Auslegungsproblemen und Anwendungsfeldern des neuen Tatbestands *Diekmann/Merkner* NZG 2007, 921 (923 f.); *Wilsing/Goslar* DB 2007, 2467 (2467 ff.).

¹⁴ Vgl. Begründung des RegE-Risikobegrenzungs-gesetz, a.a.O. (Fn. 1), S. 13. Nach dieser allgemeinen Floskel folgen noch längere Ausführungen zur Besetzung des Aufsichtsrates, die aber nur eine bestimmte Form des acting in concert abdecken.

¹⁵ Bis das geschehen ist, kann in diesem Bereich nicht von Rechtssicherheit ausgegangen werden. Vgl. dazu auch *Diekmann/Merkner* NZG 2007, 921 (923 f.); *Wilsing/Goslar* DB 2007, 2467 (2467 f.).

Weiterhin eröffnet dieser unbestimmte Tatbestand die Möglichkeit von Anfechtungsklagen mit der Behauptung, es wäre mit nach § 59 WpÜG gesperrten Stimmen abgestimmt worden.¹⁶

Nun sind der Schutz von Minderheitsaktionären vor Übervorteilung und zugleich ein Umgehungsschutz für das Pflichtangebot grundsätzlich zu begrüßen.¹⁷ Warum aber werden in der Begründung des RegE-Risikobegrenzungs-gesetz Verhaltensweisen erfasst, die Aktionäre nur zur Verbesserung ihres Investments durchführen? Keinesfalls können sie Mitaktionäre dadurch schädigen, denn sie würden sich bei einer Verschlechterung der Situation des Unternehmens schließlich selbst gleichermaßen treffen. Für anders gelagerte Fälle gilt das allgemeine Schädigungsverbot. Sollten sich Aktionäre darüber verständigt haben, im wohlverstandenen Aktionärsinteresse ihren Einfluss auf das – eventuell schlecht arbeitende – Management des Unternehmens auszuüben, geraten sie dem Wortlaut nach in den Anwendungsbereich des § 30 Abs. 2 WpÜG. Anders als bei § 22 Abs. 2 WpHG sind die Folgen im Übernahmerecht – das Pflichtangebot nach §§ 35 ff. WpÜG – wirtschaftlich äußerst prekär. Diese Wirkung wird durch den verschuldensunabhängigen Zinsanspruch für unterlassene Pflichtangebote und die suspendierten Stimmrechte nach § 59 WpÜG noch verstärkt.¹⁸

B. Verstoß gegen Gemeinschaftsrecht

Die Regelungsdichte und Regelungsintensität eines übernahmerechtlichen acting in concert unterliegen allerdings nicht ausschließlich dem Belieben des deutschen Gesetzgebers. Vielmehr hat sich dieser – insbesondere im Bereich des „Marktrechts“ – mit den einschlägigen gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben zu befassen und Kollisionen mit diesen zu vermeiden.¹⁹ Den europäischen Maßstab bilden hier zum einen die Übernahmerrichtlinie²⁰ und zum anderen die Kapitalverkehrsfreiheit.

¹⁶ Derzeit gehört die Rüge, dass gegen eine Meldepflicht nach §§ 21, 22 WpHG verstoßen worden sei, zu den am häufigsten vorgebrachten Anfechtungsgründen bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse gem. § 243 AktG. Vgl. dazu eingehend *Baums/Keinath/Gajek* ZIP 2007, 1629 (1629 ff.); *Baums*, Stellungnahme zum RegE-Risikobegrenzungs-gesetz für den Bundestagsfinanzausschuss, S. 1 f. sowie unten B. II. 1. b) bb).

¹⁷ Der RegE-Risikobegrenzungs-gesetz selbst gibt keinen Aufschluss darüber, ob er Minderheitsaktionäre schützen will. Allgemein anerkannt ist aber, dass ein Pflichtangebot dem Minderheitsschutz in der Zielgesellschaft dienen soll und es sich bei der Zurechnungsnorm des § 30 Abs. 2 WpÜG um eine gewisse Form des Umgehungsschutzes für eben diese Pflichtangebote handelt. Vgl. dazu *Wackerbarth* ZIP 2007, 2340 (2341); *Schockenhoff/Schumann* ZGR 2005 568 (574 ff.); *Diekmann* DStR 2007, 445 (446).

¹⁸ Ebenso *Wilsing/Goslar* DB 2007, 2467 (2467).

¹⁹ Vgl. dazu *Spindler* RIW 2003, 850 (856 ff.); *Grundmann/Möslein* ZGR 2003, 317 (350 ff.); *dies.* BKR 2002, 758 (764 f.); *Teichmann/Heise* BB 2007, 2577 (2581).

I. Kein Verstoß gegen die Übernahmerichtlinie

Die geplante Regelung verstößt allerdings nicht gegen die Übernahmerichtlinie. Die Vorschrift ist vielmehr dem Grunde nach in der Richtlinie angelegt. Allerdings schreibt der europäische Gesetzgeber eine derart weitgefaste Norm nicht vor. Die Übernahmerichtlinie legt in Artikel 5 Unterabsatz 1 hinsichtlich des acting in concert lediglich Folgendes fest:

„Hält eine natürliche oder juristische Person infolge ihres alleinigen Erwerbs oder des Erwerbs durch gemeinsam mit ihr handelnde Personen Wertpapiere einer Gesellschaft im Sinne des Artikels 1 Absatz 1, die ihr bei Hinzuzählung zu etwaigen von ihr bereits mittels solcher Wertpapiere gehaltenen Beteiligungen und den Beteiligungen der gemeinsam mit ihr handelnden Personen unmittelbar oder mittelbar einen bestimmten, die Kontrolle begründenden Anteil an den Stimmrechten dieser Gesellschaft verschaffen, so stellen die Mitgliedstaaten sicher, dass diese Person zum Schutz der Minderheitsaktionäre dieser Gesellschaft zur Abgabe eines Angebots verpflichtet ist. Dieses Angebot wird unverzüglich allen Wertpapierinhabern für alle ihre Wertpapiere zu einem im Sinne des Absatzes 4 angemessenen Preis unterbreitet.“

Als „gemeinsam handelnde Personen qualifiziert“ der Richtliniengeber in Artikel 2 Unterabsatz 1 lit. d) der Übernahmerichtlinie:

„[...] natürliche oder juristische Personen, die mit dem Bieter oder der Zielgesellschaft auf der Grundlage einer ausdrücklichen oder stillschweigenden, mündlich oder schriftlich getroffenen Vereinbarung zusammenarbeiten, um die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erhalten bzw. den Erfolg des Übernahmeangebots zu vereiteln.“

Der RegE-Risikobegrenzungsgesetz und auch die aktuelle Fassung des § 30 Abs. 2 WpÜG gehen über diese Vorgaben hinaus.²¹ Die Übernahmerichtlinie gibt lediglich vor, dass die Kontrollerlangung²² eine Zurechnung auslöst. Der Begriff der Kontrolle wird nach Artikel 2 Unterabsatz 1 lit. a) der Richtlinie durch das jeweilige nationale Recht bestimmt. § 29 Abs. 2 WpÜG legt für das deutsche Recht das Halten von 30 % der Stimmrechte als

²⁰ Richtlinie 2004/25/EG betreffend Übernahmeangebote, ABl. EG 2004 Nr. L 142 S. 12 ff.

²¹ Die Inkongruenz zwischen Übernahmerichtlinie und § 30 Abs. 2 WpÜG haben bereits *Seibt/Heiser ZGR* 2005, 200 (215 ff.); *dies.* AG 2006, 301 (307 f.) anlässlich der Umsetzung der Übernahmerichtlinie ausführlich beschrieben und dargelegt. Vgl. auch *Hamann ZIP* 2007, 1088 (1095).

²² Als Terminus wird zwar „Kontrollerhalt“ verwendet, aber tatsächlich gemeint ist die Kontrollerlangung. Die englische Version der Übernahmerichtlinie ist insoweit eindeutiger, als sie von „acquiring control of the offeror company“ spricht.

Kontrolle fest. Der Tatbestand der Richtlinie fordert eine „Vereinbarung“ und nimmt zusätzlich „die Kontrolle über die Zielgesellschaft“ in Bezug. Der Tatbestand in der Richtlinie ist daher erheblich enger gefasst als derjenige des RegE-Risikobegrenzungsgesetzes, bei dem bereits ein abgestimmtes Verhalten „in Bezug auf die Zielgesellschaft und den Erwerb von deren Aktien“ auf Grund einer Vereinbarung „oder in sonstiger Weise“ ausreicht. Die deutsche Regel ist ungleich weiter als die Übernahmerichtlinie.²³ Artikel 5 Unterabsatz 6 der Richtlinie erlaubt allerdings eine weiterreichende Normierung ausdrücklich, sie stellt in diesem Bereich lediglich den Mindeststandard dar. Ein Verstoß gegen die Übernahmerichtlinie liegt mithin nicht vor, denn die Zurechnungsregel schneidet keine Rechte aus der Richtlinie ab.

II. Verstoß gegen die Kapitalverkehrsfreiheit

Allerdings ist der nationale Gesetzgeber in seinem – durch die Übernahmerichtlinie eingeräumten – Gestaltungspielraum nicht vollkommen frei. Geht ein Teil einer nationalen Regelung über die Vorgaben der Richtlinie hinaus, muss dieser sich an den Grundfreiheiten des EG-Vertrags messen lassen.²⁴ Die Regelung zum abgestimmten Verhalten nach dem RegE-Risikobegrenzungsgesetz ist demnach auf einen Verstoß gegen die Kapitalverkehrsfreiheit des Art. 56 EG zu überprüfen.

1. Beschränkung im Sinne des Art. 56 EG

Nach ständiger Rechtsprechung des EuGH verbietet Art. 56 Abs. 1 EG ganz allgemein Beschränkungen des Kapitalverkehrs zwischen den Mitgliedstaaten und dritten Ländern.

a) Zum Begriff des Kapitalverkehrs im Sinne des Art. 56 Abs. 1 EG

Mangels einer Definition des Begriffs „Kapitalverkehr“ im EG-Vertrag hat der EuGH in ständiger Rechtsprechung bereits der Nomenklatur im Anhang der sog. „Kapitalverkehrsrichtlinie“ Hinweischarakter zuerkannt.²⁵ „Kapitalbewegungen“ im Sinne

²³ Vgl. bereits zur heutigen Rechtslage *Seibt/Heiser* ZGR 2005, 200 (215 ff.); *dies.* AG 2006, 301 (308); *Hamann* ZIP 2007, 1088 (1095).

²⁴ Methodisch kann es sich hierbei um eine inhaltliche Übererfüllung der Richtlinie oder um eine überschießende Umsetzung handeln. Die Folge bleibt in beiden Fällen gleich, weshalb von einer vertieften Untersuchung abgesehen wird. Vgl. statt vieler *Habersack/Mayer*, in: *Riesenhuber* (Hrsg.), *Europäische Methodenlehre*, 2006, S. 286 f. und EuGH BB 2007, 2423 (2427) Rn. 73 m.w.N.

²⁵ Vgl. EuGH Slg. 1999, I-1661 Rn. 21 und zuletzt EuGH BB 2007, 2423 (2424) Rn. 18 sowie *Altmeyden*, in: *MünchKommAktG*, Band 9/2, 2. Auflage 2006, *Europ. Niederlassungsfreiheit* Rn. 9; *Bröhmer*, in: *Callies/Ruffert*, EUV EGV, 3. Auflage 2007, Art. 56 Rn. 12; *Sedlacek*, in: *Streinz*, EUV/EGV, 2003, Art. 56 Rn. 5.

des Art. 56 Abs. 1 EG sind hiernach insbesondere Direktinvestitionen, also: „*Investitionen jeder Art durch natürliche Personen, Handels-, Industrie-, oder Finanzunternehmen zur Schaffung oder Aufrechterhaltung dauerhafter und direkter Beziehungen zwischen denjenigen, die die Mittel bereitstellen, und den Unternehmen, für die die Mittel zum Zweck einer wirtschaftlichen Tätigkeit bestimmt sind.*“²⁶ Bei Beteiligungen an neuen oder bereits bestehenden Unternehmen setzt das Ziel der Schaffung oder Aufrechterhaltung dauerhafter Wirtschaftsbeziehungen voraus, dass die Aktien ihrem Inhaber entweder nach den nationalen aktienrechtlichen Vorschriften oder aus anderen Gründen die Möglichkeit geben, sich effektiv an der Verwaltung dieser Gesellschaft oder an deren Kontrolle zu beteiligen.²⁷ Die Beteiligung eines ausländischen Investors an einer deutschen AG ist mithin erfasst und daher Kapitalverkehr im Sinne des Art. 56 Abs. 1 EG.²⁸

b) Beschränkungswirkung der Zurechnungsregel des RegE-Risikobegrenzungs-gesetz

Nationale Maßnahmen stellen Beschränkungen des Kapitalverkehrs dar, wenn sie sich eignen, den Erwerb von Aktien der betreffenden Unternehmen zu verhindern, zu beschränken oder wenn sie geeignet sind, Investoren aus den Mitgliedstaaten von Investitionen abzuhalten.²⁹ Somit stellt sich die Frage, ob der Zurechnungstatbestand in § 30 Abs. 2 WpÜG n.F.³⁰ in Verbindung mit der einschneidenden Folge eines Pflichtangebots als Beschränkung aufzufassen ist. Diese Frage ist aus mehreren Gründen zu bejahen.

aa) Unsicherheit in Folge des weiten Tatbestandes

Zunächst ist ein schwer greifbarer und äußerst weiter Zurechnungstatbestand ein nicht zu unterschätzender Unsicherheitsfaktor im Rechtsverkehr.³¹ Die Problematik verschärft sich noch zusätzlich durch die bisher herrschende Uneinigkeit hinsichtlich eines Gleichlaufs des

²⁶ Richtlinie 88/361/EWG zur Durchführung von Art. 67 des Vertrages, ABl. EG 1988 Nr. L 178 S. 5 ff. Anhang I Ziff. I.

²⁷ Vgl. EuGH BB 2007, 2423 (2424) Rn. 18 m.w.N. und Richtlinie 88/361/EWG zur Durchführung von Art. 67 des Vertrages, a.a.O. (Fn. 1), Anhang I Ziff. I.

²⁸ Vgl. dazu auch Grundmann, Europäisches Gesellschaftsrecht, 2004, Rn. 633 ff.

²⁹ Vgl. bereits EuGH Slg. 2002, I-4731 Rn. 37 f. und zuletzt EuGH BB 2007, 2423 (2424) Rn. 19 m.w.N. Dieser sehr weite Beschränkungsbegriff erinnert stark an die Dassonville-Formel des EuGH und wird daher in der Literatur kritisch gewürdigt. Vgl. dazu Grundmann, a.a.O. (Fn. 28), Rn. 632 ff.; Grundmann/Möslein ZGR 2003, 317 (364 f.); dies. BKR 2002, 758 (764 f.); Spindler RIW 2003, 850 (858), die das gesamte deutsche Aktien- und Kapitalmarktrecht auf dem Prüfstand sehen. Zustimmung findet diese Folge insbesondere bei Oechsler NZG 2007, 161 (163).

³⁰ Dazu bereits oben unter A.

³¹ Ebenso Diekmann/Merkner NZG 2007, 921 (923); Wilsing/Goslar DB 2007, 2467 (2467 f.); Eidenmüller DSrR 2007, 2116 (2120); Timmann/Birkholz BB 2007, 2749 (2751).

§ 22 Abs. 2 WpHG und des § 30 Abs. 2 WpÜG.³² Der RegE-Risikobegrenzungs-gesetz stellt die Normen nun ausdrücklich gleich und lässt somit Vorgänge, die zu einer Zurechnung nach dem WpHG geführt haben, auch für eine Zurechnung nach dem WpÜG genügen.³³ Problematisch werden dann insbesondere Verhaltensweisen, die bisher nach § 22 Abs. 2 WpHG und § 30 Abs. 2 WpÜG unterschiedlich beurteilt werden. Hier sind die sog. „Standstill-Vereinbarungen“³⁴ hinsichtlich der Beteiligungen mehrerer Anleger anzuführen.³⁵ Während diese Vereinbarungen bisher nicht unter § 30 Abs. 2 WpÜG fallen, nach Stimmen in der Literatur³⁶ aber zu einer Zurechnung nach § 22 Abs. 2 WpHG führen, wird für den Anleger in Zukunft vollkommen unklar, was für diese Vereinbarungen nun gelten soll.

Es gibt weitere Vorgänge, deren Qualifikation als abgestimmtes Verhalten ungeklärt ist. In der Literatur wird bereits auf Absprachen beteiligter Banken über einen Kreditstopp und den verabredeten Beschluss, einen Sonderprüfer einzusetzen oder einen besonderen Vertreter zu bestellen, hingewiesen.³⁷ Tatsächlich könnte der ausländische Aktionär aber bereits nach einem eingehenden Gespräch mit anderen Investoren und einem anschließenden identischen Vorgehen für angebotspflichtig gehalten werden, was mit erheblichen Kosten verbunden ist.³⁸ Diese Unsicherheit erhöht die Transaktionskosten – hier insbesondere in Form der Beratungskosten – für Investoren erheblich. Insbesondere institutionelle Investoren werden vor dem Hintergrund der finanziellen Folgen eines Pflichtangebots hohe Aufwendungen für juristische Unbedenklichkeitserklärungen haben. Der Effekt wird durch die gestrichene Ausnahme für abgestimmtes Verhalten im Einzelfall noch deutlich verstärkt.³⁹ Bereits diese

³² Vgl. dazu von Bülow, in: KölnKomm WpHG, a.a.O. (Fn. 5), § 22 Rn. 13; Engert ZIP 2006, 2105 (2111) und Casper ZIP 2003, 1469 (1472 f.); Diekmann/Merkner NZG 2007, 921 (922).

³³ Vgl. Begründung des RegE-Risikobegrenzungs-gesetz, a.a.O. (Fn. 1), S. 12 f. Der Entwurf setzt sich mit den durchaus hörens-werten Argumenten für eine abweichende Auslegung der verschiedenen Zurechnungsvorschriften leider nicht auseinander. Vgl. zu diesen Argument statt vieler Casper ZIP 2003, 1469 (1472 f.) und Engert ZIP 2006, 2105 (2111).

³⁴ Dabei handelt es sich um die Absprache zwischen Aktionären, für eine gewisse Zeit „stillzuhalten“, also keine Aktien der Gesellschaft zu veräußern oder zu erwerben.

³⁵ Vgl. dazu BGHZ 169, 98 (109); Wackerbarth ZIP 2007, 2340 (2345); Diekmann DStR 2007, 445 (447) für § 30 Abs. 2 WpÜG und Schneider, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, a.a.O. (Fn. 5), § 22 Rn. 153; Schneider WM 2006, 1321 (1325) für § 22 Abs. 2 WpHG sowie insgesamt Eidenmüller DStR 2007, 2116 (2120).

³⁶ Vgl. Schneider, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, a.a.O. (Fn. 5), § 22 Rn. 153; Schneider WM 2006, 1321 (1325).

³⁷ Vgl. zu den Beispielen Eidenmüller DStR 2007, 2116 (2120).

³⁸ So auch Kaserer BB 2007, Heft 44, Die erste Seite. Es sollte nicht vergessen werden, dass ein Übernahmeangebot im Fall eines investierenden Fonds nicht bloß finanziell eine Belastung darstellt, sondern gleichermaßen die gesamte Risikosteuerung des Fonds angegriffen wird.

³⁹ Vgl. dazu oben Teil A.

Folgen der Unsicherheit sind offensichtlich geeignet, ausländische Investoren von Investitionen in deutsche Aktiengesellschaften abzuhalten.

bb) Blockadepotential durch den weiten Tatbestand

Es könnten aber auch andere Aktionäre mit der Behauptung eines unterbliebenen Pflichtangebots Anfechtungsklage gegen die Beschlüsse der Hauptversammlung erheben und auf diesem Weg die Gesellschaft und so auch mittelbar deren Aktionäre unter Vergleichsdruck setzen und wichtige Maßnahmen blockieren.⁴⁰ Das Drohpotential einer solchen Anfechtungsklage wird durch ein aktuelles Urteil des LG Köln⁴¹ noch deutlich erhöht. Hiernach sollen Beschlüsse, die mit durch § 28 WpHG gesperrten Stimmen zustande kommen, nicht im Sinne des § 244 AktG bestätigungsfähig sein. Wird nunmehr § 22 Abs. 2 WpHG mit § 30 Abs. 2 WpÜG gleichgesetzt,⁴² ist diese „Rechtsfolge“ ebenfalls auf Beschlüsse mit durch § 59 WpÜG gesperrte Stimmen übertragbar. Zusammenfassend stellt eine dermaßen weite und wenig konkrete Zurechnungsnorm, wie sie der RegE-Risikobegrenzungsgesetz vorsieht, eine faktische Beschränkung für Direktinvestitionen in deutsche börsennotierte Aktiengesellschaften dar. Sie ist durchaus geeignet, ausländische Investoren davon abzuhalten, in deutsche Gesellschaften zu investieren.⁴³

2. Rechtfertigung der Beschränkung

Es bleibt die Frage, ob sich diese Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit rechtfertigen lässt. Zur Rechtfertigung kann zunächst an die geschriebenen Rechtfertigungsgründe der Artt. 57, 58 EG gedacht werden. Diese Vorschriften erfassen aber anders gelagerte Sachverhalte und greifen hier nicht ein. Der EuGH lässt in ständiger Rechtsprechung allerdings eine weitere Rechtfertigungsmöglichkeit zu.⁴⁴ Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit können aus zwingenden Gründen des Allgemeininteresses gerechtfertigt sein, soweit keine gemeinschaftliche Harmonisierungsmaßnahme vorliegt, die bereits zur Gewährleistung des

⁴⁰ Diese Befürchtung teilen auch *Eidenmüller* DStR 2007, 2116 (2120); *Diekmann/Merkner* NZG 2007, 921 (923) und *Wilsing/Goslar* DB 2007, 2467 (2467). Zu der tatsächlichen Verbreitung dieser Klagen vgl. nur *Baums/Keinath/Gajek* ZIP 2007, 1629 (1629 ff.).

⁴¹ Vgl. LG Köln vom 05.10.2007, 82 O 114/06 (bisher unveröffentlicht).

⁴² Vgl. Begründung des RegE-Risikobegrenzungsgesetz, a.a.O. (Fn. 1), S. 12 f.

⁴³ Der Umstand, dass deutsche Investoren natürlich gleichermaßen negativ betroffen werden, ändert hieran nichts, denn für Art. 56 EG sind lediglich die grenzüberschreitenden Transaktionen relevant.

⁴⁴ Vgl. bereits EuGH Slg. 2002, I-4731 Rn. 49 und zuletzt EuGH BB 2007, 2423 (2427) Rn.72.

Schutzes dieser Interessen erforderliche Maßnahmen vorsieht, und die Maßnahme nicht diskriminierender Natur ist sowie geeignet und angemessen erscheint.⁴⁵

Welchem zwingenden Grund des Allgemeininteresses die erweiterte Regel zum abgestimmten Verhalten dient, lässt sich dem RegE-Risikobegrenzungs-gesetz nicht entnehmen. Ein möglicher Grund wäre der Minderheitenschutz. Unterstellt, es handelte sich bei dem Minderheitenschutz um ein Gut des Allgemeininteresses, stellt sich dennoch die Frage, ob dieser Schutz nicht bereits harmonisiert wurde. Die Harmonisierungsmaßnahme liegt hier in der Übernahmerichtlinie und ihrer Umsetzung. Die Übernahmerichtlinie hat ausweislich ihres Wortlauts den Minderheitenschutz durch das Pflichtangebot bei Kontrollerlangung zum Inhalt.⁴⁶ Der weite Zurechnungstatbestand beruht allerdings gerade nicht auf dieser Richtlinie, sondern geht über deren Vorgaben hinaus.⁴⁷ Schon daher kann die Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit nicht gerechtfertigt werden.

Ist man hingegen der Meinung, es handele sich bei dem erweiterten Zurechnungstatbestand des RegE-Risikobegrenzungs-gesetz um keinen bereits durch die Übernahmerichtlinie harmonisierten Belang des Allgemeininteresses,⁴⁸ gelangt man zu keinem abweichenden Ergebnis. In diesem Fall wäre die Beschränkung nur gerechtfertigt, wenn sie dazu geeignet wäre, den Minderheitenschutz als Belang des Allgemeininteresses zu verwirklichen und dabei nicht darüber hinausginge, was erforderlich ist, um diesen Schutz zu erreichen.⁴⁹ Es wird in der Begründung des RegE-Risikobegrenzungs-gesetze allerdings nicht dargetan, wie die neue Regelung des acting in concert dem Minderheitenschutz dienen soll. Es sind auch keine Gründe des Minderheitenschutzes ersichtlich, die einer so weitgehenden Regelung bedurft hätten. Vielmehr lässt sich fragen, ob dem Minderheitsaktionär nicht sogar der Schutz vor einem schlecht wirtschaftenden Management durch aufmerksame Großaktionäre genommen oder dieser Schutz zumindest signifikant geschmälert wird. Eine Opposition von Aktionären zeichnet sich gerade dadurch aus, dass diese Anteilseigner mit der Führung oder der

⁴⁵ Vgl. EuGH BB 2007, 2423 (2427) Rn. 73 m.w.N. und ausführlich *Grundmann*, a.a.O. (Fn. 28), Rn. 641; *Eidenmüller*, in: Eidenmüller (Hrsg.), *Ausländische Kapitalgesellschaften im deutschen Recht*, 2004, § 3 Rn. 20 ff.; *Altmeyden*, in: *MünchKommAktG*, a.a.O. (Fn. 25), *Europ. Niederlassungsfreiheit* Rn. 63 f.

⁴⁶ Vgl. dazu Erwägungsgrund Nr. (7) der Übernahmerichtlinie a.a.O. (Fn. 20).

⁴⁷ Siehe oben Teil B. I.

⁴⁸ Hierfür spricht die Tatsache, dass der Richtliniengeber eine weitere Ausgestaltung ausdrücklich ermöglicht hat. Vgl. dazu oben Teil B. I.

⁴⁹ Vgl. EuGH BB 2007, 2423 (2427) Rn. 73 m.w.N. und ausführlich zu dem sog. „Vier-Konditionen-Test“ *Eidenmüller*, in: Eidenmüller (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 45), § 3 Rn. 20 ff.; *Altmeyden*, in: *MünchKommAktG*, a.a.O. (Fn. 25), *Europ. Niederlassungsfreiheit* Rn. 63 f.

geschäftlichen Entwicklung des Unternehmens unzufrieden sind und eine Veränderung anstreben. Durch die damit verbundene Gefahr eines Pflichtangebots sowie das gesteigerte Anfechtungsrisiko wird institutionellen Investoren ein Handeln im Sinne der Aktionäre und eben auch der Minderheitsaktionäre erschwert, obwohl dies wünschenswert wäre. Ein „vermuteter“ Minderheitenschutz ist aber keine Rechtfertigung eines dermaßen weitgehenden Zurechnungstatbestandes mit so gravierenden Folgen für die Betroffenen und daher unverhältnismäßig.⁵⁰ Die Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit durch die neue Regel zum abgestimmten Verhalten ist daher nicht zu rechtfertigen.

3. Gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung

Schwierig erscheint die Frage, ob sich die neue Regelung gemeinschaftsrechtskonform auslegen lässt. Eine solche Auslegung sollte zumindest eine Ausnahme für Abstimmungen – auch bei erheblicher Einflussnahme – im Einzelfall zulassen, denn so könnte die Zurechnungsnorm verhältnismäßig angewendet werden. Alternativ müsste die Auslegung das Niveau der neuen Regelung auf die Bestimmung der Richtlinie reduzieren können.⁵¹ Diese Auslegungsergebnisse zu erreichen, dürfte den Entscheidungsträger allerdings an den Rand der methodisch vertretbaren Rechtsfindung bringen.⁵²

C. Zusammenfassung

Abschließend ist festzustellen, dass die geplante Regel zum übernahmerechtlichen acting in concert auf Grund ihrer beschränkenden Wirkung und insbesondere wegen des gestrichenen Einzelfallprivilegs investitionshemmende Effekte erzeugt. Die Regelungen sind zwar mit der Übernahmerrichtlinie vereinbar, beeinträchtigen aber die Kapitalverkehrsfreiheit. Da weder im RegE-Risikobegrenzungs-gesetz ein Belang des Allgemeininteresses dargetan wird, den diese Regelung schützen soll, noch außerhalb des Gesetzes ein solcher erkennbar wäre, kann die beeinträchtigende Wirkung auch nicht gerechtfertigt werden. Die geplante Zurechnungsregel stellt mithin einen Verstoß gegen die Kapitalverkehrsfreiheit dar. Eine gemeinschaftsrechtskonforme Auslegung ist nicht möglich. Freilich stellt sich ein Verstoß gegen das Gemeinschaftsrecht tatsächlich aber erst ein, wenn das Gesetz in Kraft getreten ist.

⁵⁰ So im Ergebnis auch *Eidenmüller* DStR 2007, 2116 (2118 f.).

⁵¹ Vgl. dazu oben Teil B. I.

⁵² Zur primärrechtskonformen Auslegung und ihren Grenzen vgl. insbesondere *Leible*, in: Riesenhuber (Hrsg.), a.a.O. (Fn. 24), S.116 ff.

Dem deutschen Gesetzgeber ist – zumindest aus gemeinschaftsrechtlicher Sicht – davon abzuraten, die Regeln für ein acting in concert über das Niveau der Übernahmerichtlinie hinaus anzuheben. Hilfsweise könnte die Zurechnungsregel insoweit umformuliert werden, dass nur die dauernde und erhebliche Einflussnahme eine Zurechnung auslöst. Hierbei muss durch eine griffige Gesetzesbegründung oder einen Hinweis im Gesetz aufgeklärt werden, was „erheblich“ bedeutet. Die unerhebliche aber dauernde und die erhebliche aber nicht dauernde Einflussnahmen sollten jedenfalls keine Zurechnung mit den entsprechenden negativen Folgen ermöglichen.⁵³

Spätestens das VW-Urteil⁵⁴ verdeutlicht, dass der EuGH durchaus gewillt ist, das gesamte nationale Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht auf seine kapitalverkehrsbeschränkende Wirkung hin zu überprüfen. Deutsches Kapitalmarktrecht sollte daher insbesondere vor dem Grundsatz *in dubio pro libertate* erdacht und konzipiert werden.

⁵³ So auch die Stellungnahme des Bundesrates zum RegE-Risikobegrenzungsgesetz, BR-Drucks. 763/07, S. 3.

⁵⁴ EuGH BB 2007, 2423 (2423 ff.).

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: Cross 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 (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.] Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763 ff.)
- 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.)
- 59 Andreas Cahn/
Jürgen Götz Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung
(publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
- 60 Roland Schmidbleicher/
Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation?
(publ. in: ZBB 2007, 124-129)
- 61 Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 385)
- 62 Theodor Baums Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
- 63 Theodor Baums The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay
(publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.)
- 64 Oliver Stettes Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb?
(publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)
- 65 Theodor Baums/
Astrid Keinath/
Daniel Gajek Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie
(publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)
- 66 Stefan Brass/
Thomas Tiedemann Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien
(publ. in: ZBB 2007, S. 257 ff.)
- 67 Theodor Baums Zur Deregulierung des Depotstimmrechts
(publ. in: ZHR 2007 [171], S. 599 ff.)
- 68 David C. Donald The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America ceded its Shareholders to Intermediaries

- 69 Andreas Cahn Das Wettbewerbsverbot des Vorstands in der AG & Co. KG
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 716 ff.)
- 70 Theodor Baums/
 Florian Drinhausen Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von
Hauptversammlungsbeschlüssen
(publ. in: ZIP 2008, S. 145 ff.)
- 71 David C. Donald Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US-
Amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC)
- 72 Tim Florstedt Zum Ordnungswert des § 136 InsO
(publ. in: ZInsO 2007, S. 914 ff.)
- 73 Melanie Döge/
 Stefan Jobst Abmahnung von GmbH-Geschäftsführern in befristeten
Anstellungsverhältnissen
(publ. in: GmbHR 2008, S. 527 ff.)

ILF



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT