

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

MAIKE SAUTER

Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung  
der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 85



**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))**

Maïke Sauter

Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung  
der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 85**

**06/2008**

# Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)

Maike Sauter\*

## I. Einführung

Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG), der am 6. Mai 2008 der Öffentlichkeit zugeleitet wurde, bringt einige lang erwartete und vorab in der Literatur viel diskutierte Neuerungen des Aktiengesetzes.<sup>1</sup> Anlass für den Entwurf ist die Umsetzung der Richtlinie 2007/36/EG vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften (sog. Aktionärsrechterichtlinie).<sup>2</sup> Dem Ziel der Richtlinie folgend soll die grenzüberschreitende Ausübung von Aktionärsrechten erleichtert werden; dies betrifft vor allem die Möglichkeiten der Online-Teilnahme an der Hauptversammlung und die Kommunikation mit den Aktionären im Vorfeld der Hauptversammlung. Darüber hinaus wird die Richtlinienumsetzung vom deutschen Gesetzgeber zum Anlass genommen, das Aktienrecht noch in einigen weiteren Punkten zu ändern. So wird das Depotstimmrecht der Kreditinstitute weiter dereguliert und die Festsetzung eines Mindestbetrages bei Wandelschuldverschreibungen ermöglicht. Die Werthaltigkeitsprüfung bei Sacheinlagen im Rahmen von Gründungen und Kapitalerhöhungen wird eingeschränkt; damit werden einige Optionen der durch die Richtlinie 2006/68/EG<sup>3</sup> geänderten Kapitalrichtlinie<sup>4</sup> umgesetzt. Ein besonderer Schwerpunkt des Referentenentwurfs liegt auf der Konkretisierung der aktien-, umwandlungs- und konzernrechtlichen Freigabeverfahren, durch welche missbräuchliche Aktionärsklagen weiter eingedämmt werden sollen.

---

\* *Maike Sauter, LL.B. ist wissenschaftliche Mitarbeiterin am Institute for Law and Finance der Goethe-Universität in Frankfurt/Main.*

<sup>1</sup> Vgl. die erste Vorstellung des Referentenentwurfs bei *Seibert*, ZIP 2008, 906 ff.

<sup>2</sup> Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, ABl. EG Nr. L 184 vom 14.07.2007 S.17 („Aktionärsrechterichtlinie“), in Kraft getreten am 03.08.2007. Die Bundesregierung hatte den Referentenentwurf zur Umsetzung schon für April 2008 angekündigt (vgl. die Antwort der Bundesregierung – BT-Drucks. 16/7057 – auf eine Kleine Anfrage der FDP-Fraktion – BT-Drucks. 16/6860, dazu *Fischer zu Cramburg*, NZG 2007, 940).

<sup>3</sup> Richtlinie 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. September 2006 zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals, ABl. EG Nr. L 264 vom 25.09.2006 S. 32 („geänderte Kapitalrichtlinie“).

<sup>4</sup> Zweite Richtlinie 77/91/EWG des Rates vom 13. Dezember 1976 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 58 Absatz 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten, ABl. Nr. L 026 vom 31.01.1977 S. 1 („Kapitalrichtlinie“).

## II. Inhaltliche Schwerpunkte des Entwurfs

### 1. Kommunikation mit Aktionären vor und in der Hauptversammlung

Die Aktionärsrechterichtlinie, die bis zum 3. August 2009 in deutsches Recht umzusetzen ist, soll Aktionären unabhängig von ihrem Wohnsitz den Informationszugang im Vorfeld einer Hauptversammlung und die Teilnahme an der Hauptversammlung erleichtern.<sup>5</sup> Lediglich auf der Grundlage ausreichender Information kann das Stimmrecht als wichtigstes Mitverwaltungsrecht des Aktionärs sinnvoll ausgeübt werden. Bei im Ausland gehaltenen Aktien haperte es daran in der Vergangenheit.<sup>6</sup> So müssen börsennotierte Gesellschaften künftig ab dem Zeitpunkt der Einberufung unter anderem die hauptversammlungsrelevanten Unterlagen auf ihrer Internetseite veröffentlichen (§ 124a AktG-E)<sup>7</sup> und die Einberufung zusätzlich zur Bekanntmachung Medien zuleiten, bei denen von einer Verbreitung der Information innerhalb der gesamten Europäischen Gemeinschaft ausgegangen werden kann (§ 121 Abs. 4a AktG-E). Zudem wird für diese Gesellschaften der Einberufungsinhalt um Angaben zur Anmeldung sowie zu bestimmten Rechten in Bezug auf die Hauptversammlung erweitert (§ 121 Abs. 3 AktG-E). Während die Richtlinie lediglich kapitalmarktbezogene Aktiengesellschaften behandelt, wird der deutsche Gesetzgeber überzeugend die Neuregelungen auf alle Aktiengesellschaften erstrecken.

Um die Gesellschaften von Verwaltungsaufwand im Vorfeld einer Hauptversammlung zu entlasten, soll künftig in der Satzung festgelegt werden können, dass der Anspruch der Aktionäre gegen die depotführenden Kreditinstitute, die Mitteilungen über die Einberufungen an sie weiter zu leiten, auf die (schnellere und kostengünstigere) elektronische Übermittlung beschränkt wird.<sup>8</sup> Gesellschaften könnten so in Zukunft weitgehend auf den derzeit nötigen Papierversand an ihre Aktionäre verzichten. Kreditinstitute müssen die Mitteilungen in Zukunft lediglich noch auf Verlangen der Aktionäre an diese übermitteln (§ 128 Abs. 1 AktG-

---

<sup>5</sup> Zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie für das Recht der Hauptversammlung vgl. *Drinhausen/Keinath*, Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrichtlinie (ARUG) – Ein Beitrag zur Modernisierung der Hauptversammlung, im Erscheinen.

<sup>6</sup> Siehe *Grundmann/Winkler*, ZIP 2006, 1421, 1423 zu Zahlen zum grenzüberschreitenden Aktienbesitz; für Zahlen zu Präsenzen in deutschen Hauptversammlungen allgemein vgl. jüngst Baums, ZHR 171 (2007), 599, 600 f.; abweichend *Ratschow*, DStR 2007, 1402.

<sup>7</sup> Vgl. schon die Empfehlung der Regierungskommission Corporate Governance, Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rdz. 97 sowie Deutscher Corporate Governance Kodex, Fassung vom 14. Juni 2007, Gliederungspunkt 2.3.1.

<sup>8</sup> Der Referentenentwurf des ARUG geht von einem Einsparpotential von ca. 50 Millionen Euro jährlich aus, siehe Begründung S. 2.

E). Den einzelnen Aktionären wird somit auferlegt, sich selbstständig um Informationen zu bemühen (*pull of information*).<sup>9</sup>

Die Forderung, hauptversammlungsrelevante Informationen auch in einer anderen am Finanzmarkt gebräuchlichen Sprache als der Landessprache bereitzustellen<sup>10</sup>, wurde nicht in die Richtlinie aufgenommen. Gleiches gilt für Vorschläge zur Regelung der Aktienleihe, von Pflichten von Finanzintermediären und Weisungsrechten von Inhabern von Aktienzertifikaten (*depository receipts*). Ihre Regelung wurde einer Empfehlung der Europäischen Kommission überlassen.<sup>11</sup> Diese wird Verlautbarungen aus Brüssel zufolge jedoch wohl nicht Wirklichkeit werden.

## **2. Online-Hauptversammlung und Stimmrechtsausübung per Brief**

Um die Stimmrechtsausübung für gebietsfremde oder im Ausland ansässige Aktionäre zu erleichtern und damit Art. 8 der Aktionärsrechterichtlinie umzusetzen, können Gesellschaften ihren Aktionären künftig mittels einer entsprechenden Satzungsregelung eine Teilnahme an der Hauptversammlung auf elektronischem Wege sowie eine Stimmabgabe per Brief ermöglichen (§ 118 AktG-E).<sup>12</sup> Eröffnet wird damit die Möglichkeit einer „Zweiwege-Direktverbindung“, bei der der Aktionär nicht nur als passiver Zuschauer der Debatte der Hauptversammlung online zugeschaltet wird, sondern mit der Möglichkeit eigener Intervention versehen werden kann. Diese Option kennt das deutsche Recht bisher nicht.<sup>13</sup> Dem online in der Hauptversammlung zugeschalteten und rechtlich teilnehmenden Aktionär kann neben der Teilnahme durch Fragen und Redebeiträge auch die Abstimmung in Echtzeit ermöglicht werden. Insbesondere können Stimmrechte direkt als einseitige Willenserklärungen gegenüber der Gesellschaft und nicht nur über den Umweg eines Stimmrechtsvertreters abgegeben werden. Die Anfechtungsbefugnis aus § 245 AktG ist ungeachtet der Form der Teilnahme weiterhin gegeben; nach dem Verständnis des

---

<sup>9</sup> Vgl. auch *Grundmann/Winkler*, ZIP 2006, 1421, 1425 noch zum Entwurf der Aktionärsrechterichtlinie.

<sup>10</sup> Kritisch dazu u.a. *Spindler*, Stimmrecht und Teilnahme an der Hauptversammlung, Arbeitspapier 2/2006 vom 30.1.2006, abrufbar unter [http://lehrstuhl-spindler.uni-goettingen.de/pub/web/fileadmin/arbeitspapier\\_2\\_2006.pdf](http://lehrstuhl-spindler.uni-goettingen.de/pub/web/fileadmin/arbeitspapier_2_2006.pdf), S. 13 f.

<sup>11</sup> Siehe Erwägungsgrund Nr. 11 der Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, ABl. EG Nr. L 184 vom 14.07.2007 S.17.

<sup>12</sup> Vgl. in diesem Zusammenhang auch schon Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rdz. 115 ff.

<sup>13</sup> Zu einem Vergleich zwischen dem bisherigen deutschen und dem englischen Recht vgl. *J. Schmidt*, NZG 2006, 487, 490; *dieselbe* BB 2006, 1641 für die Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie in deutsches Recht.

Umsetzungsentwurfs ist der online zugeschaltete Aktionär „in der Hauptversammlung erschienen“.

Die Satzung kann alternativ oder daneben auch die Möglichkeit der Briefwahl vorsehen. Der per Briefwahl an der Abstimmung teilnehmende Aktionär gilt allerdings nicht als in der Hauptversammlung erschienen und ist daher nicht nach § 245 AktG anfechtungsbefugt. Eine Pflicht der Gesellschaften, ihren Aktionären eine Onlineteilnahme und die Briefwahl zu ermöglichen, wird durch den Entwurf nicht begründet.<sup>14</sup> Es ist zu erwarten, dass die Möglichkeit einer Stimmrechtsausübung online die zuletzt vor allem bei großen Gesellschaften noch verbesserungsfähigen Hauptversammlungspräsenzen erhöht.<sup>15</sup> Eine gänzlich virtuelle Hauptversammlung ist demgegenüber (noch)<sup>16</sup> nicht möglich.

### 3. Deregulierung des Depotstimmrechts

Der Referentenentwurf dereguliert und flexibilisiert des Weiteren das Vollmachtstimmrecht der Kreditinstitute (vgl. § 135 AktG-E).<sup>17</sup> Der Gesetzgeber schließt sich dabei explizit nicht den u.a. vom Deutschen Sparkassen- und Giroverband in seinem Positionspapier vom 23.7.2007<sup>18</sup> vorgetragene Vorschläge an. Dieser hatte gefordert, auf die bisher bestehende Pflicht zur Aufstellung und Überprüfung eigener Abstimmungsvorschläge zu verzichten und es den Kreditinstituten zu ermöglichen, bei Fehlen einer ausdrücklichen Einzelweisung zu den Tagesordnungspunkten gemäß einer generellen Weisung nach dem Vorschlag der Verwaltung abzustimmen. Nach der bisherigen Regelung müssen Kreditinstitute, wollen sie eine Stimmrechtsvertretung anbieten, den vollmachtgebenden Aktionären zwingend eigene – überprüfte – Abstimmungsvorschläge unterbreiten. In Zukunft soll alternativ dazu auch eine Bevollmächtigung möglich sein, nach der das Kreditinstitut entweder im Sinne der Vorschläge einer bestimmten Aktionärsvereinigung oder im Sinne der Abstimmungsvorschläge der Verwaltung der Gesellschaft abstimmt, wenn keine

---

<sup>14</sup> Vgl. zum Ganzen die Begründung des Referentenentwurfs zum ARUG, S. 37 ff.; *Wand/Tillmann*, AG 2006, 443 ff.; *Noack*, NZG 2006, 321 ff. alle noch zum Richtlinienvorschlag; jüngst *Pluskat*, WM 2007, 2135.

<sup>15</sup> Vgl. BMJ, Bericht über die Entwicklung der Stimmrechtsausübung in börsennotierten Aktiengesellschaften in Deutschland seit Inkrafttreten des Namensaktiengesetzes am 25.01.2001, abgedruckt in NZG 2004, 948 ff.; dazu *Seibert*, AG 2004, 529 ff.; genaue Zahlen auch bei *Baums*, ZHR 171 (2007), 599, 600 f.

<sup>16</sup> Siehe *Zetzsche*, NZG 2007, 686 ff.

<sup>17</sup> Vgl. allgemein zum Depotstimmrecht *Baums*, ZHR 171 (2007), 599 ff. und jüngst ausführlich *Seibert*, in: FS Harm Westermann, 2008, S. 1505 ff.; *Dauner-Lieb*, WM 2007, 9, 15 f.

<sup>18</sup> Deutscher Sparkassen- und Giroverband (DSGV), Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR), Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI), Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV), Deutsches Aktieninstitut (DAI): Präsenzen in Hauptversammlungen durch entbürokratisiertes Depotstimmrecht stärken!, Positionspapier vom 23.07.2007.

Einzelweisung des Aktionärs vorliegt. Will das Kreditinstitut somit eine Vollmacht anbieten, so muss es entweder dem vollmachtgebenden Aktionär eigene – überprüfte – Abstimmungsvorschläge unterbreiten, oder es muss eine Vollmacht anbieten, die alternativ die Vorschläge einer bestimmten Aktionärsvereinigung und der Verwaltung der Gesellschaft gegenüberstellt (§ 135 Abs. 1 S. 6 AktG-E).<sup>19</sup> Der Aktionär soll so zu einer bewussten Entscheidung zwischen mindestens zwei Vorschlägen angehalten werden. Eine generelle Weisung zugunsten der Verwaltungsvorschläge soll so nicht über die Geschäftsbedingungen erfolgen können. Eine Kombination beider Vollmachtsvarianten ist möglich. Eine Dauervollmacht mit formularmäßiger Generalweisung zugunsten der jeweiligen Verwaltungsvorschläge, wie sie von einzelnen Bankenverbänden gefordert worden war, soll es auch in Zukunft nicht geben.<sup>20</sup> Dies ist zu begrüßen: Eine Einschränkung der Vollmacht lediglich auf die Vorschläge der Verwaltung hätte deren sowieso schon großen Einfluss auf die Hauptversammlungsentscheidung über Gebühr vergrößert.

Nach der bisherigen Regelung durfte ein Kreditinstitut das Depotstimmrechts lediglich noch aufgrund einer Einzelweisung des Aktionärs ausüben, wenn es selbst mehr als 5% der Aktien der betreffenden Gesellschaft im eigenen Bestand hielt (§ 135 Abs. 1 S. 3 AktG). Diese Schwelle wird mit dem ARUG auf eine mehrheitliche Beteiligung der Bank an der Gesellschaft angehoben (§ 135 Abs. 3 S. 4 AktG-E).

Das Kreditinstitut hat den Aktionär jährlich auf die verschiedenen möglichen Formen der Vollmachtserteilung hinzuweisen und zwar sowohl auf die obengenannten Varianten – also eventuell auf eigene Abstimmungsvorschläge, auf die Vorschläge der Verwaltung und auf Vorschläge einer Aktionärsvereinigung – als auch auf andere Vertretungsmöglichkeiten nach § 135 Abs. 2 S. 2 AktG. Der Aktionär ist auch auf die Option der Briefwahl hinzuweisen, sollte die Satzung der betreffenden Gesellschaft diese Möglichkeit vorsehen.

Der Gesetzgeber erwartet, dass diese Neuregelung des Depotstimmrechts zu einer deutlichen Entbürokratisierung und Kostenersparnis für die anbietenden Banken führen wird und sich insbesondere auch öffentliche Banken wieder zur Stimmrechtsvertretung für ihre Depotkunden bereit erklären werden.

---

<sup>19</sup> Vgl. Begründung des Referentenentwurfs zum ARUG, S. 49.

<sup>20</sup> Begründung des Referentenentwurfs zum ARUG, S. 48.



#### 4. Vereinfachung der Sachgründung und Sachkapitalerhöhung

Des Weiteren ist im Referentenentwurf vorgesehen, die Sachgründung (§ 33a AktG-E), die Kapitalerhöhung mit Sacheinlagen (§ 183a AktG-E), die bedingte Kapitalerhöhung gegen Sacheinlagen (§ 194 Abs. 5 AktG-E) und das genehmigte Kapital gegen Sacheinlagen (§ 205 Abs. 5 AktG-E) zu vereinfachen und damit einige der durch die Richtlinie 2006/68/EG geänderten Kapitalrichtlinie<sup>21</sup> umzusetzen. Das Aktiengesetz geht für Sacheinlagen bislang vom Grundsatz der externen Werthaltigkeitsprüfung aus. Künftig soll auf eine externe Prüfung verzichtet werden können, wenn Vermögensgegenstände eingebracht werden, für deren Bewertung klare Anhaltspunkte vorliegen. Damit macht Deutschland von einer Deregulierungsoption der geänderten Kapitalrichtlinie Gebrauch. Die Erleichterung betrifft zum einen übertragbare Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente<sup>22</sup>, sofern sie mit dem gewichteten Durchschnittspreis bewertet werden, zu dem sie auf einem oder mehreren geregelten Märkten<sup>23</sup> während der letzten drei Monate vor dem Tag, zu dem sie tatsächlich eingebracht wurden, gehandelt worden sind. Auch an ausländischen Märkten gehandelte Wertpapiere und Geldmarktinstrumente werden von dieser Definition erfasst.<sup>24</sup>

Die Dreimonatsfrist wird im Referentenentwurf in Anlehnung an § 5 der WpÜG-Angebotsverordnung<sup>25</sup> gewählt. Dieser Zeitraum sei praktikabel, da er für die an deutschen geregelten Märkten gehandelten Wertpapiere laufend von der BaFin ermittelt und veröffentlicht wird.<sup>26</sup> Die geänderte Kapitalrichtlinie spricht in diesem Zusammenhang lediglich von der Pflicht der Mitgliedstaaten, eine „ausreichende Zeitspanne“ vorzusehen.<sup>27</sup> Diese ist bei drei Monaten wohl gewahrt.

---

<sup>21</sup> Richtlinie 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. September 2006 zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals, Abl. EG Nr. L 264 vom 25.09.2006 S. 32.

<sup>22</sup> Definition im Sinne von Artikel 4 Abs. 1 Nr. 18 und 19 der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/5/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates (ABl. EU Nr. L 145 S. 1).

<sup>23</sup> Definition nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 14 der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/5/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates (ABl. EU Nr. L 145 S. 1).

<sup>24</sup> Begründung des Referentenentwurfs zum ARUG, S. 30.

<sup>25</sup> WpÜG-Angebotsverordnung vom 27. Dezember 2001, BGBl. I S. 4263.

<sup>26</sup> Begründung des Referentenentwurfs zum ARUG, S. 30.

<sup>27</sup> Art. 10a Abs. 1 Unterabsatz 1 der Richtlinie 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. September 2006 zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals, Abl. EG Nr. L 264 vom 25.09.2006 S. 32.

Des Weiteren kann auf eine externe Werthaltigkeitsprüfung auch bei anderen Vermögensgegenständen verzichtet werden, wenn diese bereits von einem anerkannten und unabhängigen Sachverständigen nach den anerkannten Bewertungsgrundsätzen mit dem beizulegenden Zeitwert bewertet worden sind und sie zu diesem Wert eingebracht werden sollen (vgl. § 33a Abs. 1 Nr. 2 AktG-E).<sup>28</sup> Die Bewertung hat zwingend mit dem Zeitwert (*fair value*) zu erfolgen – andere Bewertungsmaßstäbe entsprechen nicht den Vorgaben der geänderten Kapitalrichtlinie.<sup>29</sup> Sollen Gegenstände nach § 36a Abs. 2 S. 2 AktG<sup>30</sup> und also lediglich innerhalb von fünf Jahren nach Eintragung eingebracht werden, so ist die Erleichterung nicht anzuwenden. Der Bewertungsstichtag darf nicht mehr als sechs Monate vor dem Tag der tatsächlichen Einbringung liegen.<sup>31</sup> Diese Erleichterungen bei der Gründung spiegeln sich auch im vereinfachten Gründungsbericht wider (vgl. § 34 Abs. 2 S. 3 AktG-E). Eine externe Werthaltigkeitsprüfung ist jedoch weiterhin erforderlich, wenn der gewichtete Durchschnittspreis durch „außergewöhnliche Umstände“ erheblich beeinflusst worden ist. Art. 10 Abs. 1 Unterabsatz 2 der geänderten Kapitalrichtlinie nennt explizit die Fallgruppe, dass der Markt für diese Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente illiquide geworden ist, als „außergewöhnlichen Umstand“. Die Begründung des Referentenentwurfs zählt als in diese Fallgruppe gehörend auf: einen illiquiden Markt, Marktmissbrauch und Kursmanipulationen;<sup>32</sup> keine außergewöhnlichen Umstände (*safe harbour*) sollen vorliegen bei marktüblichem Verhalten im Sinne des § 20a Abs. 2 WpHG in Verbindung mit den §§ 7 ff. der Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation (MaKonV)<sup>33</sup> und bei erlaubten Programmen des Rückkaufs eigener Aktien und Maßnahmen zur Kursstabilisierung im Rahmen von Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 vom 22. Dezember 2003.<sup>34</sup>

Die Regeln über das erleichterte Verfahren der Sachgründung oder Sachkapitalerhöhung sind auch dann nicht anwendbar, wenn der Zeitwert der anderen Vermögensgegenstände am Tag ihrer tatsächlichen Einbringung aufgrund neuer oder neu bekannt gewordener Umstände

---

<sup>28</sup> Umsetzung von Art. 10a Abs. 1 und 2 der Richtlinie 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. September 2006 zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals, Abl. EG Nr. L 264 vom 25.09.2006 S. 32.

<sup>29</sup> So auch die Begründung des Referentenentwurfs zum ARUG, S. 31.

<sup>30</sup> Die Begründung des Referentenentwurfs zum ARUG zitiert an dieser Stelle wohl versehentlich § 36 Abs. 2 S. 2 AktG.

<sup>31</sup> Art. 10 a Abs. 2 a) der Richtlinie 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. September 2006 zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals, Abl. EG Nr. L 264 vom 25.09.2006 S. 32.

<sup>32</sup> Begründung des Referentenentwurfs zum ARUG, S. 31.

<sup>33</sup> BGBl. I 2005 S. 515.

<sup>34</sup> Abl. EU Nr. L 336 vom 23. Dezember 2003, S. 33.

erheblich niedriger ist als der von dem Sachverständigen angenommene Wert.<sup>35</sup> Die Richtlinie spricht in diesem Zusammenhang weiter gefasst von einer „wesentlichen Änderung“.<sup>36</sup> Bei der Anmeldung zum Handelsregister muss versichert werden, dass solche neuen Umstände nicht bekannt sind; entsprechende Unterlagen sind der Anmeldung beizufügen, vgl. § 37a AktG-E. Auch ohne externe Prüfung unterliegen die Anmeldenden bei falscher Versicherung der zivilrechtlichen (§§ 46, 48 AktG) und strafrechtlichen (§ 399 AktG) Haftung. Nach der deutschen Umsetzung müssen auch die Bewertungsgrundlagen, d.h. „aussagekräftige Unterlagen über die Ermittlung des gewichteten Durchschnittspreises“ (§ 37a Abs. 3 Nr. 1 AktG-E) und „jedes Sachverständigengutachten, auf das sich die Bewertung in den Fällen des § 33a Abs. 1 Nr. 2 stützt“ (§ 37a Abs. 3 Nr. 2 AktG-E), veröffentlicht werden. Dies soll für erhöhte Transparenz und Nachprüfbarkeit des Vorgangs sorgen<sup>37</sup> und ist insoweit nicht zu beanstanden, auch wenn die Veröffentlichung der Bewertungsgrundlagen in der Aktionärsrechterichtlinie nicht vorgegeben ist.

Eine qualifizierte Minderheit von 5% kann auch in Zukunft die Bestellung von externen Sachverständigen zur Prüfung der Werthaltigkeit verlangen (vgl. u.a. § 183a Abs. 3 AktG-E). Der Antrag kann bis zum Tag, an dem der Vermögensgegenstand tatsächlich eingebracht wurde, gestellt werden. In diesem Fall müssen die 5% Mindestanteilsbesitz nicht nur zum Zeitpunkt des Kapitalerhöhungsbeschlusses sondern ebenfalls noch im Zeitpunkt des Antrags gehalten werden.<sup>38</sup>

Eine weitere wichtige Änderung in diesem Zusammenhang enthält § 38 Abs. 3 AktG-E: Werden übertragbare Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente (§ 33a Abs. 1 Nr. 1 AktG-E) oder andere Vermögensgegenstände deren Zeitwert von einem anerkannten, unabhängigen Sachverständigen ermittelt wurde (§ 33a Abs. 1 Nr. 2 AktG-E) bei der Sachgründung oder auch der Sachkapitalerhöhung in die Gesellschaft eingebracht und finden daher grundsätzlich die oben genannten Erleichterungen Anwendung, so soll in Zukunft ebenfalls die registergerichtliche Prüfung der Werthaltigkeit der Sacheinlagen entfallen. Dies gilt ebenfalls in den Fällen, in denen die Voraussetzungen der Gegen Ausnahme des § 33a Abs. 2 AktG-E

---

<sup>35</sup> Umsetzung von Artikel 10a Abs. 1 Unterabsatz 1 und Abs. 2 Unterabsatz 2 der Richtlinie 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. September 2006 zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals, Abl. EG Nr. L 264 vom 25.09.2006 S. 32.

<sup>36</sup> Art. 10a Abs. 2 Unterabsatz 2 Richtlinie 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. September 2006 zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals, Abl. EG Nr. L 264 vom 25.09.2006 S. 32.

<sup>37</sup> Vgl. die Begründung des Referentenentwurfs zum ARUG, S. 34.

<sup>38</sup> Art. 10a Abs. 2 Unterabsatz 3 der Richtlinie 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. September 2006 zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals, Abl. EG Nr. L 264 vom 25.09.2006 S. 32.

gegeben sind, also aufgrund besonderer Umstände ausnahmsweise doch eine externe Werthaltigkeitsprüfung durchgeführt werden muss. Das Registergericht prüft daher in Zukunft weder die materielle Richtigkeit der Versicherung bei der Anmeldung noch, ob die Voraussetzungen des § 33a Abs. 2 AktG sachlich gegeben sind oder der Einlagegegenstand an sich werthaltig ist.

Weitere Deregulierungsoptionen der geänderten Kapitalrichtlinie nimmt der Referentenentwurf des ARUG nicht auf, ohne dies näher zu begründen. Die Richtlinie bietet in Art. 10a Abs. 3 den Mitgliedstaaten die Möglichkeit zu beschließen, dass eine externe Werthaltigkeitsprüfung bei der Einbringung von Sacheinlagen auch entfallen kann, wenn andere Vermögensgegenstände als Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente als Sacheinlagen eingebracht werden sollen und deren Wert aus einem geprüften<sup>39</sup> Jahresabschluss des vorhergehenden Geschäftsjahres hervorgeht.

Des Weiteren kann Gesellschaften der Erwerb eigener Aktien bis zur Höhe ihrer ausschüttungsfähigen Rücklagen gestattet und der Zeitraum, für den die Hauptversammlung einen solchen Erwerb genehmigen kann, auf fünf Jahre verlängert werden (Art. 19 Abs. 1 geänderte Kapitalrichtlinie).<sup>40</sup> Die Aufhebung der Zehnprozentgrenze (vgl. auch § 71 Abs. 2 S. 1 AktG) war in der deutschen Literatur zwar vielfach auf Kritik gestoßen,<sup>41</sup> aber fand auch Unterstützung.<sup>42</sup> Obwohl es sich bei der Lockerung lediglich um eine Option der Richtlinie handelt, ergibt sich jedoch in deren Folge zwingender Änderungsbedarf im deutschen Recht. Für die Analyse von *Cahn*<sup>43</sup>, der die heutigen § 71 Abs. 1 Nr. 7 S. 2 und Nr. 8 S. 1 AktG für mit Art. 19 Abs. 1 der Kapitalrichtlinie in der Fassung der geänderten Kapitalrichtlinie unvereinbar hält, sprechen gute Gründe. Hier besteht für den deutschen Gesetzgeber noch Anpassungsbedarf.

Auch ermöglicht die Richtlinie die Unterstützung Dritter beim Erwerb von Aktien der Gesellschaft (sogenannte *financial assistance*) bis zur Höhe ihrer ausschüttungsfähigen Rücklagen. Um „Änderungen in den Besitzverhältnissen von Aktiengesellschaften flexibler

---

<sup>39</sup> Vgl. Richtlinie 2006/43/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. Mai 2006 über Abschlussprüfungen von Jahresabschlüssen und konsolidierten Abschlüssen, Abl. L 157 vom 9.6.2006, S. 87.

<sup>40</sup> Vgl. Neufassung des Art. 19 Abs. 1 und Nr. 4 der Präambel der Richtlinie 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. September 2006 zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals, Abl. EG Nr. L 264 vom 25.09.2006 S. 32.

<sup>41</sup> So z.B. Stellungnahme der Arbeitsgruppe Europäisches Gesellschaftsrecht vom 1.3.2003, abgedruckt in ZIP 2003, 863, 873; *Bayer*, BB 2004, 1, 8.

<sup>42</sup> Ausführlich *Oechsler*, ZHR 170 (2006) 72 ff.

<sup>43</sup> *Cahn*, Der Konzern 2007, 385, 392 f.

zu gestalten“<sup>44</sup> sollen *Leveraged Buyouts* in Zukunft leichter finanziert werden können.<sup>45</sup> Mögliche konkrete Umsetzungsvorschläge der genannten Richtlinienoption sind in der Literatur schon diskutiert worden,<sup>46</sup> wurden jedoch vom Gesetzgeber noch nicht aufgegriffen. Hier bringt auch das bald zu erwartende Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG) Neuerungen: Nach § 57 AktG-E in der Fassung des MoMiG gilt eine Darlehensgewährung dann nicht als eine Rückgewähr von Einlagen, wenn diese durch einen vollwertigen „Gegenleistungs- oder Rückgewähranspruch“ gedeckt ist.<sup>47</sup>

Der Referentenentwurf enthält ferner keine neue Regelung zur verdeckten Sacheinlage bei der Aktiengesellschaft.<sup>48</sup> Ausweislich der Begründung des Entwurfs soll vor einer Regelung noch die endgültige Fassung der Regelung für die GmbH im Rahmen des MoMiG<sup>49</sup> abgewartet werden.<sup>50</sup>

## 5. Mindestausgabebetrag bei Wandelschuldverschreibungen

Nach § 193 Abs. 2 Nr. 3 AktG muss der Beschluss der Hauptversammlung bei einer bedingten Kapitalerhöhung u.a. den Ausgabebetrag oder die Grundlagen enthalten, nach denen dieser Betrag errechnet wird. Die aktuelle instanzgerichtliche Rechtsprechung verpflichtet Hauptversammlungen im schon im Kapitalerhöhungsbeschluss einen fixen Ausgabebetrag anzugeben. Die bisher in der Praxis übliche Angabe eines Mindestausgabebetrages sei unzulässig.<sup>51</sup> Der Neufassung des § 193 Abs. 2 Nr. 3 AktG durch das ARUG kommt somit große praktische Bedeutung zu. Es genügt in Zukunft, wenn in dem Beschluss der Hauptversammlung über eine bedingte Kapitalerhöhung zur Ausgabe von

---

<sup>44</sup> Erwägungsgrund Nr. 5 der Richtlinie 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. September 2006 zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals, Abl. EG Nr. L 264 vom 25.09.2006 S. 32; siehe auch *Freitag*, AG 2007, 157, 159.

<sup>45</sup> Vergleiche zu den Voraussetzungen im Einzelnen *Oechsler*, ZHR 179 (2006) 72, 81ff.

<sup>46</sup> So z.B. *Drygala*, Der Konzern 2007, 396, 400 ff.

<sup>47</sup> § 57 Abs. 1 AktG-E. in der Fassung des MoMiG und Begründung des Regierungsentwurfs eines Gesetzes zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG) vom 23. Mai 2007, S. 119 mit Verweis auf S. 93 ff., abgedruckt in ZIP, Beilage zu Heft 23/2007.

<sup>48</sup> Vgl. Neufassung des Art. 23 Abs. 1 und Einfügung eines neuen Art. 23a der Richtlinie 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. September 2006 zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals.

<sup>49</sup> Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG, BT-Drucks. 16/6140).

<sup>50</sup> Begründung des Referentenentwurfs zum ARUG, S. 29.

<sup>51</sup> Vgl. u.a. KG, NZG 2008, 274; OLG Celle, AG 2008, 85; OLG Hamm, Urt. v. 19.03.2008, BeckRS 2008, 06474; weitere Nachweise bei *Angerer/Pläster*, NZG 2008, 326 in Fn. 3; eine Entscheidung des Bundesgerichtshofs in der anhängigen Sache I ZR 262/07 steht noch aus.

Wandelschuldverschreibungen (§ 192 Abs. 2 Nr. 1 AktG) „oder in dem damit verbundenen Beschluss nach § 221 der Mindestausgabebetrag oder die Grundlagen für die Festlegung des Ausgabebetrag oder des Mindestausgabebetrag bestimmt werden“ (§ 193 Abs. 2 Nr. 3 AktG-E). Die Ermittlung des Ausgabepreises für die jungen Aktien durch ein sogenanntes *Bookbuilding* wird so auch gesetzlich geregelt werden.<sup>52</sup> Dies ist zu begrüßen.<sup>53</sup>

Der Forderung der Regierungskommission Corporate Governance, die die Möglichkeit eines vereinfachten Bezugsrechtsausschlusses (§ 186 Abs. 3 S. 4 AktG analog) auch für Wandelschuldverschreibungen und Gewinnschuldverschreibungen im Sinne des § 221 AktG explizit angeordnet sehen wollte,<sup>54</sup> ist der Gesetzgeber bisher nicht nachgekommen. In der Rechtsprechung wurde die Anwendung des § 186 Abs. 3 S. 4 AktG auf diese Fälle vom OLG München im Fall EM.TV zwar bejaht,<sup>55</sup> allerdings wurde die Revision zugelassen. Der Bundesgerichtshof hat in einem Hinweisbeschluss erklärt, dass er die aufgeworfenen Grundsatzfragen nicht für entscheidungserheblich halte<sup>56</sup> und die Revision durch einen Zurückweisungsbeschluss erledigt. Die Rechtslage muss daher weiterhin als unklar gelten. Eine Klarstellung durch den Gesetzgeber wäre wünschenswert.

## 6. Konkretisierung der Freigabeverfahren

Einen der Schwerpunkte des Referentenentwurfs bildet der nächste Versuch des deutschen Gesetzgebers, missbräuchlicher Aktionärsklagen Herr zu werden.<sup>57</sup> Unter „missbräuchlichen Aktionärsklagen“ wird gemeinhin das Verhalten einiger – meist auch namentlich bekannter – Berufskläger zusammengefasst, das darauf gerichtet ist, sich den Lästigkeitswert ihrer Anfechtungsklagen von der betroffenen Gesellschaft abkaufen zu lassen. Mit dem „Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)“<sup>58</sup> hatte der Gesetzgeber schon 2005 den ersten Versuch unternommen<sup>59</sup> und mit § 246a AktG neben dem

---

<sup>52</sup> Begründung des Referentenentwurfs zum ARUG, S. 57.

<sup>53</sup> Vgl. zum bisherigen Meinungsstand in Literatur und Rechtsprechung zuletzt ausführlich *Rieckers*, in: Spindler/Stilz (Hrsg.), AktG, 2007, § 193 Rdz. 14 f.

<sup>54</sup> Baums (Hrsg.) Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rdz. 221 mit einem Formulierungsvorschlag; ausführlich auch *Seiler*, in: Spindler/Stilz (Hrsg.), AktG, 2007, § 221 Rdz. 98 m.w.N.

<sup>55</sup> OLG München, NZG 2006, 784; Vorinstanz LG München I, AG 2006, 169.

<sup>56</sup> BGH, Hinweisbeschluss vom 11. 6. 2007 - II ZR 152/06; Vorinstanz OLG München, NZG 2007, 907.

<sup>57</sup> Als konkreter Auslöser kann wohl die empirische Studie zur missbräuchlichen Anfechtungsklagen von *Baums/Keinath/Gajek*, ZIP 2007, 1629 bezeichnet werden.

<sup>58</sup> Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)“ vom 22.09.2005, BGBl. I 2005, 2802.

<sup>59</sup> Vgl. zu diesem Ziel des UMAG *Baums/Drinhausen*, ZIP 2008, 145 m.w.N.; zu Änderungen des Aktiengesetzes durch das UMAG u.a. *Koch*, ZGR 2006, 769; *Kolb*, DZWIR 2006, 50; *Wilsing*, ZIP 2004, 1082; *Spindler*, NZG 2005, 825.

umwandlungsrechtlichen und den konzernrechtlichen Freigabeverfahren (§§ 319, 327e AktG, § 16 UmwG) ein aktienrechtliches Freigabeverfahren eingeführt. Diesen Weg baut der Gesetzgeber im neuen Referentenentwurf mit guten Gründen pfadabhängig aus. Gesetzgeberisches Ziel ist es, den Spielraum von Berufsklägern weiter zu beschränken.<sup>60</sup> Die Aufgabe des Gesetzgebers war und ist heikel: Wie kann dem Klagegewerbe ein Ende bereitet werden, ohne berechtigtes und auch gewünschtes Vorgehen von Aktionären gegen rechtswidrige Beschlüsse der Hauptversammlung zu unterbinden? Das Recht zur Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen ist ein Individualrecht. Minderheitsaktionäre, die gegen einen mit eventuell sogar großer Hauptversammlungsmehrheit beschlossenen Beschluss vorgehen, werden häufig zumindest dem Vorstand der Aktiengesellschaft und ebenso häufig auch dem Hauptaktionär lästig. So wird der Wunsch nach der Eindämmung missbräuchlicher Aktionärsklagen, und lediglich diese sind das Ziel des Gesetzgebers, häufig „erweitert“ und ein Vorgehen des Gesetzgebers auch gegen berechnete Klagen von Minderheitsaktionären als solchen gefordert. Vorgeschlagen werden feste Quoten oder auch Mindestanteilsbesitzvoraussetzungen.<sup>61</sup> Es ist zu begrüßen, dass sich der Gesetzgeber diesen Vorschlägen mit dem Referentenentwurf nicht anschließt und die Anfechtungsklage als solche unangetastet lässt: § 245 AktG wird durch den Referentenentwurf daher nicht berührt. Auch der Aktionär als Inhaber von im Extremfall einer Aktie im Nennwert von einem Euro kann Hauptversammlungsbeschlüsse weiterhin angreifen. Ein Quorum zur Erhebung der Anfechtungsklage hätte den Einzelaktionär des wirksamsten Schutzes seines Eigentums Aktie gegen rechtswidrige Eingriffe seitens der Mehrheit beraubt, ohne ein in jedem Fall verfügbares alternatives Schutzinstrument (etwa ein Schadensersatzklage) an seine Seite zu stellen. Außerdem motivieren drohende Anfechtungsklagen den Vorstand einer Aktiengesellschaft und dominante Mehrheitsaktionäre präventiv dazu, die Rechte aller (Minderheits-) Aktionäre zu achten. Bei Erfolg der Anfechtungsklage erklärt das Gericht die gefassten Beschlüsse für insgesamt nichtig. Die Anfechtungsklage ist demnach zu einer Möglichkeit der Durchsetzung einer individuellen Rechtsposition des einzelnen Aktionärs. Zum anderen wirkt sie auf die allgemeine Beachtung von Recht und Gesetz durch die Hauptversammlung und die Geschäftsführung der Aktiengesellschaft hin. Die

---

<sup>60</sup> Siehe auch Pressemitteilung des Bundesministeriums der Justiz vom 24. April 2008, abrufbar unter [www.bmj.de](http://www.bmj.de), dazu von *Rosen*, BB 2008, 957. Zu den bisherigen Möglichkeiten missbräuchlicher Anfechtungsklagen zu sanktionieren vgl. *Ehmann*, ZIP 2008, 584 ff., zu Beispielen aus der jüngeren Rechtsprechung vgl. *Goette*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2007, Aktuelle höchstrichterlicher Rechtsprechung, S. 1, 36 ff.

<sup>61</sup> Jüngst wieder *Noack*, BB 32/2007, Die erste Seite: 1% des Grundkapitals; von *Rosen*, BB 2008, 957: 5%; ein Quorum befürwortend auch *Poelzig/Meixner*, AG 2008, 196, 203: 1% oder ein anteiliger Betrag von 100.000 Euro; ebenso *Vetter*, AG 2008, 177, 195: 1% oder 10% des auf außenstehende Aktionäre entfallenden Grundkapitals.

Anfechtungsklage mag zwar in dieser kollektiven Funktion vom Gesetzgeber beschränkt werden können (vgl. dazu §§ 142 Abs. 4, 148 Abs. 1 AktG),<sup>62</sup> in ihrer individuellen Rechtsschutzfunktion genießt sie jedoch Grundrechtsschutz.<sup>63</sup> Ein Quorum zur Erhebung der Anfechtungsklage würde diesen weitgehend beseitigen. Es ist ein Unterschied, ob einem Aktionär unter bestimmten Voraussetzungen in einem dafür bestimmten Verfahren (Squeeze out) gegen entsprechende Kompensation Rechte entzogen werden oder ob eine Mehrheit in Rechte einer Minderheit eingereift und diese nicht gerichtlich überprüfen lassen kann, ob der Eingriff rechtmäßig war, sondern ganz auf einen Schadensersatzanspruch beschränkt wird. Die verfassungsrechtliche Zulässigkeit des ersten Vorgangs besagt nichts für die verfassungsrechtliche Beurteilung dieser letzteren Maßnahme.<sup>64</sup> Damit wäre auch die Abwehr eines drohenden Eingriffs nicht mehr möglich. Ein Quorum für die Erhebung einer Anfechtungsklage ist abzulehnen. Der deutsche Gesetzgeber greift daher zu Recht nicht zum Schwert des Quorums um neben den unerwünschten Nebenwirkungen, die durch missbräuchliche Aktionärsklagen entstehen, auch noch alle rechtlich erwünschten<sup>65</sup> abzuscheiden.

Schon das bisherige Freigabeverfahren ermöglicht es Gesellschaften bei Anfechtungsklagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse über Kapitalmaßnahmen oder Unternehmensverträge, eine Eintragung des strukturändernden Beschlusses in das Handelsregister zu erreichen, bevor über die Anfechtungsklage rechtskräftig entschieden wurde. Obsiegt der Anfechtungskläger, kann er keine Rückabwicklung der betreffenden Maßnahme verlangen, sondern wird auf Schadensersatzansprüche verwiesen. Mit dem neuen Referentenentwurf werden die Regeln zu den Freigabeverfahren in §§ 246a, 319 Abs. 6, 327e Abs. 2 AktG, 16 Abs. 3 UmwG parallel in drei Punkten modifiziert:

Zunächst übernimmt der Referentenentwurf die schon in der Gesetzesbegründung des UMAG erwähnten Kriterien der Interessenabwägung bei der Freigabeentscheidung in positives Recht:<sup>66</sup> Ein Freigabebeschluss hat in Zukunft zu ergehen, wenn 1. die Klage des Aktionärs unzulässig oder offensichtlich unbegründet ist oder 2. die Anteile des Klägers seit Bekanntmachung der Einberufung einen anteiligen Betrag von 100 Euro unterschritten haben

---

<sup>62</sup> *Baums/Drinhausen*, ZIP 2008, 145, 146 f.

<sup>63</sup> Kritisch, in der Sache jedoch ohne vertiefte Begründung, *Assmann*, AG 2008, 208, 211: „anschwellender Bocksgesang“; kritisch dazu mit Recht *Römer*, AG 2007, 368 f.

<sup>64</sup> Vgl. ausführlich *Baums/Drinhausen*, ZIP 2008, 145, 148 f.

<sup>65</sup> Dazu etwa *Goette*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung (Hrsg.), *Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2007*, Aktuelle höchstrichterlicher Rechtsprechung, S. 1, 41.

<sup>66</sup> Vgl. Begründung des Regierungsentwurfs eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) vom 17.11.2004, S. 63 f.



oder 3. das alsbaldige Wirksamwerden des Hauptversammlungsbeschlusses vorrangig erscheint, weil die vom Antragssteller dargelegten wesentlichen Nachteile für die Gesellschaft und ihre Aktionäre nach freier Überzeugung des Gerichts die Nachteile für den Antragsgegner überwiegen und der Eintragung nicht die Schwere der mit der Klage geltend gemachten Rechtsverletzungen entgegensteht.

Das Regel-Ausnahmeverhältnis einer Freigabeentscheidung wird vom Gesetzgeber zugunsten der Gesellschaft verschärft. Ist die Anfechtungsklage offensichtlich unzulässig oder unbegründet, dann besteht kein anerkanntes Interesse des klagenden Aktionärs daran, die Eintragung des Beschlusses aufzuhalten. Auch werden die wesentlichen Nachteile der Gesellschaft und ihrer Aktionäre in den allermeisten Fällen die Nachteile für den Antragsgegner überwiegen, gerade, wenn ökonomische Aspekte in den Mittelpunkt rücken. Auf Seiten des klagenden Aktionärs sollen auch die Interessen anderer Aktionäre, die möglicherweise durch den Beschluss beeinträchtigt sind, keine Berücksichtigung mehr finden. Damit findet eine gewisse Abkehr von der Vorstellung des Einzelaktionärs als Interessenwahrer sämtlicher Minderheitsaktionäre statt. Insofern ist lediglich in Ausnahmefällen denkbar, dass sich die Waagschale bei der Interessenabwägung zugunsten der Interessen des Einzelaktionärs senkt. Faktisch deckt sich dies im Ergebnis auch schon mit der bisherigen Gerichtspraxis in den Fällen des § 246a AktG.<sup>67</sup>

Lediglich in den Fällen, in denen die Schwere der mit der Klage geltend gemachten Rechtsverletzungen einer Eintragung entgegensteht, hat das Freigabeverfahren der Aktiengesellschaft also keinen Erfolg. Zur Untersuchung der Schwere der Rechtsverletzung ist auf die Bedeutung der verletzten Norm und das Ausmaß der Rechtsverletzung abzustellen. Durch diese abgestufte Regelung wird verhindert, dass Aktionäre mit sehr geringer Beteiligung durch den Vortrag von weniger bedeutenden Verstößen wichtige strukturändernde Maßnahmen der Gesellschaft blockieren können.<sup>68</sup> Die Klarstellung dieser zweistufigen Prüfung ist auch aus rechtsdogmatischer Sicht zu begrüßen. Die Bedeutung der Begriffe Schwere und Ausmaß der Rechtsverletzung muss in der Folge von der Literatur und den Gerichten weiter herausgearbeitet werden.

Zusätzlich fügt der Gesetzgeber allerdings auch ein „Bagatellquorum“ für Aktien im Nennbetrag unter einhundert Euro ein. Dieses entspricht nach den Erwägungen des

---

<sup>67</sup> Baums/Keinath/Gajek, ZIP 2007, 1629, 1649.

<sup>68</sup> Begründung des Referentenentwurfs zum ARUG, S. 63.

Referentenentwurfs einer wirtschaftlichen Beteiligung in Höhe von 1.000 bis 2.000 Euro und stelle das kleinste aus sich heraus ökonomisch sinnvolle Investment in eine Gesellschaft dar.<sup>69</sup> Aktionäre mit einem kleineren Aktienbesitz werden demnach für nicht schutzwürdig (genug) erklärt. Auch die schwerste Rechtsverletzung, man denke z.B. an den Entzug des Stimmrechts, die Verweigerung der Teilnahme an der Hauptversammlung, den vollständigen Entzug des Rederechts, hindert hiernach die Eintragung des Hauptversammlungsbeschlusses nicht. Der Grund für ein solches Bagatellquorum ist unklar: In den von *Baums/Keinath/Gajek* untersuchten Fällen hielten die jeweiligen Berufskläger Aktien mit jeweils höherem Nennbetrag.<sup>70</sup> Die Einführung eines Bagatellquorums eröffnet allerdings bedenkliche Möglichkeiten im weiteren parlamentarischen Prozess. Über die Erhöhung einer simplen Quote lässt sich weit besser verhandeln als über die Einführung einer neuen rechtlichen Voraussetzung, da der Festsetzung einer Quote immer etwas Willkürliches anhaftet. Eine Erhöhung des Bagatellquorums würde jedoch mehr Schaden als Nutzen anrichten. Berufskläger können organisiert agieren, sich im Zweifel zusammen schließen, neuerdings auch mit Hedge Fonds koalieren oder auch per Wertpapierleihe die Mindestanteilsbesitzhürde überspringen. Diejenigen, die auf der Strecke bleiben, sind die unorganisierten, „echten“ Minderheitsaktionäre. Je weiter die Schranke des Mindestanteilsbesitzes nach oben verschoben wird, desto mehr schützenswerte Minderheitsaktionäre<sup>71</sup> fallen unter die Quote, ohne dass die echten Berufskläger ausgeschaltet werden. Neuerdings und auch in den Erwägungsgründen des Referentenentwurfs wird ein Mindestanteilsbesitzerfordernis zum Teil damit gerechtfertigt, dass „im Laufe der Zeit aus Rücksicht auf die Gepflogenheiten an den internationalen Kapitalmärkten die Mindestnennbeträge der Aktien immer weiter abgesenkt worden sind, zuletzt auf einen Euro. Dabei ist nicht berücksichtigt worden, dass die Atomisierung der Nennbeträge der Aktien zugleich zu einer Atomisierung der Klagebefugnis geführt hat.“<sup>72</sup> Wird ein Recht geteilt, so stehen jedem Anteilsinhaber die gleichen Abwehrrechte zu. Dies ist ein grundlegendes Prinzip unseres Bürgerlichen Rechts und nicht lediglich ein „Unfall“ der Globalisierung. Die hohen Nennbeträge der Vergangenheit sollten zudem nicht die Aktiengesellschaften vor den Anfechtungsklagen ihrer Minderheitsaktionäre schützen, sondern Anleger mit nur geringem Vermögen aufgrund des Verlustrisikos

---

<sup>69</sup> Begründung des Referentenentwurfs zum ARUG, S. 63.

<sup>70</sup> *Baums/Keinath/Gajek*, ZIP 2007, 1629.

<sup>71</sup> Vgl. an dieser Stelle die Voraussetzungen, die das BVerfG in seiner Squeeze out Entscheidung vom 30.05.2007, ZIP 2007, 1261, für den Entzug von Aktionärsrechten aufgestellt hat: Es müssen nicht lediglich die Vermögensinteressen der Minderheitsaktionäre geschützt werden, sondern diese müssen auch vor dem Missbrauch der Mehrheitsmacht effektiven Schutz genießen.

<sup>72</sup> Begründung des Referentenentwurfs zum ARUG, S. 64.

überhaupt vor der Investition in eine Aktiengesellschaft bewahren.<sup>73</sup> Der Gesetzgeber ist daher davor zu warnen, diesen Weg im weiteren Gesetzgebungsprozess weiter zu beschreiten. Ein Bagatellquorum in Höhe von 100 Euro schadet allerdings nur wenig, nutzt wohl auch nicht viel.

Als eine weitere Vorkehrung soll eine Verzögerung des Freigabeverfahrens infolge ausländischer Zustelladressen der Anfechtungskläger künftig verhindert werden. Die Zustellvorschriften der §§ 82, 83, Abs. 1 und 84 der Zivilprozessordnung sollen analog angewendet werden; die Prozessvollmacht für den Anfechtungsprozess wird auch auf die Vertretung im Freigabeverfahren erstreckt. Wie die Begründung des Referentenentwurfs selbst anführt haben diesem „Verfahrenstrick“ schon die Gerichte selbst ein Ende bereitet.<sup>74</sup> Die Aufnahme in das Gesetz erscheint daher überflüssig.

Demgegenüber greift der Gesetzgeber Änderungswünsche, die zuvor in der Literatur geäußert worden waren, nicht auf. Einige verdienen jedoch weitere Erwägung und sollten im Gesetzgebungsprozess noch bedacht werden: Das Freigabeverfahren sollte zunächst auch auf alle weiteren eintragungsbefürhtigen Beschlüsse erweitert werden.<sup>75</sup> Dies würde zum einen das Nebeneinander der verschiedenen Freigabeverfahren (§§ 246a, 319 Abs. 6, 327e Abs. 2 AktG, § 16 Abs. 3 UmwG) beseitigen; man könnte sich auf eine Norm beschränken. Eine solche Regelung würde den Charakter des Freigabeverfahrens als einstweiliges Verfügungsverfahren herausstreichen. Auf Regelungen zum Mindestanteilsbesitz kann und sollte dabei ganz verzichtet werden. Besteht ein Verfügungsgrund in einer schwerwiegenden Rechtsverletzung im Sinne der Interessenabwägungsklausel, so muss dieser einstweilige Rechtsschutz gewährt werden.

Die Hauptmotivation einer Aktiengesellschaft, überhaupt ein Freigabeverfahren zur Eintragung des Hauptversammlungsbeschlusses anzustrengen, ist der Zeitdruck, unter den sie durch die angedrohte oder erhobene Anfechtungsklage gerät.<sup>76</sup> Dieser Zeitdruck begründet die *Hold-up* Position, aus welcher Berufskläger Kapital zu schlagen versuchen. In § 246a Abs. 3 S. 5 AktG hat das UMAG für das neu eingeführte Freigabeverfahren eine Frist von drei

---

<sup>73</sup> Vgl. jüngst ausführlich *Krüger*, Mindestkapital und Gläubigerschutz, 2005, u.a. S. 53 m.w.N.

<sup>74</sup> Hierzu LG Münster, NZG 2006, 833; *Seibert*, NZG 2007, 841, 845; *Waclawik*, DStR 2006, 2177; *Vetter*, AG 2008, 177, 192 f.

<sup>75</sup> Ebenso *Vetter*, AG 2008, 177, 191; *Poelzig/Meixner*, AG 2008, 196, 199; *Waclawik*, DStR 2006, 2177, 2184.

<sup>76</sup> Eindringlich *Schwintowski*, DB 2007, 2695; *Baums/Drinhausen*, ZIP 2008, 145, 147.

Monaten vorgesehen. Diese Frist gilt für jede Instanz gesondert.<sup>77</sup> In den bisher durchgeführten aktienrechtlichen Freigabeverfahren haben zwar sowohl die Landgerichte als auch die Oberlandesgerichte diese Sollvorschrift eingehalten.<sup>78</sup> Zieht man jedoch die Zeiten für Anfechtungsfrist, Klagezustellungsfrist und die Rechtsmittelfrist in Betracht, dauert ein sich über zwei Instanzen streckendes Freigabeverfahren an die acht Monate.<sup>79</sup> Wird diese Zeit nicht verkürzt, so bleibt der Lästigkeitswert der Anfechtungsklagen bestehen. Will man daher nicht die Registersperre als solche beseitigen, so muss diese Zeitspanne verkürzt werden, soll dem Klagegewerbe ein Ende bereitet werden.<sup>80</sup> Es ist in diesem Zusammenhang zu überlegen, Freigabeverfahren oder Anfechtungsklagen grundsätzlich bei den Oberlandesgerichten anzusiedeln.<sup>81</sup> Als Alternative zur Beschränkung des Freigabeverfahrens auf nur eine Instanz bietet es sich an, wenigstens die generell aufschiebende Wirkung der Beschwerde (§ 246a Abs. 3 S. 4 AktG) für diese Fallgestaltungen zu beseitigen und dem Landgericht zu gestatten, die sofortige Vollziehung anzuordnen.

### III. Schlussbemerkungen

Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrichtlinie ist insgesamt geglückt. Dies gilt insbesondere für die Neuregelung des Depotstimmrechts, die Erlaubnis des Mindestausgabebetrages bei Wandelschuldverschreibungen und die Erleichterungen bei Sachgründungen und Sachkapitalerhöhungen. Durch die Einführung der Online-Stimmabgabe- und der Briefwahlmöglichkeit besteht die begründete Hoffnung, in Zukunft die Hauptversammlungspräsenzen vor allem großer Aktiengesellschaften maßgeblich zu steigern. Der Gesetzgeber hat nicht von allen Optionen der geänderten Kapitalrichtlinie Gebrauch gemacht. Diese sollten noch in den weiteren Gesetzgebungsprozess einfließen.

Zu begrüßen ist auch, dass sich der Gesetzgeber gegen eine Einschränkung des Rechtes der aktienrechtlichen Anfechtungsklage, etwa durch eine Mindestbesitzquote, und statt dessen für eine Konkretisierung der Interessenabwägungsklausel der aktien-, konzern- und

---

<sup>77</sup> Vgl. Empfehlung der Regierungskommission Corporate Governance, Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rdz. 155, auf der die Regelung beruht; ebenso *Diekmann/Leuering*, NZG 2004, 249 in Fußnote 60; *Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2007, § 246a Rdz. 28.

<sup>78</sup> *Baums/Keinath/Gajek*, ZIP 2007, 1629, 1649.

<sup>79</sup> *Vetter*, AG 2008, 177, 178 errechnet sogar einen Zeitraum von 9-12 Monaten.

<sup>80</sup> Siehe zur Eindämmung des Klagegewerbes durch Instanzenzugverkürzung *Goll/Schwörer*, ZRP 2008, 77, 80.

<sup>81</sup> Vgl. in diesem Zusammenhang den Entwurf des Bundesrates für ein Gesetz zur Einführung erstinstanzlicher Zuständigkeit des Oberlandesgerichts in aktienrechtlichen Streitigkeiten vom 30. April 2008, BR-Drucks. 16/9020 basierend auf dem Gesetzesantrag der Länder Baden-Württemberg und Sachsen vom 12.12.2007, BR-Drucks. 901/07.

umwandlungsrechtlichen Freigabeverfahren entschieden hat. Solange allerdings die *Hold-up* Position der Anfechtungskläger, die vor allem aus der langen Zeitdauer der Freigabeverfahren resultiert, nicht vermindert wird, ist nicht zu erwarten, dass das Klagegewerbe wirklich ausgetrocknet werden kann. Ein Quorum oder die Einführung einer Mindestanteilsbesitzregelung für das Freigabeverfahren ist jedoch eine Verlegenheitslösung, die in der bisher vorgeschlagenen Höhe praktisch nutzlos ist, sich im abzusehenden Fall einer Erhöhung aber zu Lasten aller „echten“ Minderheitsaktionäre auswirkt und dann unter Umständen auch das verfassungsrechtliche Gebot effektiven Rechtsschutzes gegen Missbrauch der Mehrheitsmacht verletzt. Insofern ist es bedenklich, wenn der Gesetzgeber mit dem „Bagatellquorum“ einen Schritt in diese Richtung unternimmt. Es bleibt zu hoffen, dass dieses „Einfallstor“ sich im weiteren Gesetzgebungsprozess nicht vergrößert. Zu begrüßen wäre demgegenüber die sachliche Ausdehnung der Freigabeverfahren auf alle eintragungsbedürftigen Beschlüsse und Vorgänge sowie die Verkürzung der Freigabeverfahren auf eine Instanz. Die Aktionärsrechterichtlinie ist bis zum 3. August 2009 in deutsches Recht umzusetzen. Dies gibt auch den weiteren Zeitplan für die Verabschiedung des ARUG vor.

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 Schmidtbleicher/  
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.)
- 74 Roland Schmidbleicher Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?  
(publ. in: Die AG 2008, S. 73 ff.)
- 75 Theodor Baums Europäische Modellgesetze im Gesellschaftsrecht  
(publ. in: Kley/Leven/Rudolph/Schneider [Hrsg.], *Aktie und  
Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung  
und Finanzplatz*, 2008, S. 525-535)
- 76 Andreas Cahn/  
Nicolas Ostler Eigene Aktien und Wertpapierleihe  
(publ. in: Die AG 2008, S. 221 ff.)
- 77 David C. Donald Approaching Comparative Company Law
- 78 Theodor Baums/  
Paul Krüger Andersen The European Model Company Law Act Project
- 79 Theodor Baums « Lois modèles » européennes en droit des sociétés  
(publ. in : *Revue des Sociétés* 2008, S. 81 ff.)
- 80 Ulrich Segna Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff.  
WpHG und § 244 AktG  
(publ. in : Die AG 2008, S. 311 ff.)
- 81 Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
- Reto Francioni Börsen im internationalen Wettbewerb: Konsolidierung als  
Teilaspekt einer globalen Wachstumsstrategie
- Roger Müller Kooperationen und Zusammenschlüsse von Börsen als  
Bewährungsprobe für das Börsenrecht
- Horst Hammen Verschmelzung von Börsen?

- |    |                                       |  |
|----|---------------------------------------|--|
| 82 | Günther M. Bredow/<br>Hans-Gert Vogel | Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze |
| 83 | Theodor Baums                         | Zur AGB-Kontrolle durch die BaFin am Beispiel des Bausparrechts            |
| 84 | José Engrácia Antunes                 | The Law of Corporate Groups in Portugal                                    |



ILF



**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT