

**SATZUNGSSTRENGE CONTRA
GESTALTUNGSFREIHEIT IM RECHT DER
„DEUTSCHEN“ AG UND SE**

Dissertation zur Erlangung des akademischen Grades eines
Doktors der Rechtswissenschaft der Fakultät für
Rechtswissenschaft der Universität Bielefeld

Moritz Petrikowski

Erstgutachter: Prof. Dr. Detlef Kleindiek
Zweitgutachter: Prof. Dr. Florian Jacoby
Tag der mündlichen Prüfung: 13. August 2009

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2009 von der Fakultät für Rechtswissenschaften der Universität Bielefeld als Dissertation angenommen. Das Manuskript ist auf dem Stand von März 2007.

Mein besonderer Dank gilt Herrn Professor Dr. Kleindiek, der die Arbeit betreut und das Erstgutachten erstellt hat. Herrn Professor Dr. Jacoby gilt mein Dank für die Erstellung des Zweitgutachtens.

Danken möchte ich meinen Freunden und meiner Familie, die immer an mich und diese Arbeit geglaubt haben. Besonderer Dank gilt dabei meiner Frau Dr. Carolin Hilgers. Ihre kritischen Anregungen, ihre moralische Unterstützung und ihre unendliche Geduld haben diese Arbeit erst Wirklichkeit werden lassen.

Für ihre stetige Unterstützung und ihren Glauben an mich gebührt der größte Dank meinen Eltern Angelika und Klaus Petrikowski, denen ich diese Arbeit widme.

Einleitung	10
A. Untersuchungsgegenstände	10
I. Aktienrechtliche Satzungsstrenge	10
II. Satzungsstrenge in der „deutschen SE“	10
B. Ziel der Arbeit	10
I. Ausgangslage	10
II. Existente Literatur	14
1. Die Arbeit von Bendfeld.....	14
2. Die Arbeit von Bak.....	15
C. Gang der Untersuchung	16
1. Teil: Satzungsstrenge in der Aktiengesellschaft	17
A. Die Satzung der Aktiengesellschaft	17
I. Der Begriff der Satzung	17
II. Die Rechtsnatur der Satzung	18
III. Die verschiedenen Satzungsbegriffe (formell, materiell, indifferent)	18
IV. Abgrenzung von Nebenabreden	19
V. Inhaltliche Ausgestaltung der Satzung –insbesondere § 23 V AktG-	20
1. Fakultative Satzungsbestimmungen.....	21
1) Abweichungen vom AktG (§ 23 V 1 AktG).....	21
2) Das AktG ergänzende Satzungsbestimmungen (§ 23 V 2 AktG).....	24
2. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen.....	27
B. Satzungsstrenge und Verfassungsrecht	28
I. Einschlägiger Schutzbereich	28
1. Art. 9 I GG.....	28
2. Art. 2 I GG.....	28
3. Entscheidung.....	29
II. Eingriff in den Schutzbereich des Art. 9 I GG	30
C. Satzungsstrenge und Gemeinschaftsrecht	31
D. Legitimation der Satzungsstrenge / § 23 V AktG	33
I. Historischer Rückblick	34
1. Rechtsprechung des Reichsgerichts (RG).....	34
2. Schrifttum.....	36
3. Zusammenfassung.....	37
II. Gegenwärtige Auffassung	37
1. Schrifttum.....	37
2. Begründung zum AktG 1965.....	39
3. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen.....	40
E. Kritische Würdigung der Anleger-/Kapitalmarktschutz-Legitimation	41
I. Risiken des Anlegers	41
1. Opportunitäts-, Substanzerhaltungs- und Ertragsrisiko.....	41
2. Umfassendes Informationsrisiko.....	42
1) Informationsrisiko ex ante.....	44
2) Informationsrisiko ex post.....	44
3. Zusammenfassung.....	46
II. Auswirkungen des Informationsrisikos	46
1. Einfluss des Informationsrisikos auf den Kapitalmarkt/Marktversagen.....	46
2. Verhinderung von Marktversagen durch § 23 V AktG.....	48
III. Anlegerschutz zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht	48
1. Vertriebsansatz.....	49

2.	Kombinationslösung.....	49
3.	Diskussion	50
IV.	Anleger-/Kapitalmarktfunktionenschutz durch § 23 V AktG	52
1.	Ex ante Anlegerschutz durch § 23 V AktG – mittelbare Wirkungsweise.....	53
1)	<i>Entscheidender Informationshorizont</i>	54
2)	<i>Informationsbereitstellung über gesetzliche Vorschriften</i>	55
a)	Jahresabschluss und Publizität	55
b)	Rechnungslegung nach HGB	55
c)	Aktienrechtliche Spezialvorschriften zur Rechnungslegung	57
aa)	§ 152 AktG	57
bb)	§ 160 AktG.....	59
d)	Aktienrechtliches Informationsregime	63
e)	Kapitalmarktrecht.....	66
aa)	Prospektpflicht nach WpPG	66
bb)	Zwischenbericht (§ 40 BörsG).....	68
cc)	Ad-hoc-Publizität (§ 15 WpHG)	70
dd)	Beteiligungspublizität (§ 21 WpHG)	72
ee)	Directors` Dealings (§ 15a WpHG).....	72
2.	Kritische Würdigung der „mittelbaren Wirkungsweise“	73
3.	Ex ante Anlegerschutz durch § 23 V AktG - unmittelbare Wirkungsweise	75
1)	<i>Standardisierung durch § 23 V AktG</i>	77
2)	<i>Umgehung durch Shareholder Agreements</i>	79
a)	Anwendungsbereich und Wirkungsweise	80
b)	Bindung eintretender Aktionäre	81
4.	Kritische Würdigung der „unmittelbaren“ Wirkungsweise/Standardisierung	82
5.	Ex post Anlegerschutz durch § 23 V AktG.....	85
1)	<i>Mittelbare Wirkungsweise</i>	87
a)	Gründungsvorschriften.....	88
b)	Mitwirkungs- und Kontrollrechte.....	88
aa)	Ausdrücklich normierte Rechte.....	89
bb)	Ungeschriebene Rechte („Holzmüller“)	90
c)	Haftungsregelungen	91
d)	Desinvestitionsmöglichkeit (Exit-Option)	92
2)	<i>Kritische Würdigung der mittelbaren Wirkungsweise</i>	92
a)	Gründungsvorschriften.....	92
b)	Mitwirkungs- und Kontrollrechte.....	93
aa)	Collectiv- Action Problematik (CAP)	94
bb)	Lösung der CAP über Marktmechanismen.....	95
cc)	Lösung der CAP über das Depotstimmrecht.....	96
c)	Haftungsregelungen	98
d)	Desinvestitionsmöglichkeit	98
e)	Zusammenfassung.....	99
3)	<i>Unmittelbare Wirkungsweise</i>	99
6.	Zusammenfassung: Anlegerschutz durch § 23 V AktG.....	100
V.	Grundsätzliche Kritik an der Anleger-/Kapitalmarktschutz-Legitimation	101
1.	Darstellung der Kritik.....	101
2.	Stellungnahme	102
F.	Kritische Würdigung der Gläubigerschutz-Legitimation	103
I.	Risiken der Gläubiger	103
1.	Insbesondere die Haftungsbegrenzung.....	104
2.	Legitimation der Haftungsbegrenzung.....	104

3.	Negative Effekte der Haftungsbegrenzung	105
II.	Ausschaltung des Ausfallrisikos nach geltendem Recht	106
1.	(Mindest) Grundkapital	106
1)	Kapitalaufbringung	107
2)	Kapitalerhaltung	108
3)	Funktionsweise des Grundkapitals.....	108
2.	Rechnungslegung	110
3.	Zusammenfassung	111
III.	Gläubigerschutz durch die Satzungsstrenge	111
1.	Mittelbare Wirkungsweise	111
2.	Standardisierung zum Schutz vertraglicher Gläubiger.....	113
1)	Ausgangslage	113
2)	Nutzen des Standards für den Gläubigerschutz	114
a)	Grundkapital als Haftungsfonds.....	114
b)	Verlustpufferfunktion.....	115
c)	Reinternalisierung des Geschäftsrisikos.....	116
d)	Seriositätsschwelle	117
3)	Zusammenfassung	117
3.	Schutz gesetzliche Gläubiger durch § 23 V AktG	118
IV.	Zusammenfassung: Gläubigerschutz durch § 23 V AktG	118
G.	Kritische Würdigung der Rechtssicherheits-Legitimation	118
H.	Alternativen zur Satzungsstrenge	120
I.	Standardisierung über Marktmechanismen (börsennotierte AG).....	120
1.	Interesse an einem hohen Börsenkurs	123
1)	„Going Public“	123
2)	Notierte AG	123
3)	Interesse der Unternehmensleitung an hohen Kursen	124
a)	Kapitalmarkt.....	124
b)	Markt für Unternehmenskontrolle.....	126
aa)	Bedenken aus ökonomischer Sicht.....	127
bb)	Bedenken aus rechtlicher Sicht (insbesondere WpÜG).....	128
cc)	Abhilfe durch Umsetzung der „Übernahmerichtlinie“.....	130
dd)	Verifizierung der Bedenken durch empirische Untersuchungen	132
c)	Arbeitsmarkt für Manager.....	134
4)	Zwischenergebnis und Schlussfolgerungen.....	135
2.	Satzungsgestaltung als Preisbildungsfaktor	137
1)	Informationseffizienz des Kapitalmarktes	138
2)	Empirische Untersuchung	140
a)	Ereignisstudie	140
b)	Performanceanalyse	141
c)	Variance Bounds Test	141
d)	Marktanomalien	142
e)	Zusammenfassung.....	143
3)	Relative Normbewertungsfähigkeit	144
4)	Satzungsgestaltung als Element des Platzierungspreises	145
3.	Ergebnis: Standardisierung über Marktmechanismen.....	147
II.	Aufgabe des § 23 V AktG zu Gunsten eines Opt-Out-Modells	147
1.	Vorbild Deutscher Corporate Governance Kodex	148
2.	Gesetzliches Regelmodell mit opt-out Option	149
III.	Zusammenfassung	151
J.	Zusammenfassung und Schlussfolgerungen zum ersten Teil.....	151

2. Teil: Satzungsstrenge der „deutschen SE“	152
A. Satzungsstrenge Ausgestaltung der „deutschen SE“	152
I. Rechtsquellen der SE	153
II. Gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge (Art. 9 I b) SE-VO	155
III. Mitgliedstaatliche Satzungsstrenge	156
B. Gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge	157
I. Legitimation	157
1. Historischer Rückblick	157
2. Erwägungsgründe der Verordnung	158
3. Schrifttum	159
1) <i>Rechtssicherheit</i>	160
2) <i>Übertragung aktienrechtlicher Überlegungen</i>	160
a) <i>Gläubigerschutz</i>	160
b) <i>Anlegerschutz</i>	161
4. Zusammenfassung des Legitimationsmusters	162
II. Kritische Würdigung der Legitimation	162
1. Rechtssicherheit	162
2. Anlegerschutz	163
1) <i>Ex ante Anlegerschutz</i>	164
a) <i>Kein Standard wegen der Anwendbarkeit nationalen Rechts?</i>	164
b) <i>Ausreichende Standardisierung durch Regelungen der SE-VO?</i>	165
c) <i>Standardisierung hinsichtlich der SEs eines Sitzstaates?</i>	168
2) <i>Ex post Anlegerschutz</i>	169
3. Zusammenfassung	171
C. Satzungsstrenge auf nationaler Ebene	172
I. Wirtschaftliche Auswirkungen der nationalen Satzungsstrenge	172
II. Legitimation ?	174
1. § 23 V AktG, Anwendungsausschluss für die „deutsche SE“	175
1) <i>Gleichbehandlung nach Art. 10 SE-VO</i>	175
2) <i>Regelungskompetenz</i>	176
2. Zusammenfassung	177
III. Gestaltungsfreiheit in der „deutschen SE“, eine Bestandsaufnahme	177
1. „Reservoir“ der Gestaltungsfreiheit	177
2. Gestaltungsfreiheit nach der Verordnung am Beispiel des Leitungssystems ...	179
1) <i>Freie Wahl des Leitungssystems</i>	179
2) <i>Satzungsgestaltungen bez. des monistischen und dualistischen Systems</i>	179
3) <i>Satzungsgestaltungen hinsichtlich des dualistischen Systems</i>	180
4) <i>Satzungsgestaltungen hinsichtlich des monistischen Systems</i>	181
5) <i>Schlussfolgerungen</i>	181
3. Gestaltungsfreiheit nach dem SEAG am Beispiel des Leitungssystems	181
1) <i>Gestaltungsfreiheit in der dualistisch verfassten SE</i>	181
2) <i>Gestaltungsfreiheit in der monistisch verfassten SE</i>	182
3) <i>Zusammenfassung</i>	184
IV. Zusammenfassung zum zweiten Teil	184
3. Teil: Wahlfreiheit nach Art. 38 SE-VO als Vorbild für die AG?	185
A. Fragestellung und Voraussetzungen	185
B. Anlegerschutz und monistisches bzw. dualistisches System	187
I. Probleme des monistischen Systems	188
II. Bewertung im Verhältnis zum dualistischen System	189
C. Entscheidung	190

4. Teil: Zusammenfassung und Schlussbemerkungen	191
A. Aktiengesellschaft	191
B. „Deutsche SE“	193

Einleitung

A. Untersuchungsgegenstände

Die vorliegende Arbeit befasst sich mit dem, sowohl der Aktiengesellschaft (AG) als auch der „deutschen¹ Societas Europaea (SE)“ zu Grunde liegendem, Prinzip der Satzungsstrenge.

I. Aktienrechtliche Satzungsstrenge

§ 23 V AktG verkörpert das Prinzip der Satzungsstrenge im deutschen Aktienrecht. Dieser Vorschrift entsprechend, darf die Satzung nur dort von den gesetzlichen Bestimmungen abweichen, wo dies – ausnahmsweise – explizit zugelassen ist. Ergänzende Bestimmungen sind ferner nur zulässig, wenn das Gesetz keine abschließende Regelung der betroffenen Materie enthält. § 23 V AktG formt folglich im Zusammenspiel mit den übrigen Regelungen des Aktienrechts ein Korsett zwingenden Rechts für die AG. Insofern steht § 23 V AktG in gewisser Weise pars pro toto für die zwingende Ausgestaltung (fast) des gesamten Aktienrechts.²

II. Satzungsstrenge in der „deutschen SE“

Ähnlich § 23 V AktG regelt Art. 9 I b) SE-VO³, dass die SE nur dann den Bestimmungen ihrer Satzung unterliegt, wenn die Verordnung dies ausdrücklich zulässt. Insofern hat sich also auch der Verordnungsgeber im Rahmen der Ausgestaltung des SE-Statuts gegen das Prinzip der Gestaltungsfreiheit und für jenes der Satzungsstrenge entschieden. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass ergänzend zur Verordnung über Art. 9 I c) SE-VO nationales Recht auf die SE Anwendung findet.⁴ Daraus folgt für eine solche mit Sitz in der Bundesrepublik, dass neben der schon oben erwähnten gemeinschaftsrechtlichen Satzungsstrenge (Art. 9 I b) SE-VO) über Art 9 I c) ii) und iii) SE-VO die aktienrechtliche Satzungsstrenge für diese Geltung entfaltet. Die „deutsche SE“ sieht sich demnach gleich zweimal mit dem Prinzip der Satzungsstrenge konfrontiert.

B. Ziel der Arbeit

I. Ausgangslage

Betrachtet man die Gesellschaft als Nexus von Verträgen⁵ (Vertragstheorie), so dass sich die Rechte und Pflichten der am Unternehmen Beteiligten auf vertragliche Verpflichtungen

¹ SE mit Sitz im Bundesgebiet

² Hirte, ZGR Sonderheft 13 (1998), S. 61 (62).

³ Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE).

⁴ Ausführlich zur ergänzenden Anwendung nationalen Rechts auf die SE vgl. unten 2. Teil A. I..

⁵ Jensen/Meckling, Journal of Financial Economics 1976, S. 305 ff.

reduzieren lassen, befremdet die, mit dem Prinzip der Satzungsstrenge sowohl auf nationaler Ebene für die AG als auch auf europäischer Ebene für die SE, erklärte Absage an die Gestaltungsfreiheit (bzw. Vertragsfreiheit).⁶ Die zwingende Zuordnung von Entscheidungsrechten verstößt gegen das Prinzip der Privatautonomie, dass die Vertragstheorie auch für den Unternehmensbereich aufrechterhält.⁷ Warum schreibt das Gesellschaftsrecht zwingend vor, während üblicherweise vertragsrechtliche Regelungen lediglich eine Reserveordnung darstellen, die zur Verfügung der vertragsschließenden Parteien steht?⁸ Geht man grundsätzlich davon aus, dass für den Fall, dass zwei oder mehr rational und eigennützig handelnde Akteure freiwillig eine Vereinbarung treffen, sich alle Parteien davon offenbar einen Vorteil erhoffen – sonst hätten sie sich auf die Vereinbarung nicht eingelassen –, sind zwingende Regeln aus ökonomischer Sicht nur zu rechtfertigen, wenn die aus dem oben ausgeführten abgeleitete Formel „Kein Beteiligter steht schlechter und mindestens einer besser als vor der Transaktion“ trotz eines faktischen Vertragsschlusses nicht aufgeht.⁹ Wenn Vertragsfreiheit im funktionsfähigen Markt zur Effizienz führt, ist diese Frage gleichbedeutend mit der nach den Fällen des Marktversagens, das durch derart zwingendes Recht korrigiert werden soll.¹⁰

Aber unabhängig davon, ob man der Vertragstheorie folgen möchte oder nicht, stellt sich auch im Rahmen eines anderen Verständnisses des Unternehmens die Frage, ob das Prinzip der Satzungsstrenge das geeignete Mittel ist, um unstrittig in einem Unternehmen existierende Interessenkonflikte zu lösen. Nach den Prinzipien der Selbstgestaltung und Selbstverantwortung müssen die Gesellschafter zumindest im Verhältnis zueinander ihre Rechtsbeziehungen durch den Gesellschaftsvertrag selbst regeln können.¹¹ Denn diejenigen, die die Folgen der jeweiligen Regelung hinnehmen müssen, sind zuallererst die vertragsschließenden Gesellschafter selbst.¹² Weder der gesetzliche noch der richterliche Eingriff können sich auf die Sachnähe und den Informationsstand stützen, der den Parteien des Rechtsgeschäfts eigen ist.¹³

Argwohn muss auch der Umstand erwecken, dass in Europa eine Regelung wie § 23 V AktG vereinzelt dasteht.¹⁴

⁶ Vgl. dazu für das US-amerikanische Recht: Bebchuk, Harvard Law Review 102 (1989), S. 1820 (1821).

⁷ Pistor, Handbuch Corporate Governance, S.157 (162).

⁸ Schäfer/Ott, Ökonomische Analyse des Zivilrechts, S. 609.

⁹ Eidenmüller, JZ 2001, S.1041 (1043).

¹⁰ Schäfer/Ott, Ökonomische Analyse des Zivilrechts, S. 609; vgl. auch v. Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 3 (16).

¹¹ Hey, Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen, S. 3.

¹² Hey, Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen, S. 3.

¹³ Hey, Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen, S. 3.

¹⁴ Vgl. Hopt, ZGR Sonderheft 13, S. 123 (126) m.w.N.

Die hier aufgeworfene Fragestellung ist hinsichtlich der aktienrechtlichen Satzungsstrenge, einhergehend mit deutlicher Kritik an dieser, keineswegs neu. So hat Mertens 1994 die These formuliert: „Die umfassende Unterwerfung der Organisation der Aktiengesellschaft und des Konzerns unter zwingendes Recht ist für eine offene Gesellschaft und eine freiheitliche Wirtschaftsordnung bedenklich und erzeugt Kreativitäts- und Produktivitätsverluste.“¹⁵ Hommelhoff meint, dass die AG wegen der aktienrechtlichen Satzungsstrenge bei weitem zu starr sei.¹⁶ Bei Spindler heißt es, dass im Aktienrecht ein Korsett an zwingenden Normen nicht notwendig sei,¹⁷ und Bak hat in der jüngeren Vergangenheit ausgeführt, dass die Deregulierung des Aktienrechts bei der börsennotierten Aktiengesellschaft zwingend sei.¹⁸ In die gleiche Richtung zielen die bis jetzt im Hinblick auf die Gestaltungsfreiheit der SE getätigten Äußerungen. Lutter erkennt kein noch so kleines Zeichen von Liberalität¹⁹ und fordert mehr Gestaltungsfreiheit für die „deutsche SE“.²⁰ Gestützt werden all diese Äußerungen von der Institutionenökonomie, die lehrt, dass die Freisetzung von organisationaler Kreativität in noch weit höherem Maße zur volkswirtschaftlichen Produktivität beiträgt als die Vielfalt der Güterproduktion, mithin die Gesellschaftsform, welche die größte Zahl von Versuchsmöglichkeiten gestattet, die höchste Problemlösungskapazität aufweist.²¹ Dementsprechend wird die Auffassung vertreten, dass zwingendes Recht unternehmerische Kreativität und Flexibilität verhindere und zu einer ineffizienten Zwangsbewirtschaftung führe. Oder anders formuliert, zwingendes Recht lasse häufig nicht genügend Spielraum für notwendige Differenzierungen.²² Für eine Deregulierung der aktienrechtlichen Unternehmensverfassung spräche folglich die Möglichkeit, die einzelne Satzung exakt auf die spezifischen Verhältnisse der Gesellschaft, insbesondere die angebotenen bzw. nachgefragten Waren bzw. Dienstleistungen, die Art der Unternehmensfinanzierung, etc. anzupassen. Gleichzeitig bestünde jedoch auch die Möglichkeit diese bei sich ändernden Rahmenbedingungen zeitnah, einfach und flexibel an die neuen Umstände anzupassen.²³

¹⁵ Mertens, ZGR 1994, S. 426 (440 These 1).

¹⁶ Hommelhoff, ZGR Sonderheft 12 (1994), S. 65 (66).

¹⁷ Spindler, AG 1998, S. 53 (73).

¹⁸ Bak, Aktienrecht zwischen Markt und Staat, S. 328.

¹⁹ Lutter, BB 2002, S. 1 (4).

²⁰ Lutter, Zukunft der Aktie, S. 103 (103).

²¹ Vgl. North, Institutionen, institutioneller Wandel und Wirtschaftsleistung, S. 96; explizit zur SE vgl. Brandt, SE-Hauptversammlung, S. 159.

²² so Baums, Regierungskommission Corporate Governance, S. 45.

²³ Vgl. Hommelhoff, ZGR 2001, S. 238 (241).

Eine der Vertragsfreiheit verpflichtete Rechtsordnung muss sich daher vergewissern, ob Regulierungsmaßnahmen nach Inhalt und Gegenstand tatsächlich erforderlich sind.²⁴ Soweit sich der Gesetzgeber aber zu Lockerungen unter dem Titel der „Deregulierung des Aktienrechts“²⁵ entschließen konnte, erschöpfen sich diese, in der Erleichterung bei eher formellen Anforderungen, ohne die inhaltlichen Ausgestaltungsspielräume für die Gesellschaft selbst merklich zu erweitern.²⁶ Später verebbte auch diese Entwicklung in der Gesetzgebung. So setzte der Gesetzgeber z.B. mit dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz (KonTraG) wieder auf zwingendes Recht.²⁷

Diese gesetzlich starre Ausgestaltung der Rechtsform Aktiengesellschaft wird als zumindest mitverantwortlich für ihre mangelnde Attraktivität angesehen, welche sich in der verhältnismäßig geringen Anzahl von Gründungen in der Praxis gezeigt hat.²⁸ Die Zahl der existenten Aktiengesellschaften blieb über Jahrzehnte bei zweieinhalb- bis dreitausend Gesellschaften konstant und hat sich erst ab Mitte der 90-er Jahre als Folge des Börsenbooms dramatisch auf über 15.000 Gesellschaften im August 2004 erhöht.²⁹

In einem Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen könnte sich außerdem ein von der Satzungsstrenge geprägtes Aktienrecht als Standortnachteil herausstellen. Bislang schützte die im deutschen internationalen Gesellschaftsrecht vorherrschende Sitztheorie vor der freien Wahl der Aktienrechtsordnung und damit indirekt auch vor einem freien Wettbewerb der Gesellschaftsrechtsordnungen.³⁰ Damit scheint es nun aber nach den Entscheidungen des EuGH zu „Centros“³¹, „Überseering“³² und „Inspire Art“³³ zu Ende zu gehen, so dass es in Zukunft möglich ist, den Sitz der AG nach dem bevorzugten Aktienrecht, unabhängig vom Schwerpunkt des operativen Geschäfts, zu wählen.³⁴ Demnach werden zugezogene Kapitalgesellschaften aus den europäischen Nachbarländern sowie Scheinauslandsgesellschaften, deren Gründung schon heute zur Alltagsroutine gehört, keine Besonderheit mehr darstellen.³⁵

²⁴ Fleischer, Gutachten F zum 64. Deutschen Juristentag, F. 22.

²⁵ So die Gesetzesbezeichnung, BGBl. I 1994, 1961; dazu Hoffmann-Becking, ZIP 1995, 1ff; Hommelhoff, AG 1995, 529ff; Priester, BB 1996, S. 333 ff; sowie die Übersicht zur Entstehung des Gesetzes bei Hölters/Deilmann/Buchta, Die kleine Aktiengesellschaft, S. 2ff.

²⁶ Hey, Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen, S. 2 mwN.

²⁷ Bak; Aktienrecht zwischen Markt und Staat, S. 3.

²⁸ Hey, Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen, S. 176

²⁹ Vgl. Hey, Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen, S. 176; zu den Zahlen im Einzelnen vgl.

Kübler/Assmann Gesellschaftsrecht, § 14 II S. 167.

³⁰ so auch Eidenmüller, FS für Heldrich, S. 581 (582-583); Horn, DB 2005, S. 147 (153).

³¹ Vgl. EuGH Rs. C-212/97 (Centros), Slg. 1999, I-1459.

³² Vgl. EuGH Rs. C-208/00 (Überseering), Slg. 2002, I-9919 = NJW 2002, 3614.

³³ Vgl. EuGH Rs. C-167/01 (Inspire Art) = NJW 2003, 3331.

³⁴ Vgl. dazu auch Eidenmüller, FS für Heldrich, S. 581 (583); Schiessl, ZHR 167 (2003), S. 235 (256).

³⁵ Fleischer, ZHR 168 (2004), 673 (681).

Unabhängig von dieser Entwicklung besteht der Wettbewerbsdruck im Hinblick auf die Rechtsform SE ohnehin. Ihr Sitzstaat ist –auch durch spätere Sitzverlegung - frei unter den Mitgliedsstaaten wählbar, so dass mit der Wahl des Sitzstaates auch eine Wahl zu Gunsten des auf die SE neben der Verordnung ergänzend Anwendung findenden nationalen Sitzstaatrechts erfolgt.³⁶ Das aber bedeutet, dass jetzt zum ersten Mal in der Geschichte der Europäischen Gemeinschaft der Wettbewerb unter den nationalen Rechtsordnungen eröffnet ist: „Welchem nationalen Gesetzgeber gelingt es, die interessantesten und attraktivsten nationalen aktien- und mitbestimmungsrechtlichen Lösungen für die Unternehmen und Aktionäre zu schaffen?“³⁷ Die Konzeption der SE-VO führt also zwangsläufig zu einem Wettbewerb der nationalen Rechtsordnungen in diesem Bereich.

Zu klären ist folglich, ob und wenn ja, welche Gesichtspunkte ein Festhalten am Prinzip der Satzungsstrenge sowohl für die AG als auch für die „deutsche SE“ rechtfertigen.

II. Existente Literatur

Soweit ersichtlich existieren zurzeit bereits zwei Dissertationen, die sich mehr oder weniger ausschließlich mit der Legitimation der aktienrechtlichen Satzungsstrenge befassen. Entsprechende Arbeiten, die sich mit der Anwendbarkeit des Prinzips der Satzungsstrenge im Rahmen der SE befassen, sind nicht bekannt.

1. Die Arbeit von Bendfeld

Soweit sich Bendfeld in seiner Arbeit mit der Legitimation der aktienrechtlichen Satzungsstrenge befasst³⁸, untersucht er vordringlich die Frage, ob mit der Einführung des § 23 V AktG ein Gewinn an Rechtssicherheit verbunden ist.³⁹ Dabei geht er davon aus, dass „§ 23 V AktG rechtstechnisch als primäres Regelungsziel die Rechtssicherheit verfolgt“,⁴⁰ und überprüft dann die These, dass „im Aktienrecht tatsächlich eine so große Anzahl von Normen notwendigerweise als zwingend in Betracht kommen, dass deren Auslegung im Einzelfall zu allzu großen Unsicherheiten führen würde“.⁴¹ Insoweit stellt Bendfeld fest, dass in der Aktiengesellschaft verschiedenste Interessen, wie der Schutz der Interessen der Anleger, Gläubiger und der Arbeitnehmer sowie auf der sozialpolitischen und der

³⁶ so auch Fleischer, ZHR 168 (2004), 673 (682); ders., AcP 204 (2004), S. 502 (511); Horn, DB 2005, S. 147 (153); Theisen/Wenz, Europäische Aktiengesellschaft, S. 1 (47); Teichmann, ZGR 2002, S. 383 (400); Lutter, BB 2002, S. 1 (3); Wenz, AG 2003, S. 185 (187); Schmidt, „Deutsche“ vs. „britische“ SE, S. 57.

³⁷ Lutter, BB 2002, S.1 (3).

³⁸ Vgl. Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 36-54.

³⁹ Vgl. Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 18, 36, 41.

⁴⁰ Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 36.

⁴¹ Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 41.

volkswirtschaftlichen Bedeutung der Aktiengesellschaft beruhende Gemeinwohlinteressen, bestehen, die es durch zwingendes Recht zu schützen gilt.⁴² Ohne § 23 V AktG müsste der zwingende Charakter der zahlreichen Einzelvorschriften durch Auslegung sichergestellt werden, was zu großer Rechtsunsicherheit führen würde.⁴³

Damit beschränkt sich der hier dargestellte Teil der Arbeit, seinem Titel entsprechend, auf den Aspekt der Rechtssicherheit. Weder wurde in der Vergangenheit⁴⁴ noch wird aktuell dieser Aspekt an erster Stelle zur Legitimation der Satzungsstrenge herangezogen. Vielmehr orientiert sich die Argumentation überwiegend an dem Bedürfnis nach Anleger- (bzw. Kapitalmarktfunktionen-) oder Gläubigerschutz, auf welches das Rechtssicherheitsargument nur mittelbar Bezug nimmt.⁴⁵

Im Hinblick auf die aktienrechtliche Satzungsstrenge soll sich diese Arbeit vor allem kritisch mit diesen Legitimationsstrukturen auseinandersetzen und für den Fall, dass diese tatsächlich tragen, nach alternativen Regelungen fragen.

2. Die Arbeit von Bak

In der jüngeren Vergangenheit hat sich Bak im Rahmen seiner Arbeit kritisch mit dem Prinzip der aktienrechtlichen Satzungsstrenge auseinandergesetzt.⁴⁶ Im Mittelpunkt steht dort die Untersuchung der Legitimation des zwingenden Rechts bei der börsennotierten Aktiengesellschaft.⁴⁷ Es soll die Frage geklärt werden, ob die Abschaffung der Gestaltungsfreiheit für diesen Typ der Aktiengesellschaft effizient ist. Ausgangspunkt der Untersuchung ist die Feststellung Baks, dass „man erst nach der Abwägung zwischen den Kosten des Marktversagens und denen des Staatsversagens einen rechtspolitischen Vorschlag formulieren kann, der der ökonomischen Kritik standhält“.⁴⁸ Dementsprechend geht er davon aus, dass sich eine Absage an die Gestaltungsfreiheit für die Aktiengesellschaft nur dann rechtfertigen lässt, wenn ein Marktversagen vorliegt. „Ohne ein Marktversagen sorgt der Marktmechanismus für eine effiziente Lösung.“⁴⁹ Wie schon diese Ausführungen erahnen lassen, bedient sich Bak zur Untersuchung der aufgeworfenen Fragen der ökonomischen Analyse des Rechts, empirischen Analysen und der Rechtsvergleichung und gelangt so zu der

⁴² Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 42-46.

⁴³ Vgl. Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 54.

⁴⁴ so Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 40 selbst.

⁴⁵ Zur Legitimation des § 23 V AktG sogleich unten 1. Teil D..

⁴⁶ Bak, Aktienrecht zwischen Markt und Staat.

⁴⁷ Vgl. Bak, Aktienrecht zwischen Markt und Staat, S. 1.

⁴⁸ Bak, Aktienrecht zwischen Markt und Staat, S. 1.

⁴⁹ Bak, Aktienrecht zwischen Markt und Staat, S. 11.

oben schon angeführten Forderung, das Aktienrecht für die börsennotierte Aktiengesellschaft zu deregulieren.

Im Gegensatz zu der Arbeit Baks soll hier der Versuch unternommen werden, die Legitimation der aktienrechtlichen Satzungsstrenge unabhängig von der Börsennotierung kritisch zu hinterfragen. Dabei soll ein Aufbau gewählt werden, der sich an § 23 V AktG orientiert und nicht abstrakt von dieser Vorschrift den Nutzen zwingenden Rechts für die Aktiengesellschaft in den Mittelpunkt stellt. Was nicht bedeuten soll, dass § 23 V AktG nicht für die zwingende Ausgestaltung fast des gesamten Aktienrechts steht. Andererseits wird an einigen Stellen der Arbeit insbesondere auf die Argumente der ökonomischen Analyse des Rechts zurückzukommen sein.

C. Gang der Untersuchung

Um die hier angesprochenen Ziele zu erreichen, wird die Untersuchung den folgenden Lauf nehmen:

Der **erste Teil** der Arbeit befasst sich mit der aktienrechtlichen Satzungsstrenge. Nachdem das Prinzip der Satzungsstrenge, wie es sich in § 23 V AktG findet, vorgestellt wurde (A.) und in Beziehung zu der Verfassung und zu dem Gemeinschaftsrecht gesetzt wurde (B. und C.), sind die verschiedenen zur Legitimation dieser Vorschrift angeführten Argumentationsmuster zu identifizieren (D.). Diese sollen im Anschluss einer kritischen Würdigung unterzogen werden (E.-G.). Nachdem geklärt wurde, welche Argumente das Prinzip der Satzungsstrenge letztlich tragen, bleibt zu untersuchen, ob alternative Lösungen denkbar sind, die es möglich erscheinen lassen, die herausgearbeiteten positiven Aspekte der Satzungsstrenge auf andere Weise zu erreichen (H.).

Im Mittelpunkt des **zweiten Teils** der Arbeit steht das Prinzip der Satzungsstrenge, wie es für die SE und insbesondere die „deutsche SE“, Bedeutung erlangt. Nach einer kurzen Einführung zur SE, insbesondere im Hinblick auf das Anwendung findende Recht (A.), ist die im Gemeinschaftsrecht verankerte Satzungsstrenge in den Blick zu nehmen (B.). Ähnlich dem Aufbau im ersten Teil ist die Legitimation der gemeinschaftsrechtlichen Satzungsstrenge herauszuarbeiten und einer kritischen Würdigung zu unterziehen (B. I.-II.). Ferner ist die Anwendbarkeit des § 23 V AktG auf die „deutsche SE“ näher darzustellen (C.)

Der **dritte Teil** der Arbeit befasst sich mit der Frage, ob die für die SE in Art. 38 SE-VO vorgeschriebene Wahlfreiheit, die Installation des Leitungssystems betreffend, auf die Aktiengesellschaft übertragen werden sollte.

Die Arbeit schließt im **vierten Teil** mit einer Zusammenfassung der Ergebnisse und einigen Schlussbemerkungen.

1. Teil: Satzungsstrenge in der Aktiengesellschaft

Das Prinzip der Satzungsstrenge ist für die Aktiengesellschaft in § 23 V AktG verankert. Damit ist dieses Prinzip Bestandteil des § 23 AktG, welcher den Abschluss des Gesellschaftsvertrages (der Satzung, vgl. § 2 AktG), den das Gesetz bei der AG anders als bei der GmbH (vgl. §§ 2, 3 GmbHG) in § 23 I AktG als Feststellung der Satzung bezeichnet, behandelt.⁵⁰ Das AktG verwendet mithin die Begriffe Satzung und Gesellschaftsvertrag synonym.⁵¹ Es trennt dabei zwischen der in Abs. 2 geregelten Aktienübernahmeerklärung, durch die sich die Gründer zur Übernahme der Aktien und folglich zur Leistung einer deren Ausgabebetrag entsprechenden Einlage verpflichten, und der in Abs. 3-5 geregelten Einigung der Gründer über den Inhalt der Satzung (Satzungsfeststellung im engeren Sinne).⁵² Obwohl die gesetzliche Regelung damit den Gründungsvorgang der Gesellschaft betrifft, gilt sie hinsichtlich der Vorschriften über den Inhalt der Satzung auch für spätere Satzungsänderungen, die in den §§ 179 ff AktG geregelt sind.⁵³

A. Die Satzung der Aktiengesellschaft

I. Der Begriff der Satzung

Gegenstand der Feststellung der Gründer ist die Satzung der Gesellschaft.⁵⁴ Die Satzung ist die Summe jener rechtsgeschäftlich aufgestellten Normen, welche in Ergänzung oder Abänderung des Gesetzes die körperschaftlichen Rechtsverhältnisse der Gesellschaft regeln und damit die Gesellschaft gegenüber den übrigen Aktiengesellschaften individualisieren.⁵⁵ Ihr kommt eine doppelte Funktion zu: Zum einen enthält sie die Vereinbarungen der Gründer über die Errichtung der AG und die sich hieraus ergebenden Rechte und Pflichten, wie beispielsweise die Aufteilung der Anteile und die Einlagepflichten.⁵⁶ Zum anderen enthält die Satzung die Verfassung der Aktiengesellschaft, die ihre Organisation sowie die mitgliedschaftlichen Rechte und Pflichten der Aktionäre im Verhältnis zur Gesellschaft regelt.⁵⁷

⁵⁰ Röhricht, GK AktG, § 23 Rn. 2.

⁵¹ Hüffer, AktG, § 23 Rn. 2.

⁵² Röhricht, GK AktG, § 23 Rn. 2.

⁵³ Kraft, Kölner Kommentar zum AktG, § 23 Rn. 6.

⁵⁴ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 37.

⁵⁵ Henn, Handbuch des Aktienrechts, Rn. 141.

⁵⁶ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 37; Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 1.

⁵⁷ Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 1; Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 37.

II. Die Rechtsnatur der Satzung

Umstritten ist die Rechtsnatur der Satzung. Die Vertragstheorie begreift sie als eine besondere Erscheinungsform des Vertrages, so dass dementsprechend auch nach Entstehung der juristischen Person mit der Satzung weiterhin ein Ausfluss privater Willensbetätigung und keine Rechtsnorm vorliegt.⁵⁸ Die Normentheorie erkennt der Satzung dagegen von Anfang an den Charakter einer Rechtsnorm zu.⁵⁹ Denn diese Theorie erblickt in ihr das objektive Lebensgesetz des Verbandes, das auf einem sozialen Gesamtakt beruht.⁶⁰

Der BGH verfolgt eine vermittelnde Auffassung, wonach die Satzung zunächst ein von den Gründern geschlossener Vertrag sei.⁶¹ Mit der Entstehung der juristischen Person löse sich die Satzung von der Person der Gründer und wird zu einer zumindest normartigen Regelung.⁶²

Für die praktische Rechtsanwendung ist dieser Theorienstreit unergiebig.⁶³

III. Die verschiedenen Satzungsbegriffe (formell, materiell, indifferent)

Betrachtet man den Satzungsbegriff formal, umfasst dieser den gesamten Inhalt der nach § 23 I 1 AktG beurkundeten Satzung; mithin nicht nur die Angaben gem. § 23 III, IV AktG, sondern z.B. auch die Aktienübernahmeerklärung gem. § 23 II AktG sowie in die Urkunde aufgenommene besondere Abreden.⁶⁴ Solche formellen Satzungsbestimmungen werden auch als unechte, nicht korporative, individualrechtliche oder zufällige Satzungsbestandteile bezeichnet.⁶⁵

Zu den materiellen Satzungsbestandteilen (echten, körperschaftlichen, korporativen, normativen) gehören alle Bestimmungen, die nicht nur für die bei Inkrafttreten der Bestimmung vorhandenen Gesellschafter oder Einzelne von ihnen gelten, sondern für einen unbestimmten Personenkreis, zu dem sowohl gegenwärtige als auch künftige Gesellschafter und/oder Gläubiger der Gesellschaft gehören, von Bedeutung sind, also insbesondere solche Bestimmungen, die die Grundlagen der Gesellschaft, ihre Beziehungen zu den Aktionären und die Stellung der Organe regeln.⁶⁶

⁵⁸ Vgl. Soergel/Hadding, BGB., vor § 21 Rn. 50.

⁵⁹ Reuter, MüKo-BGB, § 25 Rn. 16f.

⁶⁰ Fleischer, ZHR 168 (2004), S. 673 (684); Reuter, MüKo-BGB, § 25 Rn. 16.

⁶¹ BGHZ, 47, 172 (179); 106, 67 (71); Palandt/Heinrichs, BGB, § 25 Rn. 3.

⁶² BGHZ, 47, 172 (179); 106, 67 (71); Palandt/Heinrichs, BGB, § 25 Rn. 3.

⁶³ Palandt/Heinrichs, BGB, § 25 Rn. 3.

⁶⁴ Hüffer, AktG, § 23 Rn. 2; Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 1; Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 39, 41.

⁶⁵ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 39; Hüffer, AktG, § 23 Rn. 2; Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 1.

⁶⁶ Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 1; Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 40; Hüffer, AktG, § 23 Rn. 3.

Notwendige materielle Bestimmungen sind insbesondere die zwingenden Satzungsbestimmungen gem. § 23 III, IV AktG sowie Abweichungen von der gesetzlichen Regelung nach § 23 V S. 1 AktG.⁶⁷

Im Unterschied dazu sind als notwendig formelle Satzungsbestimmungen insbesondere solche Vorschriften zu qualifizieren, deren Inhalt über die Grenzen der Satzungsautonomie gem. § 23 V AktG hinausgeht, die mithin nicht wirksam als materielle Regelung vereinbart werden können; z.B. Bestellung der ersten Aufsichtsratsmitglieder, Begründung über § 55 AktG hinausgehender Nebenleistungspflichten, Vereinbarungen über Kurspflege oder sonstige Konsortialabreden.⁶⁸ Außer den notwendig materiellen und notwendig formellen Satzungsbestimmungen gibt es Bestimmungen in der Satzung, die sich nicht ohne weiteres einer der beiden Gruppen zuordnen lassen und als indifferente Satzungsbestimmungen bezeichnet werden.⁶⁹ Bei ihnen ist im Einzelfall zu ermitteln, ob es sich um Bestandteile der Verfassung der Gesellschaft handelt oder ob sie als formelle Bestandteile nur äußerlich mit der Urkunde verbunden sind.⁷⁰ Bei diesen indifferenten Satzungsbestimmungen handelt es sich im Wesentlichen um Satzungsergänzungen i.S.d. § 23 V 2 AktG.⁷¹

Bedeutung erlangt diese Unterscheidung nach den verschiedenen Arten der Satzungsbestimmungen im Kontext dieser Arbeit, da § 23 V AktG nur auf die materiellen Satzungsbestimmungen Anwendung findet.⁷²

IV. Abgrenzung von Nebenabreden

Nicht zum Satzungsinhalt gehören die so genannten satzungsergänzenden Nebenabreden.⁷³ Satzungsergänzende oder schuldrechtliche Nebenabreden (bzw. Aktionärsvereinbarungen / Shareholder Agreements) sind Vereinbarungen, die Aktionäre vor, bei oder nach der Gründung der Gesellschaft treffen, die sich auf die Rechtsverhältnisse der Aktionäre untereinander oder zur Gesellschaft beziehen und die parallel zur Satzung bestehen, also nicht in die Satzungsurkunde aufgenommen wurden.⁷⁴ Von ihrer Rechtsnatur handelt es sich um

⁶⁷ Hüffer, AktG, § 23 Rn. 3 mit weiteren Beispielen; Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 40; Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 16.

⁶⁸ Hüffer, AktG, § 23 Rn. 4; Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 42.

⁶⁹ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 43; Hüffer, AktG, § 23 Rn. 5; Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 2; Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 25.

⁷⁰ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 43.

⁷¹ Hüffer, AktG, § 23 Rn. 5; a.A. wohl Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 40 der Ergänzungen i.S.d. § 23 V AktG regelmäßig als notwendige materielle Satzungsbestimmungen qualifiziert.

⁷² Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 150.

⁷³ Henn, Handbuch des Aktienrechts, Rn. 144.

⁷⁴ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 187; Hüffer, AktG, § 23 Rn. 45; Henn, Handbuch des Aktienrechts, Rn. 144; Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 13; Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 238 ff.

schuldrechtliche Verträge, häufig um Innengesellschaften des bürgerlichen Rechts.⁷⁵ Gegenstände solcher Aktionärsvereinbarungen sind in der Praxis insbesondere die Besetzung und Besoldung der Organe, die Beschränkung oder Öffnung des Kreises der Aktionäre beispielsweise durch Vorerwerbs- oder Vorkaufsrechte, die Regelung von Finanzierungsbeiträgen über die Einlagepflicht hinaus und Festlegungen zur Ausschüttungs- und Bilanzierungspolitik.⁷⁶ Der Zweck der Aufnahme solcher Abreden in eine neben der Satzung bestehende, gesonderte Vereinbarung liegt im Regelfall hauptsächlich darin, dass das Vorliegen bzw. der genaue Inhalt der Nebenabrede nicht publik gemacht und sie vom Rechtsverkehr nicht beim Handelsregister eingesehen werden soll; auch die Flexibilität bei der Änderung solcher Abreden steht häufig hinter derartigen Absprachen.⁷⁷

§ 23 V AktG gilt für satzungsergänzende Nebenabreden nicht, deshalb können Gegenstand wirksamer schuldrechtlicher Vereinbarungen auch solche sein, die im korporativen Bereich unzulässig wären, Bindungswirkung kommt ihnen allerdings nur zu, soweit sie nicht gegen die (höherrangige) Satzung verstoßen.⁷⁸ § 23 V AktG stünde im Hinblick auf seinen auf materielle Satzungsbestimmungen eingeschränkten Anwendungsbereich der Aufnahme solcher Abreden in der Satzung jedoch auch nicht entgegen; auch hierdurch könnte die Abrede allerdings keine Wirkung über die nach § 23 V AktG gezogenen Grenzen hinaus den Aktionären oder Gesellschaftsorganen gegenüber entfalten.⁷⁹ Ein Verstoß gegen § 23 V AktG liegt jedoch vor, wenn die Verletzung der satzungsergänzenden Nebenabrede organisationsrechtliche Sanktionen wie z.B. eine Kaduzierung nach § 64 AktG zur Folge haben soll.⁸⁰

V. Inhaltliche Ausgestaltung der Satzung –insbesondere § 23 V AktG-

§ 23 III, IV AktG bestimmen den Mindestinhalt der Satzung. Sie regeln den notwendigen Satzungsinhalt aber nicht abschließend.⁸¹ Vielmehr können auch andere Gesetze weiteren zwingend notwendigen Satzungsinhalt bestimmen, wie z.B. das Gesetz über die Wahrnehmung von Urheberrechten und verwandten Schutzrechten vom 9.9.1965.⁸²

⁷⁵ Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 13; Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 190; Hüffer, AktG, § 23 Rn. 46.

⁷⁶ Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 13 m.w.N.

⁷⁷ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 189.

⁷⁸ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 188.

⁷⁹ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 189.

⁸⁰ Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 14; Hüffer, AktG, § 23 Rn. 47; Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 193, RGZ 49, 77 (80 f).

⁸¹ Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 6.

⁸² Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 6; Hüffer, AktG, § 23 Rn. 33.

Neben dem notwendigen Inhalt der Satzung bestimmen die Vorschriften des Aktiengesetzes und sonstiger einschlägiger Nebengesetze die Organisation und das Leben der AG.⁸³ Soweit die gesetzlichen Bestimmungen es zulassen, ist Raum für fakultative Satzungs Vorschriften.⁸⁴ § 23 V AktG regelt insoweit welche materiellen Satzungsbestimmungen zulässig sind.

Nach § 23 V 1 AktG kann die Satzung von den gesetzlichen Vorschriften nur dort abweichen, wo dies das Gesetz ausdrücklich zulässt. Ergänzende Bestimmungen der Satzung sind zulässig, es sei denn, dass dieses Gesetz eine abschließende Regelung enthält (§ 23 V 2 AktG).

1. Fakultative Satzungsbestimmungen

Abzugrenzen sind die Abweichungen und Ergänzungen in der Satzung von den so genannten Gesetzesausfüllenden notwendigen Satzungsregelungen.⁸⁵ Hierunter sind die nach § 23 III und IV AktG notwendigen Satzungsbestimmungen zu verstehen, die weder vom Gesetz abweichen noch das Gesetz ergänzen, sondern bei denen von den Gesellschaftern innerhalb der vom Gesetz eingeräumten Spielräume Regelungen getroffen werden, die das Gesetz (wie etwa am Beispiel der Firma der Gesellschaft deutlich wird) sinnvollerweise nicht treffen kann, die für das Vorliegen der normativen Grundordnung des Verbandes aber erforderlich sind, so dass bei diesen Bestimmungen keine Abweichung oder Ergänzung, sondern eine Ausfüllung des gesetzlich vorgegebenen Rahmens vorliegt.⁸⁶

1) *Abweichungen vom AktG (§ 23 V 1 AktG)*

Abweichung hingegen bedeutet, dass die gesetzliche Regelung durch eine andere Regelung ersetzt wird, die Satzung folglich etwas anderes bestimmt, als das Gesetz anordnet.⁸⁷ Wie bereits erwähnt, ist eine solche Abweichung dem Wortlaut des § 23 V S. 1 AktG entsprechend nur dann zulässig, wenn das Gesetz sie ausdrücklich zulässt. „Ausdrücklich“ ist hier wörtlich in dem Sinne einer klaren und positiven Aussage des Gesetzes zu verstehen.⁸⁸ Schweigen des Gesetzes genügt nicht.⁸⁹ Ob eine positive Aussage im Gesetz vorliegt, kann durch Auslegung

⁸³ Kraft, Kölner Kommentar zum AktG, § 23 Rn. 82.

⁸⁴ Kraft, Kölner Kommentar zum AktG, § 23 Rn. 82.

⁸⁵ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 149.

⁸⁶ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 149.

⁸⁷ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 152; Röhricht, GK AktG, § 23 Rn. 168; Hüffer AktG, § 23 Rn. 35; Kraft, Kölner Kommentar zum AktG, § 23 Rn. 82.

⁸⁸ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 153; Kraft, Kölner Kommentar zum AktG, § 23 Rn. 83; Röhricht, GK AktG, § 23 Rn. 168 f (ab der 4. Aufl.); Eckardt in Geßler/Hefermehl AktG, § 23 Rn. 108; Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 9; Geßler, Festschrift für Luther (1976), S. 69 (72).

⁸⁹ Eckardt in Geßler/Hefermehl AktG, § 23 Rn. 108; Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 9; Kraft, Kölner Kommentar zum AktG, § 23 Rn. 83.

ermittelt werden.⁹⁰ Eine diesem engen Verständnis von der Zulässigkeit der Abweichung entgegenstehende Auffassung wird von Barz vertreten. Demnach solle dem Wort „ausdrücklich“ keine zu große Bedeutung beigemessen werden, und es solle für die Zulässigkeit einer Abweichung vom Gesetz genügen, dass eine sinngemäße Auslegung des Gesetzes die Abweichung als statthaft erkennen lasse.⁹¹ Diese Auffassung wird heute soweit ersichtlich nicht mehr vertreten.⁹² Soweit zu ihrer Begründung angeführt wird, dass die Grenzen zwischen Abweichung und Ergänzung „durchaus flüssig seien“, so dass sich auch deshalb eine scharfe Grenzziehung zwischen § 23 V 1 und 2 AktG verbiete,⁹³ überzeugt dies nicht. Das Schweigen des Gesetzes allein lässt noch keinen Rückschluss auf eine bestimmte Entscheidung zu und kann deshalb als solches nicht als die Zulassung von Abweichungen verstanden werden.⁹⁴

Lässt das Gesetz Abweichungen zu, so steht damit allerdings noch keine unbeschränkte Gestaltungsfreiheit fest.⁹⁵ Hier ist stets auf der nächsten Stufe zu prüfen, ob das Gesetz die Abweichung nur in bestimmten Grenzen gestatten will und bejahendenfalls, ob sich eine abweichende Satzungsbestimmung innerhalb dieser vom Gesetz gezogenen Grenzen hält.⁹⁶ Prüfungsmaßstab ist dabei der Zweck der zugrunde liegenden Norm. An ihm ist zu messen, ob der betreffenden Vorschrift eine Wertung zugrunde liegt, die auch Ausstrahlung auf die Zulässigkeit von Abweichungen hat, oder ob das Gesetz tatsächlich jede Art von Abweichung zulassen will.⁹⁷ Darüber hinaus kann sich die Zulässigkeit abweichender Satzungsbestimmungen auch aus anderen Gesetzen als dem AktG ergeben, so lässt es z.B. § 17 III ZPO zu, durch die Satzung neben dem allgemeinen Gerichtsstand der Aktiengesellschaft noch einen „besonders“ geregelten Gerichtsstand“ zu schaffen.⁹⁸

Die Forderung des § 23 V S. 1 AktG nach einer ausdrücklichen Zulassung gilt allerdings nur für Abweichungen der Satzung von Vorschriften des Aktiengesetzes („dieses Gesetzes“).⁹⁹ Auf aktienrechtliche Vorschriften in anderen Gesetzen, insbesondere auch in so genannten aktienrechtlichen Nebengesetzen (z.B. MitbestG), ist diese Bestimmung nicht, auch nicht

⁹⁰ Kraft, Kölner Kommentar zum AktG, § 23 Rn. 83.

⁹¹ Barz in GK AktG 3. Aufl.1973, § 23 Anm. 18 S. 189.

⁹² Vgl. oben Fn. 8.

⁹³ Barz in GK AktG 3. Aufl.1973, § 23 Anm. 18 S. 189.

⁹⁴ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 153.

⁹⁵ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 154; Röhricht, GK AktG, § 23 Rn. 171.

⁹⁶ Röhricht, GK AktG, § 23 Rn. 171; Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 154.

⁹⁷ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 154.

⁹⁸ Eckardt in Geßler/Hefermehl AktG, § 23 Rn. 110; Röhricht, GK AktG, § 23 Rn. 169; Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 10.

⁹⁹ Röhricht, GK AktG, § 23 Rn. 172; Hüffer, AktG, § 23 Rn. 34, Kraft in Kölner Kommentar AktG, § 23 Rn. 86; Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 148; Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 9.

entsprechend, anwendbar.¹⁰⁰ Dass z.B. die in den §§ 27-29, 31 und 32 MitbestG enthaltenen Regelungen nicht zur Disposition des Satzungsgebers stehen, ist nicht in § 23 V S. 1 AktG begründet, sondern ergibt sich aus deren zwingender Natur.¹⁰¹ Soweit teilweise für die mitbestimmungsrechtlichen Gesetze eine andere Auffassung vertreten wird,¹⁰² unterscheiden sich die differierenden Auffassungen im Ergebnis nicht, da die in den Mitbestimmungsgesetzen enthaltenen Regelungen wie bereits erwähnt im Allgemeinen zwingender Natur sind.¹⁰³

Fälle, in denen das Gesetz Abweichungen ausdrücklich zulässt, sind häufig durch Formulierungen wie „wenn die Satzung nichts anderes bestimmt“ oder „die Satzung kann bestimmen“ (bzw. „vorsehen“) gekennzeichnet.¹⁰⁴ Sachlich betreffen solche Vorschriften oft „andere Mehrheiten“ und „weitere Erfordernisse“ bei Hauptversammlungsbeschlüssen.¹⁰⁵ Abweichenden Regelungen nicht zugänglich sind die für den Aufbau der Gesellschaft bestimmenden Normen.¹⁰⁶ Die Zuständigkeit zwischen den Gesellschaftsorganen kann daher durch die Satzung nicht geändert werden.¹⁰⁷ Auch die Zusammensetzung der Organe und ihre innere Organisation sind zwingend geregelt.¹⁰⁸ Das gleiche gilt auch für die im Gesetz geregelten Minderheitsrechte.¹⁰⁹ So ist es unzulässig, die für die Ausübung dieser Rechte vorgesehenen Anforderungen zu senken und etwa zu bestimmen, dass Minderheitenrechte durch jeden Aktionär unabhängig von seiner Beteiligungshöhe ausgeübt werden können.¹¹⁰ Auch die Zusammensetzung und innere Organisation der Verwaltungsorgane ist der Satzung weitgehend entzogen.¹¹¹ Ebenso wenig können die Sorgfaltspflichten und die Verantwortlichkeit der Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder (einschließlich ihrer Verschwiegenheitspflicht) weder in der Satzung noch durch eine Geschäftsordnung verschärft oder vermindert werden.¹¹²

¹⁰⁰ Röhricht, GK AktG, § 23 Rn. 172.

¹⁰¹ Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 10; BGHZ 83, 106 (110).

¹⁰² Vgl. Geßler ZGR 1980, 427 (440).

¹⁰³ Röhricht, GK AktG, § 23 Rn. 172; Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 148; Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 10.

¹⁰⁴ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 155 mit ausführlicher Zusammenstellung der einzelnen Vorschriften; Röhricht, GK AktG, § 23 Rn. 176.

¹⁰⁵ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 155.

¹⁰⁶ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 156.

¹⁰⁷ Hüffer, AktG, § 23 Rn 36; Wiesner in Münchener Handbuch AG § 6 Rn. 10; Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 156; Kraft in Kölner Kommentar AktG, § 23 Rn. 84; Timm, DB 1980, 1201 (1204).

¹⁰⁸ Kraft in Kölner Kommentar AktG, § 23 Rn. 84; Hüffer, AktG, § 23 Rn 36.

¹⁰⁹ Hüffer, AktG, § 23 Rn. 36.

¹¹⁰ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 156.

¹¹¹ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 156.

¹¹² Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 156.

2) *Das AktG ergänzende Satzungsbestimmungen (§ 23 V 2 AktG)*

Eine Ergänzung i.S.v. § 23 V 2 AktG lässt im Gegensatz zu einer Abweichung die gesetzlichen Vorschriften unberührt, ordnet also keine von ihnen abweichenden Rechtsfolgen an, fügt ihnen aber eine oder mehrere weitere Regelungen hinzu, welche die gesetzlichen Bestimmungen konkretisieren oder einen von ihnen nicht geregelten, offen gelassenen Freiraum ausfüllen.¹¹³ Das AktG ergänzende Bestimmungen können statutarisch auch dann getroffen werden, wenn das AktG es nicht ausdrücklich zulässt.¹¹⁴ Eine solche Ergänzung ist aber, wie sich schon aus dem Wortlaut des § 23 V 2 AktG unmittelbar ergibt, nur möglich, sofern das Gesetz nicht eine abschließende Regelung enthält (Vorliegen einer Regelungslücke).¹¹⁵ An einer gesetzlichen Regelung kann es aus einem zweifachen Grunde fehlen: Zum einen ist es denkbar, dass das Gesetz einen Sachverhalt gänzlich ungeregelt gelassen, also überhaupt keine den betreffenden Fragenkomplex berührende Bestimmung getroffen hat.¹¹⁶ Dann liegt eine Regelungslücke vor, welche die Satzung im Einklang mit allgemeinen Grundsätzen des Aktienrechts ausfüllen darf.¹¹⁷ Zum anderen kann das Gesetz bei einer von ihm getroffenen Regelung einzelne mit ihr im Zusammenhang stehende Fragen oder Fragenkreise offengelassen haben. Angesichts der Regelungsdichte, die das geltende AktG auszeichnet, tritt allerdings die erste Alternative, das Fehlen gesetzlicher Regelungen für ganze in sich geschlossene Fragenkomplexe, eindeutig hinter die zweite, das Schweigen des Gesetzes nur zu bestimmten Einzelfragen oder Ausschnitten aus größeren, im Grundsatz gesetzlich geregelten Sachverhalten, zurück.¹¹⁸ Bei dieser Sachlage läuft nahezu jede ergänzende Satzungsregelung auf die Einengung nach dem Gesetz vorhandener oder die Eröffnung zusätzlicher Handlungsspielräume für die Gesellschaftsorgane und ihre Mitglieder oder die Aktionäre der Gesellschaft hinaus.¹¹⁹ In diesen Fällen kommt es für die Zulässigkeit der Ergänzung entscheidend darauf an, ob die vorhandene gesetzliche Regelung als abschließend zu verstehen ist.

Kein Problem bereitet die Beantwortung dieser Frage überall dort, wo das Gesetz die Antwort selbst gibt, indem es ergänzende Satzungsregelungen ausdrücklich für zulässig erklärt.¹²⁰ So kann die Satzung z.B. nach § 8 II AktG höhere Nennbeträge festsetzen; nach § 11 AktG können Aktien verschiedener Gattungen geschaffen werden; nach § 25 S. 2 AktG können

¹¹³ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 186; Hüffer, AktG, § 23 Rn. 37; Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 157

¹¹⁴ Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 11.

¹¹⁵ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 157; Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 11; Hüffer, AktG, § 23 Rn. 37; Geßler, Festschrift für Luther (1976), S. 69 (74).

¹¹⁶ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 187.

¹¹⁷ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 187.

¹¹⁸ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 187.

¹¹⁹ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 187.

¹²⁰ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 188.

weitere Blätter oder elektronische Informationsmedien als Gesellschaftsblätter bezeichnet werden; nach § 55 I AktG können den Aktionären in bestimmten Fällen Nebenverpflichtungen auferlegt werden, deren Nichterfüllung nach Abs. 2 durch eine Vertragsstrafe sanktioniert werden kann; nach § 100 IV AktG können weitere persönliche Voraussetzungen für bestimmte Gruppen von Aufsichtsratsmitgliedern aufgestellt werden.¹²¹ Liegt keine solche ausdrückliche Erlaubnis vor, bedarf es der Prüfung, ob die vorhandene gesetzliche Regelung als abschließend anzusehen ist.¹²² Dies ist eine Frage des Einzelfalls, die durch Auslegung des Gesetzes zu ermitteln ist.¹²³ Gesetz in diesem Sinne sind sämtliche durch die Ergänzung unmittelbar oder auch nur mittelbar betroffenen, weil sachlich angrenzenden, Normen des AktG.¹²⁴ Maßgeblich ist dabei auf Sinn und Zweck der in Frage stehenden Vorschrift abzustellen.¹²⁵ Dabei ist angesichts der Formulierung „es sei denn“ in § 23 V S. 2 AktG von dem Grundsatz auszugehen, dass eine abschließende Regelung den Ausnahmefall bilden soll.¹²⁶ Zwar enthält die Formulierung „es sei denn“ keine Beweislastregel, sie macht aber deutlich, dass das Gesetz im Bereich nicht abweichender Regelungen die Satzungsfreiheit eher als Regel und das Verbot ergänzender Satzungsbestimmungen eher als Ausnahme ansieht.¹²⁷ Ein solches Verständnis entspricht auch den modernen Bemühungen, in Abkehr von dem Gesetzesperfektionismus früherer Zeiten auch im Aktienrecht mehr Raum für die Gestaltungsfreiheit der Beteiligten zu lassen.¹²⁸ Die Bejahung einer abschließenden Regelung bedarf daher der besonderen Begründung.¹²⁹

Zu klären bleibt dann noch die Frage, in welchem Rahmen Ergänzungen zulässig sind, soweit ihrer grundsätzlichen Zulässigkeit eine abschließende gesetzliche Regelung, wie oben beschrieben, nicht entgegensteht.

Insoweit wird teilweise die Meinung vertreten, Ergänzungen durch die Satzung seien nur insoweit zulässig, als sie der Auffüllung eines vom Gesetz festgelegten Rahmens dienen; denn andernfalls besage § 23 V 2 AktG nur Selbstverständliches und sei überflüssig.¹³⁰ Damit

¹²¹ Hüffer, AktG, § 23 Rn. 37; Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 188 jeweils mit weiteren Beispielen.

¹²² Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 189.

¹²³ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 157; Hüffer, AktG, § 23 Rn. 37; Kraft, Kölner Kommentar zum AktG, § 23 Rn. 85; Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 189; wohl auch Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 11.

¹²⁴ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 189.

¹²⁵ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 157; Wiesner, Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 11; Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 189.

¹²⁶ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 157; Hüffer, AktG, § 23 Rn. 37; Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 189.

¹²⁷ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 189;

¹²⁸ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 189; Seibert, Die kleine AG, S. 28.

¹²⁹ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 157; Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 189.

¹³⁰ Mertens, Kölner Komm. AktG, Vorb. § 76 Rn. 12.

wären ergänzende Bestimmungen der Satzung nicht zulässig, wenn das Gesetz den Sachverhalt überhaupt nicht regelt, da sie die gesetzliche Regelung nicht ausfüllen würden.¹³¹ Gegen diese Auffassung sprechen insbesondere ihre Auswirkungen, die nicht Sinn und Zweck des § 23 V AktG entsprechen können. Denn sie führt zu einer Begrenzung der Satzungsautonomie durch überhaupt nicht bestehende gesetzliche Vorschriften.¹³² Hält man nur gesetzesausfüllende Regelungen für zulässige Ergänzungen des Gesetzes, wären selbst solche Sachverhalte der satzungsmäßigen Bestimmung entzogen, die der Gesetzgeber nicht regeln wollte, weil er es für überflüssig hielt, oder weil er die Frage der Praxis, ja sogar der Satzung überlassen wollte.¹³³ Vor allem steht dieser Auffassung jedoch das Anliegen des Gesetzgebers entgegen, die vor 1965 herrschende Auffassung zur Zulässigkeit ergänzender Satzungsbestimmungen klarstellend normieren zu wollen.¹³⁴ Wenn § 23 V 2 AktG in diesem Sinne nur Selbstverständliches ausspricht, so liegt gerade in dieser ausdrücklichen Klarstellung sein Zweck.¹³⁵

Dagegen ist mit der herrschenden Meinung von Satzungsfreiheit in dem Sinne auszugehen, dass außerhalb der abschließenden Regelungen des Aktiengesetzes im Grundsatz jede zusätzliche Regelung zulässig ist, nicht nur eine solche, die das Gesetz im Sinne einer ausfüllenden Regelung ergänzt.¹³⁶ Demnach sind solche Satzungsbestandteile anzuerkennen, die sich mit den gesetzlichen Bestimmungen vertragen.¹³⁷ Diese Bestimmungen gelten insgesamt für die jeweilige Ergänzung. Zu überprüfen sind folglich nicht nur die (ggf. zulässigen) Ergänzungen unmittelbar, sondern auch die bei einem Verstoß hiergegen vorgesehenen (ggf. unzulässigen) Rechtsfolgen; auch letztere stellen Ergänzungen im Sinne des § 23 V 2 AktG dar und werden nicht automatisch von der Zulässigkeit der ihre Grundlage bildenden Satzungsregelung erfasst.¹³⁸ Ergänzungen vertragen sich dann mit gesetzlichen Bestimmungen, wenn abschließende aktienrechtliche Bestimmungen oder allgemeine Gesetze nicht entgegenstehen.¹³⁹ Darüber hinaus wird teilweise vertreten, dass die Zulässigkeit einer Ergänzung auch an der Vereinbarkeit mit ungeschriebenen Prinzipien des Aktienrechts, die sich unter anderem in der Kompetenzverteilung der Organe widerspiegeln, zu messen ist.¹⁴⁰ Gegenüber der Postulierung derartiger ungeschriebener Prinzipien des Aktienrechts ist

¹³¹ Geßler, Festschrift für Luther (1976), S. 69 (76).

¹³² Geßler, Festschrift für Luther (1976), S. 69 (76).

¹³³ Geßler, Festschrift für Luther (1976), S. 69 (76).

¹³⁴ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 158; Kropff, AktG 1965, § 23 S. 44; dazu ausführlich unten 1. Teil D. I.

¹³⁵ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 158.

¹³⁶ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 158; Geßler, Festschrift für Luther (1976), S. 69 (76); Hüffer, AktG, § 23 Rn. 37; Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 192.

¹³⁷ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 158.

¹³⁸ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 158; Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 198.

¹³⁹ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 159; Hüffer, AktG, § 23 Rn. 37.

¹⁴⁰ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 159.

jedoch, soweit sie dazu dienen sollen, als zwingendes Recht die Unzulässigkeit ergänzender Satzungsregelungen darzutun, äußerste Zurückhaltung geboten.¹⁴¹ Im Zweifelsfall ist davon auszugehen, dass sie nur insoweit in das Gesetz Eingang gefunden haben, wie sie sich dort nachweisbar in konkreten gesetzlichen Vorschriften niedergeschlagen haben.¹⁴² Nicht angehen dürfte es, insbesondere in den Fällen des Schweigen des Gesetzes, mit nicht eindeutig definierten und belegten Prinzipien des Aktienrechts als allgemeinem gesetzlichen Bezugsrahmen zu operieren, der als ungeschriebenes zwingendes Recht der Ergänzung des Gesetzes durch die Satzung und damit der auf dem Gebiet des Aktienrechts ohnehin schon stark eingeschränkten Verbandsautonomie zusätzliche Grenzen setzen soll.¹⁴³

2. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass § 23 V 1 AktG eine Abweichung der Satzung von den Regelungen des Aktiengesetzes grundsätzlich verbietet. Eine solche ist nur dann zulässig, wenn sie gesetzlich ausdrücklich erlaubt ist. Im Ergebnis führt dies dazu, dass sämtliche Vorschriften des Aktiengesetzes, es sei denn es besteht eine gesetzliche Ausnahme, als zwingend ausgestaltet anzusehen sind.¹⁴⁴ Dies steht im Rahmen der Gründung und Fortführung einer Gesellschaft in krassem Gegensatz zu dem Grundsatz der Privatautonomie, von dem das bürgerliche Recht ausgeht. Das Prinzip der eigenen Gestaltung der Rechtsverhältnisse durch den Einzelnen, entsprechend seinem Willen, wird durch die allgemeine Handlungsfreiheit (Art. 2 I GG) gewährleistet.¹⁴⁵ Haupterscheinungsform der Privatautonomie ist die Vertragsfreiheit, d.h. die Freiheit des Einzelnen, seine Lebensverhältnisse durch Vertrag eigenverantwortlich zu gestalten.¹⁴⁶ § 23 V 1 AktG kehrt für die Satzung bzw. den Gesellschaftsvertrag der Aktiengesellschaft die These der Vertragsfreiheit, dass alles erlaubt sei, was nicht ausdrücklich verboten ist, um.¹⁴⁷

Im Gegensatz zu den nicht unerheblichen Auswirkungen des § 23 V 1 AktG, fallen die des Satzes 2 weniger dramatisch aus. Geregelt ist nur, dass eine Ergänzung der Satzung nur dort unzulässig ist, wo das Aktiengesetz eine abschließende Regelung enthält. Vor dem Hintergrund, dass durch Satz 1 der Regelung praktisch das gesamte Aktiengesetz zwingend

¹⁴¹ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 192.

¹⁴² Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 192.

¹⁴³ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 192.

¹⁴⁴ Vgl. Geßler, Festschrift für Luther (1976), S. 69 (72).

¹⁴⁵ Palandt/Heinrichs BGB, Überbl. v. § 104 Rn. 1; BVerfG in NJW 1986, S. 243 (243) und NJW 1986, S. 1859 (1860).

¹⁴⁶ Palandt/Heinrichs BGB, Einf. v. § 145 Rn. 7.

¹⁴⁷ Geßler, Festschrift für Luther (1976), S. 69 (71).

ausgestaltet wird, ist diese Regelung nur konsequent und hat eher klarstellende Bedeutung.¹⁴⁸

B. Satzungsstrenge und Verfassungsrecht

Angesichts der oben näher beschriebenen Einschränkungen der Satzungsautonomie durch § 23 V AktG stellt sich die Frage nach der verfassungsrechtlichen Unbedenklichkeit dieser Vorschrift. Zu klären ist, ob die mit der Satzungsstrenge einhergehenden weitgehenden Einschränkungen der aktienrechtlichen Satzungsfreiheit Grundrechte verletzen.¹⁴⁹ Denn durch § 23 V AktG werden die Gründer der Aktiengesellschaft beim Entwurf der Satzung sowie die Hauptversammlung bei späteren Satzungsänderungen entsprechend den Vorgaben des Aktiengesetzes in ihrer gesellschaftsrechtlichen Vertragsfreiheit enorm eingeengt.

In Rede steht folglich die Verletzung dieser gesellschaftsrechtlichen Vertragsfreiheit, so dass an erster Stelle zu klären ist, dem Schutzbereich welchen Grundrechts die gesellschaftsrechtliche Vertragsfreiheit zuzuordnen ist.

I. *Einschlägiger Schutzbereich*

1. Art. 9 I GG

Teilweise wird insoweit vertreten, dass die Vertragsfreiheit im gesellschaftsrechtlichen Bereich vollständig vom Schutzbereich des Art. 9 I GG umfasst wird. Danach garantiert Art. 9 I GG der Vereinigung im Grundsatz die Gründungs-, Typenwahl-, Satzungs-, Willensbildungs- und Auflösungs- bzw. Änderungsautonomie.¹⁵⁰ Der Schutz des Grundrechts umschließe die Selbstbestimmung über die Organisation, das Verfahren und den Inhalt der Willensbildung sowie die Führung der Geschäfte.¹⁵¹ Einige wollen dies nur insoweit gelten lassen, als die Vereinigung konstituierende oder sonst wie in ihrem Bestand unmittelbar berührende Vereinbarungen betroffen sind.¹⁵²

2. Art. 2 I GG

Die widersprechende Auffassung sieht die Vertragsfreiheit im Gesellschaftsrecht nicht als in Art. 9 I GG sondern in Art. 2 I GG verankert an. Begründet wird diese Auffassung damit, dass die Vereinigungsfreiheit zwar auch, aber nicht nur rechtsverbindliche Zusammenschlüsse umfasse; auch unverbindlich organisierte Vereinigungen genügen dem Vereinigungsbegriff

¹⁴⁸ Vgl. Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 158.

¹⁴⁹ Vgl. dazu Fleischer, ZHR 168 (2004), 673 (687).

¹⁵⁰ Papier, Handbuch Verfassungsrecht, § 18 Rn. 63; Di Fabio in Maunz/Dürig, GG, Art. 2 I Rn. 103; Scholz in Maunz/Dürig, GG, Art. 9 Rn. 111.

¹⁵¹ Papier, Handbuch Verfassungsrecht, § 18 Rn. 63.

¹⁵² Fleischer, ZHR 168 (2004), 673 (687); Kemper in v. Mangoldt/Klein/Starck, GG, Art 9 Fn. 408.

des Art. 9 I GG.¹⁵³ Die Freiheit, eine Vereinigung zu bilden, umfasse also nicht notwendig die Freiheit, inter partes verbindliches (Vertrags-) Recht zu setzen.¹⁵⁴ Die Vertragsfreiheit sei ein gegenüber der Vereinsbildungsfreiheit selbstständiges Institut, das die Gestaltungsmöglichkeiten der Vereinsbildung um das Moment der internen Rechtsverbindlichkeit erweitere.¹⁵⁵ Mit der Freiheit, inter partes verbindliches Vertragsrecht zu setzen, umfasse die Vertragsfreiheit einen Schutzbereich, der über den von Art. 9 I GG gewährten Schutz hinausgehe.¹⁵⁶ Da die Vertragsfreiheit auch für den von Art 9 I GG erfassten Bereich der Selbstorganisation gilt, umfasse sie diesen also unter einem besonderen Aspekt mit und sei deshalb spezieller.¹⁵⁷

3. Entscheidung

Diese Differenzierung zwischen der Vereinsbildung bzw. Gesellschaftsgründung (auch ohne verbindliche Organisation) und der Schaffung verbindlichen Vertragsrechts inter partes im Rahmen der Gesellschaftsgründung wird der rechtlichen und sozialen Qualität von Vereinbarungen zur Gründung und Ausgestaltung von Gesellschaften nicht gerecht.¹⁵⁸ Ihr thematischer Schwerpunkt liegt nicht auf der Vertrags-, sondern auf der Vereinigungsfreiheit.¹⁵⁹ Die freie Ausgestaltung von vertraglichen Austauschbeziehungen in einem Zweipersonenverhältnis ist rechtlich allenfalls mit dem Abschluss des Gesellschaftsvertrages (Satzung) vergleichbar, zumindest die spätere Satzungsänderung durch die Hauptversammlung weist nicht mehr die Qualität einer solchen Vertragsgestaltung auf. Dies spricht für die Verortung der gesellschaftsrechtlichen Vertragsfreiheit im Rahmen des Art. 9 I GG. Mit Fleischer kann man hier von der kollektiv wahrgenommenen Vereinigungsfreiheit statt von individuell ausgeübter Vertragsfreiheit sprechen.¹⁶⁰ Darüber hinaus erscheint es fragwürdig, dass das Auffanggrundrecht der allgemeinen Handlungsfreiheit gegenüber der Vereinigungsfreiheit spezieller sein soll.

Mithin ist die in Art. 9 I GG niedergelegte Vereinigungsfreiheit zumindest das einschlägige Grundrecht.

¹⁵³ Kemper in v. Mangoldt/Klein/Starck, GG, Art 9 Rn. 120.

¹⁵⁴ Kemper in v. Mangoldt/Klein/Starck, GG, Art 9 Rn. 120.

¹⁵⁵ Kemper in v. Mangoldt/Klein/Starck, GG, Art 9 Rn. 120.

¹⁵⁶ Kemper in v. Mangoldt/Klein/Starck, GG, Art 9 Rn. 120.

¹⁵⁷ Kemper in v. Mangoldt/Klein/Starck, GG, Art 9 Rn. 120.

¹⁵⁸ so wohl auch Fleischer, ZHR 168 (2004), 673 (687).

¹⁵⁹ Fleischer, ZHR 168 (2004), 673 (687).

¹⁶⁰ Fleischer, ZHR 168 (2004), 673 (688).

II. Eingriff in den Schutzbereich des Art. 9 I GG

Ob die Einschränkung der aktienrechtlichen Gestaltungsfreiheit auch einer Rechtfertigung bedarf, die sich dann am engen Schrankenvorbehalt des Art. 9 II GG messen lassen muss, ist damit noch nicht entschieden.¹⁶¹ Ein solches Rechtfertigungsbedürfnis setzt voraus, dass ein Eingriff in das Grundrecht vorliegt.¹⁶² Fraglich ist folglich, ob in der Vorgabe eines zwingenden rechtlichen Korsetts für die Aktiengesellschaft ein Eingriff in den Schutzbereich des Art. 9 I GG zu sehen ist.

Davon ist nicht auszugehen. Die genannten Freiheiten der Gründung, der Typenwahl, der Satzungsgebung, der Willensbildung und der Auflösung schließen gesetzliche Regelungen der Organisation und der Willensbildung von Unternehmensträgern ebenso wie von anderen Personenvereinigungen nicht aus.¹⁶³ Im Gegenteil: Die Effizienz grundrechtlicher Freiheiten zu privatautonomem Handeln allgemein und der gesellschaftsrechtlichen Autonomie im besonderen ist abhängig von der Existenz einer die Organisation und die Willensbildung in gewissem Grade regelnden Rechtsordnung, sofern diese vom Prinzip einer in der Entstehung und im Willen freien Assoziation geleitet ist.¹⁶⁴ Das BVerfG hat insoweit in seinem „Mitbestimmungsurteil“ ausgeführt:

„Vereinigungsfreiheit ist in mehr oder minder großem Umfang auf Regelungen angewiesen, welche die freien Zusammenschlüsse und ihr Leben in die allgemeine Rechtsordnung einfügen, die Sicherheit des Rechtsverkehrs gewährleisten, Rechte der Mitglieder sichern und den schutzbedürftigen Belangen Dritter oder auch öffentlichen Interessen Rechnung tragen. Demgemäß ist mit der verfassungsrechtlichen Garantie der Vereinigungsfreiheit seit jeher die Notwendigkeit einer gesetzlichen Ausgestaltung dieser Freiheit verbunden, ohne die sie praktische Wirkung nicht gewinnen könnte. Diese Notwendigkeit gehört von vornherein zum Inhalt des Art. 9 I GG, der sich unter dem hier wesentlichen Aspekt nur bestimmen lässt, indem die Bindungen geklärt werden, denen der ausgestaltende Gesetzgeber unterliegt.“¹⁶⁵

Der Gesetzgeber habe die Rechtsformen so auszugestalten, dass seine Regelung die Funktionsfähigkeit, insbesondere ihrer Organe, gewährleistet. Was darüber hinaus ausgestaltender gesetzlicher Regelung zugänglich und bedürftig sei, lasse sich nicht abschließend und generell festlegen. Insofern sei für Umfang und Dichte der erforderlichen Regelung der jeweilige Sachbereich sowie die Ordnungs- und Schutznotwendigkeiten, die

¹⁶¹ Vgl. Ipsen, Staatsrecht II, § 3 Rn. 123.

¹⁶² Vgl. Pieroth/Schlink, Grundrechte, § 6 III Rn. 228.

¹⁶³ Papier, Handbuch Verfassungsrecht, § 18 Rn. 64.

¹⁶⁴ Papier, Handbuch Verfassungsrecht, § 18 Rn. 64.

¹⁶⁵ BVerfGE 50, 290 (354f.).

sich aus ihm ergeben, maßgebend; in jedem Fall müsse das Prinzip freier Assoziation und Selbstbestimmung grundsätzlich gewahrt bleiben.¹⁶⁶ Mithin ist der Gesetzgeber jenseits des durch ein entsprechendes Untermaßverbots abgesteckten Rahmens weitestgehend frei in der Ausgestaltung etwa der Vereinigungstypen; an den status quo des Vereins- und Gesellschaftsrechts ist er nicht gebunden.¹⁶⁷ Vorschriften, welche Gründungsvoraussetzungen, Struktur und Aktionsmodus von Vereinen und Gesellschaften regeln (z.B. Eintragungsvoraussetzungen, Mindestkapitalvorschriften, Haftungsregelungen), stellen deshalb grundsätzlich keine Beeinträchtigungen des Schutzbereichs dar.¹⁶⁸

So kann der (Unternehmensrechts-) Gesetzgeber die Typenwahlautonomie durch das Vorschreiben zwingender Unternehmensrechtsformen begrenzen. Er muss dann gegebenenfalls für hinreichende Differenzierung sorgen, damit aus dem gesetzlichen Typenzwang keine (Markt-)Zugangssperre für bestimmte Unternehmensbereiche oder –klassen wird.¹⁶⁹ Folglich ist es unter diesem Aspekt verfassungsrechtlich unbedenklich, dass der Gesetzgeber sich mit § 23 V AktG für eine zwingende Ausgestaltung fast des gesamten Aktienrechts entschieden hat, so lange wie daneben andere Gesellschaftsformen zur Wahl der Unternehmensgründer stehen, die den jeweils unterschiedlichen Interessen entsprechen.

C. Satzungsstrenge und Gemeinschaftsrecht

Ferner ist zu klären, ob die in § 23 V AktG niedergelegte Satzungsstrenge mit dem Gemeinschaftsrecht vereinbar ist.¹⁷⁰ Anstoß zu der Überlegung, ob insoweit eine Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit nach Art. 56 EGV vorliegt, gab eine Entscheidungsserie des EuGH¹⁷¹ zu den so genannten „Goldenen Aktien“.¹⁷² Nach Art. 56 EGV sind „alle Beschränkungen des Kapitalverkehrs zwischen Mitgliedstaaten und dritten Ländern verboten.“ Gegenstand der hier erwähnten Entscheidungen waren staatliche Genehmigungsvorbehalte und Vetorechte an privatisierten Unternehmen. In groben Zügen geschildert versagt der EuGH staatlichen, aber auch privaten Behinderungen des Kontrollerwerbs an Gesellschaften die Anerkennung, sofern sie nicht durch zwingende Gründe des Allgemeininteresses gerechtfertigt und gerichtlich nachprüfbar sind.¹⁷³

¹⁶⁶ Vgl. BverfGE 50, 290 (355); Ipsen, Staatsrecht II, § 13 Rn 555.

¹⁶⁷ Höfling in Sachs, GG, Art. 9 Rn. 36; Ipsen, Staatsrecht II, § 13 Rn. 556.

¹⁶⁸ Höfling in Sachs, GG, Art. 9 Rn. 36; Ipsen, Staatsrecht II, § 13 Rn. 556.

¹⁶⁹ Papier, Handbuch Verfassungsrecht, § 18 Rn. 65.

¹⁷⁰ Vgl. Hüffer, AktG, § 23 Rn. 34; Grundmann/Möslein, ZGR 2003, 317 (361).

¹⁷¹ Vgl. EuGH, Slg. 2002, I-4731- Kommission / Portugal; Slg. 2002, I-4781- Kommission / Frankreich; Slg. 2002, I-4809- Kommission / Belgien; NJW 2003, 2663 – Kommission / Spanien; NJW 2003, 2666 – Kommission / Großbritannien.

¹⁷² Fleischer, ZHR 168 (2004), 673 (689).

¹⁷³ Spindler, RIW 2003, 850 (851); Grundmann/Möslein, ZGR 2003, 317 (320).

In den Entscheidungen hatte der EuGH unter Rückgriff auf die sekundärrechtliche Vorschrift des Anhangs der 4. Liberalisierungsrichtlinie vom 24. Juni 1988 für den sachlichen Anwendungsbereich der Kapitalverkehrsfreiheit entschieden, dass nicht nur die rein investierende Anlage, sondern weitergehend auch die unternehmerische Beteiligung in diesen fällt.¹⁷⁴ Darüber hinaus versteht der Gerichtshof Art. 56 EGV nicht als Diskriminierungs-, sondern als allgemein wirkendes Beschränkungsverbot, das auch bei jedermann – In- oder Ausländer – gegenüber eingreifenden Schranken des Kapitalverkehrs verfährt.¹⁷⁵ Da der EuGH für die Beantwortung der Frage nach dem Vorliegen einer Beschränkung auf die rechtliche oder faktische Versperrung des Zugangs zu einer Kapitalanlage abstellte, ja sogar auf die bloße Verminderung der Attraktivität derselben, gewinnen die Entscheidungen Bedeutung über den einzelnen Entscheidungsgegenstand hinaus für das allgemeine Aktien- und Kapitalmarktrecht.¹⁷⁶ Geht man davon aus, dass die zwingende Ausgestaltung fast des gesamten Aktienrechts durch § 23 V AktG Investoren davon abhält, in dieser Regelung unterliegende Aktiengesellschaften zu investieren, könnte darin ein die Kapitalverkehrsfreiheit tangierender Aspekt gesehen werden.

Vor diesem Hintergrund wird dann teilweise auch vertreten, dass jede einzelne Regelung des Aktien- und Kapitalmarktrechts einer Prüfung nach Art. 56 EGV zu unterziehen ist.¹⁷⁷ Danach soll entsprechend der Rspr. des EuGH eine, einer Rechtfertigung bedürftige, Behinderung vorliegen, wenn diese Regelungen eine (spürbare, allerdings auch nur potentielle) Gefahr dahingehend begründen, dass (einige) Anleger Aktien meiden, weil sie diesem Recht unterliegen; ferner muss eine grenzüberschreitende Wirkung (gut) denkbar erscheinen.¹⁷⁸ Selbst die Vertreter dieser weitgehenden Auffassung stellen für § 23 V AktG aber fest, dass einer Vorschrift, die grundsätzlich nur das nationale Aktienrecht für zwingend erklärt, schon die Zielgenauigkeit fehlt, die für die Überprüfung einer jeden Regelung an den oben aufgestellten Voraussetzungen erforderlich ist.¹⁷⁹ Um zu konkreten Ergebnissen zu kommen, ist demnach an der jeweiligen Einzelregelung anzusetzen, die für zwingend erklärt wird.¹⁸⁰ Demnach steht Art. 56 EGV dem Prinzip der Satzungsstrenge grundsätzlich nicht entgegen.

¹⁷⁴ Grundmann/Möslein, ZGR 2003, 317 (320); dieselben, BKR 2002, 758 (761); Spindler, RIW 2003, 850 (852).

¹⁷⁵ Grundmann/Möslein, ZGR 2003, 317 (320); dieselben, BKR 2002, 758 (761); Spindler, RIW 2003, 850 (852-853).

¹⁷⁶ Grundmann/Möslein, ZGR 2003, 317 (324+325); dieselben, BKR 2002, 758 (760) Spindler, RIW 2003, 850 (851).

¹⁷⁷ Grundmann/Möslein, ZGR 2003, 317 (365); dieselben, BKR 2002, 758 (765).

¹⁷⁸ Grundmann/Möslein, ZGR 2003, 317 (365).

¹⁷⁹ Grundmann/Möslein, ZGR 2003, 317 (363).

¹⁸⁰ Grundmann/Möslein, ZGR 2003, 317 (363).

Gegen die Forderung nach einer Überprüfung des gesamten Aktienrechts an Hand der Kapitalverkehrsfreiheit wird eingewandt, dass die Besonderheiten der hier herangezogenen Entscheidungen zu den so genannten „Goldenen Aktien“ ausreichend zu berücksichtigen sind.¹⁸¹ So wird vorgeschlagen, einzelne zwingende Vorschriften des Aktienrechts und damit auch § 23 V AktG in seiner standardisierenden Wirkung eher als „Investitionsmodalitäten“ zu qualifizieren, die den „Verkaufsmodalitäten“ im Rahmen der Warenverkehrsfreiheit (Art. 28 EGV) vergleichbar sind, so dass solche Regelungen schon auf Tatbestandsseite ausscheiden.¹⁸²

Dass nach beiden Auffassungen § 23 V AktG keine gemeinschaftsrechtlichen Bedenken entgegenstehen, überzeugt zumindest im Ergebnis.

An einem gegenteiligen Ergebnis würde irritieren, dass § 23 V AktG, wie später noch festzustellen sein wird,¹⁸³ mit dem Bedürfnis nach Anlegerschutz begründet wird. Der Gedanke des Anlegerschutzes rechtfertigt sich aber gerade aus Art. 56 EGV.¹⁸⁴ Die Ausformung der Aktie als standardisiertes Massenprodukt durch die Satzungsstrenge soll gerade dem Anleger entgegenkommen, der auf diesem Weg zumindest in rechtlicher Hinsicht keine Überraschungen zu befürchten haben soll. Ob dieses Ziel mit der aktienrechtlichen Satzungsstrenge tatsächlich erreicht wird, ist hier nicht entscheidend. Schließlich darf nicht vernachlässigt werden, dass bei solch unsicheren Einschätzungen dem Gesetzgeber eine Einschätzungsprärogative zusteht – ein im deutschen Verfassungsrecht fest verankertes Prinzip -, das auch im Bereich der europarechtlichen Grundfreiheiten auf lange Sicht sein Pendant finden dürfte.

Nicht außer Acht zu lassen ist ferner, dass der europäische Ordnungsgeber im Sekundärrecht mit Art. 9 I b) SE-VO ebenfalls eine „europarechtliche Satzungsstrenge“ für die europäische Aktiengesellschaft installiert hat.

D. Legitimation der Satzungsstrenge / § 23 V AktG

Wer die Daseinsberechtigung der Satzungsstrenge im deutschen Aktienrecht untersuchen will, muss zuerst einmal darlegen, wie dieses Prinzip legitimiert wird. Da § 23 V AktG das Prinzip der Satzungsstrenge kodifiziert, ist dies gleichbedeutend mit der Frage nach der Legitimation des § 23 V AktG. Die Vorschrift ist recht „jungen“ Datums, sie wurde erst 1965 seinerzeit als

¹⁸¹ Fleischer, ZHR 168 (2004), 673 (689) m.w.N..

¹⁸² Fleischer, ZHR 168 (2004), 673 (690), so wohl auch Spindler, RIW 2003, 850 (858).

¹⁸³ Vgl. unten 1. Teil D.

¹⁸⁴ so schon Spindler, RIW 2003, 850 (858).

§ 23 IV in das Aktiengesetz eingefügt.¹⁸⁵ Die Gesetzesbegründung verweist allerdings nur lapidar darauf, dass mit Einführung dieser Norm die herrschende Meinung kodifiziert würde.¹⁸⁶ So heißt es dort:

„Der neue Absatz 4 entspricht der herrschenden Lehre. Da aber demgegenüber die Rechtsprechung zur Frage der Zulässigkeit ergänzender Satzungsbestimmungen kein einheitliches Bild ergibt und es sich in beiden Fragen, der Zulässigkeit abweichender und der Zulässigkeit ergänzender Satzungsbestimmungen, um das gesellschaftsrechtlich sehr wichtige Verhältnis von Gesetz und Satzung handelt, erscheint eine ausdrückliche Klarstellung angebracht.“¹⁸⁷

Auf der Suche nach den Argumenten, die die Einführung der Vorschrift und damit des Prinzips der Satzungsstrenge rechtfertigen, hilft diese Gesetzesbegründung nicht weiter.

Folglich hat die Suche nach dieser Legitimation zeitlich vor der Kodifizierung der Satzungsstrenge im Aktiengesetz 1965 anzusetzen.

I. Historischer Rückblick

1. Rechtsprechung des Reichsgerichts (RG)

Sah sich der Gesetzgeber zu der Einführung des § 23 IV (heute Abs. 5) AktG genötigt, um das Verhältnis zwischen Gesetz und Satzung im Sinne der herrschenden Literaturmeinung klarzustellen, weil die Rechtsprechung insoweit ein uneinheitliches Bild ergab, liegt es nahe, diese Rechtsprechung näher zu untersuchen, bevor in einem zweiten Schritt die herrschende Lehre näher betrachtet wird.

Im Jahr 1901 stellte das Reichsgericht fest, dass weder das alte noch das neue Handelsgesetzbuch für die Aktiengesellschaft bestimmt, dass sich das Rechtsverhältnis der Aktionäre zur Gesellschaft zunächst nach dem Gesellschaftsvertrag richtet.¹⁸⁸ Die Vorschriften über die Rechtsverhältnisse der Gesellschafter und der Aktiengesellschaft seien vielmehr dispositiver Natur nur soweit, als das Gesetz es ausdrücklich zulässt.¹⁸⁹

In einer Entscheidung aus dem Jahr 1907 bestätigte das Reichsgericht seine früher vertretene Auffassung.¹⁹⁰ Es führte, diese ursprüngliche Auffassung ergänzend, aus:

¹⁸⁵ Hirte, ZGR Sonderheft 13 1998, S.61 (62); Baumbach/Hueck, AktG 13. Aufl., § 23 Rn. 1; Godin/Wilhelmi, AktG 1965 4. Aufl., § 23 Anm. 1.

¹⁸⁶ Kropff, AktG 1965, § 23 S. 44.

¹⁸⁷ Kropff, AktG 1965, § 23 S. 44.

¹⁸⁸ RGZ, 49, 77 (80).

¹⁸⁹ RGZ, 49, 77 (80); Geßler, Festschrift für Luther (1976), S. 69 (70); Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 38.

¹⁹⁰ RGZ 65, 91 (92); Geßler, Festschrift für Luther (1976), S. 69 (70); Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 39.

„Für die Aktiengesellschaft entscheidet vielmehr an erster Stelle das Gesetz, der Gesellschaftsvertrag nur insoweit, als das Gesetz auf ihn verweist, ihm abändernde oder ergänzende Bestimmungen überlässt, wie z.B. im § 275 II HGB und zahlreichen anderen Vorschriften des Abschnitts über die Aktiengesellschaft. Überall wo in dem Abschnitt über die Aktiengesellschaft dem Gesellschaftsvertrage keine ergänzende oder abändernde Macht eingeräumt ist, sind die Vorschriften des Abschnitts als absolute anzusehen, die durch den Gesellschaftsvertrag weder ergänzt, noch abgeändert werden können.“¹⁹¹

Diese Rechtsprechung ging damit über die Wirkung des heutigen § 23 V AktG hinaus. Ist nach § 23 V 2 AktG eine ergänzende Regelung nur dann unzulässig, wenn das Aktienrecht eine abschließende Regelung enthält, knüpfte das Reichsgericht in dieser Entscheidung die Zulässigkeit von Ergänzungen an das Vorliegen einer gesetzlichen Erlaubnis. Damit wurde nicht, wie dies heute nach § 23 V AktG der Fall ist, zwischen der Zulässigkeit von abweichenden und ergänzenden Satzungsbestimmungen unterschieden. Vielmehr wurden beide Erscheinungsformen von Satzungsbestimmungen derselben strengen Zulässigkeitsvoraussetzung, nämlich ihrer ausdrücklichen gesetzlichen Erlaubnis, unterworfen.

Diese strenge Haltung schien das Reichsgericht durch eine Entscheidung aus dem Jahr 1928¹⁹² aufgeben zu haben. In ihr stellte das Gericht für die Beantwortung der Frage nach der Zulässigkeit einer Satzungsbestimmung nur darauf ab, ob dieser Regelung aktienrechtliche Bedenken entgegenstehen.¹⁹³ Allerdings führte es in der Entscheidung aus, dass die vorliegende Entscheidung nicht mit der in RGZ 49, 77ff abgedruckten vergleichbar sei.¹⁹⁴ Dies spricht dafür, dass das Reichsgericht die in den beiden früheren Entscheidungen vertretene Auffassung nicht aufgeben wollte. Zu dieser Vermutung passt auch, dass das Kammergericht 1930 entschied, dass das Aktienrecht nur dann kein zwingendes Recht enthalte, wenn das Gesetz selbst es der Satzung überlasse, eine abweichende oder ergänzende Regelung zu schaffen.¹⁹⁵ Das Kammergericht nahm zur Begründung nur auf die beiden älteren Entscheidungen des Reichsgerichts aus dem 49. und 65. Band Bezug.¹⁹⁶ Auch in der Literatur wurde dementsprechend teilweise vertreten, dass sich die Entscheidung des

¹⁹¹ RGZ 65, 91 (92).

¹⁹² RGZ 120, 177ff.

¹⁹³ RGZ 120, 177 (180); Geßler, Festschrift für Luther (1976), S. 69 (70).

¹⁹⁴ RGZ 120, 177 (180).

¹⁹⁵ JW 1930, 2712 (2713); Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 39; Geßler, Festschrift für Luther (1976), S. 69 (70).

¹⁹⁶ JW 1930, 2712 (2713).

Reichsgerichts aus dem 120. Band jedenfalls nicht zur Verallgemeinerung eigne.¹⁹⁷

Vernachlässigt man dementsprechend die Entscheidung des Reichsgerichts aus dem Jahr 1928, lässt sich feststellen, dass § 23 IV AktG bei seiner Einführung in großen Teilen der herrschenden Rechtsprechung entsprach. Ein Unterschied lässt sich nur hinsichtlich der in der Rechtsprechung nicht vorgenommenen Differenzierung zwischen abweichenden und ergänzenden Satzungsbestimmungen in Bezug auf unterschiedliche Zulässigkeitsvoraussetzungen feststellen.

2. Schrifttum

Kritik erfuhr die Rechtsprechung des Reichsgerichts aus den Jahren 1901 und 1907 im Schrifttum. So äußerte Pinner in einer Anmerkung zu der oben erwähnten Entscheidung des Kammergerichts aus dem Jahr 1928, es sei bei einer Statutenänderung hinsichtlich deren Zulässigkeit lediglich zu untersuchen, ob die Vorschriften, die die Gesellschaft bei ihrer Statutenänderung beabsichtigt hat, zwingenden Vorschriften des Aktienrechts widersprechen oder, was ebenfalls anerkannt werden muss, sich mit grundsätzlichen aktienrechtlichen Normen in Widerspruch sehen.¹⁹⁸ Allerdings beschränkt sich diese Kritik auf die rigide Haltung des Reichsgerichts in den zitierten Entscheidungen gegenüber ergänzenden Satzungsbestimmungen. Dies zeigt sich ebenfalls an der erwähnten Anmerkung Pinner, wenn es dort heißt:

„Es ist einfach unmöglich, dass ohne die Befugnis zu ergänzenden Bestimmungen neben dem Gesetz auf die vollständig wirtschaftlich anders gearteten Gesellschaften die Vorschriften Anwendung finden, die das Gesetz gegeben hat.“¹⁹⁹

Dementsprechend herrschend war im Schrifttum wohl die Auffassung, dass für Änderungen des Gesetzes durch die Satzung eine ausdrückliche Gestattung nötig ist.²⁰⁰ So heißt es bei Schlegelberger – Quassowski:

„Die Rechtsverhältnisse der Aktiengesellschaft regeln sich, anders als z.B. die der offenen Handelsgesellschaft, in erster Linie nach dem Gesetz und erst dann nach der Satzung. Abweichen kann die Satzung von den gesetzlichen Bestimmungen nur, wo dies ausdrücklich vorgesehen ist.“²⁰¹

¹⁹⁷ Vgl. Teichmann – Koehler, AktG 1937, § 16 S. 43.

¹⁹⁸ Pinner, JW 1930, 2712 (2714).

¹⁹⁹ Pinner, JW 1930, 2712 (2713).

²⁰⁰ Geßler, Festschrift für Luther (1976), S. 69 (70-71); Schlegelberger-Quassowski, AktG 1937, § 16 Anm. 27; Ritter, AktG 1937, Vor § 1 Anm. 3 S. 5; Staub-Pinner, HGB 12. u. 13. Aufl. 1926, § 182 Zusatz 5; Baumbach, AktG 1937, Grundz. 2) S. 3.

²⁰¹ Schlegelberger-Quassowski, AktG 1937, § 16 Anm. 27.

Umstritten war hingegen, ob dies auch, entsprechend der Rechtsprechung des Reichsgerichts aus dem Jahr 1907, für Ergänzungen gilt, oder ob solche auch ohne ausdrückliche Gestattung zulässig sind, wenn sie mit dem Wesen der AG und dem zwingenden Gesetzesrecht vereinbar sind.²⁰² Überwiegend wurde aber wohl unter Hinweis auf RGZ 120, 180 vertreten, dass Satzungsbestimmungen ergänzender Art nicht nur zulässig sind, wenn das Gesetz diese ausdrücklich gestattet, sondern schon immer dann, wenn sie mit den gesetzlichen Bestimmungen verträglich sind.²⁰³

3. Zusammenfassung

Mithin steht fest, dass § 23 IV AktG bei seiner Einführung zumindest der herrschenden Meinung im Schrifttum entsprach. Im Unterschied dazu, nahm die Rechtsprechung eine Differenzierung hinsichtlich der Zulässigkeitsvoraussetzungen zwischen abweichenden und ergänzenden Satzungsbestimmungen nicht vor. Tatsächlich bestanden Irritationen hinsichtlich der Auffassung der Rspr. zur Zulässigkeit ergänzender Satzungsregelungen, die mit der Einführung des § 23 IV AktG 1965 beseitigt wurden.

Allerdings enthält weder die untersuchte Rechtsprechung noch die Literatur soweit ersichtlich Hinweise darauf, warum diese herrschende Meinung, die mit § 23 IV AktG 1965 Gesetz geworden ist, vertreten wurde.²⁰⁴ Der historische Rückblick konnte folglich keine Antwort auf die Frage nach der Legitimation des § 23 V AktG geben. Vielmehr setzten die hier aufgefundenen Quellen die zwingende Ausgestaltung des Aktienrechts als selbstverständlich voraus.

II. Gegenwärtige Auffassung

1. Schrifttum

Zur Begründung des § 23 V AktG pflegt die herrschende Lehre heutzutage überwiegend auf den Schutz der Aktionäre (insbesondere der künftigen) hinzuweisen.²⁰⁵ Daneben findet sich teilweise auch noch ein Hinweis auf den Gläubigerschutz²⁰⁶ und eine Rechtssicherheit

²⁰² Geßler, Festschrift für Luther (1976), S. 69 (71); Schlegelberger-Quassowski, AktG 1937, § 16 Anm. 27; Fischer, GK AktG 1937 2. Aufl., § 16 Anm. 18; Ritter, AktG 1937, Vor § 1 Anm. 3 S. 5-6; Godin/Wilhelmi, AktG 1965 4. Aufl., § 23 Anm. 14.

²⁰³ Fischer, GK AktG 1937 2. Aufl., § 16 Anm. 18; Schlegelberger-Quassowski, AktG 1937, § 16 Anm. 27; Godin-Wilhelmi, AktG 1937 2. Aufl., § 16 Anm. 3 S.59-60; Teichmann-Köhler, AktG 1937, § 16 S. 43; Ritter, AktG 1937, Vor § 1 Anm. 3 S. 5-6.

²⁰⁴ so auch Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 40-41; beschränkt auf Rspr. und Gesetzesbegründung auch Hirte, ZGR Sonderheft 13 (1998), S. 61 (64).

²⁰⁵ Hüffer, AktG, § 23 Rn. 34; Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 150; Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 167; Fleischer, ZHR 168 (2004), S. 673 (687).

²⁰⁶ Hüffer, AktG, § 23 Rn. 34; Kübler, Gesellschaftsrecht, S. 165; Hommelhoff, Das System der Kapitalgesellschaften im Umbruch – ein internationaler Vergleich, S. 47.

schaffende Funktion des § 23 V AktG.²⁰⁷ Insbesondere um der Interessen der Kleinaktionäre und der Gläubiger willen bedürfe es der zwingenden und detaillierten rechtlichen Ordnung der AG durch den Staat.²⁰⁸

Jeder (auch jeder künftige Aktionär) soll sich darauf verlassen können, dass die Satzung keine ungewöhnlichen Bestimmungen enthält.²⁰⁹ Zwingendes Aktienrecht soll mit anderen Worten gegenwärtige wie zukünftige Aktionäre vor unliebsamen Überraschungen schützen und die Handelbarkeit der Aktie als standardisiertes Rechtsprodukt verbessern.²¹⁰

Der Hintergrund dieses Anliegens ist also in der Sicherstellung der Fungibilität der Aktie zu sehen; ihre Handelbarkeit an der Börse wäre praktisch aufgehoben, wenn sich jeder Aktionär zuvor anhand der Satzung über die Verfassung der Gesellschaft im Einzelnen vergewissern müsste.²¹¹ Demgegenüber müssen die Bedürfnisse nach Flexibilität der inneren Organisation und Anpassungsfähigkeit an besondere Umstände zurücktreten.²¹² Hieraus folgt, dass sich der Zweck dieser Norm nicht im Schutz individueller Gläubiger und Aktionäre erschöpft, sondern vor dem Hintergrund einer Wirtschaftsordnung, die die Unternehmensfinanzierung weitgehend dem Spiel von Angebot und Nachfrage am Kapitalmarkt überlässt, auch das Interesse der Allgemeinheit am guten Funktionieren der Aktiengesellschaft als gesetzestypischen Kapitalsammelbecken und Großunternehmensträger schützen soll.²¹³ Zu dieser Interpretation passt, dass schon die Aktienrechtsnovelle von 1884 mit dem Bedürfnis nach einer das Vertrauen in die Aktiengesellschaften stärkenden und damit deren Finanzierung sichernden Gesetzgebung begründet wurde.²¹⁴

Diesen Ausführungen zu Folge ist die Kapitalsammelfunktion der AG bzw. der Kapitalmarktfunktionschutz als (Fern)ziel der Satzungsstrenge anzusehen. Mittel zur Erreichung dieses Ziels ist der Schutz (auch der künftigen) Aktionäre. Ob und wie weit für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes auch Anlegerschutz im Sinne eines Schutzes des

²⁰⁷ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 167; Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 46; Raiser, Kapitalgesellschaften, § 9 Rn. 21.

²⁰⁸ Zöllner, Kölner Kommentar AktG, Einl. Rn. 6.

²⁰⁹ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 150.

²¹⁰ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 167; Fleischer, ZHR 168 (2004), S. 673 (687); Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 150; Heckschen, Beck'sches Notarhandbuch, D III. Rn. 1 u. 9.

²¹¹ Pentz, MüKo AktG, § 23 Rn 150; Raiser, Kapitalgesellschaften, § 9 Rn. 19.

²¹² Raiser, Kapitalgesellschaften, § 9 Rn 19.

²¹³ Vgl. Kübler, Gesellschaftsrecht S. 165; Hommelhoff, „Das System der Kapitalgesellschaften im Umbruch – ein internationaler Vergleich“, S. 47; Heckschen, Beck'sches Notarhandbuch, D III. Rn. 4; Kübler/Assmann, Gesellschaftsrecht, S. 177.

²¹⁴ Vgl. Allgemeine Begründung zum Gesetz betreffend die KGaA und AG (1884) abgedruckt in Schubert/Hommelhoff, 100 Jahre modernes Aktienrecht (ZGR Sonderheft 4), 407 ff (408), Hommelhoff, FS für Ulmer, S. 267 (269).

individuellen Anlegers erforderlich ist, ist umstritten.²¹⁵ Übereinstimmung besteht dabei lediglich insoweit, als jedenfalls die Enttäuschung einer großen Zahl von Investoren zu deren Rückzug aus dem Markt und damit zu dessen Zusammenbruch führen kann. Ob den Aktiengesellschaften Eigenkapital von den Investoren zur Verfügung gestellt wird, hängt von deren Anlageentscheidung ab.²¹⁶ Für diese Entscheidung bilden die vom Aktienrecht gesetzten rechtlichen Rahmenbedingungen des Investments ebenso Entscheidungsdeterminanten wie sonstige wirtschaftliche Bestimmungsfaktoren.²¹⁷ Denn die Bereitschaft von Investoren, einer Gesellschaft Kapital zur Verfügung zu stellen, wird entscheidend durch den aktienrechtlich jeweils gewährten Anlegerschutz bestimmt.²¹⁸

Vor diesem Hintergrund wird der Aktionär in seiner Eigenschaft als Kapitalanleger durch weitgehend zwingendes Aktienrecht geschützt, was zugleich, wenn auch nur mittelbar, den Kapitalmarkt in seiner Funktionsfähigkeit schützt, weil dieser möglichst vor Störungen zu Lasten der Anleger bewahrt werden soll.²¹⁹

Damit stellt sich Anlegerschutz vor allem als Funktionenschutz des Kapitalmarktes mit lediglich reflexartiger Wirkung für den Anleger dar.²²⁰ Individualschutz und die gesamtwirtschaftlichen Bedürfnisse nach ausreichenden Finanzierungsmitteln bilden in diesem Sektor einen untrennbaren Zusammenhang.²²¹ Denn von der Bereitschaft der Anleger, erspartes Vermögen als Risikokapital bereitzustellen, hängt entscheidend die Existenz und Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes ab.²²²

2. Begründung zum AktG 1965

Diese Auffassung kann sich auch auf die Regierungsbegründung zum Aktiengesetz 1965 stützen. Zwar findet sich in der Begründung zur Einführung des § 23 IV AktG, wie bereits erwähnt, nur der Hinweis auf die Kodifikation der herrschenden Literaturmeinung. Allerdings heißt es in der Allgemeinen Begründung der Regierung zum AktG 1965, dass das Aktienrecht so zu gestalten sei, dass private Eigentümer immer wieder bereit seien, ihr Kapital einer Aktiengesellschaft zur Verfügung zu stellen und so den Bestand und Fortschritt unserer auf

²¹⁵ Hirte, ZGR Sonderheft 13, S. 61 (73); Vgl. hierzu auch Mülbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S.113ff; Damrau, Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, S. 30, 34 m.w.N..

²¹⁶ Mülbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 97.

²¹⁷ Mülbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 97-98.

²¹⁸ Mülbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 98.

²¹⁹ Hommelhoff, FS für Ulmer, S.267 (269); Bendfeld, „Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit“, S. 42; Hey, Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen, S. 172; Fleischer, ZIP 2006, S. 451 (453).

²²⁰ Escher- Weingart, Reform durch Deregulierung im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 203.

²²¹ Escher- Weingart, Reform durch Deregulierung im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 203.

²²² Assmann in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 1 Rn. 58.

der privaten Initiative beruhenden Wirtschaftsordnung zu gewährleisten.²²³ Damit ist die Kapitalsammelfunktion der Rechtsform Aktiengesellschaft angesprochen.²²⁴ Die Kapitalaufbringung bildet einen funktionsorientierten Maßstab zur Konkretisierung eines aktienrechtlich gebotenen Aktionärsschutzes. Der Kapitalanleger, der die Vor- und Nachteile verschiedener Anlagemöglichkeiten kalkuliert, soll durch die entsprechende Gestaltung der Aktionärposition möglichst veranlasst werden, sich zur Investition in die AG, und das heißt: zur Übernahme der Aktionärsstellung, zu entscheiden.²²⁵ Mit seiner zwingenden Ausgestaltung verfolgt das AktG das Ziel die Aktie standardisiert und damit unter weitgehender Minimierung von Transaktionskosten dem Kapitalmarkt zur Verfügung zu halten und auf diese Weise sowohl die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes als auch die Kapitalausstattung der Gesellschaften zu sichern.²²⁶ Den aktienrechtlichen Regelungen geht es (auch) darum, die Funktionszusammenhänge und wechselseitigen Rückwirkungen zwischen aktienrechtlichen Organisationsregeln und Kapitalmarktgeschehen mit dem Ziel zu integrieren, die Kapitalsammelfunktion der AG zu stärken.²²⁷

3. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Die obigen Ausführungen haben gezeigt, dass im Rahmen der Legitimation hauptsächlich auf Aspekte des Anlegerschutzes abgestellt wird. Dabei ist zu beobachten, dass der Anlegerschutz immer auch mit dem Ziel, das Funktionieren des Kapitalmarktes zu gewährleisten (Kapitalmarktfunktionenschutz), in den Vordergrund gerückt wird (kapitalmarktrechtliche Legitimation).

Wird Anlegerschutz zumindest auch zu diesem Zweck gewährt, zeigt sich, dass es hier nicht um die Verwirklichung eines rein gesellschaftsrechtlichen sondern zumindest auch eines kapitalmarktrechtlichen Ziels geht.²²⁸ Geschützt werden soll durch § 23 V AktG der (individuelle) Anleger nicht um seiner selbst willen, sondern um das Funktionieren des Kapitalmarktes zu gewährleisten und damit letztlich die Kapitalsammelfunktion der AG sicherzustellen. In diesem Kontext wird dann auch von der kapitalmarktrechtlichen Legitimation des § 23 V AktG gesprochen.²²⁹ Ob neben diesem Aspekt, des über Anlegerschutz gewährten Kapitalmarktfunktionenschutzes, noch eine soziale

²²³ Vgl. Kroppf, AktG 1965, S. 14; so wohl auch Mülbert, Aktiengesellschaft, S. 65; Hey, Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen, S. 171.

²²⁴ Vgl. Fleischer, ZIP 2006, S. 451 (451).

²²⁵ Mülbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 66.

²²⁶ Hey, Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen, S. 172; Mülbert, Aktiengesellschaft, S. 78.

²²⁷ Mülbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 97.

²²⁸ so schon Hey, Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen, S. 172;

²²⁹ Vgl. Hirte, ZGR Sonderheft 13 (1998), S. 61 ff.

Schutzkomponente in dem Sinne tritt, dass der Anleger als Individuum geschützt werden soll, ist solange unerheblich, als diese Argumentation über den Kapitalmarktfunktionenschutz greift.²³⁰ Denn in diesem Fall ist der Schutz des individuellen Anlegers auch Bedingung für das gute Funktionieren des Kapitalmarktes. Im Folgenden soll deshalb der Begriff Anlegerschutz immer auch im Sinne eines so erzielten Kapitalmarktfunktionenschutzes verstanden werden.

Neben einem so verstandenen Anlegerschutz spielen der Gläubigerschutz- und der Rechtssicherheitsgedanke im Rahmen der Legitimation der aktienrechtlichen Satzungsstrenge eine eher untergeordnete Rolle.²³¹

E. Kritische Würdigung der Anleger-/Kapitalmarktschutz-Legitimation

Wenn die Satzungsstrenge mit dem Bedürfnis, Anlegerschutz zu gewähren, legitimiert wird, kann dieser Begründungsansatz einer kritischen Überprüfung nur dann standhalten, wenn durch § 23 V AktG tatsächlich ein Schutz des Anlegers gewährleistet wird. Um diese Frage beantworten zu können, ist zuerst zu klären, vor welchen Risiken der Anleger überhaupt zu schützen ist.

I. Risiken des Anlegers

1. Opportunitäts-, Substanzerhaltungs- und Ertragsrisiko

Anlegerschutz soll hier, wie oben dargelegt, zum Einen den Aktionär als Mitglied der Gesellschaft erfassen. Darüber hinaus erstreckt er sich aber auch auf den - unter der Bedingung des späteren Aktienerwerbs - zukünftigen Aktionär.

Dementsprechend können die hier darzustellenden anlegertypischen Risiken nach dem Zeitpunkt ihres Auftretens in zwei Gruppen unterteilt werden. Solche, die schon im Vorfeld der Anlageentscheidung auftreten, und jene, welche erst durch den mit dem Aktienerwerb verbundenen Eintritt in die Gesellschaft relevant werden.²³² Dementsprechend ist bezogen auf den Zeitpunkt der Investitionsentscheidung zwischen dem ex ante und dem ex post Anlegerschutz zu unterscheiden.

Vor der Anlageentscheidung läuft der Anleger Gefahr, eine nicht sachgerechte Anlageentscheidung zu treffen.²³³ Diese auch als Opportunitätsrisiko bezeichnete Gefahr kann darin gesehen werden, dass der Anleger – unter Berücksichtigung alternativer

²³⁰ zur Kritik an dieser Legitimation vgl. sogleich unten 1. Teil E. insbesondere IV. 4. und V..

²³¹ so wohl auch Hommelhoff, FS für Ulmer, S. 267 (269).

²³² Vgl. zu den ex ante und ex post Risiken auch Damrau, Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, S. 30.

²³³ Schwarz, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, S. 10; Assmann, GK AktG Einl. Rn. 368.

Anlageangebote und –formen sowie den in jeder derselben angelegten Risiken im übrigen – nicht die seinen Anlageinteressen gerecht werdende Anlageentscheidung trifft.²³⁴

Nach der Investitionsentscheidung sieht sich der Anleger sowohl mit einem Substanzerhaltungsrisiko als auch mit einem Ertragsrisiko konfrontiert.²³⁵ Mit seiner Anlageentscheidung und dem dadurch bedingten Mitteltransfer zum Kapitalnehmer läuft der Anleger nicht nur Gefahr, aus seiner Kapitalanlage keine Erträge zu erzielen, sondern er muss darüber hinaus befürchten, dass die Substanz der Anlage sich vermindert oder völlig verloren geht.²³⁶

2. Umfassendes Informationsrisiko

Die hier herausgestellten Gefahren können jedoch noch nicht als anlegertypisch bezeichnet werden, da sie mit jeder Finanzinvestition einhergehen. Die besondere Situation des Anlegers ist einmal in der ökonomischen Besonderheit des Güterangebots zu sehen, mit dem sich dieser bei der Anlageentscheidung konfrontiert sieht. Gehandelt werden hier keine Erzeugnisse, die man anfassen und vor Vertragsschluss auf ihre Werthaltigkeit überprüfen kann; Handelsobjekte sind vielmehr Hoffnungen und Versprechungen, genauer: diskontierte Hoffnungen und abgezinste Geldversprechen.²³⁷ Ein vernünftiger Anleger wird sie infolgedessen nur erwerben, wenn er verlässliche Informationen über die anfängliche Glaubwürdigkeit und spätere Einhaltung der Geldversprechen besitzt.²³⁸

Ferner werden diese Risiken erst dadurch anlegertypisch, dass nicht die Kapitalgeber selbst, sondern andere Unternehmensbeteiligte über das Schicksal der zur Verfügung gestellten Vermögenssubstanz bestimmen.²³⁹ Denn abgesehen von Umständen, auf die weder Kapitalgeber noch Kapitalnehmer Einfluss haben, hängen Substanzerhaltungs- und Ertragsrisiko maßgeblich vom Verhalten und den Fähigkeiten derjenigen ab, die über die Verwendung der angelegten Finanzmittel oder sonst zur Interessenwahrnehmung des Anlegers (wie zur Ausübung von Kontroll- und Mitwirkungsrechten) eingesetzt werden.²⁴⁰ In ersterer Hinsicht unterliegt der Anleger einem Abwicklungs- und Verwaltungsrisiko, in

²³⁴ Assmann, GK AktG Einl. Rn. 368; Schwarz, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, S. 10; Caspari, Anleger- und Funktionsschutz durch Kapitalmarktrecht, S. 7 (8) bezeichnet dies auch als complexity or unsuitability risk; Ekkenga, Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt, S. 26f..

²³⁵ Schwarz, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, S. 10; Assmann, GK AktG Einl. Rn. 369.

²³⁶ Assmann, GK AktG Einl. Rn. 369; Caspari, Anleger- und Funktionsschutz durch Kapitalmarktrecht, S. 7 (8).

²³⁷ Fleischer, Gutachten F zum 64. Deutschen Juristentag, F. 23.

²³⁸ Fleischer, Gutachten F zum 64. Deutschen Juristentag, F. 23.

²³⁹ Vgl. Ekkenga, Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt, S. 27; Fleischer Gutachten F zum 64.

Deutschen Juristentag, F. 23f.

²⁴⁰ Assmann, GK AktG Einl. Rn. 370.

letzterer einer weiteren Ausprägung eines Interessenvertretungsrisikos.²⁴¹ Ein eigenständiges Liquidationsrisiko in Bezug auf seine Anlage läuft der Anleger dagegen regelmäßig nur dann, wenn in Bezug auf die konkrete Anlageform kein (organisierter) Sekundärmarkt vorhanden ist.²⁴² In Frage steht also das zukünftige Verhalten der Kapitalnehmer, welches auf Grund divergierender Interessen nicht mit dem Interesse der Anleger übereinstimmen muss. Somit lassen sich die oben beschriebenen Risiken als Teil eines umfassenden Informationsrisikos des Anlegers beschreiben, welches sich sowohl auf die Wahrnehmung der Bandbreite von Risiken und der einzelnen Risikofaktoren selbst als auch auf die Qualität der Eigen- und Fremdinformationen zur sachlichen Beurteilung der Risiken im Einzelnen bezieht.²⁴³ Insoweit spricht man auch von Informationsasymmetrien. Solche liegen vor, wenn eine Partei vertragsrelevante Informationen besitzt oder während der Vertragslaufzeit erwirbt, welche die andere Partei entweder gar nicht oder aber nur zu unverhältnismäßig hohen Informationskosten erhalten kann.²⁴⁴ D.h. die anlagerelevanten Informationen sind unter den Marktteilnehmern teils asymmetrisch verteilt, teils erst unter Kostenaufwand zu schaffen und schließlich hinsichtlich ihrer Transferierbarkeit unter den Beteiligten mit dem Risiko der Informationsverlässlichkeit behaftet.²⁴⁵ Dieses Problem der asymmetrischen Informationsverteilung resultiert aus der Trennung von Eigentum an und Leitung der AG.²⁴⁶ Die in der AG zwischen Aktionär und Vorstand bestehende Beziehung kann auch als Prinzipal-Agenten-Verhältnis bezeichnet werden. Ein solches liegt vor, wenn ein Prinzipal (Aktionär) einen Agenten (Vorstand) „beauftragt“, in seinem Sinne eine bestimmte Tätigkeit durchzuführen, der Prinzipal das Handeln des Agenten aber nicht beobachten kann, und das Ergebnis sowohl von der Anstrengung des Agenten als auch von Zufallseinflüssen abhängt.²⁴⁷ Demnach entsteht die Informationsasymmetrie immer dann, wenn ein „Vertragspartner“ irgendwelche Aspekte, die mit dem Kooperationsergebnis in Zusammenhang gebracht werden können, mehr bzw. besser beobachten kann.²⁴⁸ Dabei ist je nachdem, ob Informationen oder Aktionsmöglichkeiten teilweise im Verborgenen liegen zwischen „hidden information“ und „hidden action“ zu unterscheiden.²⁴⁹

²⁴¹ Assmann, GK AktG Einl. Rn. 370.

²⁴² Assmann, GK AktG Einl. Rn. 371.

²⁴³ Vgl. Assmann, GK AktG Einl. Rn 373; ähnlich Fleischer, Gutachten F zum 64. Deutschen Juristentag, F. 33.

²⁴⁴ v. Werder, Handbuch Corporate Governance, S. 3 (6).

²⁴⁵ Assmann, GK AktG Einl. Rn. 374.

²⁴⁶ Fey; Unternehmenskontrolle und Kapitalmarkt, S. 5-6.

²⁴⁷ Franke/Hax, Finanzwirtschaft der Unternehmung und Kapitalmarkt, S. 415; Eidenmüller, JZ 2001, 1041 (1047); ausführliche Definition auch bei Decker, Eigner-Manager-Konflikte, S. 13 ff.

²⁴⁸ Decker, Eigner-Manager-Konflikte, S. 18.

²⁴⁹ Decker, Eigner-Manager-Konflikte, S. 18.

Dies erklärt allerdings noch nicht, wieso die Gewährleistung ausreichender Information nicht vertraglich zu garantieren ist, wie dies im Bereich der traditionellen Personenhandelsgesellschaft oder der stillen Gesellschaft regelmäßig geschieht.²⁵⁰ Für eine Publikumsgesellschaft schon mit mehreren hundert und erst recht mit mehreren hunderttausend Gesellschaftern ist dieser Weg offensichtlich nicht gangbar.²⁵¹ In den Wirtschaftswissenschaften wird dies auch unter dem Begriff Transaktionskosten erklärt.²⁵² Wenn der Erwerb einer vergleichsweise kleinen Beteiligung mit umfangreichen Verhandlungen über Berichtspflichten, Auskunftsansprüche, Kontrollbefugnisse und Stimmrechte verknüpft wird, macht der dafür erforderliche Aufwand die Investition sowohl für den Anleger als auch für das Unternehmen zu teuer.²⁵³

Folglich geht es nicht darum, dem Anleger das nun einmal mit jeder Finanzinvestition verbundene mehr oder weniger große Risiko abzunehmen, sondern ihn in die Lage zu versetzen, dieses Risiko zutreffend einzuschätzen, damit eine rationale (informierte) Anlageentscheidung unter Berücksichtigung der mit der Anlage verbundenen Risiken und Chancen möglich ist.²⁵⁴

1) *Informationsrisiko ex ante*

Das ex ante bestehende Informationsrisiko lässt sich einfach beschreiben. Der Kapitalnehmer ist sämtlichen anlagerelevanten Informationen naturgemäß näher als der Anleger. Er besitzt Insiderwissen, oder der oben gewählten Terminologie folgend „hidden information“. Die „Qualität“ der Aktien der favorisierten AG in wirtschaftlicher als auch in rechtlicher Hinsicht, wozu auch die Qualität des Managements zählt, ist für den Anleger nur schwer zu ermitteln, so dass das Risiko einer sachgerechten Anlageentscheidung nicht kalkulierbar erscheint. Doch selbst wenn der Anleger über die zur Bewertung der Gesellschaft erforderlichen Informationen verfügt, müssen diese erst richtig ausgewertet werden, was wiederum mit hohen Kosten verbunden ist.

2) *Informationsrisiko ex post*

Die Faktoren, auf die sich das Informationsrisiko bezieht, umfassen indes nicht nur vorhandene Tatsachen, sondern auch mögliche zukünftige, dem Anlageentschluss

²⁵⁰ Vgl. Kübler, NJW 1984, S. 1857 (1862).

²⁵¹ Vgl. Kübler, NJW 1984, S. 1857 (1862).

²⁵² Kübler NJW 1984, S. 1857 (1862).

²⁵³ Kübler, NJW 1984, S. 1857 (1862).

²⁵⁴ Kiel, Internationales Kapitalanlegerschutzrecht, S. 10.

nachfolgende Ereignisse und Umweltzustände (einschließlich der Verteilung eventueller zukünftiger Erträge).²⁵⁵

Für den Fall, dass die Kapitalnehmer für die Anleger nachteilige Situationen herbeiführen, nach der Anlageentscheidung eintretende Umstände zu Lasten der Kapitalgeber nutzen oder sich absprachewidrig verhalten können, besteht das oben erwähnte Substanzerhaltungs- und Ertragsrisiko.²⁵⁶ In einer Welt ohne Informationsprobleme zwischen den Kooperationspartnern werden zu Beginn der Kooperation eine Strategie, d.h. eine vollständige Liste bedingter Entscheidungen für die (unsichere) Zukunft, und eine Teilungsregel für die (unsicheren) Erträge vereinbart, wobei die Teilungsregel in Abhängigkeit davon festgelegt wird, wie viel Bereitschaft und Fähigkeit der Beteiligten zur Risikoübernahme besteht.²⁵⁷ Das Problem hierbei ist, dass nicht alle Zukunftszustände beschreibbar und vorhersehbar sind, so dass ein solcher „Idealvertrag“ faktisch nicht konstruierbar ist.²⁵⁸ Aus diesem Grund erhält der Vorstand einen „Ermessensspielraum“ in Bezug auf die Leitung der AG. Problematisch gestaltet sich folglich die Überwachung des Vorstands. In der so entstehenden Beziehung zwischen Aktionär und Vorstand kann der Aktionär aber nicht beobachten wie sehr sich der Manager anstrengt. Bei der Rechtfertigung des erzielten Ergebnisses kann sich dieser somit stets auf exogene Einflüsse berufen.²⁵⁹ Aufgrund dieser mangelnden Überprüfbarkeit entstehen diskretionäre Verhaltensspielräume seitens des Managers, die dieser zu seinem eigenen Vorteil ausnutzen kann.²⁶⁰ Folglich besteht die Möglichkeit seitens des Managements sich die Ressourcen des Unternehmens direkt oder indirekt anzueignen, sei es durch überhöhte Gehälter, niedrigen Arbeitseinsatz, übertriebenen Repräsentationsaufwand etc.²⁶¹ Die Gefahr, dass der Vorstand seinen Informationsvorsprung zu seinen Gunsten ausnutzt, wird auch als „moral hazard“ oder „hidden action“ bezeichnet.²⁶² Insoweit sieht sich der Anleger also mit einem Kontrollproblem hinsichtlich der Unternehmensleitung konfrontiert. Diesem Problem begegnet das AktG indem es zwingend die Errichtung eines Aufsichtsrates vorschreibt, welcher nach § 111 I AktG die Geschäftsführung zu überwachen hat. Somit liegt eine weitere Prinzipal-Agenten Beziehung vor. In dieser Beziehung muss der Anteilseigner

²⁵⁵ Assmann, GK AktG, Einl. Rn. 376.

²⁵⁶ Assmann, GK AktG Einl. Rn. 377; Schmidt, Budäus/Gerum/Zimmermann (Hrsg.) Betriebswirtschaftslehre und Theorie der Verfügungsrechte; S.255; Kamp/Ricke, BKR 2003, S. 527 (530).

²⁵⁷ Schmidt, Budäus/Gerum/Zimmermann (Hrsg.) Betriebswirtschaftslehre und Theorie der Verfügungsrechte; S.255; Assmann, GK AktG, Einl. Rn. 377.

²⁵⁸ Vgl. Shleifer/Vishny, Journal of Finance 1997, S. 737 (741).

²⁵⁹ Kamp/Ricke, BKR 2003, S. 527 (530).

²⁶⁰ Fey, Unternehmenskontrolle und Kapitalmarkt, S. 7.

²⁶¹ Schäfer/Ott, Ökonomische Analyse des Zivilrechts, S. 601.

²⁶² Kamp/Ricke, BKR 2003, S. 527 (530); Perridon, Finanzwirtschaft der Unternehmung, S. 531.

nun die Tätigkeit des Aufsichtsrates überwachen, wozu ihm naturgemäß die Informationen fehlen.²⁶³

Das Informationsrisiko besteht für den Anleger jedoch nicht nur gegenüber Vorstand und Aufsichtsrat, sondern auch gegenüber seinen Mitaktionären hinsichtlich deren Verhalten nach Anteilserwerb. So besteht für den Anleger die Gefahr unvorhergesehener Satzungs- oder Kapitalstrukturänderungen durch einen Hauptversammlungsbeschluss. Dieses Risiko resultiert aus der gesellschaftsrechtlichen Einbindung des Anlegers in eine korporative Organisation, die durch das Mehrheitsprinzip gekennzeichnet ist. Hier wird der Anleger folglich mit dem Konflikt Minderheit-Mehrheit konfrontiert. Es gilt mithin der Gefahr vorzubeugen, dass die Mehrheit der Aktionäre die Leitung der Aktiengesellschaft auch in grundlegenden Entscheidungen allein bestimmt, oder, dass die Mehrheit sich gar auf Kosten der Minderheit bereichert.

3. Zusammenfassung

Die anfangs erläuterten Anlegerrisiken, wie das Risiko einer sachgerechten Anlageentscheidung, das Substanzerhaltungs- und das Ertragsrisiko sind auf ein allumfassendes Informationsrisiko zurückzuführen. Dieses Informationsrisiko besteht einmal im Zeitpunkt der Anlageentscheidung in Gestalt einer Qualitätsunsicherheit, die es im Interesse einer rationalen Anlageentscheidung zu vermeiden gilt; danach in Gestalt von unvorhersehbaren Veränderungen in den Voraussetzungen, die dem Entscheidungskalkül des Anlegers zu Grunde lagen, so dass eine Immunisierung der ursprünglichen Investitionsentscheidung gegen diese nicht vorhersehbaren Zukunftszustände im Vordergrund steht.²⁶⁴ Dabei kann die Gefahr für den Aktionär sowohl von der Unternehmensleitung als auch von seinen Mitaktionären ausgehen.

II. Auswirkungen des Informationsrisikos

1. Einfluss des Informationsrisikos auf den Kapitalmarkt/Marktversagen

Soll § 23 V AktG den obigen Ausführungen entsprechend durch den Schutz auch der künftigen Aktionäre letztendlich die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes schützen, so trägt diese Argumentation nur, wenn die Risiken, mit denen sich der Anleger konfrontiert sieht, für den Fall, dass sie sich realisieren, die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes beeinflussen.

²⁶³ Vgl. Semler, Corporate Governance, S. 29 (52).

²⁶⁴ Mülbart, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 118.

Zu klären ist mithin, ob die Realisation des allumfassenden Informationsrisikos bzw. eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen Kapitalnehmern und –gebern negative Auswirkungen auf den Kapitalmarkt etwa in Gestalt eines Marktversagens zeitigen.

Liegt eine asymmetrische Informationsverteilung bereits ex ante vor, kann es zur Auflösung der Kooperation und sogar zum Marktzusammenbruch kommen, wenn der Agent nicht zwingend auf die Kooperation angewiesen ist.²⁶⁵ In den Wirtschaftswissenschaften hat sich Akerlof als erstes mit dem Problem der Qualitätsunsicherheit auf Märkten auf Grund asymmetrischer Informationsverteilung beschäftigt.²⁶⁶ Besteht Unsicherheit bzgl. der Qualität eines gehandelten Gutes und keine Möglichkeit diese Unsicherheit abzubauen, so wird zunächst von einer Durchschnittsqualität ausgegangen und die Güter werden zu Durchschnittspreisen bewertet.²⁶⁷ Dies führt dazu, dass die Anbieter überdurchschnittlicher Qualität auf Grund einer zu geringen Zahlungsbereitschaft der Nachfrager ihr Angebot vom Markt abziehen (Negativauslese, adverse Selektion).²⁶⁸ Das reduziert die verbleibende Durchschnittsqualität am Markt. Wenn die Nachfrager dies erkennen, kann der Prozess vom Rückzug des jeweils besten Angebots und der Qualitätsverschlechterung weitergehen, bis der Markt völlig zusammenbricht.²⁶⁹ Adverse Selektionsprozesse führen also zu steigenden Risikoprämien, fallenden Durchschnittsqualitäten und auch zu Marktzusammenbrüchen.²⁷⁰ Diese am Beispiel des Gebrauchtwagenmarktes entwickelte Theorie ist auch auf den Kapitalmarkt übertragbar. Bezogen auf die Aktiengesellschaft ist die durch die Aktie bezeichnete Mitgliedschaft an einer Gesellschaft mit ihren Rechten das gehandelte Gut. Ist der Anleger nicht in der Lage, die Informationsasymmetrie zwischen der Anbieter- und der Anlegerseite auszugleichen, kommt es zu Misstrauen, Marktabwanderung in sicherer Anlageformen und damit zu Marktversagen.²⁷¹ Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass ex ante bestehende Informationsasymmetrien eine rationale Anlageentscheidung des Individuums verhindern und auf Grund adverser Selektionsprozesse zu einem Marktversagen führen können.

²⁶⁵ Decker, Eigner-Manager—Konflikte, S. 19.

²⁶⁶ Akerlof, Market for „Lemons“, 1970, S. 488-500; dazu auch: Perridon, Finanzwirtschaft der Unternehmung, S. 529 ff; Schmidt in Budäus/Gerum/Zimmermann (Hrsg.), Betriebswirtschaftslehre und Theorie der Verfügungsrechte, S. 251ff; Engels in Anlegerschutz und Vertrauensbildung an Finanzmärkten, S. 14 ff.

²⁶⁷ Perridon, Finanzwirtschaft der Unternehmung, S. 529.

²⁶⁸ Kamp/Ricke, BKR 2003, S. 527 (529).

²⁶⁹ Schmidt in Budäus/Gerum/Zimmermann (Hrsg.), Betriebswirtschaftslehre und Theorie der Verfügungsrechte, S. 251.

²⁷⁰ Kalfass, Kapitalmarktkoordination, S. 148.

²⁷¹ Assmann in Nörr, 40 Jahre BRD 40 Jahre Rechtsentwicklung, S. 251 (278).

2. Verhinderung von Marktversagen durch § 23 V AktG

Können ex ante bestehende Informationsasymmetrien zu adversen Selektionsprozessen und letztendlich zu Marktversagen führen, steht damit fest, dass die Legitimation des § 23 V AktG über den Gesichtspunkt eines Kapitalmarktfunktionenschutzes zumindest nicht von vornherein ausgeschlossen ist.²⁷² Denn die Ausschaltung von Anlegerrisiken ist demnach erforderlich, um schlimmstenfalls einen Zusammenbruch des Kapitalmarktes zu verhindern. Mit dieser Feststellung lässt sich die Existenz des § 23 V AktG aber nur legitimieren, wenn dargelegt werden könnte, dass zum einen (i) § 23 V AktG dazu beiträgt ex ante und ex post bestehende Informationsasymmetrien abzubauen²⁷³ und zum anderen (ii) keine „milderen“ – mehr Gestaltungsfreiheit gewährenden – Mittel zur Verfügung stehen, um Vergleichbares zu leisten.²⁷⁴

III. Anlegerschutz zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Die gerade aufgeworfene Frage (i) nach dem Nutzen des § 23 V AktG für den Anlegerschutz und damit letztlich für den Kapitalmarktfunktionenschutz überrascht zumindest auf den ersten Blick. Handelt es sich bei der hier diskutierten Regelung doch um eine aktienrechtliche, die die Ausgestaltung der Satzung und damit des zwischen den Gesellschaftern geschlossenen Gesellschaftsvertrages betrifft. Dies überrascht deswegen, weil mit dem Kapitalmarktfunktionenschutz ein Aspekt angesprochen wird, der qua definitionem dem Kapitalmarktrecht und nicht dem Gesellschaftsrecht unterliegen müsste. Denn das Kapitalmarktrecht wird als das Recht bezeichnet, welches sich mit den Funktionsbedingungen und Regulativen des Marktes, auf dem mitgliedschaftliche oder obligatorische Kapitalanlagen angeboten und gehandelt werden, befasst.²⁷⁵ Demnach lässt sich Kapitalmarktrecht als Inbegriff und Grundsätze der Normen begreifen, die sich mit dem öffentlichen Vertrieb und Umlauf fungibler Unternehmensbeteiligungen und Obligationen befassen, um die Funktionsfähigkeit des Marktes zu gewährleisten.²⁷⁶ Dagegen soll das Gesellschaftsrecht die vornehmliche Aufgabe haben, für die privaten Vereinigungen gerechte und zweckmäßige Verhaltensregeln zu entwickeln.²⁷⁷

Die hier angesprochene Irritation hält aber nur so lange vor, wie man es für möglich hält, allein über einen kapitalmarktrechtlichen bzw. vertriebsrechtlichen Ansatz den angestrebten

²⁷² so wohl auch Hirte, ZGR Sonderheft 13 (1998), S. 61.

²⁷³ Dazu sogleich unten 1. Teil E. IV..

²⁷⁴ Dazu unten 1. Teil H.

²⁷⁵ Schmidt, Gesellschaftsrecht, § 1 II S. 14.

²⁷⁶ Assmann, GK AktG, Einl. Rn. 361 im Anschluss an Hopt, ZHR 1977, S. 389 (431); ähnlich: Schwark, Festschrift für Stimpel, S. 1091; Schmidt, Gesellschaftsrecht, S. 14.

²⁷⁷ Wiedemann, Gesellschaftsrecht, S. 17.

Anleger- und Kapitalmarktfunktionenschutz zu erreichen. Denn nur für diesen Fall würde es befremdlich erscheinen, dass eine verbandsrechtliche Regelung wie § 23 V AktG diesem Ziel dienen soll.

1. Vertriebsansatz

Ein rein vertriebsorientierter Ansatz ist vor allem aus den Vereinigten Staaten bekannt. Diesem Konzept entsprechend soll der Anleger voll und zutreffend informiert werden, um dann eine eigenständige und eigenverantwortliche Anlageentscheidung treffen zu können.²⁷⁸ Die einschlägigen Maßnahmen sind – in Gestalt von Aufklärungs- und Informationsansprüchen der Anleger einerseits und Haftungsregelungen andererseits – Bestandteil eines auf den Zeitpunkt des Anlageentschlusses ausgerichteten vertriebsbezogenen Anlegerschutzes.²⁷⁹ Die Ratio dieses Ansatzes liegt in der Erwägung, die möglichen Versagensgründe der marktvermittelten Verteilung knappen Risikokapitals lägen bereits in der Entscheidung des Anlegers über Investition oder Desinvestition in Bezug auf die angebotenen Anlagemöglichkeiten und seien im Kern vorhandenen und nicht auf effiziente Weise abzubauenen Informationsasymmetrien zwischen den Marktbeteiligten geschuldet.²⁸⁰ Eventuell nach der Anlageentscheidung auftretende Unstimmigkeiten zwischen Gesellschaft und Aktionär, welche in der Anlageentscheidung nicht antizipiert wurden, gelten nach diesem Modell durch die permanente Informationspflicht und die Desinvestitionsmöglichkeit des Aktionärs als behoben.

2. Kombinationslösung

Nach einem anderen Konzept wird Anlegerschutz zwar auch über Vertriebs- und Marktregelungen erreicht, gleichzeitig wird aber auch anerkannt, dass eine bloße Vertriebsregelung nicht ausreichend ist.²⁸¹ Die in den USA zunehmend beklagten Übergriffe der Securities Regulation in das Gesellschaftsrecht werden als Indiz dafür angesehen, dass eine reine Vertriebsregelung nach dem Vorbild des US-amerikanischen Regelungsmusters hinsichtlich des Ziels eines effektiven und effizienten Anlegerschutzes an verschiedenen Stellen zu kurz greift.²⁸² Der Abbau von Informationsasymmetrien ist oft nicht ausreichend. Dies gilt insbesondere wenn Sekundärmärkte fehlen, die eine Korrektur der

²⁷⁸ Wiedemann, Gesellschaftsrecht, S. 484.

²⁷⁹ Assmann, GK AktG, Einl. Rn. 375.

²⁸⁰ Assmann in Nörr, S. 251 (266).

²⁸¹ Vgl. Wiedemann, Gesellschaftsrecht, S.487 f; Assmann in Nörr, S. 251 (266 f), ders. GK AktG, Einl. Rn. 367 ff; Mülbart, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 118; Peltzer, NJW 1976, 1615 (1620); Schneider, ZHR 142 (1978), 228 (235); Bälz, ZGR 1980, 1 (5); Möllers, ZGR 1997, S.334 (345).

²⁸² Assmann; GK AktG, Einl. Rn. 435.

Anlageentscheidung erlauben.²⁸³ Informationspflichten laufen auch dann ins Leere, wenn sie zu spät kommen oder die zur Information verpflichtete Gesellschaft selbst nicht über die Information verfügt, die sie weitergeben könnte, wie beispielsweise der Gesellschaft noch unbekannte Übernahmeversuche eines anderen Unternehmens.²⁸⁴

Ferner wird mit der Verlagerung des Bezugspunkts marktordnenden (Kapitalmarkt-) Rechts auf den Zeitpunkt der Investitionsentscheidung übersehen, dass der Anleger stets nachträglichem opportunistischem Verhalten der Anbieterseite ausgesetzt ist, welches seine Investition zu entwerten vermag.²⁸⁵ Ein Schutz durch rechtliche Institutionenbildung, der über die Absicherung der Voraussetzung für eine rationale Anlageentscheidung hinausgeht, ist erforderlich, soweit diese Entscheidung typischerweise mit Defiziten behaftet ist, die sich durch darauf bezogene Regeln gar nicht oder nicht mit vertretbaren Kosten beseitigen lassen.²⁸⁶ Hier greift dann der verbandsrechtliche Aspekt, denn insoweit kann Anlegerschutz unter anderem durch zwingende Organisationsregeln des Gesellschaftsrechts bewirkt werden.²⁸⁷

3. Diskussion

Der entscheidende Unterschied zwischen beiden Konzepten ist folglich in der Sicherstellung des Anlegerschutzes nach getroffener Investitionsentscheidung zu sehen. Verlässt sich der vertriebsorientierte Ansatz darauf, dass sämtliche Risiken in der Anlageentscheidung antizipiert werden können und notfalls die Desinvestitionsentscheidung ausreichend Schutz gewährt, soll über die „Kombinationslösung“ auch mit Hilfe zwingenden Gesellschaftsrechts sichergestellt werden, dass sich nicht nach der Entscheidung Risiken realisieren, die im Zeitpunkt der Anlageentscheidung unwahrscheinlich oder nicht kalkulierbar waren. Hier bietet die „Kombinationslösung“ entscheidende Vorteile. Denn eine Vorwegnahme sämtlicher später eintretender Eventualitäten im Zeitpunkt der Anlageentscheidung erscheint unmöglich. Soll vollkommener Anlegerschutz über die Gestaltung der Finanzierungsbeziehung im Zeitpunkt der Investitionsentscheidung gewährleistet werden, sind die insoweit zu erfüllenden Voraussetzungen enorm hoch. Der Anleger müsste vollkommene Informationen über die Zukunft besitzen – Kenntnis der möglichen Zukunftszustände, Abschätzung ihrer jeweiligen Eintrittswahrscheinlichkeit und Kenntnis des mit jedem Zustands verbundenen Ertrags der

²⁸³ Möllers, ZGR 1997, S. 334 (345).

²⁸⁴ Möllers, ZGR 1997, S. 334 (345).

²⁸⁵ Assmann in Nörr, S. 251 (266).

²⁸⁶ Mülbart, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 109.

²⁸⁷ Assmann in Nörr, 40 Jahre BRD 40 Jahre Rechtsentwicklung, S. 251 (277); Mülbart, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 109.

Investition-, er müsste über unbeschränkte ökonomische Rationalität verfügen, und schließlich müsste das Rechtssystem den entsprechenden privatautonomen Gestaltungsspielraum zur Verfügung stellen, damit sich die erkannten Risiken überhaupt durch entsprechende Vertragsgestaltungen antizipieren lassen. Fehlt es auch nur an einer dieser Voraussetzungen, ist die umfassende Berücksichtigung aller „späteren“ Anlegerrisiken in der individuellen Anlageentscheidung nicht mehr möglich.²⁸⁸ Unter den Bedingungen des realen Kapitalmarkts ist folglich Anlegerschutz über die Antizipation sämtlicher Risiken im Zeitpunkt der Anlageentscheidung nicht zu erreichen.²⁸⁹ Aber auch die dann im Rahmen des vertriebsrechtlichen Ansatzes noch verbleibende Möglichkeit des „Exit“ (Desinvestitionsentscheidung) könnte nur dann eine befriedigende Lösung darstellen, wenn der Anleger eine hohe Informationsverarbeitungsfähigkeit besitzt und funktionierende Sekundärmärkte zur Verfügung stehen.²⁹⁰ Selbst dann mag aber die Aussicht, in allen (d.h. auch den schlechten) konjunkturellen Lagen zur Wahrung seiner Interessen ausschließlich über den Weg des „Exit“ zu verfügen, wenig Vertrauen erwecken.²⁹¹ Gerade für den Fall, dass ein funktionierender Kapitalmarkt existiert, ist der Verkauf der Aktien im Krisenfall wenig verlockend, da der Markt die sich am Horizont abzeichnenden Schwierigkeiten häufig schon antizipiert, so dass viele Aktionäre nur noch mit hohen Verlusten aus dem Investment aussteigen können und sich notgedrungen für das Halten der Aktie entscheiden.²⁹² Daher greift jede Anlegerschutzkonzeption zu kurz, die lediglich auf den Ausgleich etwaiger Informationsdefizite im Zeitpunkt der Anlageentscheidung ausgerichtet ist, die sich also in rechtlichen Kategorien lediglich mit dem Stadium der vorvertraglichen Information und Beratung sowie dem Zeitpunkt des Vertragsschlusses befasst.²⁹³ Denn auch auf der Grundlage einer vertriebsbezogenen Schutzregelung kann informationsbedingtes Marktversagen nicht ausgeschlossen werden. Anlegerschutz kann und muss vielmehr auch geleistet werden, indem die einmal getätigte Investition dagegen abgesichert wird, dass sich die der Anlageentscheidung zugrunde liegenden Umweltbedingungen später ändern.²⁹⁴ In der Sache handelt es sich um eine Immunisierung der ursprünglichen Investitionsentscheidung gegen nicht vorhersehbare oder nicht beherrschbare Veränderungen in den Voraussetzungen, die

²⁸⁸ Mülbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 118.

²⁸⁹ so schon Mülbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 118; Assmann in Nörr, S. 251 (266).

²⁹⁰ Vgl. Wiedemann, Gesellschaftsrecht, S. 488; Assmann in Nörr, S. 251 (267).

²⁹¹ Assmann, GK AktG, Einl. Rn. 452.

²⁹² Teichmann, ZGR 2001, S. 645 (660).

²⁹³ Mülbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 118.

²⁹⁴ Mülbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 118.

dem Entscheidungskalkül des Anlegers zugrunde liegen.²⁹⁵ Um eine solche „Immunsierung“ zu erreichen, ist es erforderlich, die Zahl möglicher Zukunftszustände zu minimieren. Zwar können auch Vertriebsregelungen mittelbar Verhaltenspflichten der Unternehmensorgane steuern und so vorhersehbar bzw. kalkulierbar machen, sie sind aber durch verbands- und unternehmensverhaltensrechtliche Bindungen zu ergänzen.²⁹⁶ Anlegerschutz muss sich also nach der Investitionsentscheidung im Verbands(innen)recht fortsetzen.²⁹⁷

Die hier angestellten Überlegungen zeigen klar die Überlegenheit eines auf einer Kombination von Verbands- und Vertriebslösung beruhenden Anlegerschutzkonzepts. Hierbei kommt dem Vertriebsselement die Aufgabe zu, dem Anleger eine möglichst optimale, d.h. rationale Investitionsentscheidung zu ermöglichen, während es Aufgabe der Verbandskomponente ist, die so getroffene Entscheidung für die Zukunft abzusichern. In der Sache geht es hier darum, die Realisierung der Risiken aus dem künftigen Verhalten der Verwaltung, insbesondere ihren Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen, als auch der Hauptversammlung zu vermeiden.²⁹⁸ Dieses Ziel ist wegen der nur mittelbaren Rückwirkung vertriebsrechtlicher Regelungen auf das Verhalten der Organe durch innergesellschaftlichen Anlegerschutz zu erreichen. Die hier angesprochenen für den Anleger im Zeitpunkt der Anlageentscheidung nicht kalkulierbaren Risiken sind durch Verhaltenspflichten der Verwaltung und der Mitgesellschafter, das Stimmrecht sowie das Recht zum Ausscheiden aus der Gesellschaft zu minimieren, bestenfalls zu eliminieren.²⁹⁹

Nahe liegend ist es folglich die aktienrechtliche Satzungsstrenge als die erforderliche verbandsrechtliche Komponente im Rahmen der hier favorisierten Kombinationslösung zu betrachten. Zumindest ließe sich so diese aktienrechtliche Regelung mit den dem Verbandsrecht auf den ersten Blick fern liegenden Aspekten des Anleger- und Kapitalmarktfunktionenschutzes legitimieren. Ob diese erste Einschätzung zur Wirkungsweise der Satzungsstrenge wirklich zutrifft, ist im Folgenden zu klären.

IV. Anleger-/Kapitalmarktfunktionenschutz durch § 23 V AktG

Um den Stellenwert der aktienrechtlichen Satzungsstrenge innerhalb des hier favorisierten als Kombinationslösung bezeichneten Anlegerschutzkonzepts zu bestimmen, ist an erster Stelle

²⁹⁵ Mülbart, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 118.

²⁹⁶ Vgl. Assmann, GK AktG, Einl. Rn. 435, Mülbart, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 116 ff, Wiedemann, Gesellschaftsrecht, S. 488.

²⁹⁷ Fleischer, Gutachten zum 64. Deutschen Juristentag, F. 20.

²⁹⁸ Vgl. Mülbart, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 144.

²⁹⁹ Vgl. Mülbart, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 144.

zu klären, auf welche Art und Weise § 23 V AktG anlegerschützend wirkt. In einem zweiten Schritt ist dann der spezifische Nutzen einer jeden Wirkungsweise zu untersuchen.

Grundsätzlich ist es denkbar, dass das Prinzip der Satzungsstrenge auf zwei verschiedene Arten und Weisen Anlegerschutz vermittelt. Zum einen erklärt die Satzungsstrenge die einzelnen Vorschriften des Aktiengesetzes für zwingend – soweit das Gesetz keine Abweichung erlaubt – und damit für durch die Satzung unabänderlich. Entfaltet folglich eine einzelne Regelung des Aktiengesetzes eine anlegerschützende Wirkung, so ist der insoweit bewirkte Anlegerschutz mittelbar auf § 23 V AktG zurückzuführen. Insoweit wirkt die Satzungsstrenge also mittelbar anlegerschützend.

Zum anderen ist an den schon oben bei der Suche nach der Legitimation des § 23 V AktG angeführten Standardisierungseffekt zu denken. Durch die von der Satzungsstrenge ausgehende Einschränkung der privatautonomen Gestaltungsfreiheit wird die AG zu einem hochgradig standardisierten Serienprodukt ausgeformt.³⁰⁰ Inwieweit auf diese Art und Weise Anlegerschutz erzeugt wird, bleibt zu klären.

Neben dieser Differenzierung hinsichtlich der Art und Weise des durch § 23 V AktG verwirklichten Anlegerschutzes ist weiter dahingehend zu differenzieren, in welchem Stadium der Finanzierungsbeziehung diese Wirkung greift. Entsprechend der oben bei der Beschreibung der Anlegerrisiken und dem Anlegerschutzkonzept der Kombinationslösung getroffenen Einteilung zwischen ex ante und ex post Anlegerrisiken bzw. Anlegerschutz bezogen auf die Investitionsentscheidung ist auch hier hinsichtlich des durch § 23 V AktG vermittelten Schutzes zwischen ex ante und ex post Anlegerschutz zu unterscheiden.

1. Ex ante Anlegerschutz durch § 23 V AktG – mittelbare Wirkungsweise

Nach der hier vertretenen Auffassung sollen es die Regeln zum ex ante Anlegerschutz dem Anleger ermöglichen, eine optimale; d.h. rationale Investitionsentscheidung zu treffen.³⁰¹

Dazu ist es erforderlich, eventuell bestehende Informationsasymmetrien abzubauen.

Entscheidend für die Bewertung des Nutzens, den die Satzungsstrenge über ihre mittelbare Wirkungsweise im Bereich des ex ante Anlegerschutzes entfaltet, ist die Beantwortung der Frage, mit welchem Beitrag sie an dem Abbau von Informationsasymmetrien im Rahmen der Anlageentscheidung beteiligt ist. Dies lässt sich nur beurteilen, wenn (i) feststeht, welche Informationen für die Anlageentscheidung relevant sind, und (ii) welche gesetzlichen Vorschriften die Kommunikation solcher anlagerelevanten Informationen sicherstellen.

³⁰⁰ Vgl. Röhrich, GK-AktG, § 23 Rn. 167.

³⁰¹ Vgl. oben I. Teil E. I.

1) *Entscheidender Informationshorizont*

Die erste Frage lässt sich auch als die Suche nach dem für die sachgerechte Anlageentscheidung erforderlichen Informationshorizont umschreiben. In diesem Sinne erforderlich sind umfassende Information über die Anlagealternativen sowie Konditionen, so dass der Anleger die zu ihm passende Anlage auswählen kann.³⁰² Damit der Anleger die passende Anlage findet, muss er vorher festgelegt haben, an welchen Parametern sich seine Entscheidung orientieren soll. Da durch den ex ante Anlegerschutz eine rationale Anlageentscheidung zu ermöglichen ist, wird im Folgenden von einem rationalen Anleger ausgegangen. Der an einer rationalen Anlageentscheidung interessierte Anleger wird sich an der Performance der in Frage kommenden Anlagen orientieren. Als Komponenten der Performance sind zum einen die Rendite und zum anderen das Risiko der Kapitalanlage zu nennen.³⁰³ Somit lässt sich die Performance auch als risikoadjustierte Rendite bezeichnen.³⁰⁴ Die Rendite einer Anlage ergibt sich allgemein als Gewinn, bezogen auf das eingesetzte Kapital.³⁰⁵ Das angesprochene Risiko ist hier als Risiko im engeren Sinn zu verstehen und ist gegenüber der als Ungewissheit bezeichneten anderen Komponente des Risikos im weiteren Sinn (Unsicherheit) auf Grund objektiver oder zumindest aber subjektiver Wahrscheinlichkeiten für das Eintreten verschiedener Umweltlagen messbar.³⁰⁶ Dieses so verstandene Risiko setzt sich wiederum aus dem systematischen und dem unsystematischen Risiko zusammen. Unsystematische Risiken sind titelspezifische Risiken, sie sind also speziell und stehen nicht in Zusammenhang mit übergeordneten Ereignissen.³⁰⁷ Mit anderen Worten unsystematische Risiken im Bereich von Aktienanlagen werden durch die jeweilige Aktiengesellschaft selbst hervorgerufen. Im Unterschied dazu beruhen systematische Risiken auf marktinhärenten Veränderungen, d.h. nicht nur ein einzelner Titel, ein einzelner Emittent oder ein einzelnes Projekt, sondern die Gesamtheit der jeweiligen Anlagekategorie wird vom systematischen Risiko der betreffenden Anlagekategorie tangiert.³⁰⁸ Das für die Aktien als Marktrisiko bezeichnete systematische Risiko besteht in Ereignissen, die auf den Gesamtaktienmarkt Einfluss haben, wie z.B. politische Ereignisse, wirtschaftliche Veränderungen, Naturkatastrophen etc.

³⁰² Vgl. Assmann, GK AktG, Einl. Rn. 368; Schwark, Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht, S. 10; Kiel, Internationales Kapitalanlegerschutzrecht, S. 6.

³⁰³ Steiner/Bruns, Wertpapiermanagement, S. 49.

³⁰⁴ Steiner/Bruns, Wertpapiermanagement, S. 49. Die Performance kann dann dargestellt werden als

Anlagerendite-Benchmarkrendite
Risikomaß

³⁰⁵ Steiner/Bruns, Wertpapiermanagement, S. 50.

³⁰⁶ Vgl. zum Rendite- und Risikobegriff die Ausführungen bei Steiner/Bruns, Wertpapiermanagement, S. 50 ff.

³⁰⁷ Steiner/Bruns, Wertpapiermanagement, S. 55.

³⁰⁸ Steiner/Bruns, Wertpapiermanagement, S. 55.

Der hier nur kursorisch gegebene Überblick zum Performancebegriff zeigt auf welche Parameter es für eine rationale Anlageentscheidung ankommt. Für den Anleger entscheidend sind die Rendite und das Risiko der jeweiligen Aktie. Damit bleibt zu klären, welche gesetzlichen Regelungen die Bereitstellung der anlagerelevanten Informationen sicherstellen.

2) Informationsbereitstellung über gesetzliche Vorschriften

a) Jahresabschluss und Publizität

Die wirtschaftlichen Kennzahlen einer in der Form der Aktiengesellschaft organisierten Unternehmung finden sich im Jahresabschluss. Dieser besteht gem. §§ 242, 264 HGB für die Aktiengesellschaft aus der Jahresbilanz, der Gewinn- und Verlustrechnung sowie einem Anhang und einem Lagebericht. Das Bilanzrecht zielt auch auf die Information der potentiellen Aktionäre ab. Dieser Bezug wurzelt in Art. 44 II g) EGV, der die Koordination der Schutzbestimmungen im Interesse der Gesellschafter vorsieht und damit über die Bilanzrichtlinie³⁰⁹ die Zielrichtung der §§ 264 ff HGB bestimmt.³¹⁰ Denn der EG-Vertrag stellt den Gesellschaftern die „Dritten“ mit ihren Schutzinteressen gleich; und zu ihnen gehören in Konsequenz der begrifflich weiten „Dritten“ nach dem „Daihatsu-Urteil“ des EuGH³¹¹ auch die potentiellen Gesellschafter: Sie müssen beurteilen können, ob der Eintritt in die Gesellschaft, also die Aufnahme der mitgliedschaftsrechtlichen Beziehung zu ihr zweckmäßig ist.³¹²

b) Rechnungslegung nach HGB

Durch das Bilanzrichtliniengesetz vom 19.12.1985³¹³ wurden die bis dahin im Aktiengesetz enthaltenen kapitalgesellschaftsrechtlichen Regelungen auf alle Kapitalgesellschaften erstreckt.³¹⁴ Im Ergebnis führt dies dazu, dass in den §§ 238-263 HGB die Vorschriften zur Rechnungslegung enthalten sind, die für alle Kaufleute gelten. Ergänzende Vorschriften für Kapitalgesellschaften – AG, GmbH, KGaA – finden sich in den §§ 264-335 HGB. Für die Aktiengesellschaft gelten ferner noch die in den §§ 150ff AktG niedergelegten Spezialvorschriften.

Die Bilanz ist der für den Schluss eines jeden Geschäftsjahres das Verhältnis der Schulden und des Vermögens des Kaufmanns darstellende Abschluss (§ 242 I 1 HGB). Die Bilanz ist

³⁰⁹ Vierte Richtlinie vom 25.7.1978, ABl EG Nr. L 222, S. 11 ff.

³¹⁰ Hommelhoff, ZGR 2000, S. 748 (749).

³¹¹ EuGH Slg. 1997, I-6858 (Urteilsgründe Nr. 19f); abgedruckt u.a. in NJW 1998, 129ff.

³¹² Hommelhoff, ZGR 2000, S. 748 (750).

³¹³ BGBl. I S. 2355.

³¹⁴ Schmidt, Handelsrecht, § 15 I S. 415.

also ein Abschluss, der auf der linken oder Aktivseite das Vermögen untergliedert in Anlage- und Umlaufvermögen und auf der rechten, der Passivseite die Schulden untergliedert in Eigenkapital und Fremdkapital aufzeigt und gegenüberstellt.³¹⁵

Unter der Gewinn- und Verlustrechnung i.S.d. § 242 II HGB versteht man die für den Schluss eines jeden Geschäftsjahres aufzustellende Gegenüberstellung der Aufwendungen und Erträge des Geschäftsjahres (§ 242 II HGB). Im Unterschied zur Bilanz, die nur einen Periodenerfolg summarisch dokumentiert, erlaubt eine ausreichend gegliederte Gewinn- und Verlustrechnung eine Aufschlüsselung dieses Periodenerfolgs und stellt damit einen wichtigen Teil des Jahresabschlusses dar.³¹⁶

Neben der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung haben Aktiengesellschaften gem. § 264 I HGB einen Anhang zu erstellen, der mit den anderen Bestandteilen eine Einheit bildet. Dieser Anhang gibt Erläuterungen zur Bilanz sowie zur Gewinn- und Verlustrechnung und gibt damit weitere wesentliche Informationen, die bloße Zahlenwerte nicht vermitteln können.³¹⁷

Einen Lagebericht nach § 264 I 1 HGB, der nicht Bestandteil des Jahresabschlusses ist, haben hingegen nur große und mittelgroße Kapitalgesellschaften i.S.d. § 267 II und III HGB – unter anderem jede börsennotierte AG – aufzustellen. Nach § 289 HGB soll dieser Bericht den Geschäftsverlauf und die Lage der Gesellschaft darstellen. Er soll auch eingehen auf Vorgänge von besonderer Bedeutung, die erst nach dem Schluss des Geschäftsjahres eingetreten sind; die voraussichtliche Entwicklung der Kapitalgesellschaft mit ihren wesentlichen Chancen und Risiken unter Angabe der zugrunde liegenden Annahmen; den Bereich der Forschung und Entwicklung.³¹⁸

Die Art und das Maß der Offenlegung dieser Unterlagen ist für Kapitalgesellschaften in den §§ 325 ff HGB geregelt. Die gesetzlichen Vertreter der Kapitalgesellschaften haben den Jahresabschluss nach § 325 I und II HGB zum elektronischen Bundesanzeiger einzureichen und dort bekannt machen zu lassen. Größenabhängige Erleichterungen sehen insoweit die §§ 326, 327 HGB vor. Danach haben beispielsweise kleine Kapitalgesellschaften nur die Bilanz und den Anhang offen zu legen. Die Offenlegung und Veröffentlichung der in § 325 I 1 bis 3 HGB beschriebenen Unterlagen machen die Rechnungslegung der verpflichteten Gesellschaften für die Allgemeinheit zugänglich.³¹⁹ Das die tatsächliche Einsichtnahme mit Transaktionskosten verbunden ist, ist jedoch nicht von der Hand zu weisen. Dies ändert aber

³¹⁵ Baumbach/Hopt, HGB, § 242 Rn. 2.

³¹⁶ Schmidt, Handelsrecht, § 15 III S. 431.

³¹⁷ Schmidt, Handelsrecht, § 15 III S. 431.

³¹⁸ Schmidt, Handelsrecht, § 15 IV S. 431.

³¹⁹ Fehrenbacher, MüKo-HGB, § 325 Rn. 4.

nichts an dem Ergebnis, dass grundsätzlich jeder Anleger vor der Investitionsentscheidung grundsätzlich die Möglichkeit hat, die für seine Entscheidung erforderlichen wirtschaftlichen Kennzahlen und Hintergrundinformationen in von der Größe der Kapitalgesellschaft abhängigen Umfang einzuholen. Darin spiegelt sich die Funktion der Offenlegung wieder, die zum einen im Funktionenschutz des Marktes und zum anderen im Individualschutz der Marktteilnehmer gesehen wird.³²⁰ Gerade auf die potentiellen Gesellschafter zielt die Pflicht ab, die Rechnungslegung nach § 325 HGB offen zu legen.³²¹

Soweit dies bis hierhin dargelegt wurde, beruht diese Informationsmöglichkeit aber nicht auf durch § 23 V AktG zwingend ausgestalteten Vorschriften des Aktiengesetzes, sondern auf zwingenden Regelungen des HGB. Eine mittelbare Auswirkung der Satzungsstrenge auf den Anlegerschutz ist folglich insoweit abzulehnen, da sich § 23 V AktG nur auf Vorschriften des Aktiengesetzes („dieses Gesetzes“) erstreckt.

c) Aktienrechtliche Spezialvorschriften zur Rechnungslegung

Allerdings finden sich neben den oben angesprochenen „allgemeinen“ Regelungen zur Rechnungslegung, wie bereits erwähnt, im Aktiengesetz einige die Rechnungslegung von Aktiengesellschaften betreffende Spezialvorschriften. Dabei handelt es sich mit den §§ 152, 158 und 160 AktG um Vorschriften, die jeweils eine für die AG spezielle Ausgestaltung der Bilanz, der Gewinn- und Verlustrechnung sowie des Anhangs vorsehen.

aa) § 152 AktG

Unter Anlegerschutzgesichtspunkten sticht insoweit § 152 I 2 AktG heraus. Diese Regelung stellt sicher, dass in der Bilanz der Betrag am Grundkapital gesondert ausgewiesen wird, der auf jede Aktiengattung entfällt. Interessant kann diese Information für den Anleger sein, weil nach § 11 AktG Aktien verschiedene Rechte verkörpern können. Aktien, die gleiche Rechte gewähren, bilden dann eine Gattung. Die Verschiedenheit bezüglich der Rechtsgewährung bezieht sich nur auf verschiedene mitgliedschaftliche Befugnisse, die eine Aktie gewähren kann.³²² In Betracht kommen folglich unterschiedliche Herrschafts- oder Verwaltungsrechte einerseits und Vermögensrechte andererseits.³²³ Die Anzahl der Aktien, die solche „besonderen“ Rechte gewähren, ist im Rahmen der Anlageentscheidung relevant. So wird etwa für den Fall der Ausgabe von Vorzugsaktien, die einen Vorzug bei der Gewinnverteilung

³²⁰ Baumbach/Hopt, HGB, § 325 Rn. 1; so wohl auch Fehrenbacher, MüKo-HGB, § 325 Rn. 4.

³²¹ Hommelhoff, ZGR 2000, S. 748 (750).

³²² Hüffer, AktG, § 11 Rn. 3.

³²³ Hüffer, AktG, § 11 Rn. 3.

gewähren, die Rendite des Anlegers in Form der Beteiligung am Gewinn geschmälert. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass sich die Zerlegung des Grundkapitals in verschiedene Aktiegattungen auch schon aus der Satzung der Gesellschaft ergeben muss (§ 23 III Nr. 4 AktG)³²⁴, so dass diese Information nicht exklusiv über die Bilanz kommuniziert wird. Mithin verliert die hier diskutierte Regelung für den ex ante Anlegerschutz an Bedeutung.

§ 152 I 3 AktG stellt die Offenlegung einer für den Anleger ebenfalls relevanten Information sicher. Nach dieser Vorschrift ist das bedingte Kapital zum Nennbetrag in der Bilanz zu vermerken. Insbesondere wenn eine bedingte Kapitalerhöhung in Verbindung mit einem Bezugsrechtsausschluss nach § 186 AktG beschlossen wird, besteht die Gefahr für den Anleger, dass er vor der Kapitalerhöhung investiert, und später durch die Ausübung von Umtausch- und Bezugsrechten durch Dritte sein Anteil verwässert wird. Selbst wenn das bedingte Kapital in die Satzung aufgenommen wird, was zwar üblich, aber nicht notwendig ist,³²⁵ kann § 152 I 3 AktG dem Anleger einen Informationsvorsprung verschaffen. Denn maßgebender Zeitpunkt für das Bestehen des bedingten Kapitals im Rahmen von § 152 AktG ist nicht erst die Eintragung des Erhöhungsbeschlusses ins Handelsregister (§ 195 AktG), sondern bereits die tatsächliche Beschlussfassung.³²⁶ Da das bedingte Kapital nicht in der Satzung ausgewiesen sein muss, wird dem Anleger durch § 152 I 3 AktG eine für die Anlageentscheidung relevante Information bereitgestellt, so dass insoweit ex ante Anlegerschutz generiert wird. Auch hier ist aber zu berücksichtigen, dass der Kapitalerhöhungsbeschluss zum Handelsregister anzumelden ist (§ 195 AktG), so dass die Information nur für den Zeitraum zwischen Beschlussfassung und Eintragung exklusiv über § 152 AktG bereitgestellt wird.

Unter Anlegerschutzgesichtspunkten ist, obwohl dieser Vorschrift in der Zukunft wohl nur noch eine überschaubare Rolle zukommen wird, auch § 152 I 4 AktG interessant. Sie schreibt vor, dass die Gesamtstimmzahl der Mehrstimmrechtsaktien und die der übrigen Aktien beim gezeichneten Kapital in der Bilanz zu vermerken ist. Allerdings sind nach § 12 II AktG Mehrstimmrechtsaktien unzulässig; alte Rechte sind gem. § 5 I 1 EGAktG spätestens zum 1. Juni 2003 erloschen, sollte nicht zuvor die Hauptversammlung mit qualifizierter Mehrheit ihre Fortgeltung beschlossen haben.³²⁷ Im Rahmen der Risikoeinschätzung durch den Anleger kommt der Vorschrift Bedeutung zu, da aus den Aktienzahlen ersichtlich wird, welches

³²⁴ Kessler/Suchan, MüKo-AktG, § 152, § 266 HGB Rn. 142.

³²⁵ Hüffer, AktG, § 192 Rn. 5.

³²⁶ Kessler/Suchan, MüKo-AktG, § 152, § 266 HGB Rn. 145.

³²⁷ Kessler/Suchan, MüKo-AktG, § 152 § 266 HGB Rn. 146.

Stimmgewicht den verbleibenden Stammaktien in der Hauptversammlung noch zukommt.³²⁸ Folglich kann der Anleger einschätzen, wie groß das Risiko ist, eventuell durch eine Minderheit, die solche Mehrstimmrechtsaktien hält, in der Hauptversammlung zum eigenen Nachteil überstimmt zu werden. Da es sich auch bei Mehrstimmrechtsaktien um eine eigene Aktiengattung handelt,³²⁹ gelten die obigen Ausführungen hinsichtlich der Nachvollziehbarkeit der Zerlegung des Grundkapitals nach verschiedenen Aktiengattungen auf Grund der Satzung entsprechend. Aus den gleichen Erwägungen kommt folglich der in Abs. 1 Satz 4 enthaltene Regelung eine ähnlich geringe Bedeutung für den ex ante Anlegerschutz zu.

Die Absätze zwei und drei des § 152 AktG regeln welche Angaben die Bilanz zu den Posten Kapitalrücklage und Gewinnrücklagen gesondert auszuweisen hat. Insoweit schreibt das AktG folglich eine besondere Ausgestaltung der Bilanz vor, was im Ergebnis auch dem künftigen Anleger potentiell einen besseren Überblick über die wirtschaftliche Situation der Gesellschaft gibt.

Ähnlich regelt § 158 AktG eine Ergänzung der Gewinn- und Verlustrechnung um die in Absatz 1 aufgeführten Informationen.

bb) § 160 AktG

Unter Anlegerschutzgesichtspunkten ebenfalls bemerkenswert erscheinen die in § 160 AktG niedergelegten Regelungen, die einige rechtsformspezifische Angabepflichten für den Anhang normieren. Der Zweck dieser Vorschrift ist nicht vorrangig in der Vermittlung eines den tatsächlichen Verhältnissen entsprechenden Bildes der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage, sondern der Offenlegung der Beziehungen zwischen der Aktiengesellschaft und ihren gegenwärtigen und künftigen Aktionären zu sehen.³³⁰ Durch § 160 I Nr. 1 AktG werden die Bilanzadressaten darüber informiert, wie viele eigene Aktien durch einen Aktionär im Rahmen der Gründung, einer Kapitalerhöhung oder in Ausübung eines bei einer bedingten Kapitalerhöhung eingeräumten Umtauschs- oder Bezugsrechts für Rechnung der Gesellschaft oder eines abhängigen oder eines im Mehrheitsbesitz der Gesellschaft stehenden Unternehmens übernommen wurden und somit der Gesellschaft zuzurechnen sind. Zu berichten ist folglich über die so entstandenen Vorratsaktien.³³¹ Von Bedeutung für die Anlageentscheidung kann diese Information sein, da insoweit ersichtlich wird, für wie viele

³²⁸ zum Zweck der Regelung Kessler/Suchan, MüKo-AktG, § 152 § 266 HGB Rn. 146; Hüffer, AktG, § 152 Rn. 5.

³²⁹ Kessler/Suchan, MüKo-AktG, § 152 § 266 HGB Rn. 143.

³³⁰ Kessler, MüKo-AktG, § 160 § 285 HGB Rn. 236.

³³¹ Hüffer, AktG, § 160 Rn. 4.

der ausgegebenen Aktien die Rechte aus diesen nach § 56 III i.V.m. § 71b AktG ruhen,³³² so dass diesen Aktien für den Moment insbesondere kein Stimmrecht und keine Vermögensrechte zustehen. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass der Gesellschaft durch Vorratsaktien kein neues Kapital zugefügt wird; es handelt sich dabei um „Leeraktien“.³³³

Absatz I Nr. 2 dieser Vorschrift betrifft den Bestand an eigenen Aktien. Die Norm baut auf den §§ 71ff AktG auf und begründet eine Berichtspflicht der AG für eigene Aktien, die sie selbst, ein von ihr abhängiges oder in ihrem Mehrheitsbesitz stehendes Unternehmen (derivativ) erwirbt oder in Pfand nimmt; dasselbe gilt, wenn Dritte für eines der genannten Unternehmen Aktien erwerben.³³⁴ Durch den Rückerwerb eigener Aktien kommt es zur verdeckten Rückzahlung von Haftungskapital an die veräußernden Aktionäre.³³⁵ Für zukünftige Aktionäre dürfte darüber hinaus von Bedeutung sein, dass z.B. für den Fall eines Aktienrückerwerbs nach § 71 I Nr. 8 AktG in dem Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung über den Aktienrückerwerb nach dieser Vorschrift möglicherweise gleichzeitig ein Bezugsrechtsausschluss für den Fall der (Wieder)Veräußerung der Aktien beschlossen wurde. Dies kann je nach Investitionszeitpunkt für den Anleger die spätere Gefahr der Verwässerung seiner Anlage begründen. Zwar wäre der Bezugsrechtsausschluss nicht aus dem Anhang ersichtlich, die entsprechende Angabe hinsichtlich der eigenen Aktien, kann aber zumindest Aufmerksamkeit erregen. Da der Bezugsrechtsausschluss als Beschluss der Hauptversammlung durch eine Niederschrift zu dokumentieren und diese nach § 130 V AktG zum Handelsregister einzureichen ist, unterliegt letztlich auch diese Information der Registerpublizität und ist somit für künftige Aktionäre auf jeden Fall zugänglich.

Gem. § 160 I Nr. 3 AktG sind die Zahl der Aktien und bei Nennbetragsaktien der Nennbetrag der Aktien jeder Gattung anzugeben, sofern sich die Angaben nicht schon aus der Bilanz (s.o.) ergeben. Hinsichtlich der Bedeutung einer solchen Information gelten folglich die oben zur Bilanz gemachten Ausführungen entsprechend.

§ 160 I Nr. 4 AktG fordert Angaben über das genehmigte Kapital. Anzugeben sind der Nennbetrag des genehmigten Kapitals zum Ende des Geschäftsjahrs, sowie das Datum und die Bedingungen des satzungsergänzenden Ermächtigungsbeschlusses.³³⁶ Wurde das genehmigte Kapital ausgenutzt, sind – soweit nicht bereits nach § 160 I Nr. 3 AktG zu

³³² Kessler, MüKo-AktG, § 160 § 285 HGB Rn. 239

³³³ Kessler, MüKo-AktG, § 160 § 285 HGB Rn. 245.

³³⁴ Hüffer, AktG, § 160 Rn. 7; Kessler, MüKo-AktG, § 160 § 285 HGB Rn. 254.

³³⁵ Kessler, MüKo-AktG, § 160 § 285 HGB Rn. 254.

³³⁶ Kessler, MüKo-AktG, § 160 § 285 HGB Rn. 278.

berichten ist – des Weiteren die Einzelheiten zur Ausnutzung des Beschlusses anzugeben.³³⁷ Die so vorgeschriebene Berichterstattung soll offen legen, ob sich der Vorstand im Rahmen der ihm erteilten Ermächtigung (§ 202 AktG) gehalten hat.³³⁸ Die Angabe dieses Zweckes offenbart, dass die so bereitgestellte Information für den zukünftigen Aktionär eher von untergeordneter Rolle sein dürfte. Dieser hat den Ermächtigungsbeschluss nicht gefasst, so dass es für ihn zumindest unmittelbar uninteressant ist, ob der Vorstand sich an die Ermächtigung gehalten hat. Die Vorschrift dient eher den Interessen der „aktuellen“ Aktionäre, denen die Überwachung der Verwaltung ermöglicht werden soll. Mittelbar könnte es für den Anleger allerdings interessant sein, ein Fehlverhalten des Vorstands aufzudecken, um daraus im Rahmen der Risikoeinschätzung Schlüsse auf ein zukünftiges Verhalten der Verwaltung zu ziehen.

Nach § 160 I Nr. 5 AktG ist im Anhang über die Zahl der Bezugsrechte gem. § 192 II Nr. 3 AktG (Stock Options für Geschäftsführung/Mitarbeiter), der Wandelschuldverschreibungen und der vergleichbaren Wertpapiere unter Angabe der verbrieften Rechte zu berichten. Durch diese Vorschrift wird folglich über eine in Abhängigkeit von der Ausübung der Bezugsrechte mögliche Kapitalerhöhung informiert. Wie oben bei den Ausführungen zur Information über bedingtes Kapital in der Bilanz ist ein solcher Umstand für zukünftige Aktionäre immer dann interessant, wenn ein Bezugsrechtsausschluss mit im Raum steht. Dies ist bei Stock Options und Wandelschuldverschreibungen kraft Natur der Sache der Fall. Mithin geht es für den Anleger auch hier wieder darum, das Risiko einer eventuell zukünftig eintretenden Verwässerung seiner Anlage einzuschätzen.

Über Art und Zahl von Genussrechten, Besserungsscheinen und ähnlichen Rechten ist im Anhang gem. § 160 I Nr. 6 AktG Auskunft zu geben. Genussrechte sind nicht Mitgliedschafts- sondern Gläubigerrechte, die aber nach ihrer Ausgestaltung auch Rechte eines Aktionärs sein könnten (Teilhabe am Bilanzgewinn, am Liquidationserlös, Mitbenutzung von Gegenständen oder Vermögensteilen).³³⁹ Rechte aus Besserungsscheinen sind aufschiebend bedingte, verbrieft oder unverbrieft Forderungen.³⁴⁰ Die Bedingung tritt ein, wenn die (vertraglich näher zu definierende) Besserung der Vermögens- und der Ertragsverhältnisse des Schuldnerunternehmens es erlaubt, die Forderung zu bedienen.³⁴¹ Der Zweck dieser Regelung ist darin zu sehen, dass die Aktionäre aus dem Anhang ersehen können müssen, dass, warum, unter welchen Bedingungen und in welchem Ausmaß ihre

³³⁷ Kessler, MüKo-AktG, § 160 § 285 HGB Rn. 279.

³³⁸ Hüffer, AktG, § 160 Rn. 11; Kessler, MüKo-AktG, § 160 § 285 HGB Rn. 279.

³³⁹ Hüffer AktG, § 160 Rn. 14; Kessler, MüKo-AktG, § 160 § 285 HGB Rn. 285.

³⁴⁰ Kessler, MüKo-AktG, § 160 § 285 HGB Rn. 289, Hüffer, AktG, § 160 Rn. 15.

³⁴¹ Hüffer, AktG, § 160 Rn. 15.

Gewinn- und Erlöserwartungen beeinträchtigt werden können.³⁴² Dass sich insoweit die Interessen der Aktionäre und der zukünftigen Aktionäre (Anleger) überschneiden, bedarf keiner Begründung.

§ 160 I Nr. 7 AktG schreibt vor, dass das Bestehen einer wechselseitigen Beteiligung unter Angabe des Unternehmens zu berichten ist. Insoweit soll über die Risiken unterrichtet werden, die sich aus Kapitalverwässerung und Verwaltungsstimmrechten ergeben.³⁴³ Die Kapitalverwässerung beruht darauf, dass bei wechselseitiger Zeichnung wirtschaftlich nur eine Einlage erbracht wird und bei wechselseitigem Aktienerwerb durch Zahlung des Preises ein der verbotenen Einlagenrückgewähr vergleichbares Ergebnis erzielt wird.³⁴⁴ Wirtschaftlich betrachtet setzt sich das Vermögen wechselseitig beteiligter Unternehmen nämlich zum Teil aus Anteilsrechten zusammen, deren Gegenwert in einer Beteiligung am eigenen Unternehmen besteht.³⁴⁵ Das Risiko von Verwaltungsstimmrechten ist darin zu sehen, dass durch solche der Einfluss und die Kontrolle der anderen Aktionäre in der jeweiligen Hauptversammlung in rechtlich nicht hinnehmbarer Weise beschränkt oder gar unterbunden würde.³⁴⁶ Da die Rechte aus wechselseitigen Beteiligungen durch die Verwaltung ausgeübt werden, beeinflussen diese die Willensbildung in der Hauptversammlung der anderen Gesellschaft erheblich, bei hoher Beteiligung sogar maßgeblich. Das Ergebnis sind Verwaltungen, die zwar gegenseitig auf Verständigung angewiesen sind, aber keiner Kontrolle durch die eigentlichen Anteilseigner mehr unterliegen und sich der Sache nach durch wechselseitige Zuwahl ergänzen.³⁴⁷ Durch das Bestehen einer wechselseitigen Beteiligung ergibt sich folglich eine Minderung des bestehenden Eigenkapitals und darüber hinaus besteht das Risiko der wechselseitigen Einflussnahme.³⁴⁸ Mithin sollten auch diesbezügliche Informationen in der Anlageentscheidung Berücksichtigung finden. Deren Bereitstellung ist somit für den Anleger von Interesse.

Berichtspflichtig ist schließlich nach § 160 I Nr. 8 AktG das Bestehen einer der Gesellschaft nach § 20 I oder IV oder nach § 21 I oder Ia WpHG mitgeteilten Beteiligung, und zwar unter Angabe des nach § 20 VI oder nach § 26 I WpHG veröffentlichten Mitteilungsinhalts. Die Angabepflicht ergänzt die Angaben nach § 285 Nr. 11 HGB, nach dem Angaben über die

³⁴² Hüffer, AktG, § 160 Rn. 15.

³⁴³ Hüffer, AktG, § 160 Rn. 17.

³⁴⁴ Hüffer, AktG, § 19 Rn. 1; Wastl/Wagner AG 1997, 241 (244); Bayer, MüKo-AktG, § 19 Rn. 2-5.

³⁴⁵ Bayer, MüKo-AktG, § 19 Rn. 2.

³⁴⁶ Hüffer, AktG, § 19 Rn. 1; Wastl/Wagner AG 1997, 241 (244); Emmerich, NZG 1998, 622f; Bayer, MüKo-AktG, § 19 Rn. 6.

³⁴⁷ Bayer, MüKo-AktG, § 19 Rn. 6; Kropff; AktG 1965., S. 35.

³⁴⁸ Kessler, MüKo-AktG § 160 § 285 HGB Rn. 292.

rechtlichen Beziehungen zu verbundenen Unternehmen zu machen sind.³⁴⁹ Die Angaben nach § 160 I Nr. 8 AktG haben allerdings einen weit geringeren Informationsgehalt als die Angaben nach § 285 Nr. 11 HGB. Während nach § 285 Nr. 11 HGB über den Bereich der rechtlichen und geschäftlichen Beziehungen zu berichten ist, ist nach § 160 I Nr. 8 AktG nur eine Beteiligungsmeldung zu publizieren.³⁵⁰ Entsprechend gering ist der Nutzen dieser Regelung für Rückschlüsse auf die Renditeerwartung im Rahmen der Anlageentscheidung zu bewerten.

Die in § 160 II AktG niedergelegte so genannte „Schutzklausel“ schränkt die Berichtspflicht ein, soweit das für das Wohl der Bundesrepublik Deutschland oder eines ihrer Länder erforderlich ist. Mithin wirkt sich diese Vorschrift nicht zu Gunsten der Anleger aus, sondern beschränkt unter Umständen sogar den Umfang der zur Verfügung stehenden Informationen.

d) Aktienrechtliches Informationsregime

Die Kommunikation die die Gesellschaft, insbesondere die Unternehmensführung, betreffenden Informationen wird aber nicht nur über die Rechnungslegungsvorschriften erreicht. Zu denken ist ferner an das Informationssystem des Aktiengesetzes. Dieses beruht auf drei Säulen, die da wären: Die Publikations- und Mitteilungspflichten im Zusammenhang mit der Hauptversammlung (§§ 121-128 AktG), die Erläuterung der Beschlussvorlagen durch den Vorstand, namentlich die der Rechnungslegung sowie die anderen Unterlagen aus besonderem Anlass, wie etwa die Erläuterung des Ausschlussberichts beim Bezugsrechtsausschluss (§ 186 IV AktG) oder des Unternehmensberichts samt Vorstandsbericht (§ 293 g II AktG) sowie der Auskunftsanspruch des einzelnen Aktionärs nach § 131 AktG.³⁵¹ Die hier angesprochenen Vorschriften betreffen allesamt die Information der Aktionäre in der Hauptversammlung und sollen es dem Aktionär durch die Bereitstellung ausreichender Informationen bzw. die Sicherstellung des Informationsflusses (§ 128 AktG) ermöglichen, seine Rechte, insbesondere sein Stimmrecht, sachgerecht auszuüben.

Auf den ersten Blick erscheint es fraglich, inwieweit diese Vorschriften zur Aktionärsinformation in Zusammenhang mit der Hauptversammlung helfen sollen, die Informationsasymmetrien zu Gunsten der Anleger ex ante (also der wenn überhaupt zukünftigen Aktionäre) zu beseitigen. Das hier angesprochene Problem offenbart sich am deutlichsten im Bereich des aktienrechtlichen Fragerechts gem. § 131 AktG. Auskunftsberechtigt nach § 131 AktG ist nur der Aktionär, der an der Hauptversammlung

³⁴⁹ Kessler, Müko-AktG § 160 § 285 HGB Rn. 298.

³⁵⁰ Kessler, Müko-AktG § 160 § 285 HGB Rn. 298.

³⁵¹ Hommelhoff, ZGR 2000, S. 748 (751).

teilnimmt.³⁵² Dennoch wirkt sich das Auskunftsrecht mittelbar auch zu Gunsten der potentiellen Aktionäre aus, da die über das Fragerecht in Erfahrung gebrachten Informationen auch der Allgemeinheit zu Gute kommen.³⁵³ Dass die Hauptversammlungspublizität über den Kreis der Aktionäre hinausreicht, erweist sich überdies im Gesetz selbst an den Auskunftsverweigerungsgründen (§ 131 III 1 Nr. 1-6 AktG).³⁵⁴ Die Auskunftsverweigerung dient dem Schutz der Gesellschaft vor Nachteilen, die ihr durch zu weitgehende Offenlegung entstehen können.³⁵⁵ Im Ergebnis gilt das Gleiche natürlich für die hier angeführten Vorschriften, welche etwa den Vorstand zu Mitteilungen oder Erklärungen gegenüber der Hauptversammlung verpflichten, und, ohne dass es einer Erläuterung bedarf, für solche Normen, die eine Bekanntmachung in den Gesellschaftsblättern vorschreiben. Selbst wenn man dementsprechend unterstellt, dass an Aktionäre adressierte Informationen auch dem potentiellen Aktionär –zumindest mittelbar – zu Teil werden, heißt dies jedoch noch nicht, dass jene die Information des Aktionärs sicherstellenden Vorschriften auch dem Anleger im Rahmen seiner Anlageentscheidung nutzen.

Dafür ist neben der hier angenommenen potentiellen Verfügbarkeit der Information deren Gehalt entscheidend. Der Gehalt der Informationen orientiert sich am Zweck der oben diskutierten Vorschriften. Mit seinen einzelnen Elementen dient das aktienrechtliche Informationssystem zum einen der Verwaltungskontrolle (wie hat der Vorstand mit den ihm anvertrauten Ressourcen gewirtschaftet?) und zum anderen dazu, den Aktionären für die bevorstehende Ausübung ihrer Mitverwaltungsrechte Entscheidungsgrundlagen zu liefern.³⁵⁶ Informationen, die die Überwachung der Verwaltung oder die Ausübung von Mitgliedschaftsrechten ermöglichen sollen, haben für den Anleger aber keine oder nur eine geringe Bedeutung. Soll die Hauptversammlung beispielsweise über einen Bezugsrechtsausschluss beschließen und liefert der Vorstand den gem. § 186 IV 2 AktG erforderlichen Bericht, so ist die darin enthaltene Information zur Vorbereitung auf die Abstimmung entscheidend. Den Anleger wird aber letztendlich nur interessieren, ob das Bezugsrecht schließlich ausgeschlossen wurde. Mithin ist die wegen § 186 IV 2 AktG zu kommunizierende Information, auch wenn sie dem Anleger als Nicht-Mitglied der Gesellschaft letztlich zur Verfügung steht, für die Anlageentscheidung nur von untergeordneter Bedeutung. Das gleiche Bild offenbart sich im Rahmen des aktienrechtlichen

³⁵² Hüffer, AktG, § 131 Rn. 3.

³⁵³ So schon Mülbart, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 80; Hopt, ZHR 141 (1977), 389 (404); Merkt, Unternehmenspublizität, S. 261.

³⁵⁴ Merkt, Unternehmenspublizität, S. 261.

³⁵⁵ Kropff, AktG 1965, S. 186.

³⁵⁶ Hommelhoff, ZGR 2000, S. 748 (752); BVerfG Beschl. v. 20.9.1999 in ZIP 1999, S. 1798 (1799).

Fragerechts nach § 131 AktG. Es setzt voraus, dass die begehrte Auskunft zur sachgemäßen Beurteilung eines Gegenstandes der Tagesordnung erforderlich ist.³⁵⁷ Dies resultiert daraus, dass der Sinn und Zweck der Rechtsgewährung darin zu sehen ist, dem Aktionär die Informationen zu verschaffen, die er für die sinnvolle Ausübung der Rechte braucht, die ihm in der Hauptversammlung oder als Hauptversammlungsbezogene Rechte zustehen.³⁵⁸ Im Vordergrund steht dabei die informierte Ausübung des Stimmrechts, doch geht es auch um die Ausübung der Anfechtungsbefugnis und der Minderheitenrechte.³⁵⁹ Sollen die hier diskutierten Vorschriften des aktienrechtsspezifischen Informationsregimes aber die sachgemäße Ausübung der Mitgliedschaftsrechte, durch die Bereitstellung ausreichender Information ermöglichen, so wird deutlich, dass die insoweit relevanten Informationen nicht auch für die, der Ausübung von Mitgliedschaftsrechten zwangsläufig vorgelagerte, Anlageentscheidung relevant sind. Vor diesem Hintergrund ist festzustellen, dass die Vorschriften des aktienrechts- spezifischen Informationsregimes mangels Bereitstellung von für die Anlageentscheidung relevanten Informationen im Rahmen des ex ante Anlegerschutzes höchstens eine untergeordnete Rolle spielen.

Neben den oben erwähnten, die Information der Aktionäre in Zusammenhang mit der Hauptversammlung dienenden Vorschriften, sind ferner noch die Mitteilungspflichten der Aktiengesellschaft nach den §§ 20 ff AktG zu berücksichtigen. Nach § 20 I AktG muss ein Unternehmensgesellschafter der Gesellschaft unverzüglich mitteilen, wenn er mehr als 25% der Anteile an dieser erworben hat. Das Gleiche gilt nach § 20 IV AktG für das Bestehen einer Mehrheitsbeteiligung i.S.d. § 16 I AktG. Erhält die Aktiengesellschaft eine solche Mitteilung, hat sie nach § 20 VI AktG das Bestehen der Beteiligung unverzüglich in den Gesellschaftsblättern bekanntzumachen. Der Zweck dieser Vorschrift wird darin gesehen, Aktionäre, Gläubiger und die Öffentlichkeit über bestehende oder entstehende Konzernbildungen (i.w.S.) zu informieren (Transparenz) und Gewissheit über die Beteiligungsquoten zu schaffen (Rechtssicherheit).³⁶⁰ Es hat sich die Erkenntnis durchgesetzt, dass Transparenz der Beteiligungsverhältnisse und damit Beteiligungspublizität erforderlich ist, um die Gesellschaften und ihre Gesellschafter gegen den Aufbau anonymer und damit unkontrollierbarer Machtpositionen zu schützen.³⁶¹ Ziel der Vorschrift ist damit, Aktionäre, Gläubiger und andere Beteiligte, namentlich potentielle Aktienerwerber über die besondere Beteiligungsstruktur zu informieren, damit sie sich rechtzeitig auf eine jedenfalls faktische

³⁵⁷ Hüffer, AktG, § 131 Rn. 12.

³⁵⁸ Hüffer, AktG, § 131 Rn. 1; Kubis, MüKo-AktG, § 131 Rn. 1.

³⁵⁹ Kubis, MüKo-AktG, § 131 Rn. 1; Hüffer, AktG, § 131 Rn. 1.

³⁶⁰ Bayer, MüKo-AktG, § 20 Rn. 1; Hüffer, AktG, § 20 Rn. 1; BGHZ 114, 203 (215)/NJW 1991, 2765.

³⁶¹ Merkt, Unternehmenspublizität, S. 267; Windbichler, GK AktG, § 20 Rn. 1.

Beeinträchtigung ihrer Position durch Mehrheitsaktionäre einstellen können.³⁶² Interessant sind die durch diese Vorschrift veranlassten Informationen für den Anleger folglich deswegen sein, weil durch sie über Stimmrechtsveränderungen informiert wird. Die Zusammensetzung des Aktionärskreises und die Veränderung wesentlicher Beteiligungen sind wichtige Aspekte für die Anlageentscheidung und können Einfluss auf die Entwicklung eines eventuellen Börsenkurses haben.³⁶³ Zudem lassen sie Rückschlüsse auf die Intensität der Unternehmenskontrolle durch Anteilseigner zu.³⁶⁴ Zu berücksichtigen ist allerdings, dass eine Information erst bei einer Beteiligung von über 25% und später bei einer Mehrheitsbeteiligung erfolgen muss. Im Unterschied zur Regelung über die Beteiligungspublizität in § 21 WpHG ist die aktienrechtliche Vorschrift hier weniger ausdifferenziert.³⁶⁵

e) Kapitalmarktrecht

Neben den oben bereits diskutierten Vorschriften zur Rechnungslegung und zur Information der Aktionäre nach dem AktG, sind im Rahmen der Bereitstellung von für die Anlageentscheidung relevanten Informationen ferner die kapitalmarktrechtlichen Vorschriften zu berücksichtigen.

Im Kapitalmarktrecht stehen vor allem drei Informationsinstrumente zur Verfügung: der Wertpapierprospekt (§ 3 I WpPG), die Zwischen- oder Halbjahresberichte (§ 40 BörsG) und die Ad-hoc-Publizität (§ 15 WpHG).³⁶⁶ Während die Ad-hoc-Publizität und die Zwischen- oder Halbjahresberichte eine Börsennotierung der Gesellschaft voraussetzen, besteht eine Prospektspflicht nach WpPG grundsätzlich schon, wenn Aktien der Gesellschaft öffentlich angeboten werden.

aa) Prospektpflicht nach WpPG

Zum 1. Juli 2005 trat das WpPG als Art. 1 des Prospekttrichtlinien-Umsetzungsgesetzes³⁶⁷ in Kraft. Es dient der Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG, Prospekttrichtlinie³⁶⁸ sowie der dazu ergangenen Prospektverordnung.³⁶⁹ Eine der wesentlichen Änderungen durch das WpPG

³⁶² Vgl. Kropff, AktG 1965, S. 40-41.

³⁶³ Brellocks, Publizität und Haftung, S. 64.

³⁶⁴ Brellocks, Publizität und Haftung, S. 64.

³⁶⁵ zu § 21 WpHG Vgl. unten I. Teil D. IV. 1. 2) e) dd).

³⁶⁶ Vgl. zur alten Rechtslage Hommelhoff, ZGR 2000, S. 748 (752).

³⁶⁷ BGBl. I 2005, 1968.

³⁶⁸ Richtlinie 2003/71/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend dem Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EG Nr. L 345 v. 31. Dezember 2003, S. 64.

³⁶⁹ Groß, Kapitalmarktrecht, § 1 WpPG Rn. 1; Kullmann/Sester, WM 2005, S. 1068 (1068); Grub/Thiem, NZG 2005, S. 750 (750).

besteht darin, dass mit Inkrafttreten dieses Gesetzes die frühere Zweiteilung zwischen Verkaufsprospekten (für öffentliche Angebote) einerseits und Börsenzulassungsprospekten (für Börsenzulassungen) andererseits aufgehoben wurde.³⁷⁰

Nach § 3 I WpPG muss der Anbieter von Wertpapieren ein Prospekt nach diesem Gesetz veröffentlichen, wenn die Wertpapiere öffentlich angeboten werden sollen und kein Ausnahmetatbestand nach den §§ 3 II, 4 I WpPG eingreift. Nach § 3 III WpPG besteht die Prospektspflicht für Wertpapiere, die im Inland zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen, soweit kein Ausnahmetatbestand nach § 4 II WpPG einschlägig ist. Unter Wertpapieren versteht das Gesetz nach § 2 Nr. 1 WpPG insbesondere Aktien.

In § 2 Nr. 4 WpPG findet sich eine Legaldefinition des öffentlichen Angebots. Für das Vorliegen eines solchen ist erforderlich, dass in jedem Fall eine auf den Abschluss eines Kaufvertrags gerichtete Tätigkeit vorliegt.³⁷¹ Öffentlich i.S.d. § 3 I WpPG ist das Angebot, wenn es sich an das Publikum wendet.³⁷² Hierunter kann man nur verstehen, dass es sich an einen unbestimmten Personenkreis wenden muss.³⁷³ Gegensatz zum öffentlichen Angebot ist das „private placement“. Ein solches liegt vor, wenn zwischen dem Anbieter bzw. einem von ihm Beauftragten und dem Anleger bereits vor dem Angebot eine persönliche Verbindung bestand. Die Frage, ob öffentlich angeboten wird oder nicht („private placement“), und damit die Frage nach dem unbestimmten Personenkreis ist nach qualitativen und nicht nach quantitativen Kriterien zu beurteilen.³⁷⁴ Die entscheidenden Kriterien sind hier, dass die Angebotsempfänger dem Anbieter im Einzelnen bekannt sind und/oder von ihm auf Grund einer gezielten Auswahl nach individuellen Gesichtspunkten angesprochen werden.³⁷⁵

Mithin besteht die Prospektspflicht nicht nur für börsennotierte Gesellschaften, sondern auch in den Fällen, in denen Aktien abseits der Börse öffentlich angeboten werden. Dies wird wohl in den meisten Fällen gegeben sein. Nach Auffassung der BaFin liegt ein öffentliches Angebot sogar dann vor, wenn Mitarbeitern der Gesellschaft im Rahmen eines Mitarbeiterbeteiligungsprogramms Aktienoptionen angeboten werden, obwohl hier ein begrenzter Personenkreis angesprochen wird.³⁷⁶

Ist demnach ein Prospekt zu veröffentlichen, so gliedert sich dies nach § 5 I, II WpPG in drei Bestandteile: (i) Angaben zum Emittenten, (ii) Angaben zum Wertpapier und (iii) die

³⁷⁰ Groß, Kapitalmarktrecht, § 1 WpPG Rn. 6; Kullmann/Sester, WM 2005, S. 1068 (1068).

³⁷¹ Groß, Kapitalmarktrecht, § 2 WpPG Rn. 10.

³⁷² Groß, Kapitalmarktrecht, § 2 WpPG Rn. 16.

³⁷³ Groß, Kapitalmarktrecht, § 2 WpPG Rn. 16.

³⁷⁴ Groß, Kapitalmarktrecht, § 2 WpPG Rn. 17.

³⁷⁵ Groß, Kapitalmarktrecht, § 2 WpPG Rn. 17.

³⁷⁶ BaFin, Workshop 100 Tage WpPG: „Rechtsfragen aus der Anwendungspraxis“, S. 6.

Zusammenfassung.³⁷⁷ Welche Mindestangaben bei den jeweiligen Informationsblöcken erforderlich sind, bestimmt die Prospektverordnung³⁷⁸ und ihre Anhänge bzw. bei der Zusammenfassung § 5 II WpPG.³⁷⁹ Schon aus dem Gesetzestext ergibt sich allerdings, dass das Prospekt alle Angaben in verständlicher Form enthalten muss, die im Hinblick auf den Emittenten und die öffentlich angebotenen oder zum Handel an einem organisierten Markt zugelassenen Wertpapiere notwendig sind, um dem Publikum ein zutreffendes Urteil über die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die Finanzlage, die Gewinne und Verluste, die Zukunftsaussichten des Emittenten und jedes Garantiegebers sowie über die mit diesen Wertpapieren verbundenen Rechte zu ermöglichen (§ 5 I 1 WpPG). Das so erstellte Prospekt muss von der BaFin gebilligt werden (§ 13 WpPG). Der gebilligte Prospekt ist bei der BaFin zu hinterlegen und anschließend zu veröffentlichen (§ 14 WpPG). Ferner besteht nach § 16 WpPG eine Nachtragspflicht hinsichtlich des Prospekts für alle wichtigen neuen Umstände bzw. wesentlichen Unrichtigkeiten, die die Beurteilung der Wertpapiere beeinflussen können.³⁸⁰

Festzuhalten ist folglich, dass für den Fall, dass eine Prospektspflicht besteht, was den obigen Ausführungen entsprechend in den meisten Fällen der Fall sein dürfte, dem Anleger im Rahmen seiner Anlageentscheidung eine Fülle von Informationen bereitgestellt wird, die eine rationale Anlageentscheidung ermöglichen. Diese relevanten Informationen müssen abgesehen von Ausnahmetatbeständen nur dann nicht bereitgestellt werden, wenn ein „private placement“ vorliegt. Dies sind dann aber die Situationen, in denen die Aktien gerade nicht öffentlich vertrieben werden, so dass auch Aspekte des Kapitalmarktfunktionenschutzes, wie der hier diskutierte Anlegerschutz, keine Rolle spielen.

Im Ergebnis bleibt also festzuhalten, dass über die Prospektspflicht des WpPG dem Anleger die für seine Entscheidung relevanten Informationen grundsätzlich zur Verfügung gestellt werden.

bb) Zwischenbericht (§ 40 BörsG)

Bei dem von § 40 BörsG geforderten Zwischenbericht handelt es sich um eine eigenständige kapitalmarktrechtliche Information, die sich in Inhalt und Umfang vom Jahresabschluss unterscheidet, und deren näheren Einzelheiten in den §§ 53 bis 62 BörsZulV geregelt

³⁷⁷ Kullmann/Sester, WM 2005, S. 1068 (1071).

³⁷⁸ Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission v. 29.4.2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Angaben sowie die Aufmachung, die Aufnahme von Angaben in Form eines Verweises und die Veröffentlichung solcher Prospekte sowie die Verbreitung von Werbung.

³⁷⁹ Groß, Kapitalmarktrecht, § 5 WpPG Rn. 2.

³⁸⁰ Kullmann/Sester, WM 2005, S. 1068 (1075).

werden.³⁸¹ Durch die Zwischenberichtspublizität soll die Publizitätslücke zwischen zwei Jahresabschlüssen geschlossen werden.³⁸² Im Gegensatz zu den handelsrechtlichen Vorschriften für den Jahresabschluss sind die in der Börsenzulassungsverordnung enthaltenen Regelungen über den Inhalt des Zwischenberichts eher rudimentär und bleiben hinter denjenigen, die international von einigen anderen Mitgliedsstaaten der EU und den USA gefordert werden, zurück.³⁸³ Der Zwischenbericht enthält lediglich wesentliche Eckdaten und ist als kompakte Form der Unternehmenspublizität ausgestaltet.³⁸⁴ Im Rahmen der Zwischenberichtserstattung geht es im Unterschied zum Jahresabschluss eher um künftige Entwicklungen als um vergangenheitsbezogene Zahlenangaben.³⁸⁵ Nach § 53 S. 1 BörsZulV ist die Entwicklung der Geschäftstätigkeit des Emittenten in den ersten sechs Monaten darzustellen. Enthalten muss der Bericht zum einen wirtschaftliche Kennziffern, wie Umsatzerlös, Ergebnis vor und nach Steuern und Vergleichszahlen für den entsprechenden Vorjahreszeitraum, die, soweit dies für die Beurteilung der Entwicklung der Geschäftstätigkeit und der Ergebnisse des Emittenten erforderlich ist, zu erläutern sind.³⁸⁶ Zum anderen ist über die Auftragslage, Entwicklung der Kosten und Preise, Zahl der Arbeitnehmer, Investitionen sowie über Vorgänge von besonderer Bedeutung, die sich auf das Ergebnis der Geschäftstätigkeit auswirken können, zu berichten.³⁸⁷ Die Pflicht, einen solchen Zwischenbericht nach § 40 BörsG zu veröffentlichen, trifft allerdings nur Emittenten, deren Aktien bzw. Aktien vertretende Zertifikate zum amtlichen Markt zugelassen sind.³⁸⁸ Festzuhalten ist, dass die börsenrechtliche Zwischenberichtspublizität als wichtiger Teil der Marktteilnahmepublizität zu einer kontinuierlichen Versorgung des Kapitalmarktes mit anlagerelevanten Informationen beiträgt.³⁸⁹

Mithin steht Anlegern, die über eine Investition in eine zwischenberichtsverpflichtete Gesellschaft nachdenken, ein weiteres Informationsmedium zur Verfügung.

³⁸¹ Groß, Kapitalmarktrecht, § 40 BörsG Rn. 1.

³⁸² Brellocks, Publizität und Haftung, S. 60.

³⁸³ Groß, Kapitalmarktrecht, § 40 BörsG Rn. 1; Selch/Rothfuss, WPg 2000, 506 (507); Brellocks, Publizität und Haftung, S. 62.

³⁸⁴ Brellocks, Publizität und Haftung, S. 62.

³⁸⁵ Groß, Kapitalmarktrecht, § 40 BörsG Rn. 1; Siebel/Gebauer, WM 2001, S. 173 (180ff); Selch/Rothfuss, WPg 2000, S. 506 (508).

³⁸⁶ Groß, Kapitalmarktrecht, §§ 53- 70 BörsZulV Rn. 4-5; Brellocks, Publizität und Haftung, S. 62.

³⁸⁷ Groß, Kapitalmarktrecht, §§ 53- 70 BörsZulV Rn. 5; Brellocks, Publizität und Haftung, S. 62.

³⁸⁸ Groß, Kapitalmarktrecht, § 40 BörsG Rn. 2.

³⁸⁹ Brellocks, Publizität und Haftung, S. 62.

cc) Ad-hoc-Publizität (§ 15 WpHG)

Ebenfalls zu den kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten zählt die in § 15 WpHG normierte Ad-hoc-Publizitätspflicht.³⁹⁰ Sie hat heute zwei Ziele: Zum einen soll sie das kapitalmarktrechtliche Informationssystem vervollständigen und zum anderen als Präventivmaßnahme Insiderhandel vorbeugen.³⁹¹ Ungeachtet ihrer stärkeren Anbindung an das Insiderhandelsverbot des § 14 I WpHG und ihre Anknüpfung an den Begriff der Insiderinformation als Gegenstand der Veröffentlichung durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG)³⁹² ist es die vorrangige Aufgabe der Ad-hoc-Publizität, die laufende Publizität in Gestalt der jährlichen aktienrechtlichen Rechnungslegung und der obligatorischen Zwischenberichterstattung – die so genannte Regelpublizität – zu ergänzen.³⁹³ Sie ist deshalb eine tragende Säule des kapitalmarktrechtlichen Informationssystems, dessen Zweck wiederum darin besteht, dem Markt die benötigten Informationen zur Verfügung zu stellen und für die informationelle Chancengleichheit der Marktteilnehmer zu sorgen.³⁹⁴ Die zentrale Bedeutung der Ad-hoc-Publizität für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes liegt in der durch sie geschaffenen Transparenz, die eine weitest mögliche Vermeidung von Informationsdefiziten und Informationsasymmetrien bei den Marktteilnehmern anstrebt.³⁹⁵ Die kapitalmarktrechtliche Publizität bezweckt deshalb nicht nur die Unterrichtung der Gesellschafter und Gläubiger der Aktiengesellschaft als Emittentin. Sie soll vielmehr neben den Aktionären, dem sonstigen Anlegerpublikum solche Informationen vermitteln, die für eine fundierte Kauf- oder Verkaufsentscheidung erforderlich sind.³⁹⁶

Die Ad-hoc-Publizität als insiderrechtliche Präventivmaßnahme soll verhindern, dass die mit den publizitätspflichtigen Sachverhalten vertrauten Insider missbräuchliche Vorteile aus ihrem Informationsvorsprung ziehen können.³⁹⁷ Denn ein solcher Verstoß gegen das Gebot der Gleichbehandlung aller Anleger kann deren Vertrauen in die Seriosität des Marktes

³⁹⁰ Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn. 1; Brellocks, Publizität und Haftung, S. 71; Köndgen, FS für Druey, S. 791 (791-792).

³⁹¹ Brellocks, Publizität und Haftung, S. 71; Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar, § 15 WpHG, Rn. 9 u. 10; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 16.210-16.219; Fürhoff/Wölk, WM 1997, S. 449 (449); Assmann, ZGR 1994, S. 494 (528).

³⁹² Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) vom 28.10.2004 BGBl. I, S. 2630).

³⁹³ Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn. 2; Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar, § 15 WpHG Rn. 12; Möllers, ZGR 1997, S. 334 (344); Hopt, ZHR 159 (1995) S. 135,(147); Wölk, AG 1997, S. 73(76); BaFin, Emittentenleitfaden, S. 47.

³⁹⁴ Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn. 2.

³⁹⁵ Caspari, Anleger- und Funktionsschutz durch Kapitalmarktrecht, S. 7 (13).

³⁹⁶ Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn. 2; Brellocks, Publizität und Haftung, S. 71; Schwark, ZGR 1976, S. 271 (294); Wiedemann, BB 1975, S.1591 (1593).

³⁹⁷ Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn. 7.

untergraben und so dessen Funktionsfähigkeit erschüttern.³⁹⁸ Durch die Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung der publizitätspflichtigen Insiderinformationen nach § 15 WpHG wird dem Insiderhandel der Boden entzogen. Mit der Publizierung werden die kursrelevanten Sachverhalte öffentlich bekannt und verlieren dadurch ihre Rechtsqualität als Insiderinformationen (§ 13 I WpHG).³⁹⁹

In seiner neuen Fassung kennt § 15 I WpHG jetzt nicht mehr, wie bisher, nur einen, sondern drei Tatbestände einer Publizitätspflicht, die in § 15 I 1,3 und 4 WpHG normiert sind. Der Grundtatbestand der Ad-hoc-Publizität (§ 15 I 1 WpHG) verpflichtet den Emittenten bestimmter Finanzinstrumente, ihn unmittelbar betreffende Insiderinformationen unverzüglich zu veröffentlichen. Zu den klassischen Vorgängen, die in den Anwendungsbereich dieser Regelung fallen, zählen die Maßnahmen der Geschäftsführung und die Akte anderer Organe des Emittenten, gleich ob sie sich im oder außerhalb des räumlich-betrieblichen Bereich des Unternehmens abgespielt haben: Etwa Beschlüsse des Vorstands jedweder Art, dessen Entscheidung, von der Ermächtigung der Hauptversammlung zur Durchführung eines Rückkaufprogramms Gebrauch zu machen, Vertragsabschlüsse durch ein Vorstandsmitglied oder einen Bevollmächtigten des Unternehmens, der Beschluss des Aufsichtsrats zur Abberufung eines Vorstandsmitglieds, die Billigung oder Ablehnung eines zustimmungspflichtigen Geschäfts durch den Aufsichtsrat, dessen Feststellung des Jahresabschlusses usw..⁴⁰⁰ Darüber hinaus können auch bloße Absichten, Pläne oder Vorhaben des Vorstands eine Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht auslösen, wenn sie nur die Voraussetzung einer Insiderinformation erfüllen.⁴⁰¹

Im Unterschied zur gerade angesprochenen Regelung des § 15 I 1 WpHG knüpfen die Sätze drei und vier der Norm die Veröffentlichungspflicht nicht zwangsläufig an das Entstehen von Insiderinformationen, sondern an deren Weitergabe.⁴⁰²

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass über die Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 I WpHG dem Anleger für seine Anlageentscheidung relevante Sachverhalte zeitnah zur Verfügung gestellt werden. Anwendung findet die Ad-hoc-Publizität gleichermaßen für den amtlichen und den geregelten Markt der inländischen Wertpapierbörsen.⁴⁰³ Demnach spielt auch diese Regelung im Rahmen der hier zum ex ante Anlegerschutz angestellten Überlegungen nur dann eine

³⁹⁸ Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn. 7.

³⁹⁹ Brellocks, Publizität und Haftung, S. 71; Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn. 6.

⁴⁰⁰ Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn. 59; Vgl. zu weiteren möglicherweise eine Ad-hoc-Publikationsverpflichtung auslösenden Sachverhalten BaFin, Emittentenleitfaden, S. 43ff.

⁴⁰¹ Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn. 59.

⁴⁰² Vgl. Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn. 109 ff.

⁴⁰³ Assmann/Schneider, WpHG, § 15 Rn. 6; Brellocks, Publizität und Haftung S. 72.

Rolle, wenn die Anlageentscheidung eine Gesellschaft betrifft, deren Aktien in den oben beschriebenen Marktsegmenten gehandelt werden.

dd) Beteiligungspublizität (§ 21 WpHG)

Aus § 21 WpHG resultiert die Verpflichtung jeder natürlichen oder juristischen Person wenn eine der in der Vorschrift genannten Schwellen hinsichtlich der vorhandenen Stimmrechte (5, 10, 25, 50 oder 75%) an einer börsennotierten Gesellschaft erreicht, überschritten oder unterschritten wird, die betroffene Gesellschaft zu informieren. Diese hat die Mitteilung dann entsprechend § 25 WpHG zu veröffentlichen. Interessant sind solche Informationen für den Anleger als Aspekte seiner Anlageentscheidung, da, wie bereits erwähnt, die Zusammensetzung des Aktionärskreises und die Veränderung wesentlicher Beteiligungen wichtige Aspekte der Anlageentscheidung darstellen und Auswirkungen auf den Börsenkurs zeitigen können. Im Unterschied zu der ähnlichen aktienrechtlichen Regelung in § 20 AktG sichert die Vorschrift im WpHG eine genauere Information über Beteiligungsveränderungen, da sie mehrere Schwellenwerte installiert und nicht nur auf Unternehmen als mitteilungsverpflichtete Aktionäre abstellt.

ee) “Directors` Dealings” (§ 15a WpHG)

Als weitere Vorschrift aus dem Bereich der kapitalmarktrechtlichen Publizitätsvorschriften, die für die Bereitstellung von für die Anlageentscheidung relevanter Informationen verantwortlich zeichnen könnte, ist § 15a WpHG in den Blick zu nehmen. Diese Norm erfasst die so genannten „Directors` Dealings“. Danach sind die Mitglieder des Geschäftsführungs- oder Aufsichtsorgans, also im Regelfall die Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats sowie die persönlich haftenden Gesellschafter des Emittenten, dessen Wertpapiere zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind, oder eines mit dem Emittenten verbundenen Unternehmens verpflichtet, dem Emittenten sowie der Aufsichtsbehörde den Erwerb oder die Veräußerung von Wertpapieren des Emittenten oder von Derivaten unverzüglich schriftlich mitzuteilen. Zwar dient die Vorschrift wohl überwiegend der Transparenz der Kapitalmärkte, indem dem Anschein entgegengewirkt wird, die Primärinsider könnten sich ihren Informationsvorsprung zunutze machen und sich damit Vorteile gegenüber der übrigen Anlegerschaft verschaffen.⁴⁰⁴ Andererseits erlaubt dieses zu veröffentlichende Kauf- oder Verkaufsverhalten der Primärinsider Rückschlüsse auf die gegenwärtige oder künftige Unternehmensentwicklung und entfaltet daher eine

⁴⁰⁴ Caspari, Anleger- und Funktionsschutz durch Kapitalmarktrecht, S. 7 (15); Assmann/Schneider, WpHG, § 15a Rn. 6; Großmann/Nikoleyczik, DB 2002, S. 2031 (2033).

Indikationswirkung für das breite Publikum (informierte Transaktionsentscheidung).⁴⁰⁵ Kaufen Organmitglieder Wertpapiere „ihrer“ Gesellschaft, verstärken sie ihre wirtschaftliche Bindung an das Unternehmen. Sie rechnen damit, dass sich die von ihnen getätigte Investition auszahlen wird. Sie verstärken das von ihnen in die Gesellschaft gesetzte Vertrauen durch ein stärkeres Engagement. Umgekehrt kann ein Verkauf von Wertpapieren darauf hindeuten, dass die Rendite ihrer Investition in das Unternehmen nicht ihren Erwartungen entspricht. Dies kann auf eine bereits eingetretene oder bevorstehende negative Entwicklung der Gesellschaft hindeuten.⁴⁰⁶ Empirische Untersuchungen aus den USA, Kanada, Großbritannien, Italien den Niederlanden und Deutschland zeigen, dass Unternehmensinsider bei Geschäften mit Aktien ihres Unternehmens überdurchschnittlich erfolgreich sind. Einige, aber nicht alle Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, dass auch Outsider, die in ihren Anlageentscheidungen „Directors` Dealings“ nachbilden, überdurchschnittlich erfolgreich sind.⁴⁰⁷ Somit handelt es sich bei den über § 15a WpHG bereitgestellten Informationen durchaus um solche, die im Rahmen der Anlageentscheidung eine nicht unerhebliche Rolle spielen können.

2. Kritische Würdigung der „mittelbaren Wirkungsweise“

Nachdem nun die verschiedenen gesetzlichen Regelungen, welche der Bereitstellung anlagerelevanter Informationen dienen, dargestellt wurden, bleibt zu klären, welchen „benefit“ die Satzungsstrenge über ihre mittelbare Wirkungsweise in diesem Bereich tatsächlich zu erbringen vermag. Da § 23 V AktG nur die Vorschriften des Aktiengesetzes („dieses Gesetzes“) für zwingend erklärt,⁴⁰⁸ entfaltet die Satzungsstrenge zwangsläufig auch nur Anlegerschutz, soweit Vorschriften des Aktiengesetzes die Kommunikation der anlagerelevanten Informationen bedingen. Betrachtet man allein das Verhältnis von aktienrechtlichen Vorschriften, die den Transport anlagerelevanter Informationen sicherstellen, zu ebensolchen, die sich nicht im Aktiengesetz finden, so fällt auf, dass letztere deutlich überwiegen. So finden sich etwa viele Vorschriften, die die Weitergabe von anlagerelevanten Informationen vorschreiben, im Kapitalmarktrecht.

Die wirtschaftlichen Kennziffern der Unternehmung liefern vor allem die Bilanz, die Gewinn- und Verlustrechnung, und sie werden im Anhang erläutert.

⁴⁰⁵ Assmann/Schneider, WpHG, § 15a Rn. 7; Großmann/Nikoleyczik, DB 2002, S. 2031 (2033); Weiler/Tollkühn, DB 2002, S. 1923 (1925).

⁴⁰⁶ Weiler/Tollkühn, DB 2002, S. 1923 (1925).

⁴⁰⁷ Assmann/Schneider, WpHG, § 15a Rn. 7.

⁴⁰⁸ Hüffer, AktG, § 23 Rn. 34.

Die grundsätzliche Regelung zur Aufstellung und Offenlegung der Bilanz, der Gewinn- und Verlustrechnung, des Anhangs sowie wenn erforderlich des Lageberichts finden sich im HGB. Aktienrechtliche Vorschriften dienen hier nur als Spezialregelungen, die die Anforderungen an die verschiedenen Dokumente an die Erfordernisse der Aktiengesellschaft anpassen. Festzustellen ist gleichzeitig, dass soweit diese speziellen Regelungen der Bereitstellung anlagerelevanter Informationen dienen, diese oftmals ebenfalls über die Satzung oder das Handelsregister (angemeldete Beschlüsse) zur Verfügung gestellt werden. Dementsprechend reduziert sich die Bedeutung dieser aktienrechtlichen Spezialvorschriften aus Sicht des Anlegers, wobei allerdings einschränkend zu berücksichtigen ist, dass die Anmeldepflicht für bestimmte Beschlüsse sowie die Pflicht, eine Niederschrift der Hauptversammlung einzureichen, aus dem AktG folgt.

Neben den Vorschriften zur Rechnungslegung wurden oben auch die Regelungen des aktienrechtsspezifischen Informationssystems diskutiert. Festgestellt werden konnte, dass diese Vorschriften die Informationsweitergabe in Zusammenhang mit der Hauptversammlung betreffen. Sie sollen es den Aktionären ermöglichen, Rechte in der Hauptversammlung – insbesondere das Stimmrecht – bzw. hauptversammlungsbezogene Rechte sachgerecht auszuüben. Vor dem Hintergrund dieser Ratio ergibt sich, dass die insoweit zur Verfügung stehenden Informationen, selten für die Anlageentscheidung, die der Ausübung von Mitgliedschaftsrechten notwendig vorgelagert ist, relevant sind. Nicht in Zusammenhang mit der Hauptversammlung steht die ebenfalls oben angesprochene Beteiligungspublizität nach den §§ 20 ff AktG. Die insoweit zu veröffentlichenden Angaben, betreffend Stimmrechtsveränderungen, sind sicherlich für den Anleger von Interesse. Allerdings geht hier die deutlich ausdifferenziertere Beteiligungspublizität nach WpHG den aktienrechtlichen Regelungen für börsennotierte Gesellschaften vor (§ 20 VIII AktG), so dass die Bedeutung dieser Regelung für den Anleger entsprechend gemindert wird.

Ferner hat sich gezeigt, dass anlagerelevante Informationen über eine Fülle kapitalmarktrechtlicher Vorschriften bereitgestellt werden müssen. Insbesondere ist hier an die Regelungen des WpPG zu denken. Das nach diesem Gesetz zu erstellende Prospekt soll gerade eine rationale Anlageentscheidung ermöglichen. Dabei betrifft die Prospektspflicht nicht nur börsennotierte Gesellschaften, sondern jede, die Aktien öffentlich anbietet. Obwohl schon im WpPG eine Nachtragspflicht für nachträgliche Änderungen vorgesehen ist, kommt der Ad-hoc-Publizität im Rahmen der Anlageentscheidung eine wesentliche Bedeutung zu, wenn es darum geht, anlagerelevante Informationen zeitnah zu erhalten. Allerdings stehen diese Informationen nur den Anlegern börsennotierter Gesellschaften zur Verfügung.

Als Ergebnis lässt sich festhalten, dass die aktienrechtlichen Vorschriften, und damit mittelbar die Satzungsstrenge, im Bereich der Bereitstellung anlagerelevanter Informationen keine bedeutende Rolle spielen. Hier liefern kapitalmarktrechtliche Vorschriften die entscheidenden Informationen. Einzugestehen ist, dass der Umfang der so zur Verfügung gestellten Angaben von der Börsennotierung abhängt. Für die vorliegende Untersuchung ist dieser Umstand aber zu vernachlässigen. Die Satzungsstrenge wird vor allem mit dem angestrebten Kapitalmarktfunktionenschutz begründet. Diese Argumentation kann zwangsläufig nur greifen, wenn der Kapitalmarkt in Anspruch genommen wird. Ist dies aber der Fall, gelten die kapitalmarktrechtlichen Vorschriften ohnehin.

3. Ex ante Anlegerschutz durch § 23 V AktG - unmittelbare Wirkungsweise

Zu klären ist an dieser Stelle, ob § 23 V AktG neben der oben untersuchten so genannten mittelbaren Schutzwirkung auch unmittelbaren Anlegerschutz entfaltet. Angesprochen ist damit die Frage, ob diese Vorschrift jenseits des Anlegerschutzes, den einige der durch sie als zwingend ausgestalteten Regelungen erzeugen, einen spezifischen Anlegerschutz generiert.

Wie oben bereits erwähnt, ist es im Bereich des ex-ante Anlegerschutzes entscheidend, eine rationale Entscheidung des Anlegers zu ermöglichen. Die Risiken, die dem Anleger hier begegnen, sind auf vorhandene Informationsasymmetrien zurückzuführen. Diesem Phänomen kann zum einem durch die Bereitstellung sämtlicher für die Entscheidung relevanter Informationen begegnet werden. Denkbar ist aber auch, dass schon das Entstehen möglicher Informationsasymmetrien verhindert wird. An dieser Stelle ist daran zu denken, dass durch die Regelungen in § 23 V AktG fast das gesamte Aktienrecht zwingend ausgestaltet wird. Das Gesetz verfolgt damit das Ziel, die Aktie standardisiert und damit unter weit gehender Minimierung von Transaktionskosten dem Kapitalmarkt zur Verfügung zu halten, um deren Verkehrsfähigkeit zu sichern.⁴⁰⁹ Anders als der Entschluss etwa zur Beteiligung an einer Personenhandelsgesellschaft oder GmbH, der regelmäßig nicht ohne gründliche Einsichtnahme in den Gesellschaftsvertrag oder die Satzung gefasst wird, kommt dem Inhalt der Satzung bei der Entscheidung zum Kauf von Aktien im Allgemeinen keine oder doch nur sehr geringe Bedeutung zu.⁴¹⁰ Die Entscheidung des Anlegers wird vielmehr nahezu ausschließlich von Erwägungen anderer Art, wie insbesondere dem aktuellen Börsenkurs, Kurs- und Dividendenerwartungen, die wiederum von einer Vielzahl wirtschaftlicher und

⁴⁰⁹ Hey, Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen, S. 172; Röhricht, GK AktG, § 23 Rn. 167; Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 150; Eckardt, Geßler/Hefermehl AktG, § 23 Rn. 106; Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 42; Hüffer, AktG, § 23 Rn. 1; Voß, Münchener Anwaltshdb. AG, § 7 Rn. 35; Beier, Regelungsauftrag, S. 43.

⁴¹⁰ Röhricht, GK AktG, § 23 Rn. 167.

politischer Faktoren beeinflusst werden, bestimmt.⁴¹¹ Im Übrigen rechnet der Anleger nicht damit, dass die Satzung der AG, die im Allgemeinen vor einem Aktienkauf auch nicht von diesem eingesehen wird, Besonderheiten aufweist, die ebenfalls für seine Kaufentscheidung von wesentlicher Bedeutung sein könnten. Er vertraut vielmehr darauf, dass die Satzung den üblichen, eben durch das Aktiengesetz und § 23 V AktG allgemeinverbindlich normierten Standards hinsichtlich innerer Organisation, Willensbildung ihrer Organe, Aktionärs- und Gläubigerschutz entspricht.⁴¹²

Bedingt die aktienrechtliche Satzungsstrenge folglich die Vereinheitlichung der Satzungen hinsichtlich innerer Organisation, Willensbildung der Organe, Aktionärs- und Gläubigerschutz verschiedener Gesellschaften, so braucht sich der Anleger bzw. künftige Aktionär bei der Performanceanalyse der in Frage kommenden Gesellschaften mit den rechtlichen Rahmenbedingungen, zu denen er investiert, nicht zu beschäftigen. Vielmehr kann er sich ausschließlich auf die wirtschaftlichen Faktoren konzentrieren. Das für die Performanceanalyse wichtige Risiko besteht dann idealerweise nur in der Ungewissheit über die wirtschaftliche Entwicklung der Unternehmung. Denn ein gewisser Schutz vor Übervorteilung durch die Verwaltung der Gesellschaft oder die Mehrheit besteht immer und damit bezüglich jeder Gesellschaft in der gleichen Art und Weise. Folglich macht die durch die Satzungsstrenge erreichte Vereinheitlichung der Aktie den Kapitalmarkt für zukünftige Aktionäre möglichst übersichtlich, durchschaubar, vergleichbar und vor überraschenden Regelungen weitgehend sicher.⁴¹³ Dies findet sich in dem oft zur Begründung der Satzungsstrenge angeführten Programmsatz - Jeder auch jeder künftige Aktionär soll sich darauf verlassen können, dass die Satzung der Gesellschaft keine ungewöhnlichen Bestimmungen enthält-⁴¹⁴ wieder.

Den obigen Ausführungen entsprechend wirkt § 23 V AktG anlegerschützend, in dem er eine in rechtlicher Hinsicht standardisierte Form der Aktiengesellschaft schafft. Durch den „schlanken Entscheidungsprozess“ werden, Transaktionskosten eingespart⁴¹⁵, da eine diese verursachende Sammlung und entsprechende Auswertung von Informationen nur für die Bewertung des wirtschaftlichen Potentials der zur Auswahl stehenden Gesellschaften erforderlich ist. Die Standardisierung der Satzung beugt somit dem Marktversagen wegen adverser Selektion vor und dient so dem Kapitalmarktfunktionenschutz. Denn ein Marktversagen auf Grund adverser Selektion setzt die Heterogenität der am Markt

⁴¹¹ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 167.

⁴¹² Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 167.

⁴¹³ Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 42.

⁴¹⁴ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 150; Eckardt, Geßler/Hefermehl AktG, § 23 Rn. 106.

⁴¹⁵ Assmann, GK Einl., Rn 286; Heindl, Börseneinführung von GmbH-Anteilen, S. 91.

angebotenen Güter (hier also der Mitgliedschaftsrechte) voraus.⁴¹⁶ Die am Markt auftretenden Aktiengesellschaften stellen aber in rechtlicher Hinsicht eine weitestgehend homogene Gruppe dar, so dass Informationsasymmetrien diesbezüglich ausgeschlossen werden können. Zu berücksichtigen bleibt allerdings, dass die hier aufgestellte Behauptung vom Nutzen eines Standardisierungseffekts für den Anlegerschutz nur dann auf § 23 V AktG bezogen zutreffen kann, wenn diese Vorschrift tatsächlich zu einem Maß an Standardisierung beiträgt, welches es dem Anleger ermöglicht, auf eine Prüfung der Satzung im Rahmen der Anlageentscheidung zu verzichten.

1) *Standardisierung durch § 23 V AktG*

Den Standard, den § 23 V AktG in rechtlicher Hinsicht für die Rechtsform Aktiengesellschaft setzt, wird bestimmt durch die Normen, von denen nach dieser Vorschrift nicht abgewichen werden darf.

Angesprochen sind damit die zwingend ausgestalteten Bestimmungen des Aktiengesetzes über die Rechte und Pflichten der Aktionäre, über die Bildung und Zusammensetzung der Gesellschaftsorgane sowie über deren Zuständigkeit und Verfahren, für die Finanzordnung der AG und für alle Vorschriften über Satzungsänderungen, Formwechsel, Verschmelzung, Spaltung und Unternehmensverträge.⁴¹⁷ Zwingend sind unter anderem die den Aufbau der Aktiengesellschaft regelnden Vorschriften.⁴¹⁸ Ein Abweichen vom dualistischen Leitungssystem mit Vorstand und Aufsichtsrat zu Gunsten der Installation eines monistischen Systems, wie dem Board- oder Verwaltungsratssystem, ist folglich in der Satzung nicht möglich. Ferner darf die gesetzlich vorgesehene Kompetenzverteilung unter den Organen der Aktiengesellschaft nicht durch eine entsprechende Satzungsbestimmung geändert werden.⁴¹⁹

Nach § 76 I AktG hat der Vorstand die Gesellschaft unter eigener Verantwortung zu leiten. Damit sind Aufsichtsrat und Hauptversammlung von dieser Funktion ausgeschlossen. Der Vorstand wird in eigener Verantwortung und auch in eigener Initiative tätig.⁴²⁰ Dagegen hat der Aufsichtsrat nach § 111 I AktG die Geschäftsführung zu überwachen. § 111 IV 1 AktG stellt sicher, dass dem Aufsichtsrat Geschäftsführungsaufgaben auch nicht durch die Satzung

⁴¹⁶ Schmidt in Budäus/Gerum/Zimmermann (Hrsg.), Betriebswirtschaftslehre und Theorie der Verfügungsrechte, S. 252.

⁴¹⁷ Raiser, Kapitalgesellschaften, § 9 Rn. 22.

⁴¹⁸ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 156, Kraft, Kölner Komm. AktG, § 23 Rn. 23 Rn. 84; Voß, Münchener Anwaltshdb. AG, § 7 Rn. 42.

⁴¹⁹ Voß, Münchener Anwaltshdb. AG, § 7 Rn. 42; Hüffer, AktG, § 23 Rn. 36; Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 156, Kraft, Kölner Komm. AktG, § 23 Rn. 23 Rn. 84; Wiesner, Münchener Hdb. Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 10; Timm, DB 1980, S. 1201 (1204).

⁴²⁰ Hüffer, AktG, § 76 Rn. 2.

übertragen werden können.⁴²¹ Die Hauptversammlung ist das Willensbildungsorgan der Gesellschaft.⁴²² Ihre Beschlusskompetenz wird in § 119 AktG geregelt. Danach beschließt die Hauptversammlung in den im Gesetz und in der Satzung ausdrücklich bestimmten Fällen (§ 119 I AktG). Zwar setzt § 119 I AktG voraus, dass die Satzung weitere Beschlusszuständigkeiten der Hauptversammlung durch ausdrückliche Bestimmung begründen kann, faktisch verbleibt hier wegen der zwingenden gesetzlichen Kompetenzzuordnung (§ 23 V AktG) zwischen den einzelnen Organen kaum ein Regelungsspielraum.⁴²³ Eine originär satzungsmäßig begründete Zuständigkeit ist nur dort möglich, wo § 23 V AktG dies ausdrücklich zulässt (z.B. Entscheidung über die Zustimmung zur Übertragung vinkulierter Namensaktien gem. § 68 II 3 AktG).⁴²⁴ Völlig ausgeschlossen ist hingegen die Verlagerung von gesetzlichen Kompetenzen des Vorstands oder des Aufsichtsrats auf die Hauptversammlung qua Satzungsanordnung, und zwar auch in mittelbarer Form (wie z.B. Bindung bestimmter Geschäftsführungsmaßnahmen an die Zustimmung der Hauptversammlung).⁴²⁵ Zulässig ist hingegen eine Satzungsbestimmung, derzufolge die Hauptversammlung Gremien, wie z.B. Beiräte oder Aktionärsausschüsse, einsetzen oder Ehrenämter vergeben kann. Da die Hauptversammlung hierdurch jedoch nicht ihre Organfunktion beschneiden darf, sind derartige Befugnisse samt ihrer Ausübung ohne rechtliche Bedeutung.⁴²⁶

Auch die Zusammensetzung und innere Organisation der Verwaltungsorgane (Vorstand, Aufsichtsrat) ist der Satzung weitgehend entzogen. Insbesondere kann die Satzung die Beteiligungsquote der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat weder erhöhen noch verringern.⁴²⁷

Ferner sind die gesetzlichen Regelungen betreffend die Sorgfaltspflicht und Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat (einschließlich ihrer Pflicht zur Verschwiegenheit) zwingend. So findet sich in § 93 AktG die gesetzliche Regelung zu Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit von Vorstandsmitgliedern, die vollen Inhalts unabdingbar ist. Sie kann durch Satzung oder Anstellungsvertrag nicht abgeschwächt, aber auch nicht etwa in Richtung einer Erfolgshaftung verschärft werden.⁴²⁸ Damit schulden die Vorstände bei der Geschäftsführung

⁴²¹ Vgl. dazu und zur Relativierung durch Satz 2 Hüffer AktG, § 111 Rn. 16ff.

⁴²² Hüffer, AktG, § 118 Rn. 3.

⁴²³ Hüffer, AktG, § 119 Rn. 10; Kubis, MüKo-AktG, § 119 Rn. 17; Schmidt, Gesellschaftsrecht, § 28 V vor a) S. 869; Barz, GK AktG, § 119 Anm. 4.

⁴²⁴ Kubis, MüKo-AktG, § 119 Rn. 17.

⁴²⁵ Kubis, MüKo-AktG, § 119 Rn. 17.

⁴²⁶ Kubis, MüKo-AktG, § 119 Rn. 17.

⁴²⁷ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 156, Kraft, Kölner Komm. AktG, § 23 Rn. 23 Rn. 84; Hüffer, AktG, § 23 Rn. 36; Voß, Münchener Anwaltshdb. AG, § 7 Rn. 42.

⁴²⁸ Hüffer, AktG, § 23 Rn. 1; Hefermehl/Spindler, MüKo-AktG, § 93 Rn. 41.

die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters (§ 93 I 1 AktG) und haften nach § 93 II 1 AktG bei einem Pflichtverstoß der Gesellschaft gegenüber auf Schadensersatz. Für den Aufsichtsrat ordnet § 116 AktG eine entsprechende Anwendung des § 93 AktG an.

Zwingend ausgestaltet sind auch die im Gesetz geregelten Minderheitsrechte mit Ausnahme des § 122 I 2 AktG.⁴²⁹ So ist es unzulässig, die für die Ausübung dieser Rechte vorgesehenen Anforderungen zu senken und etwa zu bestimmen, dass Minderheitenrechte durch jeden Aktionär unabhängig von seiner Beteiligungshöhe ausgeübt werden können.⁴³⁰ Die Voraussetzungen für Minderheitsrechte sind im Gesetz geregelt, so dass Satzungsbestimmungen, die diese Voraussetzungen ändern, vom Gesetz abweichen würden. Nur für die Einberufung der Hauptversammlung auf Verlangen der Minderheit findet sich in § 122 I 2 AktG eine Öffnungsklausel, die es zulässt, dass die Satzung dieses Verlangen an den Besitz eines geringeren Anteils als den zwanzigsten Teil des Grundkapitals knüpfen kann.⁴³¹ Zum Standard einer jeden Aktiengesellschaft wird über § 23 V AktG ebenfalls das Recht zur Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen⁴³² sowie das Fragerecht des Aktionärs in der Hauptversammlung, welches eine sachgerechte Ausübung der Stimmrechts, der Anfechtungsbefugnis, der Minderheitenrechte erst ermöglicht.⁴³³

Nach diesem kursorischen Überblick über einige zwingende Regelungen des Aktiengesetzes kann festgestellt werden, dass über § 23 V AktG ein Standard für die Ausgestaltung der Aktiengesellschaft geschaffen wird, der insbesondere deren Aufbau als Gesellschaft mit dualistischem Führungs- und Leistungssystem und die Kompetenzabgrenzung zwischen den einzelnen Organen betrifft. Darüber hinaus ist sichergestellt, dass Sorgfaltspflichten und Verantwortlichkeiten der Verwaltung sowie Minderheitenrechte zwingend geregelt sind.

2) *Umgehung durch Shareholder Agreements*

Über § 23 V AktG wird also grundsätzlich eine Standardisierung hinsichtlich der rechtlichen Ausgestaltung der Aktiengesellschaft erreicht, die es dem Anleger ohne Prüfung der Satzung ermöglicht, von dem Vorhandensein einer bestimmten Organisation der Gesellschaft, der Existenz und den Voraussetzungen von Minderheitsrechten sowie von so wichtigen Individualrechten wie dem Anfechtungs- und dem Fragerecht auszugehen.

⁴²⁹ Hüffer, AktG, § 23 Rn. 36; Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn.

⁴³⁰ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 156.

⁴³¹ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 156.

⁴³² Hüffer, AktG, § 245 Rn. 1.

⁴³³ Hüffer, AktG, § 131 Rn. 1.

Ein auf diesem Umstand beruhender anlegerschützender Standardisierungseffekt kann sich aber nur einstellen, wenn nicht die Gefahr besteht, dass dieser Effekt durch Rechtsgestaltung außerhalb der Satzung umgangen wird. Angesprochen sind damit satzungsergänzende Nebenabreden oder auch Aktionärsvereinbarungen/Shareholder Agreements.

a) Anwendungsbereich und Wirkungsweise

Wie bereits oben erwähnt⁴³⁴, sind Aktionärsvereinbarungen solche Vereinbarungen, die Aktionäre bei Gründung oder nachträglich zur Regelung ihrer Rechtsverhältnisse untereinander oder zur Gesellschaft außerhalb der Satzungsurkunde treffen.⁴³⁵ Gegenstände solcher Aktionärsvereinbarungen sind in der Praxis insbesondere die Besetzung und Besoldung der Organe, die Beschränkung oder Öffnung des Kreises der Aktionäre beispielsweise durch Vorerwerbs- oder Vorkaufsrechte, die Regelung von Finanzierungsbeiträgen über die Einlagepflicht hinaus und Festlegungen zur Ausschüttungs- und Bilanzierungspolitik.⁴³⁶ In Betracht kommen aber auch Stimmbindungsvereinbarungen oder die Vereinbarung von Informationspflichten.⁴³⁷ Abmachungen über die Ausübung des Stimmrechts in der Hauptversammlung haben, vor allem, wenn sämtliche oder die Mehrzahl der Gesellschafter beteiligt sind, im Ergebnis zur Folge, dass die entscheidende Willensbildung nicht mehr in der Gesellschafterversammlung (Hauptversammlung) stattfindet, sondern in ein von ihr verschiedenes, wenn auch personell vielfach identisches außergesellschaftliches Gremium verlagert wird.⁴³⁸ Solche Stimmbindungs- oder Stimmpoolungsverträge werden heute ganz überwiegend für grundsätzlich zulässig erachtet.⁴³⁹

Da die Satzung und satzungsergänzende Nebenabreden unterschiedliche Rechtsgeschäfte sind, die voneinander unterschieden werden müssen,⁴⁴⁰ findet § 23 V AktG auf sie keine Anwendung.⁴⁴¹ Insbesondere können Gegenstand wirksamer schuldrechtlicher Vereinbarungen auch solche sein, die im korporativen Bereich unzulässig wären,⁴⁴² Bindungswirkung kommt ihnen allerdings nur zu, soweit sie nicht gegen die (höherrangige

⁴³⁴ Vgl. 1. Teil A. IV..

⁴³⁵ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 238; Hüffer, AktG, § 23 Rn. 45; Wiesner, Münchener Hdb. Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 13.

⁴³⁶ Wiesner, Münchener Hdb. Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 6 Rn. 13.

⁴³⁷ Hüffer, AktG, § 23 Rn. 45; zu typischen Beispielfällen Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 241ff.

⁴³⁸ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 241.

⁴³⁹ BGHZ 48, 163 (166ff)/NJW 1967, S. 1963ff; BGH in NJW 1987, 1890 (1892); Hüffer, AktG, § 133 Rn. 27; Eckardt, Geßler/Hefermehl, AktG, § 136 Rn. 52; Schröer, MüKo-AktG, § 136 Rn. 61; Noack, Gesellschaftervereinbarungen, S. 66.

⁴⁴⁰ Hüffer, AktG, § 23 Rn. 47.

⁴⁴¹ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 188; Fey, Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen, S. 184.

⁴⁴² Lutter, Kölner Komm. AktG, § 54 Rn. 22; Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 256, 258.

Satzung verstoßen.⁴⁴³ Ferner ist zu berücksichtigen, dass solche Regelungen nur zulässig und damit wirksam sind, wenn sie keine Regelungen zum Inhalt haben, die satzungspflichtig sind, d.h. nach dem Gesetz nur in korporativer Form getroffen werden können, oder dem Zweck zwingender gesetzlicher Regelungen zuwiderlaufen.⁴⁴⁴ Im Übrigen bleibt es aber bei dem Grundsatz, dass Gegenstand satzungsergänzender Nebenabreden gerade auch das sein kann, was als korporationsrechtliche Regelung im Hinblick auf § 23 V AktG nicht möglich wäre.⁴⁴⁵ Es besteht folglich die Gefahr, dass Regelungen, die für die Anlageentscheidung relevant sind, zwar nicht in der Satzung aber in einer ergänzenden Nebenabrede enthalten sind, so dass der über § 23 V AktG im Hinblick auf die Satzung geschaffene Standardisierungseffekt auf diese Weise leer laufen würde.

b) Bindung eintretender Aktionäre

Da es sich bei Aktionärsvereinbarungen um schuldrechtliche Verträge handelt, ist deren Existenz aus Sicht des Anlegers so lange unproblematisch, wie eine Bindung nur durch eine Einbeziehung des Anlegers als Vertragspartner in Frage kommt. Mithin wäre die Existenz einer solchen Aktionärsvereinbarung für den Anleger nur relevant, wenn er nach einer positiven Anlageentscheidung an sie gebunden wäre, weil der Veräußerer sich mitsamt den Aktien einer entsprechenden Vereinbarung unterworfen hat.

Wegen ihres schuldrechtlichen Charakters sind Aktionärsvereinbarungen jedoch nicht Bestandteil des Mitgliedschaftsrechts, sondern an die Person des vertragsschließenden Aktionärs gebunden. Folglich gehen sie anders als mitgliedschaftliche Rechte und Pflichten nicht ohne weiteres auf den Erwerber der Aktien über.⁴⁴⁶ Vielmehr bedarf es zur Überleitung der Rechte und Pflichten aus der Aktionärsvereinbarung auf den Erwerber der Aktien außer in den Fällen der Gesamtrechtsnachfolge einer zusätzlichen rechtsgeschäftlichen Überleitung.⁴⁴⁷ Soweit hier die Übernahme vertraglicher Pflichten durch den Erwerber in Rede steht, kommt eine Schuldübernahme nach §§ 414, 415 BGB in Betracht. Umstritten ist allerdings in welchem Umfang auch eine konkludente Schuldübernahme durch den erwerbenden Aktionär in Betracht kommt.

Die wohl h.M. geht davon aus, dass der Erwerb der Aktien auch dann nicht zu einem Übergang von Rechten und Pflichten aus der schuldrechtlichen Vereinbarung auf den Neu-

⁴⁴³ Pentz, MüKo-AktG, § 23 Rn. 188.

⁴⁴⁴ BGHZ, 123, 15 (20), BGH in DNotZ 1994, S. 310 (311); Hüffer, AktG, § 23 Rn. 45; Noack, Gesellschaftervereinbarungen, S. 113ff.

⁴⁴⁵ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 258.

⁴⁴⁶ Bungereoth, MüKo-AktG, § 54 Rn. 41; Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 270.

⁴⁴⁷ Bungereoth, MüKo-AktG, § 54 Rn. 41-42; Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 270.

Aktionär führt, wenn er bei dem Erwerb von dem Bestehen der Aktionärsvereinbarung Kenntnis hatte.⁴⁴⁸ Eine andere in der Literatur vertretene Auffassung hält eine konkludente Schuldübernahme in einem weiteren Umfang für möglich, indem sie eine solche schon annehmen möchte, wenn die schuldrechtlichen Nebenabreden Eingang in die Satzungsurkunde gefunden haben, und der erwerbende Aktionär von diesen auch Kenntnis erlangt hat.⁴⁴⁹

Im Ergebnis folgt daraus, dass Aktionärsvereinbarungen den eintretenden Aktionär zumindest nur dann binden, wenn ihm deren Existenz bekannt war. Ist aber auf die Kenntnis abzustellen, spielen solche schuldrechtlichen Nebenabreden unter dem Gesichtspunkt der Standardisierung der rechtlichen Ausgestaltung einer Gesellschaft keine Rolle, da der Standardisierungsaspekt nur dann zum Tragen kommt, wenn ohne Kenntnis der Gesellschaftsstatuten und/oder eventuell existierender schuldrechtlicher Nebenabreden Aktien erworben werden sollen.

Festzuhalten bleibt folglich, dass § 23 V AktG die Aktiengesellschaft hinsichtlich ihrer rechtlichen Ausgestaltung in einer Weise standardisiert, die es dem Anleger ermöglicht, im Rahmen seiner Anlageentscheidung diesen Aspekt außer Acht zu lassen.

4. Kritische Würdigung der „unmittelbaren“ Wirkungsweise/Standardisierung

Kritik erfährt dieser Gedanke, eines über die Satzungsstrenge generierten Standards für Aktiengesellschaften, hinsichtlich seines Nutzens für den Kapitalmarktfunktionenschutz vereinzelt in der Literatur.⁴⁵⁰

Entgegengehalten wird der Standardisierungs-These, dass ihre Richtigkeit unterstellt, der Börsenhandel schon jetzt zusammenbrechen müsste, weil sich Aktiengesellschaften schließlich in ihrem wirtschaftlichen Wert unterscheiden.⁴⁵¹ Eine Standardisierung sei nicht erforderlich, schließlich würden an deutschen Börsen auch Chemie- und Elektro-, Handels- und Industriewerte sowie Bank- und Versicherungsaktien nebeneinander gehandelt und miteinander verglichen.⁴⁵²

Zuzugestehen ist dieser Auffassung, dass sich Aktiengesellschaften selbstverständlich hinsichtlich ihres wirtschaftlichen Potentials unterscheiden. Dieser Unterschied spiegelt sich dann bestenfalls auch in unterschiedlichen Börsenkursen wieder. Die Kritiker übersehen aber, dass eine darüber hinausgehende Vielfalt auch bei der rechtlichen Gestaltung der

⁴⁴⁸ Hüffer, AktG, § 23 Rn. 46; Bungeroth, MüKo-AktG, § 54 Rn. 41-42; Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 273.

⁴⁴⁹ Lutter, Kölner Komm. AktG, § 54 Rn. 29.

⁴⁵⁰ Vgl. Hirte, ZGR Sonderheft 13 (1998), S: 61 (79); Mertens, ZGR 1994, S. 426 (428); Eidenmüller, JZ 2001, S: 1041 (1046).

⁴⁵¹ Eidenmüller, JZ 2001, S. 1041 (1046).

⁴⁵² Hirte, ZGR Sonderheft 13 (1998), S. 61 (79).

Aktiengesellschaften die Anzahl der bei der Anlageentscheidung zu berücksichtigenden Parameter enorm erhöhen würde.⁴⁵³ Eine Anlageentscheidung ohne rechtliche Beratung wäre dann wohl eher, wie beim Kauf anderer Gesellschaftsanteile, die Ausnahme. Dies würde sicherlich, wegen der damit verbundenen Transaktionskosten, die Verkehrsfähigkeit der Aktie einschränken. Eine andere Auffassung lässt sich nur vertreten, wenn sichergestellt wäre, dass die rechtliche Ausgestaltung der Aktiengesellschaft ebenso wie wirtschaftliche Parameter im Börsenkurs abgebildet wird, so dass auf diesem Weg eine gewisse Standardisierung der Satzungen erreicht würde.⁴⁵⁴ Dann wird aber nicht grundsätzlich der Standardisierung der Nutzen abgesprochen, sondern es wird nur die Behauptung aufgestellt, dass weniger einschneidende Mittel als die Satzungsstrenge zur Verfügung stehen, um einen vergleichbaren Effekt zu erzielen.⁴⁵⁵ Ob diese Behauptung zutreffend ist, wird später noch zu untersuchen sein.

In gewisser Weise ergänzend zu dem gerade diskutierten Einwand wird von den Kritikern des Standardisierungseffekts vorgetragen, dass eine Standardisierung schon deswegen nicht notwendig sein könne, weil an deutschen Börsen auch Aktien ausländischer Gesellschaften gehandelt werden.⁴⁵⁶ Diese Argumentation übersieht aber zwei wesentliche Aspekte. Zum einen sind ausländische Aktien in der Minderheit, zum anderen zeigt gerade die allgemeine Begründung zum AktG 1965⁴⁵⁷, dass es die Kapitalsammelfunktion der AG im Interesse der Stärkung der nationalen Wirtschaftsordnung zu stärken gilt. Wird der Anleger durch ausländische Aktiengesellschaften „enttäuscht“, dürfte dies keinen Einfluss auf den Handel nationaler Titel haben. Insoweit sind verschiedene „Märkte“ betroffen.

In die schon bekannte Richtung zielt die Argumentation der Kritiker, wenn die Notwendigkeit einer Standardisierung für den Kapitalmarkt unter Hinweis auf die Entwicklung des Kapitalmarktes in den USA, ohne dass dem US-amerikanischen Gesellschaftsrecht eine dem § 23 V AktG vergleichbare Vorschrift bekannt wäre, bestritten wird.⁴⁵⁸ Doch dieser Hinweis verfängt nicht. In den USA wird Anlegerschutz wohl wegen der Gesetzgebungskompetenz der einzelnen Bundesstaaten für das Gesellschaftsrecht nicht über dieses, sondern über das

⁴⁵³ so schon Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 167.

⁴⁵⁴ Davon geht wohl Hirte, ZGR Sonderheft 13 (1998); S. 61 (80) aus und lehnt u.a. vor diesem Hintergrund das Standardisierungsargument ab.

⁴⁵⁵ Dazu später unten 1. Teil H..

⁴⁵⁶ Hirte, ZGR Sonderheft 13 (1998), S. 61 (79).

⁴⁵⁷ Vgl. oben 1. Teil D. II. 2..

⁴⁵⁸ Mertens, ZGR 1994, S. 426 (428).

Kapitalmarktrecht gewährt. Insbesondere die strengen Regelungen der SEC und der New York Stock Exchange sind hier im Hinterkopf zu behalten.⁴⁵⁹

Abgesehen davon hat Hirte noch einen grundsätzlicheren Einwand gegen das Standardisierungsargument erhoben, indem er dem Aktiengesetz hinsichtlich des Standardisierungseffekts ein widersprüchliches Verhalten vorgeworfen hat.⁴⁶⁰ Denn die begrenzte Zulassung von Mehrstimmrechtsaktien, die Möglichkeit der Einführung von Höchststimmrechten, vor allem aber die Vinkulierung mache aus der vermeintlich homogenen Masse der Aktien eher einen Brei.⁴⁶¹ Vor dem Hintergrund, dass der Gesetzgeber solche Gestaltungsmöglichkeiten, die sich unmittelbar auf den Wert und die Handelbarkeit der Aktien auswirkten, hinnehme, sei es jedenfalls unter Kapitalmarktgesichtspunkten nicht vertretbar, etwa auch die Organisation der Gesellschaft einer Standardisierung zu unterziehen.⁴⁶²

Dieser Einwand mag aus verschiedenen Gründen nicht zu überzeugen. Anzumerken ist zuerst, dass sich die Problematik der Mehrstimmrechtsaktien durch Änderung des § 12 II AktG im Rahmen des Erlasses des KonTraG erledigt hat. Ähnliches gilt für die Höchststimmrechte. Diese sind nach Änderung des § 134 I 2 AktG durch Art. 1 Nr. 20 KonTraG nur noch für nicht börsennotierte Gesellschaften zulässig, so dass hier der Bezug zur kapitalmarktrechtlichen Argumentation fehlt. Damit beschränkt sich der Einwand der Widersprüchlichkeit auf die Möglichkeit der Vinkulierung von Namensaktien nach § 68 II AktG. Zuzugestehen ist zuerst, dass die Möglichkeit, die Aktien jederzeit zu veräußern, ein wichtiger Aspekt im Rahmen des Anlegerschutzes ist („Exit-Option“). Auch wenn der über Mitwirkungs-, Kontrollrechte und Haftungsregelungen gewährte Anlegerschutz meines Erachtens höher zu bewerten ist, folgt daraus, dass die Möglichkeit, die Aktie jederzeit frei und ungebunden zu veräußern, sicherlich zu den Rechten gehört, auf die sich der Anleger im Rahmen seiner Anlageentscheidung verlassen können sollte. Dass dies wegen § 68 II AktG nicht von vornherein der Fall ist, steht in gewissem Widerspruch zu dem Standardisierungsargument, vermag dieses aber letztlich nicht zu entkräften.

Standardisierung ist nur dort erforderlich, wo es gilt Informationsasymmetrien abzubauen. Ob hinsichtlich der Vinkulierung tatsächlich eine solche Informationsasymmetrie vorliegt, erscheint mehr als fraglich. Ungewiss ist schon, ob der Anleger über den Kapitalmarkt, dessen Schutz hier ja letztlich in Frage steht, mit vinkulierten Namensaktien in Kontakt kommt. Die

⁴⁵⁹ so schon Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S: 49-50.

⁴⁶⁰ Hirte, ZGR Sonderheft 13 (1998), S. 61 (81).

⁴⁶¹ Hirte, ZGR Sonderheft 13 (1998), S. 61 (81).

⁴⁶² Hirte, ZGR Sonderheft 13 (1998), S. 61 (81).

Vinkulierung hat immer den Zweck, die Zusammensetzung des Aktionärskreises zu kontrollieren. Dieser Zweck steht in einem prinzipiellen Widerspruch zur Inanspruchnahme des Kapitalmarktes. Darüber hinaus setzt eine Übertragung von vinkulierten Aktien die Zustimmung der Gesellschaft in Form einer empfangsbedürftigen Willenserklärung voraus.⁴⁶³ Zwar kann diese sowohl dem Veräußerer als auch dem Erwerber gegenüber erklärt werden.⁴⁶⁴ Dieses Erfordernis macht es aber wiederum unwahrscheinlicher, dass dem Anleger die Vinkulierung verborgen bleibt. Hervorzuheben in diesem Kontext ist insbesondere, dass es das Ziel der Standardisierung ist, den Anleger vor unangenehmen Überraschungen zu bewahren. Dazu gehört es auch zu verhindern, dass sich nachträglich (ex post) seine Situation im Hinblick auf die erworbene Mitgliedschaft verschlechtert. Dieser Umstand kann aber gerade in Bezug auf die Vinkulierung nicht eintreten, da eine nachträgliche Vinkulierung nur mit Zustimmung der betroffenen Aktionäre möglich ist (§ 180 II AktG). Diese Feststellung zeigt schließlich, dass die Ansicht Hirtes unzutreffend ist. Ein wichtiger Aspekt der Standardisierung ist darin zu sehen, dass der Anleger nicht nur in gewisser Weise einen fairen Preis für die Aktie bezahlt, weil alle Aktien beispielsweise das gleiche Stimmrecht verkörpern, sondern dass er die Satzung im Rahmen seiner Anlageentscheidung auch deswegen ausblenden kann, weil seine Position nach der Investition und damit als Aktionär eine „gesicherte“ ist. Vor diesem Hintergrund ist der „Erst-Recht-Schluss“ von der Möglichkeit Aktien differenziert auszugestalten auf die Möglichkeit, die innere Organisation frei auszugestalten, unzutreffend. Denn die innere Organisation einer Gesellschaft kann nach der Investition vor allem unter dem Stichwort Prinzipal-Agenten-Beziehung erheblichen Einfluss auf den Anlegerschutz haben, und sie ist für den Anleger wesentlich schwieriger einzuschätzen als beispielsweise die Vinkulierung.

Vorerst kann als Ergebnis festgehalten werden, dass die in § 23 V AktG niedergelegte Satzungsstrenge in Zusammenspiel mit den anderen aktienrechtlichen Regelungen einen Standardisierungseffekt erzeugt und somit unmittelbaren ex ante Anlegerschutz generiert.

5. Ex post Anlegerschutz durch § 23 V AktG

Die Aufgabe des ex post Anlegerschutzes ist, wie bereits oben erwähnt, in der Absicherung oder „Immunisierung“ der durch den ex ante Anlegerschutz ermöglichten rationalen Investitionsentscheidung gegen sämtliche im Zeitpunkt der Entscheidung nicht kalkulierbare Risiken zu sehen.⁴⁶⁵ Um den Nutzen des Prinzips der Satzungsstrenge richtig bewerten zu

⁴⁶³ Bayer, MüKo-AktG, § 68 Rn. 84.

⁴⁶⁴ Bayer, MüKo-AktG, § 68 Rn. 84.

⁴⁶⁵ Vgl. oben I. Teil E. I. 2. 2).

können, muss man sich vergegenwärtigen, welche konkreten Risiken durch ex post Anlegerschutz vermieden werden sollen. Grundsätzlich sind zwei Szenarien denkbar, unter denen es zur Realisation des Ertrags- oder Substanzerhaltungsrisikos kommen kann. Zum einen kann eine schlechte wirtschaftliche Entwicklung der Gesellschaftsgeschäfte zu einem Substanzverlust oder einem geringeren Ertrag führen. Dieses Risiko kann jedoch niemand dem Anleger abnehmen, und dies ist auch gar nicht die Intention des Anlegerschutzes. Aktien sind Risikopapiere, und die hierin liegenden Unwägbarkeiten müssen beim Anleger verbleiben.⁴⁶⁶ Oder drastischer formuliert, das heilige Recht, aus sich einen Dummkopf zu machen, darf dem Anleger nicht genommen werden.⁴⁶⁷ Ex ante werden dem Anleger die Daten bereitgestellt, anhand derer die zukünftige Entwicklung prognostiziert werden kann. Trifft der Anleger auf Grund korrekter und umfassender Information eine Entscheidung und realisiert sich im Anschluss ein dieser Entscheidung immanentes Risiko, hat sich für ihn kein Risiko verwirklicht, vor dem er zu schützen wäre. Wollte man das Anlegerpublikum vor sämtlichen Risiken schützen, hätte dies zur Folge, dass besonders riskante Investitionen zum Schaden der Volkswirtschaft unterblieben.⁴⁶⁸ Die Konsequenz dieser Beobachtung lautet, dass Anlegerschutz dort endet, wo das inhärente Kapitalmarktrisiko beginnt.⁴⁶⁹

Im Gegensatz zu dem gerade vorgestellten Szenario geht es beim ex post Anlegerschutz darum, die Investitionsentscheidung gegen nicht eingeplante oder gar nicht vorhersehbare innergesellschaftliche Veränderungen zu stabilisieren, um eine Immunisierung des ursprünglich zugrundegelegten Nutzenkalküls gegen spätere im Zeitpunkt der Anlageentscheidung noch unkalkulierbare Veränderungen aus innergesellschaftlichen Entwicklungen zu erreichen.⁴⁷⁰ Zu denken ist dabei vor allem an opportunistisches Verhalten seitens der Verwaltung oder die Übervorteilung des Anlegers durch einen vorhandenen oder später hinzukommenden Mehrheitsaktionär. Charakteristisch für diese ex post auftretenden Substanzerhaltungs- und Ertragsrisiken, vor denen der Anleger zu schützen ist, ist, dass sie im Zeitpunkt der Anlageentscheidung nicht kalkulierbar und damit dem ex ante Anlegerschutz durch Information nicht zugänglich sind.

Vor diesem Hintergrund ist im Folgenden zu klären, ob und gegebenenfalls wie die in § 23 V AktG verankerte Satzungsstrenge diesen Risiken vorbeugt. Wie oben für den Komplex des ex

⁴⁶⁶ Fleischer, Gutachten F zum 64. Deutschen Juristentag, F. 29.

⁴⁶⁷ Caspari, Anleger- und Funktionenschutz durch Kapitalmarktrecht, S. 9 im Anschluss an Loss, ZHR 129 (1967), 197 (208).

⁴⁶⁸ Vgl. Engels, Anlegerschutz und Vertrauensbildung an Finanzmärkten, S. 11 (30).

⁴⁶⁹ Fleischer, Gutachten F zum 64. Deutschen Juristentag, F. 29; Caspari, Anleger- und Funktionenschutz durch Kapitalmarktrecht, S. 9.

⁴⁷⁰ Vgl. Mülbart, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 121.

ante Anlegerschutz bereits dargelegt, bietet sich auch hier wieder die Unterteilung in einen mittelbar und unmittelbar durch § 23 V AktG vermittelten Anlegerschutz an.

1) *Mittelbare Wirkungsweise*

Es stellt sich folglich die Frage, welche durch die Satzungsstrenge als zwingend ausgestaltete Vorschriften schützen den Anleger vor den im Zeitpunkt der Anlage nicht kalkulierbaren Risiken?

Bei der Auswahl der hier in Frage kommenden Vorschriften ist zu berücksichtigen aus welchen Umständen sich diese im Zeitpunkt der Anlageentscheidung nicht kalkulierbaren Risiken ergeben. Das ist einmal die in der Rechtsform der Aktiengesellschaft angelegte Trennung zwischen Eigentum an und Leitung der Gesellschaft.⁴⁷¹ Der Vorstand leitet nach § 76 I AktG die Gesellschaft unter eigener Verantwortung. Durch diese Regelung werden die anderen Gesellschaftsorgane (Aufsichtsrat und Hauptversammlung) von der Geschäftsführung ausgeschlossen.⁴⁷² Ein Weisungsrecht ähnlich dem der Gesellschafterversammlung der GmbH gegenüber dem GmbH-Geschäftsführer steht der Hauptversammlung gegenüber dem Vorstand gerade nicht zu. Auch die Besetzung des Vorstands ist durch die Aktionäre nur mittelbar über die Wahl des Aufsichtsrates, der nach § 84 I AktG den Vorstand bestimmt, beeinflussbar. Der Aufsichtsrat ist ebenfalls an Weisungen der Hauptversammlung nicht gebunden. Auch die Überwachung der Geschäftsführung steht nicht der Hauptversammlung und damit auch nicht den Aktionären, sondern nach § 111 I AktG dem Aufsichtsrat zu. Aufgrund dieser zwingenden Kompetenzzuweisungen ist der Aktionär der Verwaltung der Gesellschaft in gewisser Weise ausgeliefert und muss den Leitungsorganen vertrauen. Selbst wenn der Hauptversammlung die Entscheidungskompetenz zufällt, sieht sich der Aktionär mit der Gefahr einer ihn „benachteiligenden“ Entscheidung konfrontiert.

Vor der Realisation, des aufgrund der oben beschriebenen Struktur der Aktiengesellschaft hervorgerufenen Ertrags- und Substanzerhaltungsrisikos, soll der Anleger ex post (also als Aktionär) im Aktienrecht durch Gründungsvorschriften, Mitwirkungs- und Kontrollrechte sowie Haftungsregelungen geschützt werden.

⁴⁷¹ obwohl diese Umschreibung, welche auf Berle/Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932) zurückgeht, vielfach auf die in der Publikums-AG festgestellte rationale Apathie der Kleinaktionäre bezogen wird, findet sie sich auch schon in der Kompetenzordnung des AktG angelegt.

⁴⁷² Hüffer, AktG, § 76 Rn. 1.

a) Gründungsvorschriften

Dem Schutz vor Schwindelgründungen dienen vornehmlich die detaillierten Gründungsvorschriften des Aktienrechts, die jedenfalls eine kapitalmäßige Grundausrüstung durch die Gesellschaftsgründer bezwecken.⁴⁷³ Die eingehende Regelung in den §§ 23-53 AktG sollen die Gläubiger und das anlagesuchende Publikum schützen: Betrügerische Machenschaften und leichtfertige Gründungen sollen durch ein kompliziertes System von Kontrollen und Sanktionen verhindert werden.⁴⁷⁴ Der Sicherstellung der Seriosität der Gründung, um so genannte Schwindelgründungen insbesondere im Interesse späterer Kapitalanleger frühzeitig aufzudecken bzw. ihnen vorzubeugen, dienen vor allem die Verpflichtung zur Aufstellung eines Gründungsberichtes nach § 32 AktG sowie die sich anschließende Gründungsprüfung (§ 33 AktG).⁴⁷⁵ Abgerundet werden diese Regeln zur Gründung der Aktiengesellschaft durch eine Regelung zur Haftung der Gründer und Gründungsprüfer nach § 46 AktG. Die Vorschrift soll im Interesse der Gesellschaftsgläubiger und späterer Aktionäre einerseits präventive Wirkung entfalten, und so die Aufbringung und Erhaltung des in der Satzung bestimmten Kapitals sicherstellen, andererseits bei Verstößen hiergegen einen haftungsmäßigen Ausgleich schaffen.⁴⁷⁶ Ferner sind Verstöße gegen die Gründungsvorschriften unter den Voraussetzungen des § 399 AktG strafbewehrt.

b) Mitwirkungs- und Kontrollrechte

Der Gedanke, den Anleger durch Einräumung von Mitwirkungs- und Kontrollrechten mit der Wahrung seiner Interessen in der Gesellschaft zu betrauen, folgt aus einem das Privatrecht prägendem Prinzip, nach dem der Rechtsinhaber selbst seine Rechtsposition erhalten und durchsetzen soll.⁴⁷⁷ Diesem Prinzip entsprach es mit dem Wegfall des Konzessionszwangs,⁴⁷⁸ die Generalversammlung der mit gleichen Rechten ausgestatteten Aktionäre als bedeutendsten Faktor der Aktiengesellschaft an die Stelle des bis dahin bevormundenden Staates treten zu lassen.⁴⁷⁹ Im geltenden Aktienrecht obliegt die Führung der Geschäfte eigenverantwortlich dem Vorstand. Über Fragen der Geschäftsführung kann die Hauptversammlung nur auf

⁴⁷³ Kiel, Internationales Kapitalanlegerschutzrecht, S. 65; Schwark, ZGR 1976, 271 (278-279).

⁴⁷⁴ Kübler/Assmann, Gesellschaftsrecht, S. 187.

⁴⁷⁵ Pentz, MüKo-AktG, § 33 Rn. 4; Hüffer, AktG, § 33 Rn. 1.

⁴⁷⁶ Pentz, MüKo-AktG, § 46 Rn. 5.

⁴⁷⁷ Schwark, ZGR 1976, S. 271 (285).

⁴⁷⁸ Novelle vom 11.6.1870, BGBl. des Norddeutschen Bundes, Nr. 21, 375 ff.

⁴⁷⁹ Schwark, ZGR 1976, S. 271 (285).

Verlangen des Vorstandes entscheiden (§ 119 II AktG). Gleichwohl sind der Hauptversammlung bestimmte Mitwirkungs- und Kontrollrechte verblieben.⁴⁸⁰

aa) Ausdrücklich normierte Rechte

Als Mitwirkungsrechte sind für den Aktionär besonders relevant die an eine qualifizierte Mehrheit geknüpften Entscheidungen. Hier kommen in Betracht die Beschlussfassung über die Eigenkapitalausstattung der Gesellschaft (§§ 182 ff, 192 ff, 202ff AktG). In diesem Zusammenhang von besonderer Bedeutung ist die Entscheidung über den Bezugsrechtsausschluss nach § 186 III AktG, weil nur über das Bezugsrecht gewährleistet ist, dass der einzelne Aktionär im Rahmen der Kapitalerhöhung seine mitgliedschaftliche Stellung einschließlich seiner vermögensmäßigen Bezüge pro rata halten kann.⁴⁸¹

Auch über die Ausgabe von Wandelschuld- Gewinnschuldverschreibungen und Genussrechte hat die Hauptversammlung mit qualifizierter Mehrheit zu entscheiden (§ 221 AktG). Ferner wird den Aktionären ein Bezugsrecht eingeräumt (§ 221 IV AktG). Auch hier sollen die Aktionäre vor Eingriffen in die mitgliedschaftliche und vermögensmäßige Struktur der Gesellschaft geschützt werden, die durch den Inhalt solcher Geschäfte bedingt sind.⁴⁸² Denn die Ausgabe von Wandelschuldverschreibungen impliziert einen künftigen Eingriff in die Beteiligungsstruktur der Gesellschaft; Gewinnschuldverschreibungen bzw. Genussrechte beeinflussen durch ihre den Aktionärsrechten angenäherte Ausgestaltung die Gewinnstruktur der Gesellschaft.⁴⁸³

Unter dem Aspekt der Ertragserzielung und damit korrelierend dem Ertragsrisiko kommt § 58 AktG eine besondere Bedeutung zu. Diese Vorschrift regelt die Beteiligung der Aktionäre an der Entscheidung über die Verwendung des Jahresüberschusses. Hervorzuheben ist insoweit insbesondere § 58 IV AktG, der den Anspruch der Aktionäre auf den Bilanzgewinn als mitgliedschaftlichen Gewinnanspruch normiert.

Mittelbare Einflussnahmemöglichkeiten auf die Geschäftsführung sind in der Wahl der Aufsichtsratsmitglieder (§ 119 I Nr. 1 AktG) sowie der Entlastung der Verwaltung (§ 120 AktG) zu sehen.⁴⁸⁴ Hinsichtlich der Wahl des Aufsichtsrats durch die Hauptversammlung ist aber unabhängig von der Frage der Mitbestimmung festzustellen, dass die hierdurch gewährte Einflussnahmemöglichkeit auf die Geschäftsführung durch eine doppelte Mittelbarkeit

⁴⁸⁰ Vgl. zur gesetzlichen Zuständigkeit der Hauptversammlung Übersicht bei Semler, Münchener Hdb. Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 34 Rn. 9-13.

⁴⁸¹ zum Regelungszweck des Bezugsrechts Hüffer, AktG, § 186 Rn. 2.

⁴⁸² Habersack, MüKo-AktG, § 221 Rn. 2-3; Lutter, Kölner Komm. AktG, § 221 Rn. 37.

⁴⁸³ Hüffer, AktG, § 221 Rn. 1; Habersack, MüKo-AktG, § 221 Rn. 2-3; Lutter, Kölner Komm. AktG, § 221 Rn. 37.

⁴⁸⁴ Kiel, Internationales Kapitalanlegerschutzrecht, S. 65; Schwark, ZGR 1976, S. 286.

gekennzeichnet ist. Denn der Aufsichtsrat besitzt nur die Kompetenz, den Vorstand nach § 84 I AktG zu bestimmen, ein Weisungsrecht oder eine eigene Geschäftsführungskompetenz kommt dem Aufsichtsrat gerade nicht zu.⁴⁸⁵ Zuständig ist er nach § 111 I AktG nur für die Überwachung der Geschäftsführung. Darüber hinaus kann die Hauptversammlung die Vorstandsbestellung durch den Aufsichtsrat auch nicht direkt beeinflussen. Denn auch der Aufsichtsrat ist gegenüber der Hauptversammlung unabhängig und nicht an Weisungen gebunden.⁴⁸⁶ Für die Hauptversammlung besteht nur aufgrund der nach § 103 AktG jederzeit gegebene Möglichkeit der Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern die Möglichkeit den Aufsichtsrat durch Aufbau eines entsprechenden Drohpotentials zu beeinflussen.⁴⁸⁷ Insoweit ist faktisch gewährleistet, dass die gewählten oder entsandten Aufsichtsratsmitglieder nicht gegen einen erklärten Willen der Hauptversammlung, des Mehrheitsaktionärs oder des entsendungsberechtigten Aktionärs handeln werden.⁴⁸⁸

Ein Kontrollrecht gewährt das Aktiengesetz dem Aktionär, in dem es die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen nach §§ 243ff AktG ermöglicht. Das Anfechtungsrecht dient dazu, die im Hauptversammlungsbeschluss getroffene Regelung an Gesetz und Satzung zu messen.⁴⁸⁹ Auch das aktienrechtliche Fragerecht nach § 131 AktG darf im Rahmen der Darstellung der Kontrollrechte nicht unerwähnt bleiben. Das Gleiche gilt für das Recht, eine Sonderprüfung durchzusetzen (§§ 142 ff AktG).

bb) Ungeschriebene Rechte („Holzmüller“)

Zu erwähnen sind im Rahmen der Aufzählung der Mitwirkungsrechte der Aktionäre auch die ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeiten. In seiner so genannten „Holzmüller-Entscheidung“⁴⁹⁰ hatte der BGH entschieden, dass es grundlegende Entscheidungen gebe, die durch die Außenvertretungsmacht des Vorstands, seine Geschäftsführungsbefugnis und den Wortlaut der Satzung formal noch gedeckt sein, gleichwohl aber so tief in die Mitgliedsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpert Vermögeninteresse eingriffen, dass der Vorstand vernünftigerweise nicht annehmen könne, er dürfe sie in ausschließlich eigener Verantwortung treffen, ohne die Hauptversammlung zu beteiligen.⁴⁹¹ Wie die Bezeichnung dieser Zuständigkeiten schon verdeutlicht, handelt es sich hierbei zumindest

⁴⁸⁵ Hüffer, AktG, § 76 Rn. 2.

⁴⁸⁶ BGHZ 36, 296 (306); Geßler, Geßler/Hefermehl AktG, § 96 Rn. 56; Baumann/Reiß, ZGR 1989, S. 157 (188).

⁴⁸⁷ Hoffmann-Becking, Münchener Hdb. Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 29 Rn. 15; Sickinger, Münchener Anwaltshdb. AG, § 11 Rn. 27.

⁴⁸⁸ Hoffmann-Becking, Münchener Hdb. Gesellschaftsrecht Bd. 4, § 29 Rn. 15.

⁴⁸⁹ Hüffer, MüKo-AktG, § 243 Rn. 8.

⁴⁹⁰ BGHZ 83, 122ff = NJW 1982, 1703ff.

⁴⁹¹ BGHZ 83, 122 (131f.).

nicht um ausdrücklich normierte Kompetenzen der Hauptversammlung. Fraglich ist folglich inwieweit man überhaupt davon ausgehen kann, dass diese Mitwirkungsrechte mit der Begründung dass § 23 V AktG den überwiegenden Teil der aktienrechtlichen Vorschriften für zwingend erklärt auf diese Vorschrift zurückzuführen sind. In der so genannten „Holzmüller Entscheidung“⁴⁹² hatte der BGH diese Kompetenzen aber noch mit einer Ermessenschrumpfung auf Null im Rahmen des § 119 II AktG legitimiert. Danach schlage das in § 119 II AktG angelegte Ermessen des Vorstands, hinsichtlich bestimmter Geschäftsführungsentscheidungen einen Beschluss der Hauptversammlung herbeizuführen, in eine Vorlagepflicht um.⁴⁹² Da § 119 II AktG einen zwingenden Charakter aufweist, konnten also „auch“ die ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeiten auf die Existenz des § 23 V AktG zurückgeführt werden. In der so genannten „Gelatine-Entscheidung“⁴⁹³ hat der BGH allerdings die Konturen der Holzmüller-Doktrin geschärft.⁴⁹⁴ Der BGH stützt nunmehr ein ungeschriebenes Mitwirkungsrecht der Aktionäre bei Geschäftsführungsmaßnahmen weder auf eine Ermessenreduktion im Rahmen des § 119 II AktG, noch, wie das im Schrifttum vertreten worden war, auf eine Einzel- oder Gesamtanalogie zu den aktien- oder umwandlungsrechtlichen Vorschriften über Strukturmaßnahmen,⁴⁹⁵ sondern sieht die besondere Zuständigkeit der Hauptversammlung als Ergebnis einer offenen Rechtsfortbildung an.⁴⁹⁶ Damit kann der Nutzen einer solchen Hauptversammlungszuständigkeit für den Aktionär aber nicht mehr auf eine einzelne oder mehrere aktienrechtliche Vorschriften zurückgeführt werden, die § 23 V AktG zwingend ausgestaltet, so dass im Hinblick auf die Diskussion um einen mittelbar auf die Satzungsstrenge zurückzuführenden ex post Anlegerschutz der Aspekt ungeschriebener Hauptversammlungszuständigkeiten keine Berücksichtigung finden kann.

c) Haftungsregelungen

Verstöße gegen die Sorgfalts- und Treuepflichten der Gesellschaftsorgane werden in einer Reihe von Bestimmungen des Aktienrechts mit Schadensersatzverpflichtungen geahndet.⁴⁹⁷ Insbesondere ist insoweit auf die Haftungsvorschriften für Vorstand und Aufsichtsrat in den §§ 93, 116 AktG hinzuweisen, die jeweils eine Haftung gegenüber der Gesellschaft begründen. Wie bei allen Haftungstatbeständen ist der Zweck dieser Normen im

⁴⁹² BGHZ 83, 122 (131f.); BGH in NJW 2004, 1860 (1863); Hüffer, AktG, § 119 Rn. 16; Kubis, MüKo-AktG, § 119 Rn. 32.

⁴⁹³ BGHZ 159, 30ff = NJW 2004, 1860ff.

⁴⁹⁴ Fleischer, NJW 2004, 2335 (2337).

⁴⁹⁵ Fleischer, NJW 2004, 2335 (2337); Kubis, MüKo-AktG, § 119 Rn. 41.

⁴⁹⁶ BGH, NJW 2004, 1860 (1863); Hüffer, AktG, § 119 Rn. 18; Fleischer, NJW 2004, 2335 (2337).

⁴⁹⁷ Kiel, Internationales Kapitalanlegerschutzrecht, S. 66.

Schadensausgleich und der Schadensprävention zu sehen, wobei der Schadensausgleich dem Schutz des Gesellschaftsvermögens dient.⁴⁹⁸

d) Desinvestitionsmöglichkeit („Exit-Option“)

Als letzte mögliche Reaktion, für den Fall, dass der Aktionär mit der Geschäftsführung unzufrieden ist und faktisch keinen Einfluss auf diese nehmen kann, bleibt ihm die Entscheidung zur Desinvestition. Zumindest die freie Übertragbarkeit von Inhaberaktien lässt sich nicht beschränken, so dass hier theoretisch jederzeit die „Exit-option“ besteht. Zwar regelt § 180 II AktG, dass auch die Übertragbarkeit von Namensaktien nicht gegen den Willen der betroffenen Aktionäre eingeschränkt werden kann, dies betrifft jedoch nur eine entsprechende Satzungsänderung. Wurden vinkulierte Namensaktien erworben, ist die Übertragbarkeit von der Zustimmung der Gesellschaft abhängig (§ 68 II AktG). Sieht die Satzung keine Einschränkung der Vinkulierung vor, bedeutet dies, dass das nach der Satzung zuständige Organ nach pflichtgemäßem, die Gesellschaftsinteressen und die Interessen des übertragungswilligen Aktionärs abwägendem, durch das Gleichbehandlungsgebot (§ 53a AktG) gebundenem Ermessen über die Erteilung der Zustimmung entscheidet.⁴⁹⁹ Die „Exit-Option“ ist also aus rechtlicher Sicht zumindest für Namensaktien nicht ohne weiteres jederzeit gegeben.

Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass der Aktionär seine Desinvestitionsentscheidung, selbst wenn die Aktien frei übertragbar sind, faktisch nur realisieren kann, wenn ein funktionierender, von sachfremden Einflüssen freier Markt existiert.⁵⁰⁰

2) *Kritische Würdigung der mittelbaren Wirkungsweise*

Mit der Aufzählung der zwingenden aktienrechtlichen Vorschriften, welche dem ex post Anlegerschutz dienen, ist aber noch nicht festgestellt, dass diese auch wirksamen Anlegerschutz gewähren, oder, dass ein eventuell erzeugter Schutz maßgeblich auf die Existenz des § 23 V AktG zurückzuführen ist. Diese beiden Aspekte gilt es nun weiter zu untersuchen.

a) Gründungsvorschriften

Die Gründungsvorschriften erfassen sowohl die „einfache“ (Unternehmen wird mit den durch die Gründung aufgebrauchten Barmitteln gekauft oder errichtet) als auch die „qualifizierte“

⁴⁹⁸ Hüffer, AktG, § 93 Rn. 1.

⁴⁹⁹ Hüffer, AktG, § 68 Rn. 15.

⁵⁰⁰ Kiel, Internationales Kapitalanlegerschutzrecht, S. 67.

(bestehendes Unternehmen wird als Sacheinlage in die AG eingebracht) Gründung. Um zu verhindern, dass Gründungsvorschriften durch den Formwechsel etwa aus einer Rechtsform mit unbeschränkter Haftung der Gesellschafter und geringen Gründungsanforderungen (z.B. die OHG) in die Rechtsform der AG mit strikt beschränkter Haftung der Gesellschafter und entsprechend strengen Gründungsanforderungen unterlaufen werden, werden die aktienrechtlichen Gründungsvorschriften über den Verweis in § 197 UmwG für anwendbar erklärt.⁵⁰¹ Im Ergebnis wird man wohl feststellen können, dass die ausdifferenzierte Regelung der Gründung von Aktiengesellschaften erfolgreich dazu beigetragen hat, dass diese Rechtsform nicht mehr für unredliche Manipulationen missbraucht wird, wobei allerdings einschränkend zu berücksichtigen ist, dass es auch kaum noch zu Neugründungen kommt und wirtschaftskriminelle Elemente sich den von der Gesetzgebung vernachlässigten Gesellschaftsformen und Mischtypen, insbesondere der GmbH & Co. KG bedienen.⁵⁰²

b) Mitwirkungs- und Kontrollrechte

Fraglich ist wie der Stellenwert der oben nur cursorisch beschriebenen Mitwirkungs- und Kontrollrechte im Rahmen des ex post Anlegerschutzes zu bewerten ist. Abgesehen von dem aktienrechtlichen Fragerecht des § 131 AktG handelt es sich bei allen dort aufgezählten Vorschriften um solche, die für bestimmte Sachverhalte eine Entscheidungskompetenz der Hauptversammlung begründen. Obwohl die Kompetenzordnung des Aktiengesetzes die Hauptversammlung von der Führung der laufenden Geschäfte fast völlig ausschließt, wird durch die verschiedenen bei der Hauptversammlung verbleibenden Kompetenzen sichergestellt, dass die Geschicke der Aktiengesellschaft zumindest langfristig und mittelbar von den Aktionären gesteuert werden können.⁵⁰³

Allerdings stellt sich die Frage, ob diese in der Theorie bestehenden Mitwirkungs- oder Kontrollrechte tatsächlich einen wirksamen Schutz von Anlegerinteressen bedingen. Angesprochen ist damit die Frage, ob die Aktionäre insbesondere die kleinen und mittleren ihre Rechte rein tatsächlich wirksam ausüben können bzw. wollen.⁵⁰⁴ Das Problem besteht folglich nicht in der aktienrechtlich vorgegebenen Kompetenzverteilung, sondern in der Möglichkeit zur Ausübung der Kompetenzen.⁵⁰⁵ Ausdruck findet diese Frage insbesondere im

⁵⁰¹ Meister/Klöcker, Kalmeyer UmwG, § 197 Rn. 5.

⁵⁰² Vgl. Kübler/Assmann, Gesellschaftsrecht, S. 187, so schon für den Zeitraum vor 1976 Schwark, ZGR 1976, 271 (279).

⁵⁰³ so schon Kübler/Assmann, Gesellschaftsrecht, S. 219.

⁵⁰⁴ Vgl. Einschätzung von Noack, Festschrift für Lutter, S. 1463 (1463)

⁵⁰⁵ Vgl. Kübler/Assmann, Gesellschaftsrecht, S. 219.

Bereich der Publikums-Aktiengesellschaften in einer geringen Aktionärspräsenz⁵⁰⁶ in der Hauptversammlung. Eine solche birgt das Risiko von Zufallsmehrheiten und damit von Beschlüssen, die vom mehrheitlichen Willen der Gesamtheit der Aktionäre nicht gedeckt sind.⁵⁰⁷

aa) Collectiv- Action Problematik (CAP)

Zurückgeführt wird dieses Phänomen auf ein geringes Interesse oder fehlenden Sachverstand insbesondere des Kleinaktionärs im Hinblick auf die in der Hauptversammlung zu treffenden Entscheidungen. Damit der Aktionär eine seinen Schutzinteressen dienende Entscheidung in der Hauptversammlung treffen kann, muss er beurteilen können, ob ihm eine Zustimmung oder Ablehnung des Beschlussvorschlags Nachteile oder Vorteile bringt. Nur wenn diese Fähigkeit gegeben ist, wird sich der Aktionär an der Willensbildung in der Versammlung beteiligen. Die Wirksamkeit des Stimmrechts als Entscheidungsmechanismus wird insbesondere durch das Problem der kollektiven Aktion (collective action)⁵⁰⁸ beschränkt, dass immer dann entsteht, wenn eine Aktiengesellschaft mehr als einen Aktionär hat.⁵⁰⁹ Das Problem der kollektiven Wahl hat seine Ursache wiederum in Informations- und Transaktionskosten.⁵¹⁰ So bedarf es insbesondere bei komplexeren Aktionärsbeschlüssen eines spezifischen Fachwissens und der Übernahme nicht trivialer Informationskosten, um die Tragweite der zur Disposition stehenden Entscheide abzusehen.⁵¹¹ Es stellt sich folglich für den Anleger die Frage, ob die aufgrund ausreichender Information getroffene Entscheidung bzw. der mit ihr verbundene erwartete Nutzen höher ausfällt, als die bei Beschaffung und Auswertung der zur Abstimmung erforderlichen Informationen entstehenden Kosten⁵¹². Wobei diese Überlegung ferner unter der Prämisse steht, dass die Stimmabgabe des Anlegers entscheidend ist. Selbst wenn man das einmal unterstellt, dürfte der Nutzen der Eigeninformation in den meisten Fällen in keinem Verhältnis zu den Kosten stehen.⁵¹³

⁵⁰⁶ Nach Erhebungen der deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) sind die Hauptversammlungspräsenzen der Dax 30-Unternehmen von durchschnittlich 60,95% im Jahre 1998 kontinuierlich auf durchschnittlich 47,29% im Jahre 2004 zurückgegangen (Kübler/Assmann, Gesellschaftsrecht, S. 222 Fn. 84 unter Hinweis auf www.dsw.info.de/Hauptversammlungspraesenzen.70.0.html). Bis 2005 konnte ein Rückgang auf 45,87% festgestellt werden (Spindler, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005, S. 31 (32) unter Hinweis auf www.dsw.info.de/Hauptversammlungspraesenzen.70.0.html).

⁵⁰⁷ Schröder, MüKo-AktG, § 135 Rn. 6.

⁵⁰⁸ Vgl. hierzu Bebchuk, Harvard Law Review 105 (1992), S. 1435 (1472-1475); Gordon, Columbia Law Review 89 (1989), S.1549 (1575-1577); Spindler, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005, S. 31 (35) m.w.N..

⁵⁰⁹ Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, S. 175.

⁵¹⁰ Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, S. 175.

⁵¹¹ Ruffner, Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft, S. 175.

⁵¹² Vgl. Bebchuk, Harvard Law Review 102 (1989), S.1820 (1937); Spindler, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005, S. 31 (37).

⁵¹³ Gordon, Columbia Law Review 89 (1989), S. 1549 (1575).

Konsequenz dieser Situation ist, dass der Anleger sich nicht informiert. In Folge dessen spricht man bei diesem Anlegertyp von rationaler Apathie.⁵¹⁴ Da die Informationskosten immer gleich bleiben, der Nutzen aber mit wachsendem Anteilsbesitz steigt, könnte man davon ausgehen, dass Großaktionäre ein Interesse an der Abstimmung haben, wenn ihre Stimme entscheidend ist. Denn dann rentieren sich die Informationskosten. Nicht zu unterschätzen ist aber, dass auch für größere Aktionäre eine informierte Ausübung des Stimmrechts mit hohen Informationsverarbeitungskosten verbunden sein kann, da es vielfach eines intensiven und dauernden Monitoring des Managements einer Firma bedarf, um die Auswirkungen komplexer Aktionärsbeschlüsse abzuschätzen.⁵¹⁵ Für solche Aktionäre stellt sich ferner das Problem, dass solange uninformierte Aktionäre abstimmen, die Stimme des Informierten nur schwerlich entscheidend sein kann, solange er nicht die anderen informiert. Hierfür hat aber wiederum der informierte Aktionär die Kosten zu tragen, ohne dass eine Umlage dieser Kosten möglich wäre, so dass nun die Kosten für Informationsgewinnung und -kommunikation gegenüber den Mitaktionären bei dem informierten Aktionär anfallen. Da folglich alle Aktionäre pro rata von den Anstrengungen einzelner aktiver Aktionäre profitieren, verfügen auch größere Aktionäre nicht über optimale Anreize, den Stimmrechtsmechanismus für aktive Aktionärsstrategien zur Wahrung ihrer Rechte zu nutzen.⁵¹⁶ Erschwerend kommt hinzu, dass nicht sichergestellt ist, dass die Informationsverbreitung Früchte trägt, da viele Kleinaktionäre so desinteressiert sind, dass sie schon die Zeit beispielsweise zum Durchlesen einer Information nicht aufbringen wollen.⁵¹⁷

bb) Lösung der CAP über Marktmechanismen

Man könnte meinen, dieses Informationsproblem auf Seiten der Aktionäre könnten diese zumindest als solche einer börsennotierten Gesellschaft durch einen Blick auf die Kursentwicklung der Aktie lösen. Würde sich ein nachteiliger Beschlussvorschlag mit seinem Bekannt werden in einem niedrigeren Kurs widerspiegeln, könnten die Aktionäre an der Marktreaktion ablesen, ob die zur Abstimmung stehende Änderung vorteilhaft ist oder nicht. Diese Annahme ist allerdings zwei Einwänden ausgesetzt. Erstens wird es in den meisten Fällen sehr schwer sein, die Marktreaktion auf einen solchen Vorschlag von anderen kurserheblichen Nachrichten bezogen auf das Unternehmen oder die Gesamtwirtschaftslage

⁵¹⁴ Vgl. Eisenberg, *Columbia Law Review* 89 (1989), S. 1461 (1474 f); Kübler/Assmann, *Gesellschaftsrecht*, S. 185; Ruffner, *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft*, S. 176.

⁵¹⁵ Ruffner, *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft*, S. 175.

⁵¹⁶ Bebchuk, *Harvard Law Review* 102 (1989), S. 1820 (1836); Ruffner, *Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft*, S. 175.

⁵¹⁷ Vgl. Bebchuk, *Harvard Law Review* 105 (1992), S. 1435 (1474).

zu isolieren, so dass im Einzelfall nicht festzustellen sein wird, wie der Markt einen Beschlussvorschlag konkret bewertet.⁵¹⁸ Zweitens widerspricht die Annahme, das Informationsproblem wäre durch Kursbeobachtung zu lösen, der Annahme rationalen Anlegerverhaltens am Markt⁵¹⁹, was wiederum Voraussetzung für das Durchschlagen der jeweiligen Beschlussvorlage auf den Aktienkurs ist. Führt beispielsweise ein auf Grund einer eventuell bevorstehenden nachteiligen Satzungsänderung fallender Kurs immer zu einer den Vorschlag ablehnenden Entscheidung der Hauptversammlung, würde es keinen Grund für sinkende Kurse geben. Dieser würde nur vorliegen, wenn der Markt trotzdem annehmen würde, dass die Möglichkeit der Annahme des Vorschlags durch die Hauptversammlung bestehen würde. Deswegen ist nicht anzunehmen, dass eine Orientierung der Aktionäre am Aktienkurs zu einer Lösung des Informationsproblems führt.

cc) Lösung der CAP über das Depotstimmrecht

Fraglich ist, ob dieses Problem nicht dadurch gelöst wird, dass professionelle Marktteilnehmer, wie Kreditinstitute etc. das Stimmrecht für die insoweit „unfähigen“ Aktionäre entsprechend § 135 AktG ausüben. Würden z.B. Banken eine ihnen eventuell übertragene Vollmacht zur Ausübung des Stimmrechts im Sinne der Aktionäre ausüben, wäre eine mittelbare Mitwirkung der Aktionäre und damit eine Vertretung ihrer Interessen gesichert. Nach einer 1995 veröffentlichten Untersuchung wurden die Hauptversammlungen von 20 der 24 größten in mehrheitlichem Streubesitz befindlichen Unternehmen von Banken dominiert, wobei der dazu erforderliche Stimmenanteil zu drei Vierteln auf Vollmachtstimmen ihrer Depotkunden beruht.⁵²⁰ Daneben spielten Investmentfonds, Pensionsfonds oder Aktionärsvertretungen nur eine untergeordnete bis gar keine Rolle. Zu berücksichtigen bleibt, dass sich das hier angesprochene Depotstimmrecht der Banken nach Einschätzung einiger Stimmen in der Literatur rein tatsächlich wohl auf dem Rückzug befindet.⁵²¹ Zurückgeführt wird diese Entwicklung auf die Änderungen des § 135 AktG durch das KonTraG⁵²², dem Übergang vieler Publikumsaktiengesellschaften von der Inhaber- zur Namensaktie, so dass der Aktionär direkt von der Gesellschaft angesprochen werden kann und die Vermittlerposition der Banken überflüssig wird, den Vormarsch von Direkt- oder

⁵¹⁸ Vgl. Bebchuk, Harvard Law Review 102 (1989), S. 1820 (1838)

⁵¹⁹ dazu ausführlich mit empirischen Beweisen für die USA Bebchuk, Harvard Law Review, 102 (1989), S. 1820 (1838 f).

⁵²⁰ Baums/Fraune, AG 1995, S. 97 (111).

⁵²¹ Vgl. Noack, Festschrift für Lutter, S. 1463 (1464ff); Hüther, AG 2001, S. 68 (70); Habersack, ZHR 165 (2001), S. 172 (188-189); Schröer, MüKo-AktG, § 135 Rn. 18; Spindler, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005, S. 31 (33).

⁵²² Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich vom 27.4.1998 BGBl. I S. 786.

Discountbanken im Depotgeschäft, welche die Stimmrechtsvertretung gar nicht mehr anbieten, sowie der Internationalisierung der Anlegerstruktur.⁵²³ Unabhängig von der hier indizierten schwindenden Bedeutung des Depotstimmrechts der Kreditinstitute, sieht sich ein solches auch rechtspolitischer Kritik ausgesetzt. Die Kritik an einer solchen Stimmrechtsvertretung geht dahin, dass die Kreditinstitute sich in einem Interessenkonflikt befinden, denn sie haben Eigeninteressen als Bankpartner der Gesellschaften und aufgrund ihrer eigenen Beteiligung an der Gesellschaft; ferner bedinge die Ausübung fremder Stimmrechte eine Einflussnahme auf die Gesellschaft, der kein eigener Vermögenseinsatz gegenüberstehe.⁵²⁴ So wird etwa befürchtet, dass die Banken nicht dem Interesse der Aktionäre verpflichtet sind, sondern eher daran interessiert sind, Bankdienstleistungen an die Gesellschaften zu bringen und über die Durchsetzung einer risikoscheuen Geschäftspolitik die Realisierbarkeit eigener Forderungen zu erhalten.⁵²⁵ Ferner wird befürchtet, dass den Banken mit dem Depotstimmrecht ein weiteres Mittel zur Einflussnahme auf andere Unternehmen zukommt, welches neben deren Einflussnahmemöglichkeit aus eigenem Anteilsbesitz, der Kreditgeberfunktion und den Aufsichtsratsmandaten tritt, die von Vertretern des Kreditinstituts wahrgenommen werden.⁵²⁶

Bei aller Kritik an dieser Konstruktion, muss aber festgehalten werden, dass der Kumulation von Einflussnahmemöglichkeiten seitens der Kreditinstitute schon durch die Ausgestaltung der gesetzlichen Regelung entgegengewirkt wird. So wird das Depotstimmrecht der Bank z.B. nach § 135 I 3 AktG eingeschränkt, wenn diese an der Gesellschaft mit mehr als 5% beteiligt ist und nicht auf die Ausübung eigener Stimmrechte verzichtet. Die Existenz einer Einflussnahmemöglichkeit über Bankenvertreter im Aufsichtsrat erscheint angesichts deren Pflicht zur Verschwiegenheit und deren Unabhängigkeit ohnehin eher fragwürdig.⁵²⁷ Außerdem ist nicht belegbar, dass sich die hier angeführten Gefahren in einem nennenswerten Umfang realisiert hätten.⁵²⁸

Trotzdem besteht ohne Zweifel die Möglichkeit, dass solche Interessenkonflikte bestehen, so dass nicht angenommen werden kann, dass das von den Aktionären nicht ausgeübte Stimmrecht ohne weiteres durch Banken interessenwährend ausgeübt wird. Mithin bleibt es

⁵²³ Vgl. Noack, Festschrift für Lutter, S. 1463 (1465-1468); Spindler, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005, S. 31 (33-34).

⁵²⁴ Vgl. Grossfeld/Ebke, AG 1977, S. 92 (95-96); Raiser, Kapitalgesellschaften, § 16 Rn. 105; Hüffer, AktG, § 135 Rn. 3.

⁵²⁵ Grossfeld/Ebke, AG 1977, S. 92 (95-96), dazu ausführlich Bak, Aktienrecht zwischen Markt und Staat, S. 132 ff.

⁵²⁶ Schröer, MüKo-AktG, § 135 Rn. 15.

⁵²⁷ Vgl. Schöer, MüKo-AktG, § 135 Rn. 15.

⁵²⁸ Hüffer, AktG, § 135 Rn. 3.

bei dem oben festgestellten Problem, dass insbesondere kleine oder mittlere Aktionäre ihre Mitwirkungsrechte oft nicht ausüben können oder wollen.

Daran ändert sich auch nichts durch die Möglichkeit von der Gesellschaft benannte Personen zur Vertretung ihrer Stimmrechte zu bevollmächtigen („proxy-voting“), wie dies § 134 III 3 AktG voraussetzt. Zulässig ist diese Art der Stimmrechtsausübung nämlich nur, wenn der Aktionär zum Gegenstand der Beschlussfassung eine ausdrückliche Weisung erteilt hat, was allerdings auch einschließen muss, dass er im Sinne der Verwaltungsvorschläge abstimmen will, sofern eine eindeutige Erklärung diesen Inhalts vorliegt.⁵²⁹ Dies setzt aber voraus, dass der Aktionär die Beschlussvorschläge analysiert und bewertet. Gerade dieser Umstand ist aber im Rahmen der hier geführten Diskussion als die Voraussetzung benannt worden, die der Aktionär nicht zu erfüllen vermag.

c) Haftungsregelungen

Zweifelsohne gewähren die Vorschriften zur Haftung der Verwaltung einen gewissen Anlegerschutz. Hier dürfte wohl am ehesten die Präventivwirkung eines persönlichen Haftungstatbestands Anlegerschutz vermitteln. Eine Milderung oder gar Abbedingung der Haftungsvorschriften durch den Anstellungsvertrag oder die Satzung kommt nicht in Betracht.⁵³⁰ Die Präventionswirkung bleibt auch für den Fall erhalten, dass eine D&O-Versicherung („Directors` and Officers` liability“) abgeschlossen wird. Zwar ist nicht zu bestreiten, dass eine Versicherung auf den ersten Blick die verhaltenssteuernde Wirkung der Haftung (Präventionswirkung) modifizieren kann; doch gleicht eine Versicherung durch andere Instrumente, wie Selbstbehalt, Überprüfungen durch die Versicherung sowie Prämienanpassungen dieses Defizit wieder aus und sorgt so auf andere Weise ebenfalls für eine verhaltenssteuernde Wirkung.⁵³¹ Dementsprechend lässt auch der Corporate-Governance-Kodex in Nr. 3.8 die D&O-Versicherung grundsätzlich zu, verlangt aber die Vereinbarung eines angemessenen Selbstbehalts.⁵³²

d) Desinvestitionsmöglichkeit

Da die Übertragbarkeit von Inhaberaktien nicht ausgeschlossen werden kann, entfaltet § 23 V AktG im Unterschied zu den oben diskutierten Regelungen hier sogar unmittelbaren Anlegerschutz. Dagegen besteht dieser Schutz, für den Fall das Namensaktien ausgegeben

⁵²⁹ Hüffer, AktG, § 134 Rn. 26 b.

⁵³⁰ Hüffer, AktG, § 93 Rn. 1; Hefermehl/Spindler, MüKo-Akt, § 93 Rn. 41.

⁵³¹ Hefermehl/Spindler, MüKo-AktG, § 93 Rn. 93; Tomat, Münchener Anwaltshandbuch AG, § 24 Rn. 39.

⁵³² Vgl. Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder, Corporate Governance Codex, Nr. 3.8 Rn. 508ff.

wurden, nicht. Hier ist der Aktionär nur geschützt, wenn die Vinkulierung nach Erwerb der Aktien erfolgen soll (§ 180 II AktG).

Selbst wenn die Aktien frei übertragbar sind, könnte über die Möglichkeit des „Exit“ gewährter Anlegerschutz, wie oben bereits erwähnt, nur dann eine befriedigende Lösung darstellen, wenn der Anleger eine hohe Informationsverarbeitungsfähigkeit besitzt und funktionierende Sekundärmärkte zur Verfügung stehen.⁵³³ Selbst dann mag aber die Aussicht, in allen (d.h. auch den schlechten) konjunkturellen Lagen zur Wahrung seiner Interessen über den Weg des „Exit“ zu verfügen, wenig verlockend wirken. Gerade für den Fall, dass ein funktionierender Kapitalmarkt existiert, ist der Verkauf der Aktien im Krisenfall wenig verlockend, da der Markt die sich am Horizont abzeichnenden Schwierigkeiten häufig schon antizipiert, so dass viele Aktionäre nur noch mit hohen Verlusten aussteigen können und sich notgedrungen für das Halten der Aktie entscheiden.⁵³⁴

e) Zusammenfassung

Zusammenfassend lässt sich folglich feststellen, dass § 23 V AktG vor allem über die Gründungs- und Haftungsregelungen des Aktienrechts mittelbaren ex post Anlegerschutz entfaltet. Der Umfang der überwiegend über die Ausübung des Stimmrechts in der Hauptversammlung gewährten Mitwirkungs- und Kontrollrechte sind zwar unter rechtlichen Gesichtspunkten nicht zu kritisieren. Unter Anlegerschutzgesichtspunkten gestaltet sich aber die Ausübung der so gewährten Rechte in der Praxis problematisch. Soweit Anlegerschutz über die Möglichkeit zur Desinvestition gewährt werden soll, existiert diese Option uneingeschränkt nur für Besitzer von Inhaberaktien oder Namensaktien, die beim Erwerb keine Vinkulierung vorsahen. Ist die freie Übertragbarkeit der Aktien gewährleistet, kann der Aktionär die Aktien nur verkaufen, wenn ein funktionierender Markt existiert.

3) *Unmittelbare Wirkungsweise*

Nachdem oben untersucht wurde, ob einzelne durch § 23 V AktG als zwingend ausgestaltete Vorschriften ex post Anlegerschutz entfalten, stellt sich hier nun die Frage, ob der Satzungsstrenge, vergleichbar ihrer Wirkungsweise im Bereich des ex ante Anlegerschutzes (Standardisierungseffekt), auch ex post eine solche unmittelbar anlegerschützende Wirkung zukommt. Neben den positiven Auswirkungen der Satzungsstrenge im Bereich des Kapitalmarktfunktionenschutzes und des Gläubigerschutzes wird ihr in der Literatur auch

⁵³³ Vgl. Wiedemann, Gesellschaftsrecht, S. 488; Assmann in Nörr, S. 251 (267).

⁵³⁴ Teichmann, ZGR 2001, S. 645 (660).

noch eine Rechtssicherheit schaffende Wirkungsweise zugeschrieben.⁵³⁵ So heißt es: Entschiede § 23 V AktG die Frage nach dem zwingenden oder nachgiebigen Charakter des Aktienrechts nicht in eindeutiger Weise vorweg, müsste die Antwort auf sie für jede einzelne Vorschrift des AktG auf dem Wege der Auslegung gefunden werden.⁵³⁶ Das heißt, die Berücksichtigung der vielfältigen im Aktienrecht vertretenen Interessen (auch des Anlegerschutzes) müsste ohne § 23 V AktG durch die jeweilige Auslegung unzähliger Einzelschriften sichergestellt werden, was zwangsläufig ein hohes Maß an Rechtsunsicherheit zur Folge hätte.⁵³⁷ Unabhängig davon, ob § 23 V AktG nun tatsächlich mehr Rechtssicherheit schafft, handelt es sich bei dieser Fragestellung nicht um einen Aspekt des unmittelbaren ex post Anlegerschutzes. Vielmehr verbirgt sich dahinter die Frage nach dem generellen Vorteil, den zwingendes Recht gegenüber dispositiven Regelungen zu entfalten vermag. Hierbei handelt es sich aber nicht um eine anlegerschutzspezifische Fragestellung, sondern vielmehr um eine solche, die sich in sämtlichen Regelungsbereichen stellt.

Als Ergebnis lässt sich folglich festhalten, dass § 23 V AktG ex post nicht unmittelbar anlegerschützend wirkt. Eine dem Standardisierungseffekt vergleichbare Funktionsweise der Satzungsstrenge ließ sich für den Bereich des ex post Anlegerschutzes nicht feststellen. Insbesondere sind eventuell bestehende Auswirkungen des § 23 V AktG auf die Rechtssicherheit nicht als unmittelbar anlegerschützende Funktionsweise zu charakterisieren.

6. Zusammenfassung: Anlegerschutz durch § 23 V AktG

Im Anschluss an die oben angestellten Überlegungen, lässt sich zusammenfassend feststellen, dass § 23 V AktG Anlegerschutz vor allem dadurch gewährt, dass er in Zusammenspiel mit den übrigen aktienrechtlichen Regelungen zu einer Standardisierung des Rechtsprodukts Aktie führt, wodurch der Umfang der bei der Anlageentscheidung zu berücksichtigen Parameter reduziert wird, was wiederum im Ergebnis ex ante anlegerschützend wirkt. Daneben ist die anlegerschützende Wirkung der Satzungsstrenge über die Ausgestaltung einzelner Vorschriften als zwingend für den ex ante Anlegerschutz vernachlässigbar. Die für die Anlageentscheidung relevanten Informationen werden größtenteils abseits des Aktienrechts bereitgestellt.

⁵³⁵ zur Legitimation des § 23 V AktG über den Rechtssicherheitsgedanken sogleich unten 1. Teil G.

⁵³⁶ Vgl. Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 167; Geßler, Festschrift Luther, S. 69 (71-72); dazu ausführlich auch Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 17 ff.

⁵³⁷ Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 46.

Ex post wirken Gründungsvorschriften, Mitwirkungs- und Kontrollrechte sowie Haftungsregelungen, die über § 23 V AktG für unabdingbar erklärt werden, anlegerschützend. Problematisch gestaltet sich allerdings die Ausübung solcher Rechte, soweit sie eine Beschlussfassung in der Hauptversammlung voraussetzen. Diese Problematik ist aber nicht durch das Prinzip der Satzungsstrenge bedingt, sondern wohnt dem Prinzip der Mehrheitsentscheidung inne. Art und Umfang der von § 23 V AktG zwingend ausgestalteten Mitwirkungsrechte sind folglich nicht zu kritisieren.

Dementsprechend kann festgestellt werden, dass die Einschränkung der Gestaltungsfreiheit durch § 23 V AktG unter Hinweis auf den Anleger- bzw. Kapitalmarktfunktionenschutz gerechtfertigt werden kann. Wie überzeugend diese Rechtfertigung tatsächlich ist, hängt aber nicht zuletzt davon ab, ob es nicht weniger einschneidende Mittel gibt, mit denen ein vergleichbarer oder besserer Schutz zu erreichen ist. Darauf wird später zurück zu kommen sein.⁵³⁸

V. Grundsätzliche Kritik an der Anleger-/Kapitalmarktschutz-Legitimation

1. Darstellung der Kritik

Neben der schon oben zu dem durch § 23 V AktG erzeugten Standardisierungseffekt geführten Diskussion⁵³⁹, sieht sich die an der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes orientierte Legitimation des Prinzips der Satzungsstrenge mit einer viel grundsätzlicheren Kritik konfrontiert. Die Kritiker der hier in Rede stehenden kapitalmarktrechtlichen Legitimation gehen davon aus, dass sich § 23 V AktG nur so lange unter Hinweis auf den Kapitalmarktfunktionenschutz rechtfertigen lässt, wie feststeht, dass eine dispositive Ausgestaltung der insoweit erfassten aktienrechtlichen Normen zu einem Marktversagen führt.⁵⁴⁰ Folglich könne auf durch § 23 V AktG zwingend ausgestaltetes Aktienrecht verzichtet werden, soweit Marktprozesse dazu führen, dass unterschiedliche Satzungsgestaltungen vom Markt mit Kursauf- oder -abschlägen bewertet werden und sich dementsprechend anlegerschützende Satzungen auf Dauer am Markt durchsetzen.

Während diese Ausgangslage noch allen Kritikern gemein ist, bestehen nicht unerhebliche Unterschiede hinsichtlich der letztendlich gefundenen Ergebnisse. Während Hirte davon ausgeht, dass zumindest in einigen Fällen der Markt eine im Anlegerinteresse bessere Satzungsgestaltung erzwingt oder zumindest prämiert, so dass eine umfassende zwingende

⁵³⁸ Vgl. unten 1. Teil H.

⁵³⁹ Vgl. oben 1. Teil E. IV. 4..

⁵⁴⁰ Vgl. Hirte, ZGR Sonderheft 13, S. 61 (74); Spindler, AG 1998, S: 53 (65); Bak, Aktienrecht zwischen Markt und Staat, S. 318.

Ausgestaltung des Aktienrechts, wie sie § 23 V AktG bewirkt, nicht mit dem Hinweis auf den Schutz des Kapitalmarktes gerechtfertigt werden könne,⁵⁴¹ kommt Bak mit teilweise abweichender Begründung zum gleichen Ergebnis. Dieser geht im Unterschied zu Hirte davon aus, dass es auf dem deutschen Kapitalmarkt wegen dessen Informationseffizienz zu keinem Marktversagen kommen könne, so dass vor diesem Hintergrund auch die Existenz zwingenden Aktienrechts nicht zu legitimieren ist.⁵⁴²

Abgesehen von diesem Einwand führt Hirte noch ein weiteres Argument gegen die am Kapitalmarktschutz orientierte Legitimation des § 23 V AktG ins Feld.⁵⁴³ Er geht davon aus, dass § 23 V AktG präventiv wirkt, indem er zu Gunsten der späteren Aktionäre im Rahmen der Konstituierung der Gesellschaft oder von späteren Satzungsänderungen bestimmte Satzungsgestaltungen verbietet. Wegen dieser präventiven Wirkungsweise bedürfe die Vorschrift eines ausreichenden Durchsetzungsinstrumentariums. Dies sei letztlich nicht gegeben, insbesondere weil künftige Aktionäre rechtswidrige Satzungsänderungen nicht anfechten könnten und im Ergebnis eine ausreichende Rechtmäßigkeitkontrolle der Registergerichte nicht gegeben sei.⁵⁴⁴

2. Stellungnahme

Diese Kritik vermag nicht zu überzeugen. Insbesondere der Rückschluss vom Fehlen eines ausreichenden Durchsetzungsinstrumentariums ist nicht geeignet, die Legitimation des § 23 V AktG in Frage zu stellen. Insoweit ist zu beachten, dass der Satzungsstrenge schon von vornherein ein disziplinierender Charakter zukommen dürfte. Angesichts der rigorosen Formulierung der Vorschrift und der großen Anzahl aktienrechtlicher Regelungen spricht vieles dafür, dass ein Verstoß von vornherein unterlassen wird. Eine entsprechende „Abschreckungswirkung“ entfaltet schon der in der Literatur immer wieder auftauchende Hinweis, dass die Rechtsform Aktiengesellschaft grundsätzlich keine Abweichungen vom Gesetz gestattet.

Selbst wenn man dem nicht folgen möchte, spricht doch das Fehlen eines ausreichenden Durchsetzungsinstrumentariums, unabhängig davon, ob man diese Ansicht letztlich teilen möchte, nicht zwangsläufig dafür, dass eine Vorschrift dem einen oder anderen Zweck zu dienen bestimmt ist. Vielmehr ist davon auszugehen, dass aus welchen Gründen auch immer eine Durchsetzung für nicht erforderlich gehalten wurde, oder eine schlichte Nachlässigkeit

⁵⁴¹ Hirte, ZGR Sonderheft 13, S. 61 (76)

⁵⁴² Bak, Aktienrecht zwischen Markt und Staat, S. 75, 318.

⁵⁴³ Hirte, ZGR Sonderheft 13, S. 61 (77-79).

⁵⁴⁴ Hirte, ZGR Sonderheft 13, S. 61 (78).

vorliegt. Aus dem Fehlen eines schlagkräftigen Durchsetzungsinstrumentariums kann folglich geschlussfolgert werden, ein solches zu schaffen oder es zu unterlassen. Als Argument im Rahmen der hier geführten Diskussion um die Legitimation des § 23 V AktG taugt diese Feststellung jedoch nicht.

Im Gegensatz zu den gerade getätigten Ausführungen ist der Argumentation zum Zusammenhang zwischen der Legitimation der Satzungsstrenge und einem befürchteten Marktversagen bei dispositiver Ausgestaltung des Aktiengesetzes zumindest hinsichtlich der Beschreibung der Ausgangssituation zuzustimmen. Letztlich stehen diese Ausführungen aber gar nicht im Widerspruch zu den bis hierhin erfolgten Feststellungen. Hinter der Bezugnahme auf die Anlegerschutz erzeugende Wirkung von Marktprozessen verbirgt sich letztlich nur der Hinweis, dass der über die Satzungsstrenge erzeugte Effekt auch auf andere, die Gestaltungsfreiheit weniger einschränkende Art und Weise, erreicht werden kann. Damit bleibt aber die grundsätzliche Aussage, dass § 23 V AktG dem Anleger- bzw. Kapitalmarktschutz nützlich ist, unwidersprochen. Auf die Frage nach möglichen Alternativen zur satzungstrengen Ausgestaltung des Aktienrechts wird später zurück zu kommen sein.⁵⁴⁵

F. Kritische Würdigung der Gläubigerschutz-Legitimation

Bis hierhin wurde die Satzungsstrenge nur unter dem Aspekt des Anlegerschutzes betrachtet. Nach einigen in der Literatur vertretenen Ansichten soll § 23 V AktG jedoch auch dem Gläubigerschutz dienen.⁵⁴⁶ Dementsprechend ist zu untersuchen, welcher Stellenwert dem § 23 V AktG im Gläubigerschutzkonzept des Aktienrechts beizumessen ist. Dazu ist in einem ersten Schritt das Risiko aufzuzeigen, mit dem sich Gläubiger einer Aktiengesellschaft konfrontiert sehen. Danach stellt sich entsprechend den obigen Ausführungen die Frage, inwieweit die in § 23 V AktG verankerte Satzungsstrenge diese Risiken vermeiden bzw. mildern hilft.

I. Risiken der Gläubiger

Als Gläubiger sind hier alle diejenigen zu verstehen, die Ansprüche gegen eine Aktiengesellschaft haben, ohne Eigenkapitalgeber/Aktionäre der Gesellschaft zu sein.⁵⁴⁷ Grob unterteilen kann man diese Gruppe in die vertraglichen und die gesetzlichen Gläubiger, insbesondere die Deliktsgläubiger der Gesellschaft. Unabhängig von der jeweiligen

⁵⁴⁵ Dazu unten 1. Teil H..

⁵⁴⁶ Vgl. Hüffer, AktG, § 23 Rn. 34; Kübler; Gesellschaftsrecht, S. 165; Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 44; Hommelhoff, Das System der Kapitalgesellschaften im Umbruch – ein internationaler Vergleich, S. 47.

⁵⁴⁷ Vgl. Krüger, Mindestkapital und Gläubigerschutz; S. 40.

Gruppenzugehörigkeit tragen alle Gesellschaftsgläubiger das identische leicht identifizierbare Risiko. Ihnen droht die Gefahr im Zeitpunkt der Fälligkeit ihrer Forderung, diese nicht realisieren zu können, weil die Gesellschaft insolvent ist.⁵⁴⁸

1. Insbesondere die Haftungsbegrenzung

Das Ausfallrisiko ist natürlich kein Gesellschaftsgläubiger spezifisches, sondern damit sieht sich jeder Gläubiger konfrontiert.⁵⁴⁹ Es erhöht sich jedoch für Gläubiger von Kapitalgesellschaften aufgrund der Haftungsbeschränkung der Gesellschafter. Über das normale Gläubigerrisiko hinaus ist mithin für den Gläubiger einer Aktiengesellschaft problematisch, dass ihm ausschließlich das Gesellschaftsvermögen als Haftungsmasse zur Verfügung steht (§ 1 I 2 AktG).

2. Legitimation der Haftungsbegrenzung

Diese Haftungsbeschränkung auf das Gesellschaftsvermögen rechtfertigt sich aus ökonomischer Sicht aus verschiedenen Überlegungen. Ausgangspunkt dieser Überlegungen ist die Risikoaversität natürlicher Personen. Diese müssten ohne eine Haftungsbeschränkung auf das Gesellschaftsvermögen fürchten, bei einem unternehmerischen Fehlschlag Haus und Hof zu verlieren.⁵⁵⁰ Die Haftungsbeschränkung ist aber nicht nur Tribut an das Bedürfnis natürlicher Personen, ihre Lebensgrundlage zu erhalten, sondern rechtfertigt sich unter Berücksichtigung dieser Risikoaversität auch unter dem Gesichtspunkt der Schaffung effizienter Kapitalmärkte.⁵⁵¹ Denn erst die Haftungsbeschränkung ermöglicht eine diversifizierte Investition in unterschiedliche Unternehmen, indem sie die Verlustgefahr der einzelnen Beteiligung begrenzt, und den Wert des jeweiligen Anteils von den privaten Vermögensverhältnissen der übrigen Gesellschafter unabhängig macht.⁵⁵² Die Bereitschaft zu einer auch geringfügigen Beteiligung über den Kapitalmarkt ist also nur gegeben, wenn durch eine Haftungsbeschränkung das von den Anteilseignern übernommene Risiko standardisiert wird und daher ein potentieller Investor davon ausgehen kann, dass das durch den Erwerb von

⁵⁴⁸ Vgl. Zöllner, Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen Personenverbänden, S. 39 ff..

⁵⁴⁹ Bauer, Gläubigerschutz, S. 93.

⁵⁵⁰ Lutter, AG 1998, S. 375 (377); Eidenmüller/Engert, GmbHR 2005, S. 433 (434); Kleindiek, ZGR 2006, S. 335 (338); Bezenberger, Das Kapital der Aktiengesellschaft; S. 82; Eidenmüller/Grunewald/Noack, ZGR Sonderheft 17, S. 17 (22).

⁵⁵¹ Vgl. ausführlich m.w.N. Bitter, Konzernrechtliche Durchgriffshaftung bei Personengesellschaften, S. 166-168; Eidenmüller/Engert, GmbHR 2005, S. 433 (434); Lehmann, ZGR 1986, S. 345 (354-355); Bezenberger, Das Kapital der Aktiengesellschaft; S. 82, Teichmann, NJW 2006, S. 2444 (2445).

⁵⁵² Eidenmüller/Engert, GmbHR 2005, S. 433 (434); Bitter, Konzernrechtliche Durchgriffshaftung bei Personengesellschaften, S. 166; Eidenmüller/Grunewald/Noack, ZGR Sonderheft 17, S. 17 (22).

ihm selbst übernommene Risiko nicht höher ist als jenes der anderen Aktionäre.⁵⁵³ Eine diversifizierte Investition hat für den Kapitalgeber den Effekt einer Verlustversicherung, so dass die riskoadverse Einstellung des Kapitalgebers reduziert bzw. vermieden werden kann.⁵⁵⁴ Denn investiert ein Kapitalgeber nicht nur in eine Unternehmung, sondern diversifiziert er seine Investition durch Beteiligung an unterschiedlichen Unternehmen – u.U. aus verschiedenen Branchen – so führt dies zu einer Risikostreuung.⁵⁵⁵ Im Falle einer unbeschränkten Haftung würde sich hier durch die Diversifizierung des Portfolios eines Investors das Risiko der uneingeschränkten persönlichen Haftung mit jeder Anlage weiter erhöhen. Dementsprechend müsste eine rationale Strategie von Investoren in diesem Fall darauf gerichtet sein, die Zahl der verschiedenen Anteile an Firmen zu reduzieren, womit der Diversifizierungsvorteil verloren ginge.⁵⁵⁶ Folglich würde die Bereitschaft, über den Kapitalmarkt in verschiedene Unternehmen zu investieren, zurückgehen.

3. Negative Effekte der Haftungsbeschränkung

Ist die Haftungsbeschränkung auf das Gesellschaftsvermögen aus Sicht der Anteilseigner um ihrer selbst willen und eines funktionierenden Kapitalmarktes also durchaus wünschenswert, so hat sie auch unerwünschte Auswirkungen. Das Insolvenzrisiko wird durch die Haftungsbeschränkung nämlich nicht beseitigt, sondern auf die Gläubiger verlagert.⁵⁵⁷ Bei der beschränkten Haftung treten somit so genannte negative externe Effekte auf. Von solchen spricht man, wenn Handlungen eines Wirtschaftssubjekts beim Gebrauch einer Ressource Folgen für andere haben, die sich nicht in der jeweiligen privaten Kosten-Ertragsrechnung niederschlagen, und die nicht kompensiert werden.⁵⁵⁸ Da die Aktionäre auf Grund der beschränkten Haftung wirtschaftlich nicht in vollem Umfang für die Folgen der Geschäftsführung haften, die Verluste mithin die Fremdkapitalgeber treffen werden, besteht für sie grundsätzlich der Anreiz ein unverantwortliches Wirtschaften des Vorstands oder die Übernahme nicht kalkulierbarer Risiken hinzunehmen.⁵⁵⁹ Die Möglichkeit der

⁵⁵³ Bitter, Konzernrechtliche Durchgriffshaftung bei Personengesellschaften, S. 167.

⁵⁵⁴ Bitter, Konzernrechtliche Durchgriffshaftung bei Personengesellschaften, S. 165; Nacke, Durchgriffshaftung, S. 259.

⁵⁵⁵ Bitter, Konzernrechtliche Durchgriffshaftung bei Personengesellschaften, S. 165; Lehmann, ZGR 1986, S. 345 (354).

⁵⁵⁶ Bitter, Konzernrechtliche Durchgriffshaftung bei Personengesellschaften, S. 165-166.

⁵⁵⁷ Eidenmüller/Engert, GmbHR 2005, S. 433 (434); Kleindiek, ZGR 2006, S. 335 (338); Krüger, Mindestkapital und Gläubigerschutz, S. 41.

⁵⁵⁸ Bitter, Konzernrechtliche Durchgriffshaftung bei Personengesellschaften, S. 183; Lehmann, ZGR 1986, S. 345 (350).

⁵⁵⁹ Vgl. Klose-Mokroß, Gläubigerschutz im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 180, Bauer, Gläubigerschutz, S. 95; Fleischer, ZGR 2004, S. 437 (446) unter Hinweis auf den Gründer von Federal Express, der sich in einer Situation wirtschaftlicher Bedrängnis mit Firmengeldern i.H.v. 20.000 \$ nach Las Vegas begab und das Unternehmen mit seinen Glücksspielgewinnen sanierte.

Externalisierung würde dazu führen, dass ein Unternehmen auch Projekte durchführt, die aus wohlfahrtökonomischer Sicht ineffizient sind, weil sie einen negativen Erwartungswert aufweisen.⁵⁶⁰ Denn wenn der Unternehmer bestimmte Kosten, die aufgrund der Haftungsbeschränkung nicht gegen ihn geltend gemacht werden können, in seine Investitionsentscheidung nicht einbeziehen muss, dann können sich für ihn Projekte durchaus positiv darstellen, die aus gesamtwirtschaftlicher Sicht einen negativen Erwartungswert aufweisen.⁵⁶¹

Daher besteht im Kapitalgesellschaftsrecht ein gegenüber anderen Rechtsgebieten gesteigertes Bedürfnis, durch Gläubigerschutzmechanismen das wirtschaftliche Risiko wieder teilweise auf den Unternehmer zurück zu übertragen, und so zu einer gerechten Risikoverteilung zwischen den Parteien der Fremdkapitalfinanzierung zu gelangen.⁵⁶²

II. Ausschaltung des Ausfallrisikos nach geltendem Recht

Da die Realisierung der fälligen Forderungen nicht unmittelbar durch gesetzliche Regelungen garantiert werden kann, geht es darum, die Gesellschaft zur Bereitstellung einer dauerhaft ausreichenden Haftungsgrundlage zu verpflichten.⁵⁶³ Vor diesem Hintergrund wird das Garantiekapital in Deutschland allgemein als Korrelat der Haftungsbeschränkung angesehen,⁵⁶⁴ dessen Aufbringung und möglichst ungeschmälerte Erhaltung durch eine Vielzahl gesetzlicher Vorschriften soll dem Gläubigerschutz dienen.⁵⁶⁵

1. (Mindest) Grundkapital

Bei der Beschreibung des Systems des Grundkapitals ist zwischen dem Grundkapital an sich und dem Mindestkapital zu unterscheiden. § 6 AktG schreibt vor, dass das Grundkapital auf einen Nennbetrag in Euro lauten muss. Vorausgesetzt wird folglich die zwingende Notwendigkeit eines Grundkapitals.⁵⁶⁶ Darüber hinaus regelt § 7 AktG, dass der Mindestnennbetrag des Grundkapitals 50.000 € ist. Vorgeschrieben wird folglich ein Mindestnennkapital i.H.v. 50.000 €. Die Gründung einer Aktiengesellschaft mit einem geringeren Grundkapital ist demnach gesetzlich untersagt (§ 23 V AktG). Hingegen ist es den Gesellschaftern unbenommen in der Satzung zu regeln, dass die Gesellschaft mit einem

⁵⁶⁰ Bitter, Konzernrechtliche Durchgriffshaftung bei Personengesellschaften, S. 183.

⁵⁶¹ Bitter, Konzernrechtliche Durchgriffshaftung bei Personengesellschaften, S. 183.

⁵⁶² Bauer, Gläubigerschutz, S. 95; Kleindiek, ZGR 2006, S. 335 (339)

⁵⁶³ Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 44; Zöllner, Die Grenzen mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht, S. 38ff.

⁵⁶⁴ Hüffer, AktG, § 1 Rn. 10; Heider, MüKo-AktG, § 1 Rn. 84, 88; Krüger, Mindestkapital und Gläubigerschutz, S. 44; Wiedemann, Gesellschaftsrecht, S. 557-558.

⁵⁶⁵ Heider, MüKo-AktG, § 1 Rn. 84.

⁵⁶⁶ Hüffer, AktG, § 6 Rn. 1.

höheren Grundkapital ausgestattet wird. Zu unterscheiden ist weiter zwischen dem Grundkapital und dem Gesellschaftsvermögen. Das Gesellschaftsvermögen ändert sich ständig und umfasst die verschiedenen Vermögensgruppen der Gesellschaft, die ihre Ansatzfähigkeit vorausgesetzt als Aktivposten in der Bilanz aufzuführen sind, wohingegen das Grundkapital als Passivposten im Jahresabschluss gem. § 266 III A I HGB auszuweisen ist.⁵⁶⁷ Die Aufbringung und Erhaltung des Grundkapitals soll durch komplizierte Regelungswerke, insbesondere ein aufwendiges Gründungsverfahren und die enge Begrenzung der Ausschüttungsmöglichkeiten gesichert werden.⁵⁶⁸

1) Kapitalaufbringung

Die Kapitalaufbringung in der AG erfolgt durch Bar- oder Sacheinlage.⁵⁶⁹ Die §§ 36, 36a AktG schreiben vor in welcher Höhe die übernommenen Einlagen von den Gesellschaftern eingefordert und anschließend erbracht worden sein müssen, damit die Gesellschaft zum Handelsregister angemeldet werden darf. Sowohl Bar- als auch Sacheinlagen müssen endgültig zur freien Verfügbarkeit des Vorstands stehen, damit die Erfüllungswirkung eintritt.⁵⁷⁰ Eine Befreiung der Aktionäre von ihrer Einlagepflicht sowie eine unter pari Emission ist ausgeschlossen (§§ 66 I 1, 9 I AktG). Das Gleiche gilt für die Erfüllung der Einlagepflicht durch Aufrechnung seitens des Aktionärs (§ 66 I 2 AktG), während eine Aufrechnung der Gesellschaft unter strengen Voraussetzungen⁵⁷¹, insbesondere muss die Gegenforderung vollwertig, fällig und liquide sein⁵⁷², möglich ist. Für die Erfüllung der Einlagepflicht durch eine Sacheinlage gilt eine qualifizierte Gründung (§§ 27 I 1, 32 II, 33 II Nr. 4 AktG). Nach § 27 II AktG muss der wirtschaftliche Wert der einzubringenden Sache feststellbar sein. Dienstleistungen können nicht Sacheinlagen oder Sachübernahmen sein (§ 27 II 2. Hs. AktG). In diesem Zusammenhang zu erwähnen ist die durch allgemeine Grundsätze und in Anlehnung an § 9 GmbHG kreierte Differenzhaftung, welche eine Nachzahlungspflicht des Aktionärs für den Fall begründet, dass eine Wertdifferenz zwischen Einlagepflicht und der eingebrachten Sache besteht.⁵⁷³ Liegt eine verdeckte Sacheinlage vor, besteht gem. § 27 III 3 AktG die Geldleistungspflicht fort, so dass eine Umgehung der

⁵⁶⁷ Vgl. Hüffer, AktG, § 1 Rn. 10; Heider, MüKo-AktG, § 1 Rn. 85-88.

⁵⁶⁸ Kübler, ZHR 1995, S. 551 (555).

⁵⁶⁹ Schmidt, Gesellschaftsrecht, S. 881.

⁵⁷⁰ Hüffer, AktG, § 36 Rn. 7 / § 36a Rn. 5.

⁵⁷¹ Vgl. Schmidt, Gesellschaftsrecht, S. 882; Hüffer, AktG, § 66 Rn. 6.

⁵⁷² Hüffer, AktG, § 66 Rn. 6.

⁵⁷³ Hierzu ausführlich Schmidt, Gesellschaftsrecht, S.885 f.; Pentz, MüKo-AktG, § 27 Rn. 44; Hüffer, AktG, § 27 Rn. 28.

Sachgründungsvorschriften einschneidende Folgen für die Einleger hat.⁵⁷⁴

2) *Kapitalerhaltung*

Ist die Hürde der Kapitalaufbringung genommen, gilt es die Kapitalerhaltungsvorschriften nicht zu verletzen. Herauszuheben ist in diesem Bereich die Vorschrift des § 57 AktG. § 57 I AktG statuiert das Verbot der Einlagenrückgewähr. Davon erfasst wird grundsätzlich auch der Erwerb von eigenen Aktien der Gesellschaft. Ein solcher Rückerwerb ist jedoch gem. § 57 I 2 AktG unter den Voraussetzungen des § 71 AktG ausnahmsweise zulässig. Nach § 57 III AktG darf den Aktionären nur der Bilanzgewinn zufließen. Die Vorschrift normiert damit die Obergrenze der Leistungen, die den Aktionären jenseits von neutralen Drittgeschäften zufließen dürfen.⁵⁷⁵ Das gilt gleichermaßen für offene wie „verdeckte Ausschüttungen“.⁵⁷⁶

Für den Fall, dass Verluste die Hälfte des Grundkapitals aufzehren, greift das Hauptversammlungseinberufungsszenario nach § 92 I AktG. Auf diese Weise soll der Weg für rechtzeitige Krisenentscheidungen (insbesondere Kapitalveränderungen, Auflösungsbeschluss) freigemacht werden.⁵⁷⁷ Durch die haftungs- und strafbewehrte⁵⁷⁸ Insolvenzantragspflicht nach § 92 II AktG soll eine weitere Verminderung des Grundkapitals verhindert werden.

Die Vorschriften zur Aufbringung und Erhaltung des Grundkapitals werden ergänzt durch solche Schutzbestimmungen, die dann eingreifen, wenn das Grundkapital durch grundlegende Änderungen der Gesellschaftsstruktur tangiert wird (vgl. § 225 AktG für den Fall der Kapitalherabsetzung, § 22 UmwG für den der Verschmelzung und § 204 UmwG für den der Umwandlung der AG in eine andere Rechtsform).⁵⁷⁹ Darüber hinaus erhalten die Gläubiger weitere Sicherheit durch die Pflicht der Gesellschaft nach § 150 AktG, eine gesetzliche Rücklage zu bilden.⁵⁸⁰

3) *Funktionsweise des Grundkapitals*

Die zur Begründung eines Systems, welches Gläubigerschutz über die Installation und Absicherung eines festen Grundkapitals erreichen will, angeführten Argumente lassen sich in zwei große Lager einteilen. Dies sind zum einen solche, die an der Bereitstellung von Haftungsmasse durch die Kapitalaufbringungs- und –erhaltungsvorschriften ansetzen und

⁵⁷⁴ Vgl. zur verdeckten Sacheinlage Hüffer, AktG, § 27 Rn. 9ff.

⁵⁷⁵ Hüffer, AktG, § 57 Rn. 22.

⁵⁷⁶ Vgl. Schmidt, Gesellschaftsrecht, S. 890ff.

⁵⁷⁷ Hüffer, AktG, § 92 Rn. 1.

⁵⁷⁸ Vgl. §§ 93 III Nr. 6, 401 AktG.

⁵⁷⁹ Kübler, Gesellschaftsrecht, S. 166.

⁵⁸⁰ Kübler, Gesellschaftsrecht, S. 166-167.

solche, die auf eine Verhaltenssteuerung abstellen. Erstere können auch als die „traditionellen“ Argumente bezeichnet werden, während letztere für eine „modernere“ Sichtweise stehen.⁵⁸¹

Die traditionelle Argumentation geht dahin, dass feste Grundkapital als Haftungs- oder Zugriffsfonds zugunsten der Gläubiger der Gesellschaft zu verstehen.⁵⁸² Dabei dient das Grundkapital zunächst als Erstausrüstung der Gesellschaft für ihre Investitionsfähigkeit.⁵⁸³ Im Anschluss steht es den Gesellschaftsgläubigern als Deckungsmasse für deren Ansprüche zur Verfügung.⁵⁸⁴ Das Risiko der Gläubiger soll also durch das „Kissen“ des gesetzlich vorgeschriebenen Grundkapitals gemildert werden.⁵⁸⁵ Indirekt aus dieser Funktion als Haftungsmasse, wird die Funktion des Grundkapitals (Eigenkapitals) als „Verlustpuffer“ hergeleitet. Da die oben erwähnte Insolvenzantragspflicht (§ 92 II, III AktG) bei Überschuldung der Gesellschaft eintritt, entsteht diese Pflicht um so eher, je geringer das Grundkapital bemessen ist, da in diesem Fall schon geringe Betriebsverluste zur Überschuldung führen.⁵⁸⁶ Auf diesem Wege wird das Grundkapital zum Mittel des Bestandsschutzes der Gesellschaft, da die Existenz des Kapitals das Entstehen der Überschuldung und damit auch die Insolvenzantragspflicht zumindest hinauszögert.⁵⁸⁷

Die Argumentationslinien, welche auf den Anreizgedanken abstellen, gehen davon aus, dass es durch die Beteiligung des Gesellschafters in Form seiner Einlage in dieser Höhe auch zu einer Risikobeteiligung und damit zu einer Reininternalisierung des durch die Haftungsbeschränkung grundsätzlich verlagerten Risikos kommt.⁵⁸⁸ Wegen seiner Beteiligung am Risiko der Unternehmung über seine Einlage vermindert sich die Gefahr, dass der Gesellschafter zum Nachteil der Gesellschaft handelt, etwa indem er übermäßige Risiken eingeht, da ein Verlust auch die eigene Einlage aufzehren könnte.⁵⁸⁹ Dem festen Grundkapital kommt damit eine der Selbstbeteiligung bei der Schadensversicherung vergleichbare Funktion, nämlich zu verhindern, dass sich der Versicherte in diesem Bewusstsein übermäßig risikobereit zeigt, zu.⁵⁹⁰ Als zusätzliche Funktion des Grundkapitals wird ferner auf die

⁵⁸¹ Einteilung in Anlehnung an Drygala, ZGR 2006, S. 587 (589 / 595).

⁵⁸² Drygala, ZGR 2006, S. 587 (589); Wiedemann, DB 1993, S. 141 (147).

⁵⁸³ Drygala, ZGR 2006, S. 587 (589).

⁵⁸⁴ Krüger, Mindestkapital und Gläubigerschutz, S. 45.

⁵⁸⁵ Kübler, AG 1994, S.141 (146).

⁵⁸⁶ Drygala, ZGR 2006, S. 587 (589-590).

⁵⁸⁷ Drygala, ZGR 2006, S. 587 (590); Lutter, AG 1998, S. 375 (375); ders., ZGR 1982, 244 (249); Kleindiek, ZGR 2006, S. 335 (340-341).

⁵⁸⁸ Drygala, ZGR 2006, S. 587 (595); Krüger Mindestkapital und Gläubigerschutz, S. 45; Roth, ZGR 1986, S. 371 (378); Wiedemann, DB 1993, S. 141 (147).

⁵⁸⁹ Drygala, ZGR 2006, S. 587 (596); Krüger Mindestkapital und Gläubigerschutz, S. 45

⁵⁹⁰ Drygala, ZGR 2006, S. 587 (596).

insoweit erreichte Seriositätsgewähr verwiesen.⁵⁹¹ Die Aufbringung des Grundkapitals soll sicherstellen, dass nur seriöse Unternehmungen zur Gründung kommen.

An dieser Stelle soll nicht verschwiegen werden, dass der Nutzen der Konstruktion eines festen Grundkapitals für den Gläubigerschutz nicht unumstritten ist.⁵⁹² Zusammenfassend geht die Kritik dahin, dass das vorgeschriebene Mindestkapital i.H.v. 50.000 € nur in seltenen Fällen genüge, um dem Unternehmen eine ausreichende Eigenkapitalbasis zur Verfügung zu stellen.⁵⁹³ Ferner wird angeführt, dass das Aktiengesetz nicht den Eintritt von Verlusten verhindern könne, durch die das Grundkapital der Gesellschaft aufgezehrt wird.⁵⁹⁴ Mit anderen Worten; kommt es zur Insolvenz, ist der Haftungsfonds, der die Gläubiger schützen soll, meist durch Verluste aufgezehrt, so dass der vermeintliche Schutz eines festen Grundkapitals nicht zum Tragen kommt.⁵⁹⁵

2. Rechnungslegung

Nicht zu vernachlässigen im Bereich des Gläubigerschutzes sind die Bilanzierungsvorschriften. So dient die Aufstellung der Bilanz der Selbstinformation des Kaufmanns über die finanzielle Lage seines Unternehmens, um dessen Bestand und damit zumindest mittelbar den Gläubiger vor unvorsichtigem Geschäftsgebaren zu schützen, so dass sich dieser Zweck der Bilanz unter dem Stichwort Schuldendeckungskontrolle verorten lässt.⁵⁹⁶ Aus der Haftungsbegrenzung auf das Gesellschaftsvermögen resultiert die Notwendigkeit, dafür Sorge zu tragen, dass das von der Gesellschaft aufgenommene Fremdkapital nicht als Gewinn ausgewiesen und an die Gesellschafter abgeführt werden kann: diesem Zweck dient die Bilanzfunktion der „Ausschüttungssperre“.⁵⁹⁷

Darüber hinaus helfen Rechnungslegung und Publizität dem vertraglichen Gläubiger, sich ein Bild von seinem zukünftigen Schuldner zu machen, so dass Informationsasymmetrien abgebaut werden können.

⁵⁹¹ Krüger, Mindestkapital und Gläubigerschutz, S. 48 u. 232 mwN in Fn. 118 u. 1634; Drygala, ZGR 2006, S. 587 (596); Kleindiek, ZGR 2006, S. 335 (343); Lutter, Festschrift für Stiefel, S. 505 (505); Ders., ZGR Sonderheft 17, S. 1 (3); Priester, DB 2005, S. 1315 (1317); Seibert BB 2005, S. 1061 (1061).

⁵⁹² Vgl. zusammenfassend für die GmbH Kleindiek, ZGR 2006, S. 335 (337f); Drygala, ZGR 2006, S. 587 (587f/590f).

⁵⁹³ Vgl. Drygala, ZGR 2006, S. 587 (590-591).

⁵⁹⁴ Eisenhardt, Gesellschaftsrecht, S. 281 Rn. 491.

⁵⁹⁵ Kübler, Capital Markets and Company Law, S. 95 (100-101).

⁵⁹⁶ Kübler, Gesellschaftsrecht, S. 259.

⁵⁹⁷ Kübler, ZHR 1995, S.551 (552).

3. Zusammenfassung

Nach diesem Überblick über die Verwirklichung des Gläubigerschutzes nach geltendem Recht bleibt festzustellen, dass das System eines festen Grundkapitals in Verbindung mit den strengen Kapitalaufbringungs- und Erhaltungsvorschriften als Kernelement des deutschen Gläubigerschutzes zu bezeichnen ist.⁵⁹⁸

III. Gläubigerschutz durch die Satzungsstrenge

1. Mittelbare Wirkungsweise

Nachdem dargestellt wurde mit welchen Risiken sich Gläubiger einer Aktiengesellschaft konfrontiert sehen und wie mit einem System festen Grundkapitals diese Risiken nach geltendem Recht gemildert werden sollen, bleibt zu klären, welchen Beitrag § 23 V AktG im Rahmen dieser Gläubigerschutzkonzeption leistet.

Auf der Hand liegt, dass wie im Bereich des Anlegerschutzes eine mittelbar gläubigerschützende Wirkung der Satzungsstrenge in Betracht kommt. Da eine Abweichung vom AktG nach § 23 V AktG nur dort möglich ist, wo dies explizit zugelassen ist, erklärt die Satzungsstrenge auch sämtliche Vorschriften gläubigerschützenden Inhalts, insbesondere solche zur Kapitalaufbringung und –erhaltung, grundsätzlich für zwingend. Welcher Grad an Gläubigerschutz erreicht wird, bestimmt sich dann aber in erster Linie nach dem Inhalt der einzelnen aktienrechtlichen Regelungen, also beispielsweise nach der inhaltlichen Ausgestaltung der Kapitalerhaltungsvorschriften. Die Funktion des § 23 V AktG beschränkt sich insoweit darauf klarzustellen, dass die in Rede stehenden aktienrechtlichen Vorschriften zwingender Natur sind.

Ein Plädoyer für die Satzungsstrenge, gestützt einzig auf deren mittelbare Auswirkung auf den Gläubigerschutz, scheint hier noch weniger zu tragen als im Bereich des mittelbaren Anlegerschutzes. Dies verdeutlicht ein Blick in das GmbHG. Die Finanzverfassung der GmbH als einer Kapitalgesellschaft ist auf die Aufbringung und Erhaltung eines Stammkapitals ausgerichtet.⁵⁹⁹ Auch dort ist im Interesse der Gläubiger die Haftungsbegrenzung auf das Gesellschaftsvermögen (§ 13 II GmbHG) nur durch strenge Kapitalaufbringungs- und –erhaltungsvorschriften zu rechtfertigen.⁶⁰⁰ Das GmbHG sorgt durch zwingende Regeln für eine effektive Aufbringung des Stammkapitals (§§ 7, 19 GmbHG) und sichert die Kapitalerhaltung durch Ausschüttungssperren (§§ 30f. GmbHG).⁶⁰¹

⁵⁹⁸ Vgl. Kübler/Assmann, Gesellschaftsrecht, § 14 III S. 179.

⁵⁹⁹ Schmidt, Gesellschaftsrecht, S. 994; Hueck/Fastrich, Baumbach/Hueck GmbHG, § 5 Rn. 2.

⁶⁰⁰ Vgl. Schmidt, Gesellschaftsrecht, S. 1112 ff; Hueck/Fastrich, Baumbach/Hueck GmbHG, Einl. Rn. 27.

⁶⁰¹ Schmidt, Gesellschaftsrecht, S. 994.

Intention dieser Regelungen ist wie im Aktienrecht der Gläubigerschutz.⁶⁰² Anders als das AktG enthält das GmbHG aber keine dem § 23 V AktG vergleichbare Vorschrift. Der aktienrechtlichen Satzungsstrenge steht die Gestaltungsfreiheit als Grundprinzip des GmbH-Rechts gegenüber.⁶⁰³ Wenn aber beiden Gesellschaftsformen grundsätzlich das gleiche Problem – Gläubigerschutz bei Haftungsbegrenzung auf das Gesellschaftsvermögen – anhaftet, und der grundsätzlich gleiche Lösungsweg – Erhaltung eines Grund- oder Stammkapitals als Haftungsmasse – gewählt wird, offenbart dies, dass die Satzungsstrenge für den Gläubigerschutz nur eine untergeordnete Rolle spielen kann.

Dagegen mag man einwenden, dass trotz der identischen Grundidee im Bereich des Gläubigerschutzes, dieser in der GmbH anscheinend schlechter funktioniert, da die Zahl der Insolvenzen von GmbHs im Verhältnis zu denen von Aktiengesellschaften wesentlich höher ist.⁶⁰⁴ Zu denken wäre folglich daran, diese höhere Insolvenzanfälligkeit auf das Fehlen der Satzungsstrenge zurückzuführen, und auf diese Weise die Bedeutung derselben für den Gläubigerschutz zu belegen. Wenn diese Entwicklung aber überhaupt auf eine unterschiedliche Gestaltung von GmbHG und AktG zurückzuführen ist, dann liegt es wohl näher, dies auf das Fehlen bestimmter gläubigerschützender Regelungen, welche im Aktienrecht vorhanden sind –z.B. die Pflicht zur Bildung von Rücklagen § 150 AktG (sog. erweiterter Garantiefonds), Vermögensbindung des gesamten Vermögens bei der AG-, zu stützen.⁶⁰⁵ Festzuhalten ist daher, dass im Aktienrecht der Schutz der Gläubiger in Bezug auf Verluste der Gesellschaft strenger ausgestaltet ist als bei der GmbH, die beispielsweise über kein gesetzliches angeordnetes zusätzliches Ergänzungskapital verfügt.⁶⁰⁶ Damit steht aber ebenfalls fest, dass dieser strenger ausgestaltete Gläubigerschutz einzig von der entsprechend strengeren Ausgestaltung der einzelnen Normen herrührt und in keinem Zusammenhang mit der grundsätzlichen Entscheidung zwischen Gestaltungsfreiheit im GmbHG und der Satzungsstrenge im AktG steht.

Anlass an dieser Aussage zu zweifeln, könnte eine Rückbesinnung auf die Überlegungen zum Anlegerschutz geben. Dort wurde ein durch die Satzungsstrenge erreichter „Standardisierungseffekt“ ausgemacht.

Fraglich ist, ob diese Überlegungen auch im Bereich des Gläubigerschutzes fruchtbar zu machen sind.

⁶⁰² Hueck/Fastrich, Baumbach/Hueck GmbHG, Einl. Rn. 27.

⁶⁰³ Hommelhoff, Das System der Kapitalgesellschaften im Umbruch – ein internationaler Vergleich, S. 48.

⁶⁰⁴ Vgl. Klose-Mokroß, Gläubigerschutz im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 73.

⁶⁰⁵ Vgl. hierzu Roth, das System der Kapitalgesellschaften im Umbruch – ein internationaler Vergleich, S. 4 ff.

⁶⁰⁶ Klose-Mokroß, Gläubigerschutz im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 72.

2. Standardisierung zum Schutz vertraglicher Gläubiger

1) Ausgangslage

Der Nutzen dieses hier so genannten Standardisierungseffekts beruht im Rahmen des Anlegerschutzes darauf, dass sich eine dezidierte Überprüfung der Satzung im Rahmen der Investitionsentscheidung erübrigt. Auf diese Weise können Transaktionskosten vermieden werden und zwischen den Vertragspartnern bestehende Informationsasymmetrien spielen insoweit keine Rolle. Aus diesen Vorbemerkungen wird aber klar, dass der Standardisierungseffekt für den Gläubigerschutz -wenn überhaupt- nur für die vertraglichen Gläubiger eine Rolle spielen kann. Denn ein gesetzlicher Gläubiger, insbesondere ein Deliktsgläubiger kann sich seinen Schuldner nicht aussuchen. Überträgt man den Standardisierungsgedanken auf den Gläubigerschutz, bedeutet dies, dass der Gläubiger einer AG immer mit dem gleichen Maß an gesetzlich vorgeschriebenem Gläubigerschutz als Minimum rechnen kann. Die mit einer Standardisierung verbundenen Vorteile können die Gläubiger aber nur in vollem Umfang realisieren, wenn sie auf eine zusätzliche Kosten verursachende und über den gesetzlichen Standard hinausgehende Sicherung verzichten. D.h. Standardisierung enthält einen Anreiz, eine zusätzliche Absicherung der Forderung über Hypotheken, Bürgschaften etc. zu unterlassen, um die Entstehung von mit diesen Sicherungsmitteln zwangsläufig einhergehenden Transaktionskosten zu verhindern.

Ferner ist zu berücksichtigen, dass für den Fall, dass eine Kreditgewährung individualvertraglich –also insbesondere nicht über Anleihen etc.- vereinbart wird, die Absicherung des Rückzahlungsanspruchs nur einen Aspekt der vertraglichen Regelung darstellen wird, so dass ohnehin Transaktionskosten entstehen werden. Mithin ist fraglich inwieweit dann eine Standardisierung, die anders als im Bereich des Anlegerschutzes nur auf einen Aspekt der „Vertragsbeziehung“ beschränkt ist, tatsächlich einen Vorteil bringt.

Zu bedenken bleibt des Weiteren, dass ein Anreiz, eine individuelle Absicherung des Rückzahlungsanspruchs im Vertrauen auf ein festes Grundkapital zu unterlassen, dann als problematisch anzusehen ist, wenn der gesetzlich gewährte Gläubigerschutz keinen effizienten Schutz entfalten kann.

Denkbar ist aber auch, und es scheint anhand der geltenden Sicherungspraxis nahe liegend, dass die Gläubiger dem gesetzlichen Schutz nicht vertrauen und sich zusätzlich absichern. Dann wären die im Zusammenhang mit der Aufbringung und Erhaltung des Grundkapitals entstehenden Kosten zumindest aus der Sicht des Gläubigerschutzes vergebens aufgewendet.

Ob eine über die Satzungsstrenge erreichte Standardisierung des Gläubigerschutzes wirklich hilfreich ist, oder eher kontraproduktiv wirkt, lässt sich nur klären, wenn man untersucht, ob

der über die zwingenden Kapitalaufbringungs- und –erhaltungsvorschriften erreichte Schutz ausreichend ist.

Man mag an dieser Stelle einwenden, dass die Gefahr eines nicht ausreichenden Schutzes durch den gesetzlichen Standard im Bereich des Anlegerschutzes, im Gegensatz zu den hier gemachten Ausführungen, nicht ins Feld geführt wurde. Der wesentliche Unterschied, der hier im Vergleich zu der Auswirkung der Standardisierung auf den Anlegerschutz sichtbar wird, liegt in den unterschiedlichen Ausgangspositionen begründet. Beim Anlegerschutz besteht seitens des Anlegers in einer börsennotierten AG faktisch nicht die Möglichkeit auf Grund persönlicher Einflussnahme die Satzung zu seinen Gunsten zu beeinflussen, so dass eine Standardisierung, selbst wenn sie hinter dem aus Anlegersicht wünschenswerten zurückbleibt, zumindest den Vorteil der leichteren Vergleichbarkeit und damit einer „schlanken“, relativ kostengünstigen Entscheidung bietet. Die Situation für den Großteil der vertraglichen Gläubiger ist aber eine grundlegend andere. Für diese ist nämlich eine Anpassung der Vertragsbedingungen an das Risiko über die Zinsrate oder die Einforderung von Sicherheiten durchaus möglich. Voraussetzung ist die ausreichende Information über den zukünftigen Vertragspartner, so dass keine Informationsasymmetrien bestehen. Hier helfen die Vorschriften zur Rechnungslegung und Publizität.

Damit stellt sich an dieser Stelle doch noch die Frage nach dem Nutzen eines Systems mit festem Grundkapital und der damit verbundenen Vorschriften für den Gläubigerschutz.

2) *Nutzen des Standards für den Gläubigerschutz*

a) Grundkapital als Haftungsfonds

Oben wurde festgestellt, dass das Grundkapital das notwendige Äquivalent zur Haftungsbegrenzung auf das Gesellschaftsvermögen darstellt. Es wird sichergestellt, dass das Grundkapital tatsächlich aufgebracht wird und nicht an die Gesellschafter zurückgezahlt wird. Das Grundkapital soll als „Kissen“ oder Finanzpolster dienen, welches den Gläubigern auch dann Befriedigung gewähren soll, wenn die Gesellschaft Verluste erlitten hat.⁶⁰⁷ Insoweit ist jedoch, hinsichtlich der Verpflichtung ein Mindestkapitals i.H.v. € 50.000 aufzubringen, anzumerken, dass dieser gesetzlich festgesetzte Betrag keine Rückkopplung an den jeweiligen Geschäftszweck oder –umfang erfährt, so dass er unabhängig vom unterschiedlichen Insolvenzrisiko verschiedener Unternehmungen immer gleich bleibt.⁶⁰⁸ Für die meisten Gesellschaften dürfte dieser Betrag allerdings nicht ausreichen, um den Eigenkapitalbedarf zu

⁶⁰⁷ Kübler, ZHR 1995, S. 550 (555).

⁶⁰⁸ Drygala, ZGR 2006, S. 587 (590), Schön, ZHR 166 (2002), S. 1 (1 u. 3).

decken.⁶⁰⁹ Neben diesem Einwand gegen die gesetzliche Festschreibung eines unflexiblen Mindestnennkapitals begegnet das System eines festen Grundkapitals unter dem Aspekt der Bereitstellung eines Haftungsfonds noch einem grundsätzlichen Einwand. Die Kapitalaufbringungs- und -erhaltungsvorschriften können es unabhängig von der Höhe des satzungsmäßig festgelegten Kapitals nicht verhindern, dass die Gesellschaft Verluste erwirtschaftet.⁶¹⁰ Sie betreffen lediglich die Verhinderung von Manipulationen der Anteilseigner in dem Sinne, dass die von ihnen versprochenen Beiträge der Gesellschaft auch tatsächlich zu Gute kommen bzw. nicht wieder zurückfließen.⁶¹¹ Es sind aber nicht die Manipulationen bei der Kapitalaufbringung und -erhaltung, sondern zu spät erkannte Fehlentscheidungen im Unternehmen, die in der Regel zu so dramatischen Einbrüchen führen, dass ein das halbe Grundkapital übersteigender Verlust erreicht ist.⁶¹²

Mithin schützt auch ein oberhalb des Mindestnennkapital angesetztes Grundkapital die Gesellschaftsgläubiger nicht zwangsläufig, da auch in diesem Fall nur feststeht, dass der Betrag einmal aufgebracht wurde, nicht dass er noch vorhanden ist.⁶¹³

b) Verlustpufferfunktion

Wie oben bereits erwähnt soll dem festen Grundkapital auch eine Verlustpufferfunktion zukommen, da es eine hohe Eigenkapitalquote bedinge, so dass entsprechend höhere Verluste kompensiert werden können, bevor es zu einer die Insolvenzantragspflicht auslösenden Überschuldung kommt.⁶¹⁴ In diesem Zusammenhang wirkt sich positiv aus, dass Eigenkapital in Verlustsituationen für die Gesellschaft wesentlich billiger ist und somit nicht zu weiteren Anspannung der Lage beiträgt.⁶¹⁵ Ferner dient die Eigenkapitalquote als Standardkriterium im Rahmen der Kreditentscheidung der Banken und wirkt vertrauensfördernd bei Dritten, da die als besser informiert geltenden Anteilseigner ihr Vertrauen in die Leistungsfähigkeit des Unternehmens unter Beweis stellen, so dass die Aufnahme von Fremdkapital erleichtert wird. Dadurch wird wiederum das Risiko einer Insolvenz auf Grund von Illiquidität gesenkt.⁶¹⁶ Diese dem Eigenkapital eine Insolvenzrisiko reduzierende Wirkung zuschreibende Auffassung ist jedoch nicht unumstritten. Ein solch eindeutiger Zusammenhang zwischen

⁶⁰⁹ Drygala, ZGR 2006, S. 587 (590); Krüger, Mindestkapital und Gläubigerschutz, S. 213.

⁶¹⁰ Drygala, ZGR 2006, S. 587 (593); Heidinger, DNotZ 2005, 97 (104); Philipp/Weber, DB 2006, S. 142 (145); Krüger, Mindestkapital und Gläubigerschutz, S. 217-218.

⁶¹¹ Klose-Mokroß, Gläubigerschutz im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 63; Krüger, Mindestkapital und Gläubigerschutz, S. 217-218.

⁶¹² Schuster, AG 1998, S. 379 (380); Klose-Mokroß, Gläubigerschutz im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 63.

⁶¹³ Drygala, ZGR 2006, S. 587 (593).

⁶¹⁴ Klose Mokroß, Gläubigerschutz im Kapitalgesellschaftsrecht, S.64; Bak, Aktienrecht zwischen Markt und Staat, S. 243.

⁶¹⁵ Kose-Mokroß, Gläubigerschutz im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 64.

⁶¹⁶ Vgl. Klose-Mokroß, Gläubigerschutz im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 65 m.w.N..

Eigenkapitalhöhe und Insolvenzrisiko lässt sich auf Grund mangelnder Messbarkeit des Insolvenzrisikos nicht mit der behaupteten Sicherheit nachweisen.⁶¹⁷ Zwar wird nicht bestritten, dass unmittelbar vor der Insolvenz die Unternehmen immer unterkapitalisiert sind.⁶¹⁸ Es wird aber hervorgehoben, dass die Unterkapitalisierung nur die Begleiterscheinung einer anderen Insolvenzursache, nämlich dem Versagen des Managements, ist.⁶¹⁹ Dieser Einwand ist aber nicht entscheidend. Vielmehr ist zu bedenken, dass die Vorschriften zum vorgeschriebenen Grundkapital nicht automatisch eine für das jeweilige Unternehmen wünschenswerte (hohe) Eigenkapitalquote (Verlustpuffer) vorschreiben. Das gesetzlich vorgeschriebene Grundkapital für eine AG in Höhe von 50.000 € (§ 7 AktG) führt bei den meisten Aktiengesellschaften gemessen am Geschäftszweck und –umfang nicht zu einer als luxuriös zu bezeichnenden Eigenkapitalausstattung.⁶²⁰ So lange aber nicht sichergestellt ist, dass das mindest Garantiekapital dem Geschäftszweck und –umfang angepasst ist, läuft die oben angeführte Argumentation ins Leere.⁶²¹

c) Reinternalisierung des Geschäftsrisikos

Eine verhaltenssteuernde Wirkung wird dem System eines festen Grundkapitals unter dem Stichwort der Reinternalisierung des Geschäftsrisikos zugesprochen. Verleitet die durch die Haftungsbeschränkung bedingte Verlagerung des Geschäftsrisikos von den Gesellschaftern auf die Gläubiger diese dazu, erhebliche wirtschaftliche Risiken einzugehen, soll dieses Risiko reduziert werden, indem über die Nachrangigkeit der Eigenkapitalforderung ein Anreiz geschaffen wird, solche Risiken nicht einzugehen. Problematisch ist an dieser Annahme zum einen, dass dieser Anreiz schwächer wird, sobald eine Krise eintritt oder sich verstärkt. In dieser Situation haben die Gesellschafter nichts oder nicht mehr viel zu verlieren, können aber alles gewinnen. Die Risikobereitschaft dürfte in diesem Fall folglich sogar steigen. Ferner unterstellt die Annahme, dass die Gesellschafter die Geschäftsführung bestimmen. Diese Annahme dürfte, wie oben bereits erläutert, wegen der Aufgabenteilung zwischen den verschiedenen Organen der Aktiengesellschaft - insbesondere der grundsätzlichen Unzuständigkeit der Hauptversammlung für die Geschäftsführung (§ 119 II AktG) – in den meisten Fällen, vor allem aber für große Publikumsgesellschaften, unzutreffend sein.⁶²²

⁶¹⁷ Bauer, Gläubigerschutz, S. 113.

⁶¹⁸ Bak, Aktienrecht zwischen Markt und Staat, S. 243.

⁶¹⁹ Bak, Aktienrecht zwischen Markt und Staat, S. 243 m.w.N..

⁶²⁰ Krüger, Mindestkapital und Gläubigerschutz, S. 220 m.w.N..

⁶²¹ So schon Krüger, Mindestkapital und Gläubigerschutz, S. 220-221.

⁶²² So auch Krüger, Mindestkapital und Gläubigerschutz, S. 231.

d) Seriositätsschwelle

Zu guter Letzt wird dem Mindestkapital zugesprochen, dass es als „Seriositätsschwelle“ unlautere nicht ernsthafte Gesellschaftsgründungen verhindere.⁶²³ Angenommen wird folglich, dass der im Rahmen der Gründung aufzubringende Kapitalbetrag von der Gründung unseriöser Gesellschaften abhält. Das schneidige Kapitalaufbringungs- und Erhaltungsrecht ist folglich der für die Haftungsbegrenzung auf das Gesellschaftsvermögen zu zahlende Preis.⁶²⁴ Zu berücksichtigen ist insoweit aber, dass nicht auf das Mindestnennkapital in voller Höhe (50.000 €) abgestellt werden kann, sondern nur auf den Betrag der tatsächlich vor der Eintragung in das Handelsregister zu leisten ist. Denn wer eine unseriöse Gründung beabsichtigt, wird sich von eventuell entstehenden Zahlungsverpflichtungen nicht abschrecken lassen.⁶²⁵ Für eine Bargründung ist in diesem Fall wegen §§ 36 II, 36a I AktG aber nur ein Betrag i.H.v. 12.500 € aufzubringen. Dieser Umstand relativiert die Annahme von der Funktion des Mindestkapitals als Seriositätsschwelle erheblich. Ferner darf nicht vergessen werden, dass diese Funktion nur im Fall einer von vornherein geplanten unseriösen Gründung zum Tragen kommt. Der viel wahrscheinlichere Fall, die Absicherung der Forderung des Gesellschaftsgläubigers in einer Krise beruhend auf unternehmerischen Fehlentscheidungen, fällt nicht in den Anwendungsbereich dieser Seriositäts-Funktion.

3) Zusammenfassung

Im Ergebnis kann eine gläubigerschützende Wirkung des gesetzlich vorgeschriebenen Garantiekapitals zumindest insoweit, als dass es eines darüber hinausgehenden Selbstschutzes nicht bedürfe, nicht festgestellt werden. Dies soll nicht bedeuten, dass das bestehende System eines festen Mindestgrundkapitals zwingend abzuschaffen ist, weil ihm keinerlei Funktion zukäme. Festgehalten werden soll nur, dass es darüber hinaus einer Eigeninitiative der Gläubiger –soweit überhaupt möglich– bedarf. Diese Auffassung scheint sich auch im Geschäftsverkehr durchgesetzt zu haben, wie die weit verbreitete Sicherungspraxis erahnen lässt.⁶²⁶ Wenn aber der gesetzlich gewährte Standard-Gläubigerschutz nicht ausreicht und von der Praxis durch Eigeninitiative ergänzt wird, ist auch nicht ersichtlich, warum der durch die Satzungsstrenge eingeführte Standard aus der Sicht des Gläubigerschutzes vorteilhaft sein sollte. Wie oben festgestellt wurde, besteht sogar eher noch die Gefahr, dass Gläubiger dazu verleitet werden könnten, sich nur auf die unzureichende gesetzliche Regelung zu verlassen.

⁶²³ Dazu ausführlich Krüger, Mindestkapital und Gläubigerschutz, S. 232 ff.

⁶²⁴ Vgl. Lutter, AG 1998, S: 375 (375): „das Privileg „Freistellung von Haftung“ sollte mit einem Minimum seriöser Eigenleistung verdient werden.“

⁶²⁵ Vgl. Krüger, Mindestkapital und Gläubigerschutz, S. 235.

⁶²⁶ Vgl. hierzu ausführlich Klose-Mokroß, Gläubigerschutz im Kapitalgesellschaftsrecht, S. 93 ff.

3. Schutz gesetzliche Gläubiger durch § 23 V AktG

Da gesetzliche Gläubiger nicht aus einer freien Entscheidung heraus Gläubiger geworden sind, kann die Satzungsstrenge für diesen Gläubigertyp nur einen mittelbaren Schutz durch die zwingende Ausgestaltung einzelner Schutz vermittelnder Vorschriften gewähren. Entscheidend ist folglich die gläubigerschützende Qualität der einzelnen Norm. Insoweit gelten die oben zum Gläubigerschutz durch Mindestkapital, Kapitalaufbringungs- und -erhaltungsvorschriften gemachten Ausführungen entsprechend. Wie man aber letztlich diese Vorschriften beurteilt, ist für die Diskussion um die Satzungsstrenge nicht entscheidend. Wie der oben ebenfalls schon erwähnte Blick in das GmbH-Recht eindrucksvoll beweist, legitimieren Aspekte des Gläubigerschutzes nicht die Absage an die Gestaltungsfreiheit, wie sie durch die aktienrechtliche Satzungsstrenge erfolgt. Wie gesetzliche Gläubiger zu schützen sind, da ihnen vertragliche Sicherungsmittel nicht zur Verfügung stehen, ist zwar ein Problem. Dies wird aber sicher nicht von der Diskussion um die Abschaffung der Satzungsstrenge tangiert.

IV. Zusammenfassung: Gläubigerschutz durch § 23 V AktG

Zusammenfassend bleibt festzustellen, dass eine Legitimation des § 23 V AktG unter Hinweis auf den Gläubigerschutz nicht trägt. Zwar ist nicht abzustreiten, dass über diese Vorschrift etwa die Kapitalaufbringungs- und -erhaltungsvorschriften zwingend ausgestaltet werden. Ein Vergleich mit dem Recht der GmbH zeigt aber, dass dieser Umstand keine satzungsstrenge Ausgestaltung der Rechtsform Aktiengesellschaft rechtfertigt.

Soweit man im Rahmen des Gläubigerschutzes von einer über die Satzungsstrenge erzeugten Standardisierung hinsichtlich Kapitalausstattung und -erhaltung sprechen möchte, ist zu berücksichtigen, dass der hinsichtlich des Anlegerschutzes als positiv bewertete Standardisierungseffekt hier die Gefahr einer unzureichenden Eigensicherung der Gläubiger im Vertrauen auf den gesetzlich gewährleisteten Schutz in sich birgt. Mit einem Verweis auf die gläubigerschützende Wirkung der Satzungsstrenge lässt sich ein Festhalten an derselben folglich nicht begründen.

G. Kritische Würdigung der Rechtssicherheits-Legitimation

In der Literatur wird teilweise vertreten, dass § 23 V AktG einen großen Beitrag zur Rechtssicherheit leistet. Die Existenz dieser Vorschrift soll demzufolge unter Hinweis auf den so erzielten Gewinn an Rechtssicherheit legitimiert werden. Die dahinter stehende Überlegung stellt sich, wie bereits erwähnt, wie folgt dar: Wenn § 23 V AktG die Frage nach

dem zwingenden oder nachgiebigen Charakter aktienrechtlicher Normen nicht in eindeutiger Weise vorweg entschiede, müsste die Antwort auf sie für jede einzelne Vorschrift des Aktiengesetzes auf dem Wege der Auslegung gefunden werden.⁶²⁷ Bei Bejahung der Dispositivität der betreffenden Norm müsste weiter untersucht werden, ob die in der Satzung getroffene konkrete Regelung den Anforderungen übergeordneter allgemeinrechtlicher wie speziell gesellschaftsrechtlicher Grundsätze standzuhalten vermag.⁶²⁸ Die dadurch entstehende Einbuße an Rechtssicherheit und Vorausberechenbarkeit der rechtlichen Verhältnisse wäre in Anbetracht der mit Sicherheit vorauszusehenden Vielfalt divergierender Ansichten, denen gegenüber jeweils letztlich erst eine höchstrichterliche Entscheidung (wenigstens vorläufig) Klärung bringen könnte, beträchtlich.⁶²⁹

Zuzustimmen ist dem sicherlich insoweit, als dass durch zwingendes Recht Rechtssicherheit erzeugt wird. Durch die ausdrückliche Vorgabe von gesetzgeberischen Regeln setzt der Gesetzgeber einen Rahmen, innerhalb dessen ein erleichterter methodischer Begründungsmechanismus abläuft.⁶³⁰ Hierin kommt der Aspekt der Rechtssicherheit zum Ausdruck, der primär durch Regeln verwirklicht wird, die ausdrücklich und positiv festgelegt sind.⁶³¹

Die Rechtsanwender wären ansonsten im Unklaren darüber, welche Regeln mit Sicherheit Geltung besitzen.⁶³² Fraglich ist jedoch, warum § 23 V AktG insoweit unverzichtbar sein soll. Die Vertreter der hier diskutierten Auffassung verweisen, wie bereits dargelegt, darauf, dass ansonsten jede einzelne Vorschrift des Aktienrechts daraufhin untersucht werden müsste, ob sie einen zwingenden oder dispositiven Charakter aufweist, was wegen verschiedener Auslegungsmöglichkeiten zu Rechtsunsicherheit führen müsste. Für die Frage, ob eine Vorschrift zwingend oder abdingbar ist, kann die Formulierung des Gesetzes von Bedeutung sein, so dass die Auslegungsproblematik umgangen wird.⁶³³ Eindeutig ist der zwingende Charakter einer Vorschrift, wenn das Gesetz hinzufügt, dass eine abweichende Vereinbarung nichtig oder unwirksam sei.⁶³⁴ Mithin kann die von den Vertretern des Rechtssicherheitsarguments angeführte Auslegungsproblematik umgangen werden, indem die einzelne Vorschrift, welche unabdingbar sein soll, entsprechend eindeutig formuliert wird.

⁶²⁷ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 167; Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 46; Raiser, Kapitalgesellschaften, § 9 Rn. 21.

⁶²⁸ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 167; Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 46.

⁶²⁹ Röhrich, GK AktG, § 23 Rn. 167; Bendfeld, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit, S. 46.

⁶³⁰ Beier, Regelungsauftrag, S. 45; Fikentscher, Methoden des Rechts, Bd. IV S. 307.

⁶³¹ Beier, Regelungsauftrag, S. 45.

⁶³² Beier, Regelungsauftrag, S. 45.

⁶³³ Vgl. Larenz/Wolf, BGB AT, § 3 Rn. 103 S. 70.

⁶³⁴ Larenz/Wolf, BGB AT, § 3 Rn. 103 S. 70.

Eine zwingende Notwendigkeit an der Regelung des § 23 V AktG festzuhalten, lässt sich aus dem Rechtssicherheitsargument folglich nicht herleiten.

H. Alternativen zur Satzungsstrenge

Bisher wurde festgestellt, dass die Installation der aktienrechtlichen Satzungsstrenge ausschließlich unter dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes gerechtfertigt werden kann. Eine Legitimation unter Hinweis auf den Gläubigerschutz oder die Rechtssicherheit scheidet, wie gerade dargelegt, aus. Der Nutzen, den § 23 V AktG dem Anlegerschutz gewährt, ist zum einen in der Erzeugung des Standardisierungseffekts und zum anderen in der Ausgestaltung einzelner aktienrechtlicher Regelungen als zwingend zu sehen.

Es bleibt allerdings zu klären, ob dieser Nutzen einzig und allein durch die Satzungsstrenge erzeugt werden kann, oder nicht auch die Gestaltungsfreiheit weniger beschränkende Mechanismen das Gleiche zu leisten vermögen.

I. Standardisierung über Marktmechanismen (börsennotierte AG)

Verkürzt dargestellt, gewährt der über § 23 V AktG erzeugte Standardisierungseffekt Kapitalmarktfunktionenschutz, indem er die Anzahl der im Rahmen der Anlageentscheidung zu berücksichtigen Parameter reduziert, somit Informationsasymmetrien vorbeugt und damit einem Marktversagen entgegenwirkt.

Soll ein entsprechender Standardisierungseffekt über andere Mechanismen als die Satzungsstrenge erzielt werden, müssten solche in der Lage sein, die aufgrund von Informationsasymmetrien existenten ex ante Anlegerrisiken zu eliminieren.

Von besonderem Interesse sind insoweit bestehende Marktmechanismen. Der Gedanke hierbei ist, dass eine Aktiengesellschaft einer ganzen Reihe von marktbedingten Einflüssen ausgesetzt ist, die kontrollierend auf ihr Verhalten respektive auf das ihres Managements einwirken.⁶³⁵ Da Marktmechanismen Aktivität seitens der Aktionäre nicht erfordern, entstehen keine Transaktionskosten.⁶³⁶

In Frage steht mithin die Aufgabe der Satzungsstrenge im Vertrauen auf die anlegerschützende Wirkung von Marktprozessen.⁶³⁷ Denn dort, wo der Markt das Gleiche oder annähernd das Gleiche zu leisten im Stande ist wie bislang die Rechtsordnung, können

⁶³⁵ Vgl. Ridder-Aab, Die moderne Aktiengesellschaft, S. 91.

⁶³⁶ Ridder-Aab, Die moderne Aktiengesellschaft, S. 91.

⁶³⁷ So Spindler, AG 1998, S. 53 (59); Ehrhardt/Nowak, AG 2002, S. 336 (338); dazu Kallfass, Kapitalmarktkoordination, S. 1: „Der Kapitalmarkt, auf dem Beteiligungstitel der Unternehmen gehandelt werden, kontrolliere mit seinen wettbewerblichen Mechanismen das Verhalten der Unternehmensleitungen.....“

gesellschaftsrechtliche Schutzinteressen zurückgenommen werden.⁶³⁸ Die hier aufgezeigte Fragestellung weist Parallelen zu der in den Vereinigten Staaten unter dem Stichwort „state competition in corporate law“ geführten Debatte auf. Dort geht es um die Frage, ob der Gesetzgebungswettbewerb zwischen den einzelnen Bundesstaaten, welche die Gesetzgebungszuständigkeit im Bereich des „corporate law“ besitzen, zu einem „race for the top“ oder zu einem „race for the bottom“ hinsichtlich des Schutzes von Anlegern und mit der Gesellschaft in Kontakt kommenden Dritten führt.⁶³⁹ Nun liegt dieser Arbeit nicht die Frage zu Grunde, ob ein solcher Wettbewerb unter den Bundesländern im Bereich des Gesellschaftsrechts hinsichtlich der angesprochenen Themen wünschenswert wäre oder nicht. Diese Frage stellt sich schon aus verfassungsrechtlicher Sicht in Deutschland nicht. Vielmehr steht hier in Rede, ob durch die Satzungsstrenge als zwingend ausgestaltetes Gesellschaftsrecht zu Gunsten der Gestaltungsfreiheit der einzelnen Gesellschaften aufgegeben werden kann und sollte. Damit stehen aber die „deutsche“ und die „US-amerikanische Debatte“ auf dem gleichen Fundament. Gibt man der einzelnen Gesellschaft die Möglichkeit zwischen verschiedenen gesetzlichen Rahmenbedingungen zu wählen (in den USA, indem die Gesellschaft in einen anderen Bundesstaat zieht; in der BRD durch freie Satzungsgestaltung), werden dann solche Regelungen gewählt, die Anleger und Dritte benachteiligen,⁶⁴⁰ so dass ein Marktversagen wahrscheinlich wird? Im Hinblick auf die Auswirkungen eines europäischen Wettbewerbs der Gesellschaftsrechte, hat der VII. Zivilsenat des BGH schon einen Standpunkt formuliert: Es sei davon auszugehen, dass sich „gerade die Rechtsordnung mit dem schwächsten Schutz dritter Interessen durchsetzen würde („race to the bottom“)“.⁶⁴¹ Auch hierin zeigt sich der Bezug zu der US-amerikanischen Debatte, so dass die dort angeführten Argumente im Folgenden teilweise zu übertragen sind. Marktmechanismen könnten demnach darauf hinwirken, dass auch bei gewährter Gestaltungsfreiheit anlegerschützende Satzungen geschaffen werden. Der über die Satzungsstrenge erreichte Standardisierungseffekt würde hier also nicht zwangsläufig über eine fast identische Ausgestaltung der Satzungen verschiedener Gesellschaften zu einer Reduktion der im Rahmen der Anlageentscheidung relevanten Parameter führen. Vielmehr würden verschieden ausgestaltete Satzungen im Ergebnis den gleichen Anlegerschutz gewähren, so dass die Satzung aus diesem Grund bei der Anlageentscheidung nach wie vor nicht berücksichtigt werden müsste.

⁶³⁸ Lutter, FS für Zöllner, Band I S. 363 (375).

⁶³⁹ Bebchuk, Harvard Law Review 105 (1992), S. 1435 (1437).

⁶⁴⁰ Hirte, ZGR Sonderheft 13 1998, S. 61 (74); Bebchuk, Harvard Law Review 105 (1992); S. 1435 (1496).

⁶⁴¹ BGH Beschluß v.30.3.2000, NZG 2000, S. 926 (927).

Der Annahme, dass Marktmechanismen dies zu leisten vermögen, liegt die folgende Überlegung zu Grunde. Würde sich auf dem Kapitalmarkt der anlegerschützende Charakter einer Satzung in einem höheren Preis für die zugehörige Aktie widerspiegeln, so würden sich, unter der Prämisse eines bestehenden Interesses an einem hohen Börsenwert seitens der Unternehmen, auch ohne zwingende Regeln, anlegerschützende Satzungen durchsetzen.⁶⁴² Selbstverständlich ist, dass eine so verstandene Standardisierung über Marktmechanismen nur für börsennotierte Gesellschaften –nur dort existiert ein Börsenwert- eine Alternative zu § 23 V AktG darstellen kann.

Ausschließlich auf die korrekte Bewertung der Satzung durch den Markt setzt eine Auffassung, die einen größeren Gestaltungsspielraum mit Hinweis auf das „Pricing-Argument“ fordert.⁶⁴³ Im Unterschied zu den oben angestellten Überlegungen wird darauf verwiesen, dass im Fall einer korrekten Bewertung durch den Markt der Anleger einen fairen Preis für die Aktie zahlt und insoweit das bekommt, wofür er gezahlt hat. Diese Herleitung zeigt aber schon die Schwäche des „Pricing Arguments“, welches nicht auf einen Anreiz-, sondern ausschließlich auf einen Fairnessgedanken setzt und somit nicht motivierend auf eine anlegerschützende Satzungsgestaltung hinwirkt. Damit handelt es sich aber nicht mehr um ein Mittel zur Gewährung von Anlegerschutz, sondern nur um ein Argument, mit dem die Schutzunwürdigkeit der Anleger für den Fall der Existenz informationseffizienter Märkte begründet werden soll. Vorliegend geht es aber um die Untersuchung alternativer Anlegerschutzkonzepte, so dass auf das „Pricing Argument“ nicht weiter einzugehen ist.

Zu klären bleiben die genauen Voraussetzungen, unter denen sich auf Grund von Marktmechanismen ausschließlich anlegerschützende, also insoweit standardisierte, Satzungen am Markt durchsetzen. Voraussetzungen für eine erfolgreiche Substitution der Satzungsstrenge durch Marktmechanismen sind, (i) dass ein Interesse an einem relativ hohen Aktienkurs besteht, und (ii) dass sich die Art der Satzungsgestaltung in der Preisbildung und damit letztendlich im Kurs der zugehörigen Aktie wieder findet. Ist dies der Fall, führt das Interesse an einem hohen Börsenwert dazu, dass der Anlegerschutz bei der Satzungsgestaltung Berücksichtigung findet.

⁶⁴² Vgl. Bebchuk, Harvard Law Review 105 (1992), S.1435 (1461): „When a rule is value-decreasing, so the argument goes, its adverse effect on shareholder value – operating through various market mechanisms – makes it on the whole unattractive to managers.“

⁶⁴³ Vgl. Eisenberg, Columbia Law Review 89 (1989), S.1461 (1514 f).

1. Interesse an einem hohen Börsenkurs

Offensichtlich ist, dass die Auswirkung der Satzungsgestaltung auf den Preis nur dann Einfluss auf die Gestaltung der Satzung hat, wenn die Personen, die über deren Ausgestaltung entscheiden, ein Interesse an hohen Aktienkursen haben. Folglich sind in einem ersten Schritt die Entscheidungsträger zu identifizieren. Dies sind immer die Gesellschafter. Unterstellt wird insoweit, dass die Kompetenz, über Satzungsänderungen zu entscheiden, bei der Hauptversammlung verbleibt.

Da vorliegend von börsennotierten Gesellschaften ausgegangen wird, bestehen zwei verschiedene Aktionärstypen. Zum einen diejenigen, die als Gründungsgesellschafter die Gesellschaft im Wege des „Going Public“ an die Börse bringen und ihre Anteile ganz oder teilweise veräußern und zum anderen solche Aktionäre, die in einer bereits börsennotierten Gesellschaft investiert sind und über eine Satzungsänderung zu entscheiden haben.

1) „Going Public“

Veräußern Aktionäre ihre Anteile, sind sie an einem hohen Kurs interessiert. Eine andere Möglichkeit von der Satzungsgestaltung zu profitieren, besteht für die ursprünglichen Gesellschafter nicht.⁶⁴⁴ Davon ist selbst dann auszugehen, wenn nicht sämtliche Aktien veräußert werden, da die „Verkäufer“ kein Interesse daran haben dürften, die Aktien zu einem niedrigeren Preis zu veräußern und ebenfalls den Kursverlust für die verbleibenden Aktien zu tragen. Führt eine anlegerschützende Satzung zu höheren Kursen, werden diese Aktionäre auf eine solche Satzung hinwirken.

2) *Notierte AG*

Auch die Aktionäre einer bereits börsennotierten Gesellschaft sind an einem hohen Kurs interessiert. Problematisch ist aber, dass ihnen zwar die Kompetenz zukommt, über Satzungsänderungen zu entscheiden, sie aber wegen der oben beschriebenen Collective-Action Problematik⁶⁴⁵ in der Ausübung dieses Rechts eingeschränkt sind.

Die Existenz des Collective-Action Problems wird soweit ersichtlich nicht bestritten. Gegensätzliche Einschätzungen existieren jedoch hinsichtlich der Fragestellung, welche Folgen für das Abstimmungsverhalten daraus abzuleiten sind. Nach einer Auffassung wird die rationale Apathie dazu führen, dass die Aktionäre sämtlichen Vorschlägen der Unternehmensleitung folgen, da sie ein Grundvertrauen in die Loyalität des Managements

⁶⁴⁴ Vgl. hierzu ausführlich Bebchuk, Harvard Law Review 102 (1989), S. 1820 (1825 ff).

⁶⁴⁵ Vgl. oben 1. Teil E. IV. 5. 2) b).

besitzen.⁶⁴⁶ Die Gegenauffassung geht davon aus, dass unter solchen Bedingungen überhaupt keine Stimmabgabe erfolgt oder dass gegen den Vorschlag gestimmt wird, zumindest sei eine Zustimmung nicht logisch nachvollziehbar.⁶⁴⁷ Diese Meinung kann sich auf den Ursprung der These von der rationalen Apathie berufen, welche aus den Politikwissenschaften stammt und dort zur Erklärung des Phänomens des nichtwählenden Bürgers herangezogen wird.

Dieser Streit kann im Rahmen dieser Arbeit nicht entschieden werden und ließe sich wohl - wenn überhaupt - nur durch empirische Untersuchungen lösen. Festzuhalten ist aber, dass nicht mit letzter Sicherheit angenommen werden kann, dass die Aktionäre in der Hauptversammlung anlegerfeindliche Satzungsänderungen verhindern. Folglich ist es nicht ausreichend, wenn auf Seiten der Aktionäre ein Interesse an hohen Aktienkursen besteht. Werden in der Hauptversammlung Satzungsänderungen, die von der Verwaltung vorgeschlagen werden, beschlossen, so ist es im Rahmen des hier diskutierten Modells erforderlich, dass auch diese an einem hohen Kurswert interessiert sind.

3) *Interesse der Unternehmensleitung an hohen Kursen*

Die Existenz eines solchen Interesses wird in der Literatur mit der Funktionsweise von verschiedenen Annexmärkten begründet. Diese sollen über die Kreation verschiedener Anreize ein Interesse des Managements an einem hohen Kurs der Aktie garantieren.⁶⁴⁸

a) Kapitalmarkt

Als Markt für Investitionskapital beeinflusst der Kapitalmarkt das Handeln der Unternehmensleitung ganz direkt dadurch, dass er die Bedingungen diktiert, zu denen die Gesellschaft extern Kapital aufnehmen kann, auf welches sie zur Finanzierung von in einer „wachsenden“ Wirtschaft überlebensnotwendigen Investitionen angewiesen ist.⁶⁴⁹

Hier soll ein Interesse des Managements an einem möglichst hohen Aktienkurs bestehen, da es für den gegenteiligen Fall niedriger Aktienkurse für die Aktiengesellschaft immer schwerer wird, gegen die am Kapitalmarkt vorhandene Vielzahl von alternativen Anlagemöglichkeiten um das benötigte Kapital zu konkurrieren.⁶⁵⁰ Niedrige Aktienkurse erhöhen folglich die Kapitalkosten der Gesellschaft. Dies gilt unabhängig davon, ob es um die Aufnahme von Eigen- oder Fremdkapital geht. Hinsichtlich der Eigenkapitalaufnahme gilt, dass zwar kein

⁶⁴⁶ So Gordon, Columbia Law Review 89 (1989), S. 1549 (1576).

⁶⁴⁷ Romano, Columbia Law Review 89 (1989), S. 1599 (1607).

⁶⁴⁸ So auch Assmann, GK AktG, Einl. Rn. 399.

⁶⁴⁹ Ridder-Aab, Die moderne Aktiengesellschaft, S. 110.

⁶⁵⁰ Vgl. Easterbrook/Fischel, Columbia Law Review 89 (1989), S. 1416 (1430): „.....the firms that pick the wrong terms will fail in competition with other firms competing for capital“.; Bebchuk, Harvard Law Review 105 (1992), S. 1435 (1465); Ridder-Aab, Die moderne Aktiengesellschaft, S. 110.

direkter Zusammenhang zwischen dem Börsenkurs einer Aktie und dem Preis für junge Aktien auf dem Primärmarkt besteht, allerdings orientiert sich die Preisfindung für die Neuemission am Kurs der bereits gehandelten Aktien. Auch die Aufnahme von Fremdkapital wird teurer, da die Risikoeinschätzung und folglich die Zinsbedingungen der Kreditgeber von den Marktbewertungen der Aktien beeinflusst werden.⁶⁵¹ Dies ist sicherlich zutreffend.

Es stellt sich nur die Frage, wie die mit dem Fall relativ niedriger Kurse verbundenen höheren Kapitalkosten das Verhalten der Unternehmensleitung beeinflussen sollen. Soll auch in einer solchen Situation der Kapitalbedarf durch die Emission junger Aktien gedeckt werden, müssen dem niedrigerem Aktienkurs und damit mittelbar dem niedrigerem Emissionskurs entsprechend mehr Aktien ausgegeben werden, um den angestrebten Betrag zu erhalten. Mithin erhöht ein geringerer Preis für die Neuemission letztendlich nur die Kosten der bereits vorhandenen Aktionäre für diese Art der Finanzierung, schließt sie aber nicht grundsätzlich aus.⁶⁵² Ähnliches gilt für den Aspekt der Fremdfinanzierung, hier verteuert sich das Kapital durch die auf Grund der niedrigeren Kurse verlangten höheren Zinsen. Die Kosten dafür tragen aber wiederum die Aktionäre. Mithin ist nicht davon auszugehen, dass sich steigende Kapitalkosten förderlich hinsichtlich einer anlegerschützenden Satzungsgestaltung auswirken.⁶⁵³, solange grundsätzlich eine Finanzierung möglich bleibt.

Eine andere Bewertung verdient eventuell eine Situation, in der die Gesellschaft aufgrund der höheren Eigenkapitalkosten in Finanzierungsschwierigkeiten gerät⁶⁵⁴, die die Insolvenzgefahr begründen. Im Fall der Insolvenz droht dem Management der Arbeitsplatzverlust, den dieses zu verhindern sucht, so dass hier ein Interesse an einem hohen Kurs anzunehmen ist. Zu berücksichtigen ist ferner, dass ein Interessengleichlauf von Aktionären und Vorstand begründet durch ein Interesse des Vorstands an niedrigen Kapitalkosten nur in dem Maße anzunehmen ist, wie dieser zur Finanzierung von Investitionen und Unternehmenswachstum auf den Kapitalmarkt angewiesen ist. Eine solche Abhängigkeit besteht dann nicht mehr, wenn interne Kapitalmärkte existieren, die die Finanzierung aus einbehaltenen Gewinnen oder verdienten Abschreibungen ermöglichen.⁶⁵⁵ Ist dies aber der Fall, ist der Vorstand auch bei funktionierendem Sanktionsmechanismus des Kapitalmarktes diesem Mechanismus vollständig entzogen. Mithin bleibt festzustellen, dass es keineswegs als sicher anzusehen ist,

⁶⁵¹ Ridder-Aab, Die moderne Aktiengesellschaft, S. 110.

⁶⁵² Vgl. Bebchuk, Harvard Law Review 105 (1992), S. 1435 (1466); Eisenberg, Columbia Law Review 89 (1989), S.1461 (1500ff): „Dilution of the value of a corporation’s stock is a cost, but the point is that this cost is typically borne by the shareholders rather than the managers,“.

⁶⁵³ Bebchuk, Harvard Law Review 105 (1992), S. 1435 (1466); dem folgend auch Bak, Aktienrecht zwischen Markt und Staat, S. 94.

⁶⁵⁴ Fey, Unternehmenskontrolle und Kapitalmarkt, S. 14 Fn. 34.

⁶⁵⁵ Fey, Unternehmenskontrolle und Kapitalmarkt, S. 15; so auch Kallfass Kapitalmarktcoordination, S. 149.

dass der Vorstand auf Grund andernfalls hoher Kapitalkosten an einem hohen Aktienkurs interessiert ist.

b) Markt für Unternehmenskontrolle

Einen bedeutenden, über den Kapitalmarkt funktionierenden Kontrollmechanismus soll der so genannte Markt für Unternehmenskontrolle darstellen.⁶⁵⁶

Dem zu Grunde liegt die Annahme, dass die Kontrolle über eine Aktiengesellschaft ein Vermögensrecht ist, für welches ein Markt existiert.⁶⁵⁷ Dieser wird allgemein als Markt für den mehrheitlichen Erwerb der Kontroll- und Vermögensrechte einer AG durch eine andere Gesellschaft oder durch Aktionäre definiert.⁶⁵⁸ Unterstellt wird hier, dass Vorstände nicht an einem Kontrollwechsel in „ihrer“ Gesellschaft interessiert sind, da sie Gefahr laufen, ihren Arbeitsplatz zu verlieren, weil mit dem Kauf von Aktien nicht nur Anteile am Vermögen eines Unternehmens, sondern zugleich Stimm- und damit auch Kontrollrechte erworben werden.⁶⁵⁹ Ausgegangen wird davon, dass der Kapitalmarkt ineffizient operierende Unternehmen im Vergleich zu ihrer Industrie-Peer-Gruppe unterbewertet, und sie damit als attraktive Kandidaten für eine (feindliche) Übernahme mit anschließender Umstrukturierung enttarnt.⁶⁶⁰ Ist das Unternehmen niedriger bewertet als es dem Wertpotential der Aktiva entspricht, kann es für Anleger interessant sein, anstelle einer Diversifizierung ihres Portefeuilles, das Ziel zu verfolgen, eine Mehrheitsbeteiligung an dem Unternehmen zu erwerben, um danach das Management auszuwechseln, und die damit verbundenen Kurssteigerungen als Gewinne an der Börse zu realisieren.⁶⁶¹ Mehrheiten werden hier also erworben, um die Verwaltungsrechte zu Gunsten der Vermögensrechte auszuüben.⁶⁶² Ein hoher Börsenwert bietet einen nicht zu verachtenden Schutz vor feindlichen Übernahmen, da hohe Börsenkurse in Relation zu Unternehmenswert und Kapitalverzinsung Unternehmenskäufe weniger reizvoll erscheinen lassen, während gedrückte Kurse einen Anreiz für ein „friendly“ oder „unfriendly take-over“ bieten.⁶⁶³

⁶⁵⁶ Rudolph, BB 2003, S. 2053 (2055).

⁶⁵⁷ Ridder-Aab, Die moderne Aktiengesellschaft, S. 112.

⁶⁵⁸ Fey, Unternehmenskontrolle und Kapitalmarkt, S. 15; Ridder-Aab, Die moderne Aktiengesellschaft S.112 f; Kallfass, Kapitalmarktkoordination, S.151.

⁶⁵⁹ Vgl. Röh, Frankfurter Komm. WpÜG, § 33 Rn. 1; Krause/Pötsch, Assmann/Pötsch/Schneider WpÜG, § 33 Rn. 6.

⁶⁶⁰ Rudolph, BB 2003, S. 2053 (2055); v. Werder spricht insoweit von Sanktion „...durch die idealtypische Sequenz von Aktienverkäufen, Kursrückgängen, feindlicher Übernahme und Auswechslung des Managements...“. Handbuch Corporate Governance, S. 3 (13).

⁶⁶¹ Schäfer-Ott, Ökonomische Analyse des Zivilrechts, S. 602; Vgl. dazu auch Mülbert/Birke, WM 2001, S. 705 (706).

⁶⁶² Kallfass, Kapitalmarktkoordination, S. 151.

⁶⁶³ Semler, Corporate Governance, S. 29 (48).

aa) Bedenken aus ökonomischer Sicht

Festzustellen ist an dieser Stelle, dass der Markt für Unternehmenskontrolle nicht nur feindliche Übernahmen erfasst, so dass eine Argumentation gegen einen solchen Marktmechanismus mit dem Hinweis auf die im Vergleich zu den Vereinigten Staaten nur geringe Anzahl feindlicher Übernahmen in Deutschland fehlgeht. Vielmehr lässt sich in Gesellschaften mit einem Mehrheitsaktionär oder mit mehreren großen Minderheitsaktionären ein feindlicher Kontrollwechsel auch über den Handel von Aktienpaketen erreichen.⁶⁶⁴ Eine insoweit disziplinierende Wirkung des Marktes für Unternehmensübernahmen ist sicherlich nicht zu leugnen, es bleibt aber zu berücksichtigen, dass der „Kaufpreis“ eines Unternehmens nicht der einzige und vor allem nicht der entscheidende Faktor für eine Übernahme aus Sicht der daran interessierten Gruppen sein dürfte.⁶⁶⁵ Vielmehr spielen hier Strategieüberlegungen und die Aussichten auf eine erfolgreiche Durchführung der Übernahme (erfolgreiche Eingliederung, Synergien etc.) die entscheidende Rolle.⁶⁶⁶ Insoweit ist wohl nicht davon auszugehen, dass allein ein geringerer Börsenwert zu einer Übernahme führt, die sich ansonsten nicht ereignet hätte.⁶⁶⁷ Mit anderen Worten nicht jedes schlecht geführte Unternehmen ist zugleich ein „guter“ Übernahmekandidat. Vielleicht ist es auch so unattraktiv, dass sich niemand dafür interessiert und die Aktionäre mit der schlechten Geschäftsleitung sich selbst überlassen bleiben.⁶⁶⁸ Ferner wird oft argumentiert, ein Teil der eigentlich unter Performance Gesichtspunkten erforderlichen Übernahmen würde auf Grund des Verhaltens der Aktionäre der Zielgesellschaft unterbleiben. Angenommen wird hier, dass Aktionäre ihre Anteile nicht verkaufen, weil sie davon ausgehen, die Übernahme geschieht auch ohne ihr Zutun, und der Kurs werde im Anschluss über das Niveau des Kaufangebots steigen, da opportunistisches Verhalten des Managements für die Zukunft unterbunden wird.⁶⁶⁹ Es kommt also zu einem unter dem Schlagwort der „Free-Rider-Problematik“ bekannten Phänomen. Der Übernahmewillige trägt die Kosten, es profitieren aber alle verbleibenden Aktionäre von der Übernahme. Mithin werden viele Übernahmen auf Grund dieser Problematik unterbleiben. Ist das Risiko einer Übernahme hervorgerufen durch einen geringeren Börsenwert aber überschaubar, und verspricht die entsprechende Satzungsregelung einen entsprechend großen Nutzen für das Management, bietet auch der Markt für

⁶⁶⁴ Vgl. Jenkinson/Ljungqvist, *Journal of Corporate Finance* 7 (2001), S. 397-446; Baums/Scott, *ecgi Working Paper* Nr. 17/2003, S. 38 f.

⁶⁶⁵ Vgl. Bebchuk, *Harvard Law Review* 102 (1989), S. 1820 (1844 +Fn. 42).

⁶⁶⁶ Vgl. Hopt, *ecgi Working Paper* 05/2002, S. 32f.; Eisenberg, *Columbia Law Review* 89 (1989), S. 1461 (1498) m.w.N.; Teichmann, *ZGR* 2001, S. 645 (660).

⁶⁶⁷ Vgl. hierzu ausführlich Bebchuk, *Harvard Law Review* 105 (1992), S. 1435 (1462 f).

⁶⁶⁸ Teichmann, *ZGR* 2001, S. 645 (660) m.w.N..

⁶⁶⁹ Grossman/Hart, *Bell Journal of Economics* 11 (1980), S. 42 (43).

Unternehmenskontrolle keine Garantie dafür, dass ein ausschließliches Interesse an einem hohen Aktienkurs besteht.⁶⁷⁰

bb) Bedenken aus rechtlicher Sicht (insbesondere WpÜG)

Erschwerend kommt gerade in der Diskussion um die disziplinierende Wirkung eines Übernahmemarktes hinzu, dass eine solche gegenüber den obigen Ausführungen zusätzlich geschwächt werden kann, indem Satzungen oder Shareholder Agreements so gestaltet werden, dass Übernahmen erschwert werden. Zu denken ist hier an Beschränkungen im Hinblick auf Übertragungs- und Stimmrechte. Etwa die Vinkulierung von Namensaktien oder auf schuldrechtlicher Ebene zwischen der Zielgesellschaft und den Aktionären bzw. den Aktionären untereinander vereinbarte Vorkaufsrechte, Voranbietungspflichten oder Vertragsstrafen bei abredewidrigen Übertragungen.

Insoweit wird also das eventuell durch einen niedrigeren Börsenwert aufgebaute Abschreckungsszenario einer feindlichen Übernahme durch die in Frage stehende Regelung selbst wieder eliminiert.⁶⁷¹

Nicht zu vernachlässigen bei diesen Überlegungen ist auch der Einfluss von gesetzlichen Regelungen auf den Markt für Unternehmenskontrolle. Normen, die eine Kontrollübernahme erschweren, wirken sich auch behindernd auf den hier diskutierten Kontrollmechanismus aus.⁶⁷²

Zu denken ist insoweit insbesondere an die §§ 33ff WpÜG.⁶⁷³ Zwar normiert § 33 I 1 WpÜG eine Neutralitätspflicht für den Vorstand der Zielgesellschaft, indem dort geregelt wird, dass dieser nach Veröffentlichung der Entscheidung des Bieters zur Abgabe eines Angebots keine Handlungen vornehmen darf, durch die der Erfolg des Angebots verhindert werden könnte. Dieser Grundsatz wird allerdings durch die relativ weitreichenden Ausnahmetatbestände des § 33 I 2 WpÜG durchbrochen.⁶⁷⁴ Ausgenommen von der Neutralitätspflicht sind solche Handlungen, die auch ein ordentlicher und gewissenhafter Geschäftsleiter einer Gesellschaft, die nicht von einem Übernahmeangebot betroffen ist, vorgenommen hätte (§ 33 I 2 1.Var. WpÜG), die Suche nach einem konkurrierenden Bieter (§ 33 I 2 2.Var. WpÜG) und solche

⁶⁷⁰ Vgl. hierzu Bebchuk, Harvard Law Review 105 (1992), S. 1435 (1463): „Consider, for example, a value-decreasing state law rule that reduces by \$ 1,000,000 the total value of a large company originally worth \$ 1,000,000,000. This 0,1% reduction in the company's total value is likely to increase only minimally the probability of a takeover bid. Therefore, if the corporate issue governed by this rule is significantly redistributive, and the value-decreasing rule produces a direct benefit to managers worth, for example, \$ 200,000, the very small increase in the probability of ouster resulting from incorporation in a state with this value-decreasing rule will be unlikely to discourage managers from incorporating in such a state.“

⁶⁷¹ Vgl. Bebchuk, Harvard Law Review 102 (1989), S. 1820 (1844).

⁶⁷² Vgl. Mülbart/Birke, WM 2001, S. 705 (709).

⁶⁷³ Kritisch auch Merkt/Binder, BB 2006, 1285 (1286).

⁶⁷⁴ Krause/Pötsch, Assmann/Pötsch/Schneider WpÜG, § 33 Rn. 2; Merkt/Binder, BB 2006, 1285 (1286).

Handlungen, denen der Aufsichtsrat zugestimmt hat (§ 33 I 2 3.Var. WpÜG). Insbesondere angesichts der in der 3. Variante angelegten weit reichenden Ausnahme von der Neutralitätspflicht hat der Gesetzgeber faktisch die Handlungsautonomie des Vorstands enorm gestärkt. Weiter eingeschränkt wird das in § 33 I 1 WpÜG normierte „Verhinderungsverbot“ durch die Regelung in § 33 II WpÜG. Nach dieser Vorschrift kann die Hauptversammlung den Vorstand prophylaktisch, d.h. ohne dass ein konkretes Übernahmeangebot vorliegt, für maximal 18 Monate zur Durchführung von in der Art nach bestimmten Abwehrmaßnahmen, gebunden an die Zustimmung des Aufsichtsrats, ermächtigen.

Zwar wurde zu diesem Thema festgestellt, dass die durch § 33 I 2, II WpÜG eröffnete Möglichkeit, Verteidigungsmaßnahmen gegen eine Übernahme zu ergreifen, bislang in Deutschland in der heißen Phase von Übernahmeauseinandersetzungen keine besondere Rolle gespielt hat.⁶⁷⁵ In der Abwehrschlacht der Mannesmann AG gegen das Übernahmeangebot von Vodafone beispielsweise hat sich der Mannesmann-Vorstand nicht auf rechtliche Abwehrmaßnahmen gestützt, sondern auf eine extensive Informationspolitik.⁶⁷⁶ Man könnte folglich zu dem Schluss kommen, dass die negativen Auswirkungen einer solchen Regelung auf den Markt für Unternehmenskontrollen zu vernachlässigen sind.

Dieser Ansicht zu folgen, würde aber bedeuten, die abschreckende Wirkung allein des möglichen Einsatzes von Verteidigungsmitteln zu verkennen. Trotzdem bleibt zu berücksichtigen, dass der Einsatz von Verteidigungsmitteln nicht im freien Belieben des Vorstands steht, sondern an die Zustimmung des Aufsichtsrates bzw. an die Ermächtigung der Hauptversammlung gebunden ist. Unterstellt man mit dem Hinweis auf die begrenzte Zustimmungsmöglichkeit des Aufsichtsrates, wegen der Begrenzung auf Beschlüsse über Maßnahmen, die nicht in die Zuständigkeit der Hauptversammlung fallen⁶⁷⁷, und die Verpflichtung desselben auch in diesem Bereich auf das Gesellschaftsinteresse⁶⁷⁸ (§ 3 III WpÜG), dass ein Missbrauch von Verteidigungsmitteln durch den Vorstand ohne Zustimmung der Hauptversammlung eher unwahrscheinlich ist, so verkennt man die Schwierigkeiten, die auf Grund der Collectiv-Action Problematik⁶⁷⁹ mit der Sicherung von

⁶⁷⁵ Vgl. Hirte, Kölner Komm. WpÜG, § 33 Rn.22; Winter/Harbarth, ZIP, 2002, S. 1 (16).

⁶⁷⁶ Winter/Harbarth, ZIP 2002, S. 1 (16).

⁶⁷⁷ Hirte, Kölner Komm. WpÜG, § 33 Rn 80.

⁶⁷⁸ Unter Gesellschaftsinteresse ist hier das Unternehmensinteresse zu verstehen, so dass neben den Aktionärsinteressen, Interessen der Arbeitnehmer und der Gesellschaft insgesamt zu berücksichtigen sind (Vgl. m.w.N. Hirte, Kölner Komm. WpÜG, § 33 Rn. 84), so dass eben nicht allein das Aktionärsinteresse an einer effizienten Leitung ausschlaggebend ist.

⁶⁷⁹ Vgl. oben I. Teil E. IV. 5. 2) b).

Aktionärsinteressen über Zustimmungspflichten der Hauptversammlung verbunden sind.⁶⁸⁰ Insbesondere Vorratsbeschlüsse, wie sie § 33 II WpÜG ermöglicht, werden in der rechtsökonomischen Bewertung kritisch gesehen. Insofern wird ins Feld geführt, dass Anschauungsdefizite (wie die Unkenntnis des Bieters und der konkreten Bedingungen des Angebots) tendenziell zu verzerrten Entscheidungen führen und dass die von den Aktionären kollektiv beschlossene Vorratsermächtigung –anders als die Entscheidung eines Alleingeschafters– im Lichte besserer Erkenntnisse nur unter Schwierigkeiten rückgängig gemacht werden kann.⁶⁸¹ Mithin ist ein Missbrauch der Verteidigungsmittel zum Nachteil der Aktionäre nicht so unwahrscheinlich, wie dies auf den ersten Blick scheint. Demzufolge werden die Mechanismen eines Marktes für Unternehmensübernahmen durch die Existenz von Regelungen, wie § 33 I 2, II WpÜG, die die Einleitung von Verteidigungsmaßnahmen ermöglichen, behindert.

cc) Abhilfe durch Umsetzung der „Übernehmerichtlinie“

Fraglich ist, ob diese Feststellung auch noch vor dem Hintergrund der Umsetzung der Übernehmerichtlinie⁶⁸² in deutsches Recht Bestand hat.⁶⁸³ Dies ist grundsätzlich zu bejahen. Zwar enthält die Richtlinie in Art. 9 II eine Neutralitätspflicht für den Vorstand der Zielgesellschaft, die über den Verweis in Absatz 6 auch für den Aufsichtsrat gilt, und in Art. 11 die so genannte „Durchbrechungsregel“, die für Übernahmesituationen ein Außerkraftsetzen sämtlicher übernahmerelevanter Übertragungs- und Stimmrechtsbeschränkungen vorsieht. Aufgrund von rechtspolitischen Uneinigkeiten im Rat und im Parlament⁶⁸⁴ sieht die Richtlinie im Hinblick auf die Neutralitätspflicht und die Durchbrechungsregel allerdings ein zweistufiges Optionsmodell vor. Danach wird jedem Mitgliedsstaat in Art. 12 der Richtlinie zunächst die Option eingeräumt von der in Art. 9 der Richtlinie definierten Beschränkungen für zulässige Abwehrmaßnahmen und der in Art. 11 normierten Durchbrechungsregel abzuweichen (so genanntes „opt-out“). Der betreffende Mitgliedsstaat muss aber den Gesellschaften die Möglichkeit einer freiwilligen Unterstellung

⁶⁸⁰ so auch Mülbert/Birke, WM 2001 S. 705 (718): „In den meisten Hauptversammlungen europäischer und US-amerikanischer Gesellschaften stimmen die Aktionäre regelmäßig ohne weiteres für die Vorschläge der Verwaltung (in Deutschland über den Umweg der Depotbanken). Die Verwaltung könnte sich also quasi selbst zu Abwehrmaßnahmen ermächtigen.“

⁶⁸¹ Krause/Pötsch, Assmann/Pötsch/Schneider WpÜG, § 33 Rn. 45.

⁶⁸² Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. EG Nr. 142 v. 30.4.2004 S. 12-23, abgedruckt u.a. NZG 2004, 651 ff.

⁶⁸³ zur Umsetzung in deutsches Recht Vgl. Merkt/Binder, BB 2006, 1285ff; zum Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2004/25/EG Vgl. Schüppen, BB 2006, 165 ff.

⁶⁸⁴ Zur Entwicklung des Rechtssetzungsverfahrens etwa Maul/Muffat-Jeandet, AG 2004, 221ff.; Pötsch, Assmann/Pötsch/Schneider WpÜG, Einl. Rn. 60ff.; Seibt/Heiser, ZGR 2005, S. 200 (200ff.); Wiesner, ZIP 2004, 343ff.

(so genanntes „opt-in“) durch widerruflichem Hauptversammlungsbeschluss unter das Regime der Art. 9 und 11 der Richtlinie eröffnen. Art. 12 III der Richtlinie überlässt es ferner den Mitgliedsstaaten eine Regelung einzuführen, wonach der „Opt-In-Beschluss“ mit einem Vorbehalt dahingehend versehen werden kann, dass Vorstand und Aufsichtsrat von der Neutralitätspflicht des Art 9 der Richtlinie befreit sind bzw. die Anwendbarkeit der Durchbrechungsklausel entfällt, wenn die Gesellschaft von dem Übernahmeangebot eines Bieters betroffen ist, der seinerseits das Neutralitätsgebot nicht anwendet (so genannte Reziprozität).

Bei der Umsetzung der Richtlinie hat der deutsche Gesetzgeber von der Möglichkeit zum weitgehenden „opt-out“ Gebrauch gemacht und den Spielraum hinsichtlich der Umsetzung der Reziprozitätsregelung (§ 33c WpÜG) ausgenutzt. Die von der Neutralitätspflicht befreienden Ausnahmetatbestände bleiben in § 33 I 2, II WpÜG erhalten („opt-out“). § 33a WpÜG regelt hingegen das „opt-in“ hinsichtlich der Neutralitätspflicht, wobei auch diese Regelung in § 33a II 2 WpÜG Ausnahmetatbestände enthält. Dabei weichen diese insoweit von den in § 33 I 2, II WpÜG enthaltenen Ausnahmetatbeständen ab, als eine Zustimmung des Aufsichtsrates (§ 33 I 2 3.Var. WpÜG) oder eine prophylaktische Ermächtigung (§ 33 II WpÜG) zu Verteidigungshandlungen nicht normiert ist. Zulässig sind aber nach § 33 a II WpÜG insbesondere solche Handlungen, zu denen die Hauptversammlung Vorstand oder Aufsichtsrat nach Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe des Angebots ermächtigt hat.

Sicherlich stellt die im Rahmen der Umsetzung des Optionsmodells neu geschaffene Vorschrift des § 33 a WpÜG gegenüber der in ihren Ausnahmetatbeständen unverändert gebliebenen Regelung in § 33 WpÜG eine Verschärfung der Neutralitätspflicht dar. Die negativen Einwirkungen auf die Mechanismen eines Marktes für Unternehmenskontrolle durch gesetzliche Rahmenbedingungen dürften sich insoweit vermindern. Allzu groß dürfte dieser Effekt aber nicht ausfallen. Da Vorrattermächtigungen ohnehin selten sind (die Gesellschaft würde sich als Übernahmekandidat outen) und nicht zu erwarten ist, dass sich über eine Zustimmung des Aufsichtsrates eine Verteidigungsmaßnahme durchsetzen lässt, die sonst nicht zulässig wäre, dürften diese Änderungen gegenüber der ursprünglichen nationalen Regelung keine faktisch erhebliche Einschränkung des möglichen Abwehrverhaltens bedeuten.⁶⁸⁵ Ferner ist zu berücksichtigen, dass auch die strengere Regelung in § 33a WpÜG noch nicht die Anforderungen an eine Neutralitätspflicht entspricht, wie sie die Anhänger des Konzeptes eines Marktes für Unternehmenskontrolle aufstellen, wenn sie proklamieren, dass

⁶⁸⁵ Vgl. Knott, NZG 2006, S. 849 (851).

der Verwaltung der Zielgesellschaft lediglich die Verteidigung mit Argumenten gestattet werden soll.⁶⁸⁶ Von der Existenz negativer Einwirkungen auf den Markt für Unternehmenskontrolle ist unter diesem Gesichtspunkt folglich weiter auszugehen.

Ferner bleibt zu bedenken, dass zwingend nur die in § 33 WpÜG enthaltene Regelung Anwendung findet. Ob die strengere Vorschrift des § 33a WpÜG eventuell unter der auflösenden Bedingung des § 33 c WpÜG zur Anwendung kommt, obliegt der Entscheidung des Satzungsgebers.

Dementsprechend ist zusammenfassend festzustellen, dass neben den oben gegenüber dem Konzept eines Marktes für Unternehmenskontrolle geäußerten ökonomischen Bedenken auch solche auf Grund der vorangehend dargelegten rechtlichen Rahmenbedingungen bestehen.

dd) Verifizierung der Bedenken durch empirische Untersuchungen

Untermauert werden diese Bedenken durch eine im Jahr 2003 in den USA veröffentlichte Studie zum Inkorporationsverhalten US-amerikanischer Gesellschaften.⁶⁸⁷ In ihrer empirischen Untersuchung versuchen Bebchuk und Cohen zu klären, welche Faktoren die Inkorporationsentscheidung amerikanischer Gesellschaften bestimmen.⁶⁸⁸ Interessant an dieser Studie für die vorliegend diskutierte Fragestellung ist, dass Bebchuk/Cohen einen Zusammenhang zwischen der Existenz von „Antitakeover-Regelungen“ im Recht eines Bundesstaates und dessen Wahl als Inkorporationsstaat nachweisen konnten. Demnach wurden Staaten, die solche Regelungen anbieten, bei der Inkorporationsentscheidung bevorzugt.⁶⁸⁹ Das Ergebnis überrascht, da Verfechter des Anreizgedankens davon ausgehen, dass „Antitakeover-Regelungen“ den Markt für Kontrollübernahmen behindern und deshalb als anlegerschädlich bewertet werden. Diese Bewertung äußert sich in einem verhältnismäßig schlechteren Aktienkurs für die entsprechenden Titel, so dass sich die Unternehmensleitung dem Anreizgedanken zu Folge gegen die Installation solcher Regelungen entscheiden müsste.⁶⁹⁰ Diese Annahme ist mit dem gefundenen Ergebnis aber nicht mehr vereinbar. Vielmehr müsste ein diese Annahme bestätigendes Ergebnis lauten, dass Staaten, welche solche „Antitakeover-Regelungen“ anbieten, bei der Inkorporationsentscheidung gemieden werden.

⁶⁸⁶ Vgl. Krause/Pötsch, Asmann/Pötsch/Schneider WpÜG, § 33 Rn. 43; Easterbrook/Fischel, 94 Harvard Law Review (1981), 1161 ff).

⁶⁸⁷ Allgemein dazu oben S. 15 f..

⁶⁸⁸ Bebchuk/Cohen, 46 Journal of Law and Economics (2003), S. 383-425.

⁶⁸⁹ Bebchuk/Cohen, 46 Journal of Law and Economics (2003), S. 383 (421): „....., we have found that amassing antitakeover statutes makes states more successful in the incorporation market - both in retaining in-state firms and in attracting out-of-state incorporations.“

⁶⁹⁰ Vgl. Bebchuk/Cohen, 46 Journal of Law and Economics (2003), S. 383 (405 f).

Fraglich ist, ob diese Erkenntnisse auch für die hier geführte Diskussion nutzbar gemacht werden können. Oben wurde schon beschrieben, dass die in den USA zu dem Thema „state competition in corporate law“ geführte Debatte auf demselben Fundament ruht, wie die im Mittelpunkt der vorliegenden Untersuchung stehende Frage nach Alternativen zum zwingendem Recht im Bereich des Anlegerschutzes. Die zur Inkorporationsentscheidung in den USA erlangten Erkenntnisse sind demnach auch für die deutsche Diskussion fruchtbar zu machen. Die Idee, Anlegerschutz über den Markt für Unternehmenskontrolle zu gewährleisten bzw. die Existenz eines „race to the top“ im Wettkampf der Bundesstaaten um das beste „corporate law“ in den USA, hängt von identischen Voraussetzungen ab. Dieselbe Anreizwirkung, die in den Vereinigten Staaten den Gesetzgeber zur Kreation anlegerfreundlicher Gesetze bewegen soll, soll in Deutschland opportunistische Satzungsgestaltungen verhindern. Kann die Existenz dieses Anreizes in Form des Marktes für Kontrollübernahmen nicht nachgewiesen werden, wirkt sich das entsprechend auf die jeweils geführte Diskussion aus.

Gegen die einfache Übertragbarkeit dieser auf dem US-amerikanischen Kapitalmarkt gefundenen Ergebnisse auf deutsche Verhältnisse könnte wohl die nur eingeschränkte Vergleichbarkeit der beiden Kapitalmärkte angeführt werden. Soweit im Rahmen dieser Argumentation aber auf unterschiedliche Beteiligungsstrukturen, und die gegenüber dem amerikanischen Markt zurückbleibende Breite und Tiefe des deutschen Kapitalmarktes abgestellt wird, spielt dies nur eine Rolle für die Frage, ob rechtliche Gestaltungen vom Markt exakt in den Kursen abgebildet werden. Dass dies der Fall ist, wird in diesem Teil der Arbeit aber ohnehin unterstellt. Des Weiteren ist eine die Übertragbarkeit verneinende Argumentation, gestützt auf die höhere Entwicklung des US-amerikanischen Kapitalmarktes, auch deshalb abzulehnen, weil dieser Aspekt nur dann entscheidend ist, wenn es darum geht, von der Existenz bestimmter Marktprozesse auf dem US-amerikanischen Markt auf eben diese auf dem deutschen Kapitalmarkt zu schließen. Hier wird aber gerade die Existenz eines solchen Prozesses schon für den nach allgemeiner Auffassung höher entwickelten US-amerikanischen Markt verneint, so dass dies erst recht für den schlechter entwickelten deutschen Kapitalmarkt gelten muss.

Unterstellt man dementsprechend die Richtigkeit der von Bebchuk/Cohen gefundenen Ergebnisse auch für Deutschland, würde dies bedeuten, dass die Unternehmensleitungen die Möglichkeit von Verteidigungsmitteln Gebrauch zu machen auch nutzen würden, so dass der Markt für Kontrollübernahmen geschwächt würde.

Im Ergebnis bleibt festzustellen, dass der Annahme, die Verwaltung der Gesellschaft wäre aufgrund eines funktionierenden Marktes für Unternehmenskontrolle an einem möglichst hohen Aktienkurs interessiert, wegen der oben aufgezeigten erheblichen Bedenken nicht zu folgen ist.

c) Arbeitsmarkt für Manager

Um ein Interesse des Managements an einem relativ hohen Kurs zu belegen, wird ferner der so genannte „Arbeitsmarkt für Manager“ ins Feld geführt. Dieser Ansatz enthält zwei unterschiedliche Komponenten. Zum einen wird die erfolgsabhängige Vergütung der Unternehmensleitung (z.B. über Aktienoptionsprogramme) von diesem Gedanken erfasst. Zum anderen soll ein hoher Kurs die gute Arbeit des Managements signalisieren, und so die Weiterbeschäftigung garantieren, bzw. den „Marktwert“ des Managers erhöhen. Voraussetzung ist folglich, dass Manager ein Interesse an der Maximierung ihres Marktwerts (als ihre zukünftigen Aufstiegs- und Verdienstchancen) haben, und das für die Beurteilung der Managementqualität durch die Arbeitsmärkte vor allem der „shareholder value“ bzw. der Gewinn entscheidend ist.⁶⁹¹ Unabhängig davon, dass bei Aktienoptionsplänen häufig die Möglichkeit für Vorstand und leitende Mitarbeiter besteht, auch dann erhebliche Vergütungen zu erzielen, wenn die Entwicklung des Unternehmens solche Vergütungen nicht rechtfertigt⁶⁹², sieht sich jedes Element der erfolgsabhängigen Vergütung (z.B. über „Restricted Stock Awards“ etc.), selbst wenn es in diesem Sinne funktioniert, mit dem Problem konfrontiert, dass es für die Anreizwirkung entscheidend auf das Verhältnis zwischen Gehaltsreduzierung durch sinkende Kurse auf der einen und dem einseitig erzielbarem Nutzen durch opportunistisches Verhalten auf der anderen Seite ankommt.⁶⁹³ Darüber hinaus besteht das Problem, dass Kurse nicht allein von der Leistung des Managements abhängig sind, so dass diesem Faktor im Bereich des beruflichen Fortschritts des Einzelnen kein allzu großes Gewicht beigemessen werden dürfte. Dies ist auch insoweit empirisch belegt, als dass gezeigt werden konnte, dass erfolgreiche Manager mit lukrativen Angeboten gelockt werden, es im Gegensatz dazu bei erfolglosem Verhalten jedoch fast nie zu Gehaltskürzungen kommt.⁶⁹⁴ Es bestehen also auch hier Bedenken gegen eine

⁶⁹¹ Fey, Unternehmenskontrolle und Kapitalmarkt, S. 12.

⁶⁹² Sieling/Wiechers, FAZ Nr. 269 v. 19.11.2003, S. 29.

⁶⁹³ Vgl. Eisenberg, Columbia Law Review 89 (1989), S. 1461 (1494): „The manager's gain from the unfair self-dealing will nevertheless almost invariably swamp the resulting loss in the value of his stock, because the manager will normally realize the full value of the unfair self-dealing, but will lose only a fraction of the value of his stock.“; grundsätzlich dazu Bebchuk, Harvard Law Review 102 (1989), S. 1820 (1841).

⁶⁹⁴ Fey, Unternehmenskontrolle und Kapitalmarkt, S. 13; Decker, Eigner-Manager-Konflikte, S.104.

Sicherstellung des erforderlichen Interesses an einem hohen Aktienkurs durch den Arbeitsmarkt für Manager.

4) *Zwischenergebnis und Schlussfolgerungen*

Den obigen Ausführungen entsprechend kann festgestellt werden, dass nicht davon auszugehen ist, dass aufgrund existierender Annexmärkte die Verwaltung der Gesellschaft ein Interesse an hohen Aktienkursen hat. Fraglich ist jedoch, ob dieses Ergebnis zwangsläufig dazu nötigt, eine Standardisierung der Satzungen unter Anlegerschutzgesichtspunkten durch Marktmechanismen für unmöglich zu halten.

Problematisch ist das Szenario eines mangelnden Interesses des Vorstands an einem hohen Kurs und damit einhergehend dem Interesse an opportunistischen Satzungsänderungen in erster Linie für die bereits vorhandenen Aktionäre. Zwar würde eine später vorgenommene nachteilige Satzungsänderung unter der Prämisse einer funktionierenden Satzungsbewertung durch den Markt zu einem Kursrückgang führen, so dass potentielle Anleger einen fairen Preis für die Aktie zahlen würden. Dies würde Anlegern, die bereits investiert haben, aber nicht helfen, da sie den durch den Kursrückgang eingetretenen Verlust ohne Kompensation zu tragen hätten.⁶⁹⁵ Wenn allerdings davon ausgegangen wird, dass die Art der Satzungsgestaltung in der Preisbildung Berücksichtigung findet, werden die Anleger die Möglichkeit einer späteren nachteiligen Satzungsänderung erkennen, und dieses Risiko entsprechend bepreisen. Das heißt der Preis für die Aktie wird dementsprechend niedriger ausfallen. Damit haben aber diejenigen Aktionäre, die die AG an die Börse bringen, die Kosten für eine eventuelle spätere opportunistische Satzungsänderung der Insider (Management, Mehrheitsaktionär) zu tragen. Gerade diese Kostenverlagerung auf eigentlich Unbeteiligte macht dieses opportunistische Verhalten für den Vorstand erst interessant.⁶⁹⁶ Oben wurde festgestellt, dass die Gesellschafter, welche das „Going Public“ betreiben, ein Interesse daran haben, einem möglichst hohen Preis pro Aktie zu erzielen. Wenn aber die Möglichkeit späterer nachteiliger Satzungsänderungen schon zu diesem Zeitpunkt im Preis berücksichtigt ist, besteht auch ein Interesse, solche zukünftigen opportunistischen Satzungsänderungen auszuschließen.⁶⁹⁷ In dem Fall käme es auf ein Interesse des Managements an einem hohen Kurs zur Prävention nachteiliger Satzungsänderungen nicht

⁶⁹⁵ Vgl. Easterbrook/Fischel, *Columbia Law Review* 89 (1989), S. 1416 (1443): „If the changes are adverse to existing participants in the venture, there will be price adjustments, but these adjustments do not compensate the participants“.; Gordon, *Columbia Law Review* 89 (1989), S. 1549 (1573).

⁶⁹⁶ Vgl. Gordon, *Columbia Law Review* 89 (1989), S.1549 (1573).

⁶⁹⁷ Vgl. Gordon, *Columbia Law Review* 89 (1989), S. 1549 (1580).

mehr an, solange sichergestellt ist, dass die „Ursprungssatzung“ spätere für die Anleger nachteilige Veränderungen ausschließt.

Das durch die eventuell bestehende Möglichkeit späterer opportunistischer Satzungsänderungen Kosten auf die insoweit unbeteiligten veräußernden Gesellschafter abgewälzt werden, ist aus Sicht des Anlegerschutzes unproblematisch.⁶⁹⁸ Denn dieses Szenario enthält den Anreiz, eine solche Möglichkeit auszuschließen, oder das Bestehen einer solchen Möglichkeit wird entsprechend bei der Preisbildung berücksichtigt. Damit ist in dem hier vorgestellten Anlegerschutzkonzept das Optimum erreicht. Mehr vermögen Marktprozesse nicht zu leisten.

Allerdings trägt diese Argumentation nur solange, als die oben gestellte Bedingung erfüllt ist. Folglich muss sichergestellt sein, dass zumindest die Möglichkeit besteht, durch entsprechende Regelungen in der „Ursprungssatzung“ spätere opportunistische Satzungsänderungen auszuschließen. Ist dies nicht der Fall, ist dem Anlegerschutz auch mit dem bestehenden Anreiz wegen Unmöglichkeit der Umsetzung in eine anlegerschützende Regelung nicht geholfen. Wer auf die Anreizwirkung des niedrigeren Kurses bei dem Fehlen einer entsprechenden Regelung zum Schutz vor nachteiligen Satzungsänderungen verweist, muss also auch sicherstellen, dass es solche Regelungen gibt. Andernfalls reduziert sich die Argumentation auf das „Pricing-Argument“.

Es bleibt folglich zu klären, ob eine Regelung gefunden werden kann, welche opportunistische Satzungsänderungen für die Zukunft ausschließt. Ausgangspunkt derjenigen, welche mehr Gestaltungsfreiheit fordern, ist die These, dass es unter Effizienzgesichtspunkten besser ist, dem Markt freien Lauf zu lassen, als im zwingenden Aktienrecht, Abhilfe zu suchen.⁶⁹⁹ Insoweit soll die auf diese Weise erreichte Flexibilität den unterschiedlichen Bedürfnisse verschiedener Gesellschaften am ehesten gerecht werden. Unter dieser Prämisse kann die Lösung nur in einer Regelung bestehen, die gerade diese Flexibilität erhält. Damit scheidet Regelungen, die faktisch zu einem „Einfrieren“ der Satzung im ursprünglichen Zustand führen, von vornherein aus. Als Ausweg erscheint hier § 119 I Nr. 5 AktG, welcher für Satzungsänderungen einen Beschluss der Hauptversammlung vorschreibt. Wie oben bereits festgestellt, werden auf diese Weise opportunistische Satzungsänderungen allerdings nur dann verhindert, wenn sichergestellt ist, dass die Aktionäre im Rahmen der Abstimmung eine rationale Entscheidung treffen. Dass diese Voraussetzung nicht ohne weiteres als erfüllt angesehen werden kann, wurde schon mehrmals erwähnt.

⁶⁹⁸ Vgl. hierzu Gordon, Columbia Law Review 89 (1989), S. 1549 (1575 Fn. 81).

⁶⁹⁹ Vgl. Bak, Aktienrecht zwischen Markt und Staat, S. 218.

Es ist folglich nicht unproblematisch einen Schutz vor nachteiligen Satzungsänderungen zu installieren, welcher dem Anspruch, die erforderliche Flexibilität zu gewährleisten, gerecht wird. Damit verliert aber der Verweis, auf den seitens der verkaufenden Gesellschafter bestehenden Anreiz einen Schutz vor opportunistischen Satzungsänderungen zu kreieren, insoweit an Charme, als sich die Umsetzung eines solchen Anreizes in funktionierenden Anlegerschutz als überaus problematisch darstellt. Meint man es mit dem Anlegerschutz ernst, ist dieser Hinweis nicht ausreichend, da offensichtlich ist, dass es auf Grund technischer Schwierigkeiten bei der Umsetzung dieses Anreizes zu keinem effektiven Anlegerschutz kommen wird.

Ein etwa fehlendes Interesse der Unternehmensleitung an hohen Kursen, welches einen Schutz vor nachteiligen Satzungsänderungen bedingen würde, kann folglich auch nicht durch eine Regelung in der „Ursprungssatzung“, welche solche nachteilige Änderungen verhindert, kompensiert werden, da sich die Umsetzung eines solchen Vorhabens als überaus problematisch darstellt.

2. Satzungsgestaltung als Preisbildungsfaktor

Unabhängig von der hier vertretenen Auffassung, dass schon die erste Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit eines Konzepts der Satzungsstandardisierung über Marktprozesse nicht vorliegt, ist an dieser Stelle zur Abrundung der Diskussion weiter zu untersuchen, ob denn zumindest die zweite notwendige Voraussetzung sicher vorliegt.

Damit über Marktprozesse erfolgreich eine Standardisierung der Satzungen im Hinblick auf den gewährten Anlegerschutz erreicht werden kann, muss neben dem Vorliegen der oben diskutierten ersten Voraussetzung ferner sichergestellt sein, dass die Art der Satzungsgestaltung im Rahmen der Preisbildung der jeweiligen Aktie Berücksichtigung findet. Zu bedenken ist hier, dass nicht jeder Anleger insbesondere nicht der private Kleinanleger die Satzung im Einzelnen kennt, geschweige denn die Satzungsgestaltung richtig zu bewerten weiß.

Ein Einfluss der Satzungsgestaltung auf den Aktienkurs ist trotzdem dann garantiert, wenn sich im Preis der Aktie jede die entsprechende AG betreffende relevante und erhältliche Information widerspiegelt. Ein Markt, auf dem die Preise alle verfügbaren (relevanten) Informationen voll widerspiegeln („full reflection“), wird nach dem von Fama hervorgebrachten Konzept der Informationseffizienz als effizient bezeichnet.⁷⁰⁰ „Full reflection“ bedeutet dabei, dass der Kurs jeweils dem Gegenwartswert des gemäß dem

⁷⁰⁰ Fama, The Journal of Finance Vol. 25 (1970), S. 383.

gegebenen Informationsstand zu erwartenden künftigen Ertrags des Titels entspricht, ohne dass alle Marktteilnehmer gleichermaßen über alle relevanten Informationen verfügen müssten.⁷⁰¹ Effizienz fordert also nicht, dass alle Kapitalmarktteilnehmer über die gesamte Information verfügen. Vielmehr kann jedem eine Teilmenge der gesamten Information zur Verfügung stehen, die jedoch im Fall effizienter Märkte aggregiert den Preis korrekt erklären muss.⁷⁰² Dieses in der betriebswirtschaftlichen Literatur diskutierte Konzept beschreibt also die Anpassungsfähigkeit der Wertpapierkurse auf Änderungen des Informationsstands der Kapitalmarktteilnehmer.⁷⁰³ Auf einem effizienten Kapitalmarkt würde mithin die Satzungs-gestaltung Berücksichtigung bei der Preisbildung finden.

1) *Informationseffizienz des Kapitalmarktes*

Damit ist die Frage nach der Effizienz des deutschen Kapitalmarkts gestellt. Der Begriff des effizienten Kapitalmarkts beschreibt ein Gleichgewicht auf dem Markt in dem Sinn, dass die Aktienkurse zu jedem Zeitpunkt und in vollständigem Umfang alle Informationen über die jeweilige Gesellschaft reflektieren.⁷⁰⁴ Dies bedeutet, dass der Markt alle relevanten Informationen besitzt und unverzüglich in den Preis inkorporiert, so dass es keine unter- oder überbewerteten Aktien geben kann. Aktien werden danach vom Markt stets richtig bewertet.⁷⁰⁵ In Abhängigkeit von der zu Grunde liegenden Informationsmenge unterscheidet man drei verschiedene Grade an Informationseffizienz.⁷⁰⁶ *Schwache Informationseffizienz* liegt für einen Kapitalmarkt vor, wenn aus den Preis- und Umsatzdaten der Finanzaktiva keinerlei ausbeutbare Vorhersagen bezüglich zukünftiger Preisänderungen getroffen werden können.⁷⁰⁷ Die Kursänderung von heute auf morgen ist unabhängig von den Kursänderungen in der Vergangenheit.⁷⁰⁸ Damit können Investoren mit Hilfe technischer Analysen keine Überrenditen generieren, die die Gleichgewichtsrendite übersteigen.⁷⁰⁹ Die *halbstrenge Informationseffizienz* liegt vor, wenn sich alle öffentlich zugänglichen Informationen unverzüglich in den Kursen widerspiegeln.⁷¹⁰ Die Kursänderung von heute auf morgen ist nicht nur unabhängig von den Kursen (Dividenden, Bezugsrechten) gestern und vorgestern, sondern im Kurs von heute ist bereits alles öffentlich zugängliche Wissen über Politik und

⁷⁰¹ Mülberr, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 129.

⁷⁰² Weber, ZGR 2004, S. 280 (282).

⁷⁰³ Schremper, WiST 2002, S. 687 (687).

⁷⁰⁴ Gabler Wirtschaftslexikon, Band 2 S. 864, Stichwort „Effizienz des Kapitalmarkts“.

⁷⁰⁵ Reul, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, S. 138.

⁷⁰⁶ Schremper, WiST 2002, S. 687 (687).

⁷⁰⁷ Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 284.

⁷⁰⁸ Schneider, Investition, Finanzierung und Besteuerung, S. 542.

⁷⁰⁹ Schremper, WiST 2002, S.687 (687).

⁷¹⁰ Schneider, Investition, Finanzierung und Besteuerung, S. 543.

Wirtschaft im Allgemeinen, das zu bewertende Unternehmen im Besonderen, voll berücksichtigt.⁷¹¹ Demnach kann sich kein Anleger Vorteile verschaffen durch die Kenntnis von für die Entwicklung einer Gesellschaft wichtigen, veröffentlichten Informationen, da diese im Zeitpunkt der Veröffentlichung schon voll im Kurs reflektiert würden.⁷¹² Nach der *strengen Effizienzthese* werden sämtliche verfügbaren Informationen also auch Insiderinformationen im Kurs reflektiert.⁷¹³ Die Bedingung, dass weder Informationsbeschaffung noch Informationsauswertung Einfluss auf die vernünftigerweise zu erwartenden Renditen und ihre Streuung nehmen, wird in den empirischen Kapitalmarkttests als „strenge Random-Walk-Hypothese“ bezeichnet.⁷¹⁴

Im Rahmen dieser Arbeit stellt sich die Frage nach der Informationseffizienz des Kapitalmarkts nur, weil es gilt nachzuweisen, dass sich die Art der Satzungsgestaltung auf den Preis für die Aktie auswirkt, obwohl nicht alle Anleger die Satzung kennen oder deren Inhalt beurteilen können. Insofern ist zu klären, ab welchem Grad an Informationseffizienz des Kapitalmarktes dies der Fall ist.

Bei der Satzung einer Gesellschaft handelt es sich um eine öffentliche Information, so dass für unsere Untersuchung das Vorliegen von strenger Informationseffizienz nicht erforderlich ist. Abgesehen davon, dass es wegen des Informationsparadoxon diesen Grad der Effizienz in der Realität nicht geben wird.⁷¹⁵ Voraussetzung für unser Modell hier ist aber das Vorliegen eines Kapitalmarktes, welcher in der halbstrengen Form informationseffizient ist. Denn dann kann die Auswertung von firmenspezifischen Daten (dazu gehört die Satzung) keine Information erzeugen, die noch nicht in den Preisen der Finanzaktiva enthalten sind.⁷¹⁶ Damit wäre aber die für unser Modell wichtige Voraussetzung erfüllt, dass sich die jeweilige Satzungsgestaltung im Marktpreis widerspiegelt. Mit anderen Worten; der Preis für die Aktie reflektiert dann auch die Satzungsgestaltung.

⁷¹¹ Schneider, Investition, Finanzierung und Besteuerung, S. 543.

⁷¹² Gabler Wirtschaftslexikon, Band 2 S. 864, Stichwort „Effizienz des Kapitalmarkts“.

⁷¹³ Gabler Wirtschaftslexikon, Band 2 S. 864, Stichwort „Effizienz des Kapitalmarkts“.

⁷¹⁴ Schneider, Investition, Finanzierung und Besteuerung, S. 542. Ein Random Walk ist eine Zeitreihe von Beobachtungen, bei der nach einem Ausgangswert die Folgewerte allein durch den Zufall bestimmt werden. Übertragen auf die Aktienkurse verlangt ein strenger Zufallspfad, dass die gesamte Wahrscheinlichkeitsverteilung für eine Kursänderung in t_1 gegenüber t_0 unabhängig davon ist, was vor t_1 passiert (an Information eingeht). Zusätzlich muss der Erwartungswert dieser Wahrscheinlichkeitsverteilung für die Kursänderung null sein.

⁷¹⁵ Vgl. dazu Reul, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, S. 140; Schneider, Investition, Finanzierung und Besteuerung, S. 542; Schremper, WiST 2002, S. 687 (690); Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 290; Wenn alle verfügbaren Informationen inklusive der privaten Insiderinformationen im aktuellen Preis enthalten sind, besitzen Informationen keinen Wert, da aus ihrer Kenntnis kein individueller Vorteil gezogen werden kann. Dementsprechend besteht auch kein Anreiz, sich neue Informationen, deren Erwerb nicht kostenlos ist, zu beschaffen. Wenn aber niemand mehr neue Informationen erwirbt spiegeln sich diese auch nicht mehr im Preis wieder, so dass der Markt dadurch auch nicht mehr informationseffizient ist.

⁷¹⁶ Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 285.

Mithin lässt sich die oben gestellte Frage dahingehend einengen, ob der Kapitalmarkt in der halbstrengen Form informationseffizient ist. Dann dürften also auf Grund der fundamentalen Informationsauswertung keine Überrenditen erzielbar sein.⁷¹⁷ Diese Frage lässt sich ausschließlich im Rahmen empirischer Untersuchungen beantworten.⁷¹⁸

2) *Empirische Untersuchung*

a) Ereignisstudie

Um die halbstarke Informationseffizienz nachzuweisen, wird regelmäßig auf Ereignisstudien zurückgegriffen. Im Rahmen solcher Studien wird das Verhalten von Aktienkursen um den Zeitpunkt einer Informationsankündigung oder eines bestimmten wohldefinierten Ereignisses untersucht.⁷¹⁹ Da die tatsächliche vom Markt durchgeführte Preisbildung nicht beobachtet werden kann, ist eine Annahme über ein Preisbildungsmodell, das als Referenzmodell für die Marktbewertung dient, zu treffen.⁷²⁰ Preisbildungsmodelle des Kapitalmarkts sind solche Modelle, die die Preisveränderung eines Wertpapiers zwischen zwei Zeitpunkten t und $t+1$ beschreiben.⁷²¹ Hierbei ist das Marktmodell, welches sich unter dem Namen „Capital Asset Pricing Model“ (CAPM) in der Literatur etabliert hat, das am häufigsten eingesetzte Preisbildungsmodell.⁷²² Bei diesem Gleichgewichtsmodell bildet sich die Rendite als lineare Funktion aus der Rendite eines risikofreien Wertpapiers zuzüglich eines Risikozuschlags, der von der Höhe des systematischen Risikos eines Wertpapiers abhängt.⁷²³ Unter dem Begriff „systematisches Risiko“ ist das Risiko zu subsumieren, dass der Anleger trotz perfekter Diversifizierung übernehmen muss.⁷²⁴ Auf diese Weise kann für jede Tagesschwankung des Markt-Portfolios ein „erwarteter“ Börsenkurs errechnet werden, was wiederum die Extrapolation der Auswirkungen des besonderen Ereignisses als sog. „residual“ (oder „abnormal return“) aus dem tatsächlichen Börsenkurs erlaubt.⁷²⁵ Sinkt nun dieser Wert kurz nach dem Ereignis auf Werte um „0“, so zeigt dies, dass die Information über das Ereignis schnell in den Preis inkorporiert wurde, was für die halbstarke Informationshypothese

⁷¹⁷ Vgl. Steiner/Bruns, Wertpapiermanagement, S. 43.

⁷¹⁸ Kopp, Erwerb eigener Aktien, S. 104.

⁷¹⁹ Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 286.

⁷²⁰ Schremper, WiST 2002, S. 687 (689).

⁷²¹ Kopp, Erwerb eigener Aktien, S. 104; Eine Beschreibung der verschiedenen Modelle findet sich auch bei Schremper, WiST 2002, S. 687 (689) mwN.

⁷²² Schremper, WiST 2002, S. 687 (690); vgl. zur Funktionsweise des CAPM Reul, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, S. 142.

⁷²³ Schremper, WiST 2002, S. 687 (689).

⁷²⁴ Schremper, WiST 2002, S. 687 (689).

⁷²⁵ Reul, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, S. 142.

spricht. Genau diese Beobachtung konnte bei Ereignisstudien auf dem amerikanischen Kapitalmarkt gemacht werden.⁷²⁶

b) Performanceanalyse

Ferner wird auch über allgemeine Performanceanalysen versucht, die halbstarre Informationseffizienz nachzuweisen. Wenn Kapitalmärkte informationseffizient sind, können auch professionelle institutionelle Investoren wie beispielsweise Investmentfondsmanager nicht dauerhaft Renditen erzielen, die über dem Marktniveau liegen. Dementsprechend sollten aktiv gemanagte Fonds, die gezielt auf der Basis eigener Informationsverarbeitung Wertpapiere auswählen, keine höheren risikoadjustierten Renditen erzielen als passiv gemanagte Fonds, die sich auf die Nachbildung von Aktienindizes beschränken.⁷²⁷ Eindeutige Ergebnisse konnten hier aber noch nicht erzielt werden. So existieren sowohl Studien, welche die Behauptung, dass Investmentfonds den Markt schlagen können, stützen, sowie solche, die das Gegenteil zu beweisen scheinen.⁷²⁸

c) „Variance Bounds Test“

Eine weitere Methode, die Informationseffizienz eines Kapitalmarktes nachzuweisen, verbirgt sich unter dem Stichwort „Variance Bounds Test“. Eine effiziente Verarbeitung neu auf dem Markt kommender Informationen findet ihren Niederschlag nicht nur in den Renditen der gehandelten Finanzaktiva, sondern auch in den Schwankungen dieser Renditen in der Varianz.⁷²⁹ Demnach lautet die Frage, ob die täglich an den Börsen zu beobachtenden schnellen Preisbewegungen nur Ausdruck der unverzüglichen korrekten Preisanpassung an neue Informationen sind, oder ob sie nicht viel zu extrem sind, um sich rational erklären zu lassen. Um zu beurteilen, welches Ausmaß an Kursschwankungen noch angemessen ist, ist wiederum ein Referenzmodell erforderlich, als welches generell das Dividendenbarwertmodell fungiert.⁷³⁰ Empirische Überprüfungen auf der Basis der mit dem Dividendenbarwertmodell konsistenten Varianz der Finanzaktivapreise kommen überwiegend zu dem Ergebnis, dass die Volatilität der Kurse insgesamt zu hoch ist, um mit Informationseffizienz vereinbar zu sein.⁷³¹ Die Kurse scheinen demnach Dinge zu

⁷²⁶ Vgl. Reul, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, S. 142; Bak, Aktienrecht zwischen Markt und Staat, S. 37.

⁷²⁷ Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 285.

⁷²⁸ Vgl. hierzu Bak, Aktienrecht zwischen Markt und Staat, S. 36 als Verfechter des Investmentfondsargument; dagegen: Reul, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, S. 144.

⁷²⁹ Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 289.

⁷³⁰ Vgl. zur Funktion des Modells Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 289.

⁷³¹ Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 289.

reflektieren, die über die veröffentlichten Informationen hinausgehen.⁷³² Hier ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Bewertung der festgestellten Kursschwankungen in den Wirtschaftswissenschaften wiederum nicht unumstritten ist, sodass die starke Volatilität allein noch kein verlässliches Indiz für mangelnde Informationseffizienz ist.⁷³³

d) Marktanomalien

Bei der Frage nach der Informationseffizienz von Kapitalmärkten ist ferner zu berücksichtigen, dass in der Wirtschaftswissenschaft unter dem Stichwort der Marktanomalien empirische Phänomene bekannt sind, die die Informationseffizienzhypothese zumindest schwächen. Unter Marktanomalien versteht man Regularitäten in den Renditen von Finanzaktiva, die einen Ansatz für Prognosen bieten, die durch Bewertungsmodelle wie das CAPM nicht erklärt werden können und somit nicht mit dem Konzept der Informationseffizienz in Einklang stehen. Zu den wohl am häufigsten diskutierten Marktanomalien zählen der Wochenend- oder Montagseffekt, der Januar- und der Small Firm-Effekt. Der Montagseffekt, welcher auch auf dem deutschen Kapitalmarkt empirisch nachgewiesen wurde, besagt, dass die Renditen, welche für deutsche Aktien von Freitag auf Montag erzielt werden, nicht nur signifikant von den übrigen Wochentagen verschieden, sondern im Durchschnitt negativ sind.⁷³⁴

Ein Versuch, diesen Effekt rational zu erklären, erfolgt mit dem Hinweis auf die Informationspolitik börsennotierter Gesellschaften, welche negative Unternehmensnachrichten überproportional oft freitags nach Handelsschluss publizieren, und auf die Abrechnungsmodalitäten der Wertpapierbörsen. Letztendlich reichen diese Erklärungsversuche aber nicht aus, um das Ausmaß des Montagseffekts zu erklären.⁷³⁵ An einem rationalen Erklärungsansatz fehlt es für den so genannten „Holiday-Effekt“ gänzlich, welcher sich darin äußert, dass sich nach Feiertagen signifikant positive Kursverläufe finden lassen.⁷³⁶

Unter dem oben angeführten Januareffekt versteht man die Tatsache, dass die zu Jahresbeginn im Januar erzielten Renditen signifikant größer sind als in anderen Monaten.⁷³⁷ Dieses Phänomen versucht die „Tax-Loss-Selling-Hypothese“ zu erklären, indem sie auf

⁷³² Steiner/Bruns, Wertpapiermanagement, S. 46.

⁷³³ Vgl. hierzu im Einzelnen Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 289.

⁷³⁴ Vgl. Reul, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, S. 145, Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 292.

⁷³⁵ Vgl. hierzu ausführlich Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 292.

⁷³⁶ Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 292.

⁷³⁷ Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 292

institutionelle Anleger verweist, die gegen Jahresende Verluste realisieren, um diese steuerlich geltend zu machen und im Anschluss daran wieder neu investieren.⁷³⁸

Eine weitere auch in Deutschland beobachtete Marktanomalie stellt der Small Firm-Effekt da. Danach erzielen Portefeuilles aus Aktien von Gesellschaften mit geringem Grundkapital Renditen, die persistent über dem für die Risikoklasse dieser Aktienwerte theoretisch begründbaren Marktniveau liegen.⁷³⁹

Unter dem Namen „Mean Reversion“ ist eine empirische Beobachtung bekannt geworden, wonach die Aktienkurse eine Tendenz aufweisen, zu ihren Durchschnittswerten zurückzukehren.⁷⁴⁰ Ist dies der Fall, so ließen sich daraus gewinnbringende Handelsstrategien entwickeln, was wiederum mit der halbstrengen Informationseffizienzhypothese nicht vereinbar wäre.

Gegen diese sprechen auch die an den Börsen beobachteten Überreaktionen, welche im Extremfall zu einem Crash führen können.⁷⁴¹ Als Erklärung für derartige Überreaktionen werden behavioristische Gründe mitverantwortlich gemacht, wonach in solchen Situationen fundamentale Daten nur eine untergeordnete Rolle spielen, während irrationale Kriterien, wie Stimmungen (Noise), die Anlageentscheidung dominieren.⁷⁴²

e) Zusammenfassung

Wie diese Zusammenstellung der empirischen Untersuchungen hinsichtlich der Informationseffizienz des Kapitalmarktes zeigt, lässt sich die Effizienz in der halbstrengen Form weder eindeutig belegen noch widerlegen.⁷⁴³ Für die Informationseffizienzhypothese in der halbstrengen Form zumindest bezüglich des amerikanischen Kapitalmarkts sprechen die Ergebnisse verschiedener Ereignisstudien, während verschiedene Marktanomalien an dem Konzept der Informationseffizienz zweifeln lassen. Wie auch immer man aber die Untersuchungsergebnisse der empirischen Kapitalmarktforschung werten möchte, so muss man sich doch vergegenwärtigen, dass sich all diese Untersuchungen mit einem methodologischen Problem konfrontiert sehen. So basieren die gefundenen Ergebnisse, mögen sie nun die Informationseffizienzhypothese stützen oder nicht, auf empirischen Tests,

⁷³⁸ Hierzu ausführlich Bak, Aktienrecht zwischen Markt und Staat, S. 41 der auch darauf eingeht, dass dieser Effekt auch dort auftritt wo das Steuerrecht eine solche Regelung nicht vorsieht oder das Steuerjahr nicht im Dezember endet; Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 292.

⁷³⁹ Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 293.

⁷⁴⁰ Vgl. zu diesem Phänomen Steiner/Bruns, Wertpapiermanagement, S. 46 mWN.

⁷⁴¹ Steiner/Bruns, Wertpapiermanagement, S. 47.

⁷⁴² Steiner/Bruns, Wertpapiermanagement, S. 47; allgemein zum Noise-Trading Menkhoff/Röckemann, ZfB 1994, S.277-295.

⁷⁴³ So auch Schremper, WiSt 2002, S. 687 (690)

denen jeweils ein bestimmtes Referenzmodell zu Grunde liegt. Besonders deutlich wird dieses Dilemma am Beispiel der zu den Ereignisstudien gefundenen Ergebnisse.

Hier wurden die Aktienkurse ab dem Ereigniszeitpunkt mit den aufgrund eines Preisbildungsmodells (hier des CAPM) ermittelten „erwarteten Kursen“ zu diesem Zeitpunkt verglichen. Mithin hängt der ermittelte „abnormal return“ maßgeblich von dem CAPM und damit die Aussage bezüglich der Informationseffizienz maßgeblich von der Richtigkeit des bevorzugten Preisbildungsmodells ab. Diese Überprüfung der Informationseffizienzhypothese anhand eines theoretischen Modells führt zu einem im Zusammenhang mit einem Test verbundener Hypothesen auftretenden Aussagedilemma (Joint Hypothesis Problem): Sofern beobachtete Börsenkurse den Kursprognosen eines unterstellten Preisbildungsmodells widersprechen, lässt sich die zugrunde liegende Ursache dafür nicht zweifelsfrei ermitteln.⁷⁴⁴ Sofern die tatsächliche Renditeentwicklung nicht mit der des Preisbildungsmodells übereinstimmt, könnte entweder der betrachtete Kapitalmarkt ineffizient sein, oder das Referenzmodell selbst ist ungültig.⁷⁴⁵ Schließlich könnte auch Ineffizienz vorliegen unter Verwendung eines falschen Renditeerwartungsmodells.⁷⁴⁶

Dieses Problem des verbundenen Hypothesentest macht streng genommen die empirische Überprüfbarkeit der Informationseffizienzhypothese unmöglich.⁷⁴⁷

Damit wird aber die Frage nach der Informationseffizienz des deutschen Kapitalmarkts zu einer reinen Glaubensangelegenheit.

Zu klären bleibt, welche Schlussfolgerung mit dieser Feststellung für die Frage nach der Fähigkeit des Marktes zur Satzungsbewertung verbunden ist.

3) *Relative Normbewertungsfähigkeit*

In einem ähnlichen Zusammenhang wird für die Frage nach der Bewertung von Börsenregeln durch den Markt vertreten, dass selbst wenn eine perfekte Informationseffizienz der Märkte in der Praxis nicht festgestellt werden kann, und die beobachteten Kursanomalien teilweise zu länger anhaltenden Abweichungen der Preise von „ihrer“ richtigen Bewertung führen, der Anreizmechanismus funktioniert, da der Kapitalmarkt eine relative Normbewertungsfähigkeit

⁷⁴⁴ Kopp, Erwerb eigener Aktien, S. 104; Schremper, WiST 2002, S. 687 (690); Schneider, Investition, Finanzierung und Besteuerung, S.545; Reul, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, S. 143; Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen, S. 291; Steiner/Bruns, Wertpapiermanagement, S. 45 f.

⁷⁴⁵ Schremper, WiST 2002, S. 687 (690).

⁷⁴⁶ Schremper, WiST 2002, S. 687 (690).

⁷⁴⁷ Schremper, WiST 2002, S. 687 (690); dem zustimmend auch Bak, Aktienrecht zwischen Markt und Staat, S. 38 Fn.144, der daraus aber keine Konsequenz für seine Arbeit zieht.

besitzt.⁷⁴⁸ Relative Normbewertungsfähigkeit meint, dass der Markt obwohl eben nicht die „richtigen“ Preise gebildet werden, Aktien, die an Börsen mit „besseren“ Normen gehandelt werden, immer höher bewertet werden, als solche, die nicht dort gehandelt werden, so dass der Anreiz besteht, solche „besseren“ Regeln einzuführen.⁷⁴⁹ Unabhängig davon, wie man zu dieser Auffassung steht, bleibt zu prüfen, ob dieser Gedanke auch für die hier aufgeworfene Frage, nach der Fähigkeit des Kapitalmarktes, unterschiedliche Satzungen zu bewerten, fruchtbar gemacht werden kann. Für diesen Fall wäre die These dahingehend umzuformulieren, dass unabhängig von der Informationseffizienz des Kapitalmarktes, Aktiengesellschaften mit anlegerschützenden Satzungen immer einen relativ höheren Kurs für ihre Aktien erzielen würden, als solche Gesellschaften mit weniger anlegerschützenden Satzungen. Im Ergebnis wird man eine Übertragbarkeit der Überlegung ablehnen müssen. Voraussetzung dieser Idee ist nämlich, dass feststeht welche Regelungen die „besseren“ sind und ebenfalls ohne Aufwand, d.h. ohne Transaktionskosten feststellbar ist, wer diese Regeln akzeptiert bzw. sich als Satzung zu eigen macht. Dies ist im Bereich des Börsenrechts nur möglich, weil sich die Frage des anwendbaren Rechts nach dem Ort der Notierung richtet und somit für jedermann offensichtlich ist. Eine vergleichbare Situation existiert in Bezug auf Satzungen im Rahmen des hier untersuchten Konzepts nicht. Hierfür wäre vielmehr eine Standardisierung der Satzungen in rechtlicher Hinsicht erforderlich, wie sie § 23 V AktG gerade gewährleistet.

4) *Satzungsgestaltung als Element des Platzierungspreises*

Bis hierhin wurde nur untersucht, ob sich die Satzungsgestaltung auf den Börsenkurs einer Aktie auswirkt. Damit wurde jedoch außer Acht gelassen, dass im Zeitpunkt des „Going Public“ ein solcher Kurs noch nicht gebildet werden kann, so dass die Fragestellung dahingehend zu erweitern ist, ob sich die Satzungsgestaltung auch auf den Preis auswirkt, zu dem eine Aktie auf dem Primärmarkt gehandelt wird. Denn dieser Zeitpunkt ist für die Funktion eines über Marktprozesse zu gewährenden Anlegerschutzes ebenso entscheidend wie jener einer späteren Satzungsänderung, zu dem eine Preisbildung am Kapitalmarkt erfolgt.

Im Zeitpunkt des „Going Public“ erfolgt die Preisbildung meistens über das so genannte „Bookbuilding-Verfahren“.⁷⁵⁰ Nach diesem Verfahren wird über mehrere Phasen der Preis für

⁷⁴⁸ So Damrau, Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, S. 207 f. für die Börsenselbstregulierung.

⁷⁴⁹ Vgl. Damrau, Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, S. 208.

⁷⁵⁰ Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 9.258; ausführlich zum Bookbuilding Ahrens, Preisbildung beim Gang an die Börse, S. 39 ff.

die Aktie ermittelt. In der ersten Phase erstellen die Analysten der Konsortialbanken Research-Berichte, in denen wie beim Festpreisverfahren eine Analyse und Bewertung des Unternehmens unter Berücksichtigung der Börsenkurse vergleichbarer Unternehmen durchgeführt wird, während die Vorstände ihr Unternehmen zeitgleich institutionellen Anlegern vorstellen („road shows“)⁷⁵¹ In der zweiten Phase („Pre-Marketing-Phase“) werden institutionelle Anleger gebeten, aufgrund der Unternehmensvorstellung, eigener Informationen und der „Researchberichte“, ein Kaufangebot abzugeben. Aus diesen Angeboten und den Kursvorstellungen der Analysten wird eine Preisspanne errechnet, die dem tatsächlichen Marktpreis der Aktie nahe kommen soll.⁷⁵² Erst jetzt beginnt die eigentliche „Bookbuilding-Phase“, während der das Anlagepublikum aufgefordert ist, ihr Angebot innerhalb der Preisspanne abzugeben. Erst nach Beendigung dieser Phase wird im Anschluss an eine Analyse sämtlicher Angebote der Platzierungspreis ermittelt.⁷⁵³ Zu klären ist also, ob dieses Verfahren sicherstellt, dass bei der Preisfindung die jeweilige Satzungsgestaltung Berücksichtigung findet. Sicher wäre dies der Fall, wenn der Primärmarkt informationseffizient wäre. Dafür spricht, dass institutionelle Anleger über die nötigen Informationen und die Fähigkeit zur Bewertung der Satzung verfügen. Problematisch ist in diesem Zusammenhang ähnlich wie im Bereich der Auswirkungen der Satzung auf den Börsenkurs, dass die Interessen institutioneller Anleger nicht zwangsläufig mit denen der Privatanleger übereinstimmen müssen, so dass eine dem Schutzbedürfnis solcher Anleger gerecht werdende Satzungsbewertung gerade nicht gewährleistet ist.⁷⁵⁴ Darüber hinaus haben die Anleger nur begrenzten Einfluss auf die Festlegung der Preisspanne, da diese nicht nur von den Kaufangeboten sondern auch von den Berichten der Analysten abhängt. Insoweit besteht ein Interessenkonflikt, solange diese für die an der Platzierung beteiligten Banken arbeiten, welche naturgemäß an einem möglichst hohen Preis interessiert sind.⁷⁵⁵

Auch aufgrund empirischer Untersuchungen lässt sich an der Informationseffizienz zweifeln. So belegen viele empirische Untersuchungen eine signifikant positive Zeichnungsrendite ((Börseneröffnungskurs – Emissionspreis): Emissionspreis) bei Aktienerstmissionen.⁷⁵⁶ Die Zeichnungsrendite wird also durch den Emissionspreis und den Börseneröffnungskurs bestimmt. Setzt man voraus, dass es sich bei Primär- und Sekundärmarkt um

⁷⁵¹ Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, S. 352-353.

⁷⁵² Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, S. 353.

⁷⁵³ Vgl. Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, S. 353.

⁷⁵⁴ Vgl. hierzu Assmann, Festschrift für Kümpel, S.1 (11 u. 16).

⁷⁵⁵ Insoweit sei an die unrühmliche Rolle die einige Analysten großer Investmentbanken bei den spektakulären Unternehmenszusammenbrüchen in den USA gespielt haben erinnert.

⁷⁵⁶ Ahrens, Preisbildung beim Gang an die Börse, S. 9.

informationseffiziente Märkte handelt, dürfte ohne neue Informationen eine solche Zeichnungsrendite nicht existieren.

Im Ergebnis wird man wohl auch hier dazu kommen müssen, dass eine tadellose Inkorporation der Satzungsgestaltung in den Preis nicht sichergestellt ist. Dies verwundert nicht, wenn man sich vergegenwärtigt, dass die Annahme einer vollständigen Inkorporation der Satzungsgestaltung auf dem Kapitalmarkt oben in Frage gestellt wurde. Wenn aber schon dort Zweifel an der Erfüllung der Voraussetzung „Satzungsbewertung“ bestehen, müssen diese Zweifel zwangsläufig auch für die Preisfindung im „Bookbuilding-Verfahren“ gelten, welches nicht die gleiche Breite und Tiefe wie der Kapitalmarkt aufweisen kann.⁷⁵⁷

3. Ergebnis: Standardisierung über Marktmechanismen

Nach der hier vertretenen Auffassung ist weder sichergestellt, dass die Entscheidungsträger, welche letztlich und faktisch für die Gestaltung der Satzung maßgeblich verantwortlich zeichnen (Management), zwangsläufig ein Interesse an hohen Aktienkursen haben, noch dass sich die Satzungsgestaltung im Rahmen der Preisbildung, sei es beim „Going Public“, sei es beim späteren Handel an der Börse, wieder findet. Der Umstand, dass vor dem „Going Public“ von einem Interesse der diesen Prozess lancierenden Gesellschafter auszugehen ist, tritt insoweit in den Hintergrund, als dass in einem System ohne zwingendes Recht die „anlegerfreundliche Ursprungssatzung“ nicht gegen spätere nachteilige Änderungen wirksam immunisiert werden kann.

Demzufolge führt ein Vertrauen auf Marktmechanismen unter Anlegerschutzgesichtspunkten nicht zu einer Standardisierung von Satzungen.

II. Aufgabe des § 23 V AktG zu Gunsten eines „Opt-Out-Models“

Eine weitere Möglichkeit, die auf Grund vorhandener Informationsasymmetrien bestehenden ex ante Anlegerisiken zu eliminieren oder zu begrenzen und somit den über § 23 V AktG erzeugten Standardisierungseffekt zu ersetzen, könnte darin bestehen, die zwingende Ausgestaltung fast des gesamten Aktienrechts über § 23 V AktG zurückzudrängen zu Gunsten einer, dem schon für den deutschen Corporate Governance Kodex entwickelten, vergleichbaren „Opt-Out Option“.

Das „Opting-out“ meint eine Abwahl der vom Gesetzgeber generell als vorzugswürdig erachteten Regelung.⁷⁵⁸ Bei unsicheren Prognosen über die Auswirkung alternativer

⁷⁵⁷ Vgl. hierzu ausführlich für US-amerikanische IPOs Eisenberg, Columbia Law Review 89 (1989), S. 1461 (516 ff).

⁷⁵⁸ Fleischer, ZHR (168) 2004, S. 673 (695).

Normvorschläge und bei unterschiedlichen Bedingungen der einzelnen Aktiengesellschaften kann der Gesetzgeber die Norm als dispositive Gesetzesnorm verankern, deren Wirkung er für die Mehrheit der Gesellschaften als relativ überlegen erachtet.⁷⁵⁹ Den Normadressaten ist es dann –bei abweichender Beurteilung– unbenommen, durch ein „Opting-out“ eine von dieser Norm abweichende Regel zu wählen.⁷⁶⁰

1. Vorbild Deutscher Corporate Governance Kodex

Ein vergleichbarer Mechanismus findet sich im deutschen Recht für den Bereich der Corporate Governance schon in § 161 AktG.⁷⁶¹ Danach haben Vorstand und Aufsichtsrat börsennotierter Aktiengesellschaften jährlich zu erklären, ob und in welchem Umfang der Deutsche Corporate Governance Kodex befolgt wurde und in Zukunft wird.⁷⁶² Der Corporate Governance Kodex führt Grundsätze für Unternehmensleitung und Unternehmensüberwachung auf. Dabei unterscheidet er zwischen Gesetzeswiedergabe, Rechtsauffassungen, Empfehlungen und Anregungen.⁷⁶³ Die Befolgung des Kodex ist, soweit es sich nicht um die bloße Wiedergabe zwingenden Rechts handelt, ins Belieben der einzelnen Gesellschaft gestellt. Zwingend vorgeschrieben ist nur die in § 161 I 1 AktG vorgesehene Entsprechenserklärung.⁷⁶⁴ Diese bezieht sich aber nur auf die Empfehlungen, d.h. solche Verhaltensanforderungen, die durch ein „soll“ gekennzeichnet sind.⁷⁶⁵ Der Unterschied zu der oben gegebenen Darstellung des „Opting-out“ ist darin zu sehen, dass der Corporate Governance Kodex nicht vom Gesetzgeber als Gesetz erlassen wird und folglich auch keine unmittelbare oder mittelbare Gesetzeskraft erlangt.⁷⁶⁶ Vielmehr wurde der Kodex im Auftrag des Bundesjustizministeriums von der Regierungskommission Corporate Governance erarbeitet und am 26. Februar 2002 veröffentlicht.⁷⁶⁷ Seitdem wird er im Auftrag des Ministeriums von der Kommission in der Regel jährlich überprüft und an neue Gesetze sowie Kapitalmarktentwicklungen angepasst. Durch dieses Vorgehen soll die Anpassung an Veränderungen auf flexible und pragmatische Weise sichergestellt werden.⁷⁶⁸ Da der Kodex

⁷⁵⁹ Ruffner, *Ökonomische Grundlagen der Publikumsgesellschaft*, S. 314.

⁷⁶⁰ Ruffner, *Ökonomische Grundlagen der Publikumsgesellschaft*, S. 314.

⁷⁶¹ Vgl. Fleischer, ZHR 168 (2004), S. 673 (695); Ulmer ZHR (166) 2002, S. 150 (160).

⁷⁶² Zur Entstehungsgeschichte und Funktionsweise des Kodex vgl. v. Werder und Ringleb, *Corporate Governance Kodex*, Vorbem. Rn. 1ff.

⁷⁶³ Semler, *MüKo-AktG*, § 161 Rn. 3.

⁷⁶⁴ Hüffer, *AktG*, § 161 Rn. 3, 6, 10.

⁷⁶⁵ Hüffer, *AktG*, § 161 Rn. 3.

⁷⁶⁶ Semler, *MüKo-AktG*, § 161 Rn. 29; Ulmer, ZHR (166) 2002, S.150 (159); Lutter, FS für Druey, S. 463 (468); derselbe, ZHR (166) 2002, S. 523 (525); Seibt, AG 2002, 249 (250); Bachmann, WM 2002, S. 2137 (2143).

⁷⁶⁷ Nowak/Rott/Mahr, ZGR 2005, S. 252 (254).

⁷⁶⁸ Ringleb, *Corporate Governance Kodex*, Vorbem. Rn. 39.

nicht mit Gesetzeskraft ausgestattet ist, ihm aber ein gewisses Maß an Verbindlichkeit beigelegt werden sollte,⁷⁶⁹ wurde mit § 161 AktG das aus dem britischen Modell bekannte Prinzip des „Comply-or-Explain“ eingeführt.⁷⁷⁰ Der Gesetzgeber beschränkt sich mithin darauf, Vorstand und Aufsichtsrat aufzugeben zu erklären, dass der Kodex berücksichtigt bzw. nicht oder nur teilweise berücksichtigt wird.⁷⁷¹ Mit dieser gesetzlichen Informationspflicht in Form der Entsprechenserklärung soll die Sanktionierung der Nicht-Beachtung von Corporate-Governance-Regeln (ausschließlich) durch den Druck der Anleger ermöglicht werden.⁷⁷² Dem liegt der folgende Gedankengang zu Grunde:⁷⁷³ Durch die Öffentlichkeit der Entsprechenserklärung wird das Unternehmen einer besonderen Beurteilung durch den Kapitalmarkt unterworfen. Diese Beurteilung kann und wird Auswirkungen auf den Börsenkurs haben und damit die Emissionsfähigkeit und die Kapitalkosten des Unternehmens beeinflussen. Dies wiederum wirkt auf die Haltung eines Unternehmens zur Entsprechenserklärung.

Mit anderen Worten liegt der Durchsetzung des Corporate Governance Kodex die schon aus den obigen Ausführungen bekannte Idee zu Grunde, dass der Kapitalmarkt einen Anreiz zum „Wohlverhalten“ schafft.

2. Gesetzliches Regelmodell mit „opt-out Option“

Möchte man mit diesem Modell die Deregulierung des Aktienrechts vorantreiben, müsste der Gesetzgeber aktienrechtliche Regelungen bereitstellen. Den einzelnen Gesellschaften würde aber die Möglichkeit verbleiben, ihre Satzung abweichend auszugestalten, verbunden mit der Verpflichtung sich hinsichtlich der Übernahme bzw. Ablehnung der gesetzlich vorgeschlagenen Regelung zu erklären. Der Vorteil eines solchen Ansatzes ist in der flexibleren Handhabung der gesetzlichen Regelungen zu sehen. Die Gesellschaften können das rechtliche Gerüst entsprechend ihren jeweiligen Bedürfnissen anpassen. Ferner können auf diese Weise die verschiedenen Funktionsweisen dispositiven Rechts nutzbar gemacht werden. Durch die Bereitstellung eines gesetzlichen Regelmodells wird eine Informationsfunktion übernommen, da eine sorgfältig ausgearbeitete Sammlung von Informationen über ein bewährtes Organisationsmodell und mögliche Leistungsstörungen

⁷⁶⁹ RegE BT-Drucks. 14/8769, Begründung zu Nr. 16 S. 21.

⁷⁷⁰ Zum britischen Code vgl. Bachmann, WM 2002, S. 2137 (2137) mwN.

⁷⁷¹ Ringleb, Corporate Governance Kodex, Vorbem. Rn. 47.

⁷⁷² Nowak/Rott/Mahr, ZGR 2005, S. 252 (256).

⁷⁷³ Vgl. dazu Semler, MüKo-AktG, § 161 Rn. 10; Fleischer, AcP 204 (2004), S. 502 (513); Wymeersch, ZGR 2001, 294 (315f); Roth/Bücheler, Corporate Governance in Deutschland und Österreich, S. 1 (11); Nowak/Rott/Mahr, ZGR 2005, S. 252 (256, 259f.) m.w.N..

bereitgestellt wird.⁷⁷⁴ Ferner kommt eine Entlastungsfunktion zum Tragen, da aufwendige Verhandlungen der Gesellschafter – soweit überhaupt praktisch möglich – über alle zukünftigen Eventualitäten entbehrlich sind, wodurch nicht zuletzt auch Transaktionskosten eingespart werden.⁷⁷⁵ Letztlich wird auch eine Lückenausfüllungsfunktion gewährt, da auf die gesetzliche Regelung zurückgegriffen werden kann, wo eine private Regelung fehlt.⁷⁷⁶

Aus Sicht des Anlegers nachteilhaft ist, dass er im Rahmen der Anlageentscheidung die Möglichkeit verschiedener rechtlicher Gestaltungen berücksichtigen muss. Ein Standard, wie ihn § 23 V AktG garantiert, wird nur für solche Gesellschaften erzeugt, die den gesetzlichen Vorschlag in Gänze übernehmen. Problematisch ist dies für den Anleger allerdings nur, wenn in anlegerschutzrelevanten Bereichen von den gesetzlichen Vorschlägen abgewichen wird, nur dann ist es erforderlich, die Abweichung im Rahmen der Anlageentscheidung zu berücksichtigen. Wie oben bereits erwähnt, soll die Befolgung des Kodex über den Kapitalmarkt sichergestellt werden. Dem liegt die in der Literatur verbreitete Annahme zu Grunde, dass der Kapitalmarkt die Nichtbefolgung von Kodex-Empfehlungen bestraft, so dass auf diese Weise der Anreiz zum „comply“ geschaffen wird.⁷⁷⁷ Eine „Bestrafung“ würde nur dann ausbleiben, wenn gute Gründe für die Abweichung bestehen, und diese der Öffentlichkeit mitgeteilt werden.⁷⁷⁸

Auf das hier diskutierte Modell übertragen, würde dies bedeuten, dass Anleger unterschiedliche rechtliche Ausgestaltungen der Aktiengesellschaften nicht berücksichtigen müssten, da der Kapitalmarkt präventiv darauf hinwirkt, dass eine Abweichung von anlegerschützenden gesetzlichen Vorschlägen nicht bzw. nur in wohl begründeten Ausnahmefällen stattfindet. Damit wäre gewährleistet, dass trotz flexiblerer rechtlicher Rahmenbedingungen für Aktiengesellschaften, unterschiedliche rechtliche Gestaltungen verschiedener Gesellschaften bei der Anlageentscheidung nicht zu berücksichtigen wären. Vorausgesetzt werden damit aber zwei Annahmen, die schon aus der oben unter I. geführten Diskussion bekannt sind. Zum einen müsste gewährleistet sein, dass der Kapitalmarkt mit Kursschwankungen auf die Abweichung von anlegerschützenden gesetzlichen Vorschlägen reagiert und zum anderen müsste sichergestellt sein, dass die Entscheidungsträger, welche faktisch über die Abweichung entscheiden, durch einen höheren oder niedrigeren Aktienkurs in ihrem Handeln beeinflusst werden.

⁷⁷⁴ Fleischer, ZHR (168) 2004, S. 673 (692); Behrens, Die ökonomischen Grundlagen des Rechts, S. 158.

⁷⁷⁵ Schäfer/Ott, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, S. 426; Fleischer, ZHR (168) 2004, S. 673 (692).

⁷⁷⁶ Fleischer ZHR (168) 2004, S. 673 (692); Henckel AcP 159 (1959), S. 106 (122).

⁷⁷⁷ Vgl. ausführlich zur in der Literatur vorherrschenden Annahme der „Bestrafung“ durch den Kapitalmarkt bei Abweichungen vom Kodex die Aufzählung bei Nowak/Rott/Mahr, ZGR 2005, S. 252 (259-260 und Fn. 37).

⁷⁷⁸ Vgl. Ringleb, Corporate Governance Kodex, Vorbem. Rn. 20.

Die oben angeführten Bedenken gelten hier entsprechend, so dass nicht davon auszugehen ist, dass die unterstellten Annahmen zutreffend sind.

Dafür spricht auch, dass die zum Corporate Governance Kodex weit verbreitete Annahme einer „Bestrafung“ durch den Kapitalmarkt bei Abweichung von Kodex-Empfehlungen durch eine empirische Studie von Nowak/Rott/Mahr⁷⁷⁹ nicht bestätigt werden konnte. Im Rahmen einer Ereignisstudie haben diese untersucht, inwiefern sich die Akzeptanz/Ablehnung bzw. die überwiegende/unterdurchschnittliche Akzeptanz der Kodex-Empfehlungen auf den Börsenkurs der Aktien der betroffenen Gesellschaften auswirkt.⁷⁸⁰ Da insgesamt 20 Entsprechenserklärungen der 337 Aktiengesellschaften mit Sitz in Deutschland, deren Aktien per 31. Oktober 2003 im Prime Standard der Deutschen Börse AG notiert waren, nicht zugänglich waren, wurden 317 Gesellschaften analysiert, was einer Quote von 94% der Grundgesamtheit entspricht.⁷⁸¹ Auf diese Weise wurde festgestellt, dass die Abgabe der Entsprechenserklärung keine erhebliche Kursbeeinflussung auslöst und die für das „Enforcement“ des Kodex angenommene (und erforderliche) Selbstregulierung durch den Kapitalmarkt nicht stattfindet.⁷⁸² Ergo, ist die Befolgung für den Börsenkurs irrelevant.⁷⁸³

III. Zusammenfassung

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass der über die Satzungsstrenge erreichte Standardisierungseffekt weder durch ein Vertrauen auf die Selbstregulierungsfähigkeit des Marktes noch durch eine Kombination aus gesetzlichen Vorgaben mit „opt-out Option“ ersetzt werden kann. Im Endeffekt ist die Funktionsfähigkeit beider Alternativmodelle vom Vorliegen der gleichen Voraussetzungen (Kursrelevanz der Satzungsgestaltung / Interesse an hohen Kursen) abhängig. Allerdings kann das Vorliegen dieser Voraussetzungen mit den hier vertretenen Auffassungen nicht angenommen werden.

J. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen zum ersten Teil

Den obigen Ausführungen entsprechend bleibt festzuhalten, dass die Satzungsstrenge nur im Hinblick auf ihren Beitrag zum Anleger- und Kapitalmarktfunktionenschutz zu rechtfertigen ist. Die Kritik an dieser so genannten kapitalmarktrechtlichen Legitimation kann nicht überzeugen. Sowohl der Gläubigerschutz- als auch der Rechtssicherheitsgedanke können dagegen den mit der Satzungsstrenge verbundenen Einschnitt in die Vertragsfreiheit nicht

⁷⁷⁹ Nowak/Rott/Mahr, ZGR 2005, S. 252-279.

⁷⁸⁰ Vgl. Nowak/Rott/Mahr, ZGR 2005, S. 252 (271ff).

⁷⁸¹ Nowak/Rott/Mahr, ZGR 2005, S. 252 (273).

⁷⁸² Nowak/Rott/Mahr, ZGR 2005, S. 252 (279).

⁷⁸³ Nowak/Rott/Mahr, ZGR 2005, S. 252 (279).

rechtfertigen. Aber auch im Bereich des Anlegerschutzes vermag § 23 V AktG nur durch seinen Standardisierungseffekt im Rahmen des ex-ante Anlegerschutzes zu überzeugen. Vor dem Hintergrund, dass Anlegerschutz vorliegend immer auch als Mittel des Kapitalmarktfunktionenschutzes verstanden wird, stellt sich die Frage, ob damit die Anwendbarkeit des § 23 V AktG auf nicht börsennotierte Gesellschaften zu rechtfertigen ist. Dazu passt, dass der Gesetzgeber mit dem Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts⁷⁸⁴ unter anderem einige Erleichterungen für nicht börsennotierte Aktiengesellschaften eingeführt hat.⁷⁸⁵ Ob vor diesem Hintergrund die Unterscheidung zwischen börsennotierter und nicht börsennotierter Gesellschaft im Hinblick auf die Anwendbarkeit des § 23 V AktG vorangetrieben werden sollte, kann im Rahmen dieser Arbeit nicht geklärt werden. Dies würde ihren Rahmen sprengen. Selbst wenn man, wie hier der Fall, davon ausgeht, dass nur der für den Kapitalmarktfunktionenschutz wünschenswerte Standardisierungseffekt die Existenz des § 23 V AktG legitimiert, scheint mir eine solche Differenzierung sehr weitgehend. Dies vor allem, weil mit der GmbH abseits des Kapitalmarktes eine Rechtsform bereitsteht, die erheblich mehr Gestaltungsfreiheit als die Aktiengesellschaft gewährt. Diese Freiheit ist allerdings in gewisser Weise mit dem Nachteil der mangelnden Börsenfähigkeit der Rechtsform verknüpft.

2. Teil: Satzungsstrenge der „deutschen SE“

In diesem Teil der Arbeit soll die satzungsstrenge Ausgestaltung der „deutschen SE“ im Mittelpunkt stehen. Es soll geklärt werden, welche Überlegungen zur Legitimation einer satzungsstrengen Ausgestaltung dieser Gesellschaftsform angeführt werden können, und ob diese Begründungsansätze die satzungsstrenge Ausgestaltung zwingend erforderlich machen. In einem ersten Schritt ist folglich darzulegen, in welchem Umfang die „deutsche SE“ dem Prinzip der Satzungsstrenge unterliegt.

A. Satzungsstrenge Ausgestaltung der „deutschen SE“

Im Unterschied zur Aktiengesellschaft sieht sich die „deutsche SE“ gleich zweimal mit dem Prinzip der Satzungsstrenge konfrontiert. Dies wird durch einen Blick auf die für die SE entscheidenden Rechtsquellen deutlich.

⁷⁸⁴ BGBl. I Nr. 52 vom 9.8.1994 S. 1961f.

⁷⁸⁵ Vgl. zur „kleinen AG“ etwa Hölter/Deilmann/Buchta, Die kleine Aktiengesellschaft.

I. Rechtsquellen der SE

Welche Rechtsquellen auf eine SE Anwendung finden, ist in Art. 9 SE-VO geregelt. Diese Vorschrift definiert zusammen mit den speziellen Verweisungsnormen der Verordnung „eine kunstvoll aufgeschichtete Rechtsquellenpyramide aus Gemeinschaftsrecht, mitgliedschaftlichem Nationalrecht und Gesellschafts-individuellem Satzungsrecht“⁷⁸⁶ der SE.⁷⁸⁷ So ergibt sich eine vierstufige Normenhierarchie.⁷⁸⁸ Danach unterliegt die SE zuerst einmal den Bestimmungen der Verordnung selbst (Art. 9 I a) SE-VO).⁷⁸⁹ Sofern die Verordnung einzelne Bereiche gar nicht oder nur teilweise regelt, greifen für diese Bereiche bzw. die nicht geregelten Aspekte auf der nächsten Regelungsebene entsprechend Art. 9 I c) i) SE-VO die Regelungen ein, die die Mitgliedsstaaten in Anwendung der speziell die SE betreffenden Gemeinschaftsmaßnahmen erlassen haben. Für eine SE mit Sitz in der Bundesrepublik bedeutet dies, die Anwendbarkeit des SE- Ausführungsgesetzes (SEAG) und des „Gesetzes über die Beteiligung der Arbeitnehmer in einer Europäischen Gesellschaft“ (SE-Beteiligungsgesetz/SEBG).⁷⁹⁰ Auf der dritten Regelungsebene folgen die nationalen Vorschriften der Mitgliedsstaaten, die auf eine nach dem Recht des jeweiligen Sitzstaates gegründete Aktiengesellschaft Anwendung finden (Art. 9 I c) ii) SE-VO). Damit ist für die „deutsche SE“ insbesondere die Anwendbarkeit des Aktiengesetzes eröffnet. Die Verweisung erfasst darüber hinaus aber auch jegliches nationales Recht, welches auf eine Aktiengesellschaft in der Situation der SE Anwendung fände (z.B. HGB, UmwG).⁷⁹¹ Erfasst werden ferner für die Aktiengesellschaft geltende ungeschriebene Rechtsgrundsätze und das Richterrecht.⁷⁹² An vierter Stelle unterliegt die Gesellschaft nach Art. 9 I c) iii) SE-VO schließlich den Bestimmungen ihrer Satzung insoweit, als eine im Sitzstaat der SE gegründete Aktiengesellschaft den Satzungsbestimmungen unterliegen würde. Für die SE mit Sitz in der BRD folgt daraus, dass wegen des in § 23 V AktG verankerten Prinzips der Satzungsstrenge, dieses Prinzip auch auf der vierten Regelungsebene für die „deutsche SE“ Anwendung findet.⁷⁹³

Teilweise wird die hier dargestellte Normenhierarchie um weitere Regelungsebenen erweitert. So findet sich eine Einteilung, die auf Grund von Art. 9 I b) SE-VO der Satzung insoweit, als

⁷⁸⁶ Hommelhoff, AG 2001, S. 279 (285).

⁷⁸⁷ Theisen/Wenz, Die Europäische Aktiengesellschaft, S. 1 (47).

⁷⁸⁸ Vgl. Schäfer, MüKo-AktG, Art. 9 SE-VO Rn. 21; zu den abweichenden Auffassungen sogleich.

⁷⁸⁹ Schwarz, SE-VO, Art. 9 Rn. 12; Schäfer, MüKo-AktG, Art. 9 SE-VO Rn. 21; Hirte, DStR 2005, S. 653 (654) jeweils m.w.N..

⁷⁹⁰ Gesetz vom 22.12.2004, BGBl.2004, S. 3675.

⁷⁹¹ Schwarz, SE-VO, Art. 9 Rn. 37.

⁷⁹² Schäfer, MüKo-AktG, Art. 9 SE-VO Rn. 18; Schwarz, SE-VO, Art. 9 Rn. 38.

⁷⁹³ Vgl. Schwarz, SE-VO, Art. 9 Rn. 44 unter Berücksichtigung des Umstands, dass dieser mehr als vier Regelungsebenen annimmt.

ihr über diese Vorschrift Gestaltungsspielraum zuerkannt wird, Vorrang vor dem nationalen Recht (Art. 9 I c) SE-VO) gewährt, so dass eine weitere Regelungsebene entsteht.⁷⁹⁴ Diese Einteilung orientiert sich zwar eng am Wortlaut der Verordnung, sie ist allerdings unzweckmäßig. Denn sie verkompliziert die Darstellung des anwendbaren Rechts und der Vorrang jener, durch die Verordnung ermöglichten Satzungsgestaltungen, ist im Endeffekt gerade auf eine ausdrückliche Ermächtigung der Verordnung zurückzuführen.⁷⁹⁵ Damit beruht der Vorrang solcher Satzungsregelungen im Ergebnis gerade auf dem Vorrang der SE-VO in den von ihr geregelten Bereichen (Art. 9 I c) SE-VO).⁷⁹⁶ Der auch dann gelten muss, wenn die Verordnung nach Art. 9 I b) SE-VO Satzungsautonomie gewährt. Ähnliches gilt für Auffassungen, die weiterhin eine Unterteilung zwischen zwingenden und dispositiven Vorschriften der Verordnung vornehmen wollen.⁷⁹⁷ Zum einen kann auf einer Regelungsebene ein Sachverhalt nicht gleichzeitig von einer zwingenden und einer dispositiven Vorschrift erfasst werden.⁷⁹⁸ Zum Anderen ergibt sich aus Art. 9 I c) SE-VO ohnehin, dass, soweit die Verordnung einen Bereich oder einzelne Aspekte eines solchen (zwingend oder dispositiv) regelt, diese Vorschriften dem nationalen Recht vorgehen, so dass Normkollisionen mit Rückgriff auf die vierstufige Normenhierarchie befriedigend gelöst werden können.⁷⁹⁹ Zusammenfassend lässt sich die Normenhierarchie demnach verkürzt wie folgt darstellen: SE-VO – SEAG/SEBG – AktG – Satzung.⁸⁰⁰

Unabhängig von welchem Verständnis der oben beschriebenen Normenhierarchie man ausgeht, ergibt sich jedenfalls für die Satzung, dass deren Gestaltung eine zweigeteilte Natur aufweist. Die Satzung der SE ist zwar eine einheitliche Rechtsquelle, sie findet ihre Grundlage aber zum einen im Gemeinschaftsrecht und zum anderen im Recht desjenigen Mitgliedsstaats, der als Sitzstaat fungiert.⁸⁰¹ Die Legitimation der Satzung kann sich folglich aus dem Gemeinschaftsrecht ergeben oder in den Bereichen, welche das Gemeinschaftsrecht nicht regelt, aus dem anwendbaren mitgliedstaatlichen Recht.⁸⁰²

⁷⁹⁴ Vgl. etwa Wagner, NZG 2002, S. 985 (986); Theisen/Wenz, Die Europäische Aktiengesellschaft, S. 1 (50-51), Kuhn, Handbuch der Europäischen Aktiengesellschaft, S. 25 Rn. 12; Raiser, Festschrift für Semler, S. 277 (282).

⁷⁹⁵ So schon Schäfer, MüKo-AktG, Art. 9 SE-VO Rn. 22.

⁷⁹⁶ Vgl. Brandt, SE-Hauptversammlung, S. 165.

⁷⁹⁷ Vgl. Wagner, NZG 2002, S. 985 (986); Kuhn, Handbuch der Europäischen Aktiengesellschaft, S. 25 Rn. 12.

⁷⁹⁸ So schon Schäfer, MüKo-AktG, Art. 9 SE-VO Rn. 22.

⁷⁹⁹ So schon Schäfer, MüKo-AktG, Art. 9 SE-VO Rn. 22.

⁸⁰⁰ So schon Schäfer, MüKo-AktG, Art. 9 SE-VO Rn. 21.

⁸⁰¹ Wagner, NZG 202, S. 985 (986); Schwarz, SE-VO, Einl. Rn.159/Art.6 Rn.34/Art.9 Rn.40; Kolster, Handbuch der Europäischen Aktiengesellschaft, S. 118 Rn. 3.

⁸⁰² Schwarz, SE-VO, Art. 9 Rn. 40.

II. *Gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge (Art. 9 I b) SE-VO*

Nach Art. 9 I b) SE-VO unterliegt die SE den Bestimmungen ihrer Satzung, „sofern die vorliegende Verordnung dies ausdrücklich zulässt“⁸⁰³. Diese grundsätzliche Satzungsstrenge fand sich erstmals in Art. 7 I a) -2 SE-VO 1991⁸⁰⁴ und beendete eine bis dahin bestehende Unsicherheit, ob die Bestimmungen der SE-VO grundsätzlich zwingend oder dispositiv seien.⁸⁰⁵ Damit übernimmt die Verordnung das Modell der Satzungsstrenge, wie es in Deutschland in § 23 V AktG zum Ausdruck kommt.⁸⁰⁶ Durch die Formulierung wird klargestellt, dass den Vorschriften der Verordnung grundsätzlich zwingende Geltung zukommt.⁸⁰⁷ Die Satzungsautonomie muss ausdrücklich durch die Verordnung gewährt werden; Satzungsautonomie kraft Auslegung scheidet aus.⁸⁰⁸ Dies ist in insgesamt 17 Bestimmungen geschehen.⁸⁰⁹ Darin wird der Satzungsgeber entweder verpflichtet, bestimmte Sachfragen zu regeln oder ermächtigt in bestimmten Bereichen von der Verordnung abzuweichen.⁸¹⁰

Im Unterschied zur deutschen Regelung, die in § 23 V 2 AktG weiter vorsieht, dass ergänzende Bestimmungen in der Satzung dann zulässig sind, wenn das Gesetz keine abschließende Regelung enthält, findet sich eine entsprechende Regelung in der Verordnung nicht. Damit geht die Verordnung ihrem Wortlaut nach sogar über die aus dem deutschen Recht bekannte Satzungsstrenge hinaus.⁸¹¹ Aus diesem Grund wurde angedacht, ob Art. 9 I b) SE-VO nicht entsprechend der aktienrechtlichen Regelung dahingehend ausgelegt werden kann, dass die Verordnung ergänzende Bestimmungen in der Satzung zulässig sind.⁸¹² Im Ergebnis ist dies zu verneinen. Denn die SE-VO wurde bewusst so gestaltet, dass viele Bereiche nicht geregelt wurden und somit durch nationales Recht auszufüllen sind (Art. 9 I c) SE-VO). Liegt ein solch –bewusst- un geregelter Bereich vor, ist folglich das nationale Recht des Sitzstaates anwendbar. Diese Systematik würde umgangen, wenn von der Verordnung

⁸⁰³ Eine Übersicht der Satzungsautonomie gewährenden Vorschriften findet sich bei Schwarz, SE-VO, Art.6 Rn. 60 und Art. 9 S. 316 Fn. 40.

⁸⁰⁴ Dritter geänderter Verordnungsvorschlag der Europäischen Kommission über das Statut der Europäischen Aktiengesellschaft mit einer separaten Richtlinie betreffend die Mitbestimmung der Arbeitnehmer.

⁸⁰⁵ Schwarz, SE-VO, Art 6 Rn. 46.

⁸⁰⁶ Schäfer, MüKo-AktG, Art. 9 SE-VO Rn. 5; Schwarz, SE-VO, Art.6 Rn. 47; Casper, FS für Ulmer, S. 51 (53); Hommelhoff, Festschrift für Ulmer, S. 267 (272).

⁸⁰⁷ Schäfer, MüKo-AktG, Art. 9 SE-VO Rn. 5; Schwarz, SE-VO, Art.9 Rn. 41; Schröder/Fuchs, Europäische Aktiengesellschaft Komm., Art. 9 Rn. 47.

⁸⁰⁸ Schwarz, SE-VO, Art.6 Rn. 48-55 u. Art.9 Rn. 41; Schäfer, MüKo-AktG, Art. 9 SE-VO Rn. 5; Wagner, NZG 2002, S. 985 (988); Brandt/Scheifele, DStR 2002, 547 (555); Schwarz, Europäisches Gesellschaftsrecht, Rn. 1096; Schindler, Die Europäische Aktiengesellschaft, S. 11; Schröder/Fuchs, Europäische Aktiengesellschaft Komm., Art. 9 Rn. 47.

⁸⁰⁹ Schwarz, SE-VO, Art. 9 Rn. 43.

⁸¹⁰ Schwarz, SE-VO, Art. 9 Rn. 43.

⁸¹¹ Hommelhoff, Festschrift für Ulmer, S. 267 (272); Schäfer, MüKo-AktG, Art.9 SE-VO Rn. 5; Schwarz, SE-VO, Art. 6 Rn. 47; Schmidt, „Deutsche“ vs. „britische“ SE, S. 68.

⁸¹² Schäfer, MüKo-AktG, Art.9 SE-VO Rn. 26; Schwarz, SE-VO, Art. 6 Rn. 56; Hommelhoff, Festschrift für Ulmer, S. 267 (272); Ders. AG 2001, S. 279 (287); Casper, Festschrift für Ulmer, S. 51 (71).

nicht geregelte Bereiche durch die Satzung ausgefüllt werden könnten.⁸¹³ Mithin können von der Verordnung bewusst unregelt gelassene Bereiche nicht wegen Art. 9 I b) SE-VO durch ergänzende Satzungsbestimmungen geregelt werden. Etwas anderes gilt nur dann, wenn das anwendbare nationale Recht selbst insoweit Satzungsautonomie gewährt.

Fraglich ist, ob dieses Ergebnis auch auf den Fall des Vorliegens einer unbewussten Regelungslücke auf Verordnungsebene Anwendung finden kann.

Dies ist grundsätzlich zu bejahen. Zwar ist davon auszugehen, dass für unbewusste Regelungslücken, die auf gemeinschaftsrechtlicher Ebene auszufüllen sind, die Verweisung auf nationales Recht in Art. 9 I c) SE-VO nicht eingreift, so dass die oben angeführte Argumentation hier nicht trägt. Dieser Umstand legitimiert aber nicht automatisch eine Lückenausfüllung durch eine Satzungsregelung, denn eine solche setzt auch nach § 23 V AktG eine bewusste Regelungslücke voraus.⁸¹⁴ Die Lücke ist demnach vorrangig durch einen Analogieschluss zu schließen.⁸¹⁵

Festzuhalten bleibt, dass die gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge in ihrer Wirkung über die aktienrechtliche hinausgeht, da sie die Verordnung ergänzende Satzungsbestimmungen im Unterschied zu § 23 V 2 AktG nicht vorsieht.

III. Mitgliedstaatliche Satzungsstrenge

Soweit die Verordnung einen Bereich oder einzelne Aspekt eines solchen nicht selbst regelt, ist nach Art. 9 I c) SE-VO der Anwendungsbereich nationalen Rechts eröffnet. Damit bestimmt in diesen Bereichen das nationale Recht, ob dem Satzungsgeber ein weiter oder enger Gestaltungsspielraum verbleibt. Im Unterschied zur gemeinschaftsrechtlichen Satzungsstrenge nach Art. 9 I b) SE-VO, die unabhängig vom Sitzstaat europaweit einheitlich gilt, ergeben sich hier abhängig vom anwendbaren Recht des Sitzstaates erhebliche Unterschiede im Umfang des gewährten Gestaltungsfreiraums.⁸¹⁶

Für die „deutsche“ SE bedeutet die Anwendbarkeit des Aktiengesetzes über Art. 9 I c) ii) SE-VO das § 23 V AktG ebenfalls auf die SE dort Anwendung findet, wo das AktG einschlägig ist.

Darüber hinaus stellt Art. 9 I c) iii) SE-VO klar, dass die SE ihrer Satzung in gleichem Umfang unterliegt wie eine in Deutschland gegründete Aktiengesellschaft. Durch lit. c) iii) wird die Anwendbarkeit der mitgliedstaatlichen Satzungsstrenge auf das SEAG erstreckt,

⁸¹³ so schon Casper, Festschrift für Ulmer, S. 51 (71); Schwarz, SE-VO, Art. 6 Rn. 56; Schäfer, MüKo-AktG, Art. 9 SE-VO Rn. 26.

⁸¹⁴ Schäfer, MüKo-AktG, Art. 9 SE-VO Rn. 26.

⁸¹⁵ Schäfer, MüKo-AktG, Art. 9 SE-VO Rn. 26.

⁸¹⁶ Vgl. Schwarz, SE-VO, Art. 6 Rn. 92.

während lit. c) ii) nur die Anwendbarkeit des Aktiengesetzes und in dessen Folge die Anwendbarkeit des § 23 V AktG auf „dieses Gesetz“ (also das AktG) eröffnet.⁸¹⁷ Mithin steht fest, dass die aktienrechtliche Satzungsstrenge auch auf der Ebene des nationalen Ausführungsgesetzes (SEAG) Berücksichtigung zu finden hat.⁸¹⁸ Dementsprechend besteht Gestaltungsfreiheit auch für die Bereiche der SE, die durch das SEAG geregelt werden, nur unter Berücksichtigung der durch § 23 V AktG aufgestellten Grundsätze. Im Ergebnis folgt daraus, dass die SEAG-Bestimmungen mangels Gewährung von Satzungsfreiheit (§ 23 V 1 AktG) bzw. mangels nicht abschließender Regelung (§ 23 V 2 AktG) als zwingend zu charakterisieren sind.⁸¹⁹

Die Anwendbarkeit des § 23 V AktG auf die „deutsche SE“ ist mittlerweile unumstritten.⁸²⁰ Anders verhielt sich das noch zur Vorgängervorschrift des Art. 9 SE-VO im Verordnungsvorschlag von 1991, der in Art. 7 I a) 2. Spiegelstrich eine ähnlich ausdrückliche Regelung enthielt. Zu dieser Vorschrift herrschte in der Literatur im Hinblick auf die Anwendbarkeit des § 23 V AktG allerdings teilweise Ungewissheit.⁸²¹

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die SE mit Sitz in Deutschland gleich zweimal mit dem Prinzip der Satzungsstrenge konfrontiert wird. Dies macht den Unterschied zu solchen SEs mit Sitz in einem Sitzland, welches auf mitgliedschaftsrechtlicher Ebene keine Satzungsstrenge verankert hat, aus. Eine kritische Bewertung der „doppelt“ satzungstrengen Ausgestaltung der „deutschen SE“ hat folglich auf zwei Ebenen zu erfolgen.

B. Gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge

I. Legitimation

1. Historischer Rückblick

Wie bereits oben erwähnt, findet sich die gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge erstmals im geänderten Entwurf einer SE-VO aus dem Jahr 1991⁸²² als Art. 7 I 2. Spiegelstrich geregelt. Zuvor war in den Vorschlägen zum Statut einer Europäischen Aktiengesellschaft

⁸¹⁷ So schon Schäfer, MüKo-AktG, Art. 9 SE-VO Rn. 5.

⁸¹⁸ Schäfer, MüKo-AktG, Art. 9 SE-VO Rn. 5; Schwarz, SE-VO, Art. 9 Rn. 49.

⁸¹⁹ Vgl. Schwarz, SE-VO, Art. 9 Rn. 49.

⁸²⁰ Vgl. Schwarz, SE-VO, Art. 6 Rn. 96; ders., ZIP 2001, S. 1847 (1860); Brandt, SE-Hauptversammlung, S. 164; Lutter, BB 2002, S. 1 (4).

⁸²¹ Vgl. Brandt, SE-Hauptversammlung, S. 164; Merkt, BB 1992, S. 652 (655): „...unklar ist bislang, ob Gesellschaften, die nicht an der Börse notiert sind, vom Grundsatz der Satzungsstrenge befreit sind.“

⁸²² Geänderter Vorschlag für eine Verordnung (EWG) des Rates über das Statut der Europäischen Aktiengesellschaft –Kom(91) 174 endg. – SYN 218-.

keine Regelung zum Umfang der Gestaltungsfreiheit auf Ebene der Satzung enthalten.⁸²³ Dementsprechend war die Frage nach der Satzungsautonomie sowie der Einordnung der Satzung in die Normhierarchie umstritten.⁸²⁴ Der Wirtschafts- und Sozialausschuss der Europäischen Gemeinschaft ging in seiner Stellungnahme zum Verordnungsentwurf von 1989 noch davon aus, dass nach dem Grundsatz der Willensfreiheit die nicht ausdrücklich in der Verordnung geregelten Fragen von der Satzung geregelt werden können.⁸²⁵ Vor dem Hintergrund dieser Situation wurde dann auch schon zum Verordnungsvorschlag von 1975 die Schaffung einer insoweit eindeutigen Regelung gefordert.⁸²⁶

Dementsprechend heißt es dann auch in der Begründung zur Neufassung des Art. 7 des geänderten Verordnungsvorschlags aus dem Jahr 1991, die „Rangfolge des auf die SE anwendbaren Rechts wurde präzisiert und klarer formuliert“.⁸²⁷ Diese Formulierung könnte einen Hinweis auf den mit der Installation einer gemeinschaftsrechtlichen Satzungsautonomie verbundenen Zweck geben, nämlich die Schaffung von Rechtssicherheit durch eine klare Definition des Anwendung findenden Rechts. Angesichts des Umfangs der Änderungen, die auf Grund des Vorschlags aus dem Jahr 1991 in Art. 7 vorgenommen wurden⁸²⁸, ist diese Begründung sicherlich auf sämtliche Änderungen und nicht explizit auf die Einführung der gemeinschaftsrechtlichen Satzungsautonomie zu beziehen. Allerdings kann der Satzungsautonomie in diesem Kontext ein erheblicher Beitrag zugesprochen werden, da durch sie zweierlei klargestellt wurde: Zum einen, dass die Bestimmungen des Verordnungsvorschlags zwingend sind und den Satzungsregelungen vorgehen und zum anderen, dass eine gemeinschaftsrechtliche Satzungsautonomie nur dann besteht, wenn dies ausdrücklich bestimmt ist.⁸²⁹

2. Erwägungsgründe der Verordnung

Hinweise auf eine Legitimation der in Art. 9 I b) SE-VO niedergelegten gemeinschaftsrechtlichen Satzungsautonomie unter Bezugnahme auf das oben dargelegte

⁸²³ Vgl. Vorschlag v. 30.6.1970 KOM (70) 600 endg. ABl. EG Nr. C 124 v. 10.10.1970; Geänderter Vorschlag v. 30.4.1975, KOM (75) 150 endg. = BT-Drucks. 7/3713; Vorschlag v. 25.8.1989, KOM (89) 268 endg. = ABl. EG Nr. C 263 v. 16.10.1989, S. 41 ff = BT-Drucks. 11/5427; so schon Brandt, SE-Hauptversammlung, S. 161.

⁸²⁴ Brandt, SE-Hauptversammlung, S. 161; Lindacher, Lutter/Stellungnahme SE-VO v. 1975, S. 1 (8); Wiedemann, ebenda S. 39 (42/49).

⁸²⁵ Stellungnahme des WSA, ABl. EG Nr. C 124 v. 21.5.1990, S. 34 (37); Vgl. auch Brandt, SE-Hauptversammlung, S. 161.

⁸²⁶ Lindacher, Lutter S. 1(8); Wiedemann ebenda S. 39 (42/48), Brandt, SE-Hauptversammlung, S. 161.

⁸²⁷ BT-Drucks. 12/1004 v. 30.07.1991, S. 2.

⁸²⁸ Ursprünglich sollte sich die Behandlung der Fragen die in der Verordnung nicht geregelt sind a) nach den allgemeinen Grundsätzen auf denen diese Verordnung beruht und b) falls diese allgemeinen Grundsätze keine Lösung aufzeigen nach dem im Sitzstaat für AGs geltenden Recht richten. Die Änderungen entsprachen abgesehen vom heutigen Art. 9 I c) i) SE-VO im Wesentlichen der heutigen Regelung.

⁸²⁹ So schon Schwarz, Europäisches Gesellschaftsrecht, Rn. 1096.

Rechtssicherheitsargument finden sich in den Erwägungsgründen zu der Verordnung nicht. Darüber hinaus enthalten die Erwägungsgründe aber auch keinen Hinweis auf eine anderweitige Legitimation dieser Regelung.⁸³⁰ Zwar scheint Erwägungsgrund Nr. 6 darauf hinzudeuten, dass mit der SE eine europaweit standardisierte Rechtsform geschaffen werden soll, so dass der aus der Diskussion um § 23 V AktG bekannte Standardisierungseffekt auch für die gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge ins Feld geführt werden könnte. Denn in Erwägungsgrund Nr.: 6 heißt es: „Die juristische Einheitlichkeit der europäischen Unternehmen muss ihrer wirtschaftlichen weitestgehend entsprechen.“ Ist demnach die juristische Einheitlichkeit der europäischen Unternehmen das Ziel, liegt es nicht fern, die gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge als das Mittel zur Erreichung dieser Einheitlichkeit zu begreifen. Dass insoweit aber nur das Bedürfnis nach einer supranationalen Rechtsform bekräftigt werden soll, verdeutlicht Satz zwei dieses Erwägungsgrundes: „Neben den bisherigen Gesellschaftsformen nationalen Rechts ist daher die Schaffung von Gesellschaften vorzusehen, deren Struktur und Funktionsweise durch eine in allen Mitgliedsstaaten unmittelbar geltende gemeinschaftsrechtliche Verordnung geregelt werden muss.“ Unabhängig davon, lässt sich aus Erwägungsgrund Nr. 6 auch deshalb keine Legitimation der gemeinschaftsrechtlichen Satzungsstrenge herleiten, weil die Einheitlichkeit der SE wegen des ergänzend zur Anwendung kommenden nationalen Rechts des jeweiligen Sitzstaates immer eine begrenzte sein wird.⁸³¹

3. Schrifttum

Im Schrifttum finden sich, soweit überhaupt angesprochen, zwei Argumentationslinien, die zur Legitimation der gemeinschaftsrechtlichen Satzungsstrenge angeführt werden. Zum einen wird auf die Bedeutung des Art. 9 I b) SE-VO für die Rechtssicherheit hingewiesen⁸³², zum anderen wird die Frage aufgeworfen, ob nicht die aus der Diskussion um die aktienrechtliche Satzungsstrenge bekannten Legitimationsmuster entsprechend herangezogen werden können.⁸³³

Insbesondere wird insoweit auf die zu § 23 V AktG verbreitet anzutreffende Auffassung zur kapitalmarktrechtlichen Legitimation Bezug genommen.⁸³⁴

⁸³⁰ So schon Hommelhoff, Festschrift für Ulmer, S. 267 (273).

⁸³¹ So schon Hommelhoff, FS für Ulmer, S. 267 (273).

⁸³² Vgl. Schwarz, SE-VO, Art. 6 Rn. 51 u. Art. 9 Rn. 42.

⁸³³ Vgl. Schwarz, SE-VO, Art. 6 Rn. 51.

⁸³⁴ Vgl. Hommelhoff, Festschrift für Ulmer, S. 267 (273); Schwarz, SE-VO, Art. 6 Rn. 51.

1) *Rechtssicherheit*

Wie oben bereits für die „Vorgängervorschrift“⁸³⁵ des Art. 9 I b) SE-VO beschrieben, ist dieser Vorschrift eine doppelte Klarstellung zu entnehmen: Zum einen dahingehend, dass die Bestimmungen der Verordnung zwingend sind und den Satzungsregelungen vorgehen und zum anderen dahingehend, dass eine gemeinschaftsrechtliche Satzungsautonomie nur dann besteht, wenn dies ausdrücklich bestimmt ist.⁸³⁶ Durch diese doppelte Klarstellung soll die Handhabbarkeit der Rechtsform SE vereinfacht und somit letztlich Rechtssicherheit geschaffen werden.⁸³⁷ Insbesondere soll vermieden werden, dass die unterschiedliche Auslegung der Verordnung in verschiedenen Mitgliedsstaaten zu einer Unsicherheit darüber führt, welche Satzungsbestimmungen zulässig sind und welche nicht.⁸³⁸

2) *Übertragung aktienrechtlicher Überlegungen*

Die aktienrechtliche Satzungsstrenge wird verbreitet über das Bedürfnis nach Anlegerschutz, welcher die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts gewährleisten soll, gerechtfertigt⁸³⁹. Vereinzelt wird zu ihrer Begründung auch auf eine gläubigerschützende Wirkung derselben verwiesen.⁸⁴⁰

a) *Gläubigerschutz*

Für die Gesellschaftsgläubiger stellt sich unter dem Stichwort Gläubigerschutz, wie oben bereits erwähnt⁸⁴¹, die Frage, wie im Fall der Fälligkeit und Durchsetzbarkeit ihrer Forderung sichergestellt wird, dass die Forderung seitens der Gesellschaft auch beglichen werden kann. Für die Gläubiger einer SE ergeben sich insoweit grundsätzlich die gleichen Gefahren wie für die einer Aktiengesellschaft. Auch diese sehen sich mit einer Haftungsbeschränkung auf das Gesellschaftsvermögen konfrontiert.⁸⁴² Nach Art. 1 II 2 SE-VO haftet jeder Aktionär nur bis zur Höhe des von ihm gezeichneten Kapitals. Eine persönliche Außenhaftung der Aktionäre ordnet die Verordnung damit aber nicht an.⁸⁴³ Wie aus dem Aktiengesetz bereits bekannt,

⁸³⁵ Dies ist hier untechnisch zu verstehen. Sicherlich handelt es sich bei Art. 7 I aus dem Entwurf von 1991 tatsächlich nicht um die Vorgängervorschrift des Art. 9 I SE-VO, allerdings ist die heutige SE-VO in der Tradition ihrer langen Entstehungsgeschichte zu sehen.

⁸³⁶ So schon Schwarz, Europäisches Gesellschaftsrecht, Rn. 1096.

⁸³⁷ Vgl. Schwarz, SE-VO, Art. 6 Rn. 51; Brandt, SE-Hauptversammlung, S. 161/162.

⁸³⁸ Vgl. Brandt, SE-Hauptversammlung, S. 161.

⁸³⁹ Vgl. dazu oben 1. Teil D..

⁸⁴⁰ Vgl. dazu oben 1. Teil D..

⁸⁴¹ Vgl. oben 1. Teil F. I..

⁸⁴² Schwarz, SE-VO, Art. 1 Rn. 25f, Oechsler, MüKo-AktG, Art. 1 SE-VO Rn. 6; Koke, Finanzverfassung der SE, S. 27.

⁸⁴³ Koke, Finanzverfassung der SE, S. 27 mwN; Schwarz, SE-VO, Art. 1 Rn. 27, Oechsler, MüKo-AktG, Art. 1 SE-VO Rn. 6.

begegnet auch die Verordnung den sich aus der Haftungsbeschränkung ergebenden Gefahren für die Gläubiger mit dem Erfordernis eines aufzubringenden und zu erhaltenen Grundkapitals.⁸⁴⁴ Im Unterschied zum deutschen Aktienrecht schreibt die Verordnung allerdings in Art. 4 II ein Grundkapital i.H.v. mindestens € 120.000 vor, soweit mitgliedstaatliche Regelungen für Gesellschaften, die bestimmte Arten von Tätigkeiten ausüben, ein höheres Mindestkapital vorschreiben, so gilt dies allerdings für die SE mit Sitz in diesem Mitgliedsstaat entsprechend (Art. 4 III SE-VO). Für die Kapitalerhaltung und die Kapitaländerung verweist die Verordnung in Art. 5 auf das mitgliedstaatliche Recht für Aktiengesellschaften, so dass insoweit auf die obigen Ausführungen zu verweisen ist. Von dieser Verweisung schon dem Wortlaut nach nicht erfasst, ist die erstmalige Kapitalaufbringung.⁸⁴⁵ Aber auch die im Rahmen der Gesellschaftsgründung erforderliche Kapitalaufbringung richtet sich gem. Art. 15 I SE-VO grundsätzlich nach dem im Sitzstaat für eine Aktiengesellschaft geltendem Recht.⁸⁴⁶

Bildet das System eines Mindestgrundkapitals auch im Recht der SE einen wichtigen Aspekt des Gläubigerschutzes, der von der Satzung nicht abbedungen werden kann, so können auch im Rahmen der Diskussion um die Legitimation der gemeinschaftsrechtlichen Satzungsstrenge mit dem Argument des Gläubigerschutzes die oben für die Aktiengesellschaft angeführten Überlegungen übertragen werden. Dementsprechend überzeugt das Gläubigerschutzargument auch nicht im Rahmen der Legitimation der gemeinschaftsrechtlichen Satzungsstrenge. Insbesondere ist hier – unabhängig von der Effektivität eines solchen Gläubigerschutzsystems – festzustellen, dass ein vertraglichen Gläubigern zu Gute kommender Standardisierungseffekt schon daran scheitert, dass für die Kapitalaufbringung und –erhaltung in das sich unterscheidende mitgliedstaatliche Recht verwiesen wird.

b) Anlegerschutz

Kann der Gläubigerschutzgedanke auch auf Ebene der gemeinschaftsrechtlichen Satzungsstrenge nicht als Argument für deren Nützlichkeit überzeugen, bleibt folglich nur zu prüfen, ob Anlegerschutzinteressen die Existenz der gemeinschaftsrechtlichen Satzungsstrenge rechtfertigen. Angesichts der Gestaltung, welche die SE durch die Verordnung erfährt, liegt diese Überlegung auch nicht fern. Die SE ist eine Gesellschaft, deren Kapital in Aktien zerlegt ist (Art. 1 II 1 SE-VO). Für sie bietet sich, wie für

⁸⁴⁴ Koke, Finanzverfassung der SE, S. 27; Thoma/Leuering, NJW 2002, S. 1449 (1450).

⁸⁴⁵ So schon Schwarz, SE-VO, Art. 5 Rn. 5.

⁸⁴⁶ Schwarz, SE-VO, Art. 5 Rn. 5.

Aktiengesellschaften nationalen Rechts, grundsätzlich der Zugang zum organisierten Kapitalmarkt.⁸⁴⁷ Eine dementsprechende Ausgestaltung der SE ist auch das Ziel der Verordnung. Denn in Erwägungsgrund Nr.: 13 heißt es, dass die SE eine Kapitalgesellschaft in Form der Aktiengesellschaft sein muss, da diese „sowohl von der Finanzierung als auch von der Geschäftsführung her am besten den Bedürfnissen der gemeinschaftsweit tätigen Unternehmen entspricht.“ Ist die SE also für eine Finanzierung über den Kapitalmarkt konzipiert, liegt es nicht fern, in dem für einen funktionierenden Kapitalmarkt erforderlichen Anlegerschutz, ähnlich wie im deutschen Aktienrecht, die Legitimation für die gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge zu sehen.⁸⁴⁸

4. Zusammenfassung des Legitimationsmusters

Als Zwischenergebnis lässt sich hier festhalten, dass eine Legitimation der gemeinschaftsrechtlichen Satzungsstrenge sowohl über den Rechtssicherheitsgedanken als auch über den des Anleger- bzw. Kapitalmarktfunktionenschutzes in Betracht kommt. Eine Begründung der satzungstrengen Ausgestaltung der SE auf Ebene der Verordnung unter Hinweis auf den Gläubigerschutz ist mit den aus der entsprechenden Diskussion um die aktienrechtliche Satzungsstrenge bekannten Argumenten abzulehnen. Dementsprechend bleibt zu untersuchen, ob das hier angeführte Legitimationsmuster einer kritischen Würdigung standhält.

II. Kritische Würdigung der Legitimation

1. Rechtssicherheit

Den obigen Ausführungen entsprechend soll Art. 9 I b) SE-VO eine - Rechtssicherheit schaffende - doppelte Klarstellung dahingehend zu entnehmen sein, dass erstens die Bestimmungen der Verordnung zwingend sind und den Satzungsregelungen vorgehen und zweitens eine gemeinschaftsrechtliche Satzungsautonomie nur dann besteht, wenn dies ausdrücklich bestimmt ist.⁸⁴⁹

Beide Aussagen hinsichtlich der in Art. 9 I b) SE-VO enthaltenen Klarstellungen sind zwar zutreffend. Erstere kann aber die These vom Gewinn für die Rechtssicherheit nur bedingt stützen. Die Fragestellung, ob eine Regelung der Verordnung zwingenden Charakter aufweist oder nicht, kann zwar zu Auslegungsschwierigkeiten führen, solche lassen sich aber durch

⁸⁴⁷ Theisen/Widmayer, Europäische Aktiengesellschaft, S. 333 (345); Hommelhoff, FS für Ulmer, S. 267 (274); ders., AG 2001, S. 279 (286f); Lutter, BB 2002, S. 1 (7); Thoma/Leuring, NJW 2002, 1449 (1450).

⁸⁴⁸ So schon Hommelhoff, FS für Ulmer, S. 267 (273-274); Schwarz, SE-VO, Art. 6 Rn. 52.

⁸⁴⁹ So schon Schwarz, Europäisches Gesellschaftsrecht, Rn. 1096.

eine klare Formulierung der einzelnen Norm ebenso verhindern wie durch eine satzungsstrenge Ausgestaltung der gesamten Verordnung.⁸⁵⁰ Wäre dies nicht der Fall, könnte nämlich auch das Prinzip der Satzungsstrenge nur bedingt Rechtssicherheit gewähren. Denn sobald einzelne Normen abweichend vom Prinzip der Satzungsstrenge dispositiv ausgestaltet werden sollen, bedarf es einer ausdrücklichen Regelung im Verordnungstext. Auch im Bereich solcher Vorschriften können aber Auslegungsschwierigkeiten entstehen, die nur durch eine klare Formulierung zu vermeiden sind. Ist es aber im Rahmen der satzungstrengen Ausgestaltung möglich, unmissverständlich einzelne Ausnahmen davon zu normieren, muss diese Möglichkeit umgekehrt auch für die Regelung einzelner zwingender Vorschriften im Rahmen einer grundsätzlich dispositiven Ausgestaltung bestehen. Der Gewinn an Rechtssicherheit auf dieser Ebene ist folglich nur ein scheinbarer.

Die These vom Gewinn für die Rechtssicherheit erschließt sich erst vor dem Hintergrund der zweiten Aussage. Die besondere Konstellation, mit der sich die SE konfrontiert sieht, resultiert aus der Mixtur der verschiedenen Rechtsquellen, die zur Anwendung auf die SE berufen sind, und die zu einer komplexen Verzahnung der Gemeinschaftsrechtsebene mit der mitgliedschaftsrechtlichen Ebene führen. Ohne die eindeutige Feststellung, dass sich eine Satzungsautonomie für die SE auf Grund der Verordnung nur ergibt, soweit diese in den von ihr geregelten Bereichen eine Satzungsgestaltung ausdrücklich zulässt, würde dieses Verhältnis weiter belastet durch die Frage nach dem Umfang möglicher Satzungsgestaltungen auf Grund der Verordnung, die dann wegen Art. 9 I c) SE-VO dem nationalen Recht vorgehen müssten.⁸⁵¹ Mit der klaren Regelung dieses Problemkreises verhindert Art. 9 I b) SE-VO, dass verschiedene Auslegungen unter anderem auch in unterschiedlichen Mitgliedsstaaten zu verschiedenen Ergebnissen führen und dient somit letztlich der Rechtssicherheit.

In Fortführung dessen dient die gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge auch dem politischen Kompromiss; andernfalls könnten die Mitgliedsstaaten nur schwer beurteilen, welche Satzungsbestimmungen dem nationalen Recht vorgehen.⁸⁵²

2. Anlegerschutz

Da sich aktienrechtliche und gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge in Gestaltung und Legitimation ähneln, liegt es nahe, für die Untersuchung der These von der anlegerschützenden Wirkung der letzteren auf die im Bereich der aktienrechtlichen Satzungsstrenge entwickelten Kriterien zurückzugreifen. Dementsprechend ist auch im

⁸⁵⁰ Vgl. für § 23 V AktG oben 1. Teil G..

⁸⁵¹ So schon Schwarz, SE-VO, Art. 9 Rn. 42.

⁸⁵² Schwarz, SE-VO, Art. 9 Rn. 42, Brandt, SE-Hauptversammlung, S. 166.

Rahmen der Untersuchung der anlegerschützenden Wirkung des Art. 9 I b) SE-VO zwischen ex ante und ex post bewirktem Anlegerschutz zu unterscheiden.

1) *Ex ante Anlegerschutz*

Der ex ante Anlegerschutz soll es dem Anleger ermöglichen, eine „optimale“, d.h. eine seinen Bedürfnissen entsprechende, Anlageentscheidung zu treffen.⁸⁵³ Berücksichtigung bei dieser Entscheidung müssen alle die Performance des Anlageobjekts beeinflussenden Faktoren finden. Im Bereich der Performanceüberlegungen spielt die Risikobewertung eine entscheidende Rolle. Hier kommt der rechtlichen Ausgestaltung der jeweiligen Gesellschaftsform erhebliche Bedeutung zu.

Es stellt sich mithin die Frage, inwieweit die gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge dazu beiträgt, eine solche optimale Anlageentscheidung zu ermöglichen.

Für die aktienrechtliche Satzungsstrenge konnte oben festgestellt werden, dass dieses Prinzip einen Standardisierungseffekt erzeugt, der die im Rahmen der Anlageentscheidung zu berücksichtigenden Parameter reduziert und auf diese Weise das Treffen der „optimalen“ Anlageentscheidung zumindest erleichtert. Anlegerschutz durch Standardisierung beruht folglich auf der Überlegung, dass das Prinzip der Satzungsstrenge in Zusammenspiel mit einer hohen Regelungsdichte zu einer Standardisierung des jeweiligen Gesellschaftstyps in rechtlicher Hinsicht führt, so dass die Satzungsgestaltung bei der Anlageentscheidung nicht mehr berücksichtigt werden muss.

Dementsprechend ist zu hinterfragen, ob die in Art. 9 I b) SE-VO geregelte gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge einen solchen Standardisierungseffekt erzeugt, der sich dann ex ante anlegerschützend auswirkt.

a) Kein Standard wegen der Anwendbarkeit nationalen Rechts?

Eine so verstandene Standardisierung setzt dann aber voraus, dass sich verschiedene Gesellschaften tatsächlich nicht mehr hinsichtlich innerer Organisation, Willensbildung der Organe und Aktionärsschutz unterscheiden. Ob dies für die Rechtsform der SE unterstellt werden kann, ist fraglich. Hier stellt sich insbesondere die Frage, ob die in der Verordnung gewählte Regelungstechnik, des Verweisens in das Aktienrecht der Mitgliedsstaaten, das Entstehen eines Standardisierungseffekts zulässt. Angesprochen ist damit der Umstand, dass eine Mixtur aus Gemeinschafts-, mitgliedstaatlichem- und Satzungsrecht auf die SE Anwendung findet. Gravierend wirkt sich insoweit aus, dass die Verordnung nur eine

⁸⁵³ Vgl. dazu ausführlich oben I. Teil E. I..

Rumpfregelung⁸⁵⁴ darstellt und nicht ohne Verweise in das Recht des jeweiligen Sitzstaats auskommt. Denn die in der Verordnung zum Zuge kommende oben näher beschriebene Regelungstechnik⁸⁵⁵ führt dazu, dass viele Rechtsfragen keine Beantwortung durch die Verordnung erfahren. Die so entstehenden Lücken werden durch die ergänzende Anwendung nationalen Rechts (vgl. Art 9 I c) SE-VO) geschlossen. Die Verordnung gibt mithin nur einen Rahmen vor, der durch die schon bestehenden Aktiengesetze der Mitgliedsstaaten und durch die von ihnen noch zu schaffenden Rechtsvorschriften implementiert wird.⁸⁵⁶ Dies führt im Ergebnis dazu, dass es eben nicht die eine SE gibt, sondern je nach Sitzstaat entsprechend unterschiedliche.⁸⁵⁷ Zwar gilt die gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge für alle SEs europaweit einheitlich, durch den ergänzenden Verweis auf das nationale Recht des Sitzstaates eröffnet sich allerdings auf dieser Ebene je nach Ausgestaltung des nationalen Rechts für die SEs ein unterschiedlich großer Gestaltungsspielraum.⁸⁵⁸ Für eine SE mit Sitz z.B. in England, Frankreich oder Spanien ergibt sich auf der zweiten sitzmitgliedstaatlichen Regelungsebene ein weitergehender Gestaltungsspielraum, als dies im deutschen Recht wegen § 23 V AktG der Fall ist.⁸⁵⁹

b) Ausreichende Standardisierung durch Regelungen der SE-VO?

Auf Grund dieser Ausführungen scheint die Existenz eines Standardisierungseffekts zumindest auf europäischer Ebene von vornherein ausgeschlossen. Davon wäre allerdings dann nicht auszugehen, wenn die im Rahmen der Anlageentscheidung erheblichen Kriterien sämtlich von zwingend ausgestalteten Regelungen in der Verordnung erfasst würden. Dies ist jedoch nicht der Fall. Insbesondere trifft die Verordnung in den für den Anleger als zukünftigen Aktionär besonders interessanten Bereichen innere Organisation, Organisation und Ablauf der Hauptversammlung und der Organhaftung keine abschließenden Regelungen und eröffnet somit Spielraum für das nationale Sitzstaatrecht.

So regelt die Verordnung hinsichtlich der inneren Organisation zwar die Wahlmöglichkeit zwischen dualistischem und monistischem Führungs- und Leitungssystem. Die insoweit in den Art. 39 ff bzw. 43ff SE-VO enthaltenen Vorschriften regeln die beiden Führungs- und Leitungssysteme aber nicht abschließend. Vielmehr können Mitgliedsstaaten, die bisher eines der beiden Systeme für die Aktiengesellschaft nicht geregelt haben, nach Art. 39 V bzw. 43

⁸⁵⁴ Dazu Casper, FS für Ulmer, S. 51 (52).

⁸⁵⁵ Vgl. zu den auf die SE Anwendung findenden Rechtsquellen oben 2. Teil A. I..

⁸⁵⁶ Kübler, ZHR 2003, 222 (223); Brandt; SE-Hauptversammlung, S. 26.

⁸⁵⁷ Dazu Kübler, ZHR 2003, S. 222 (223): „Deshalb wird angenommen, dass es künftig 15 unterschiedliche Formen der SE geben wird.“; so auch schon Schwarz, ZIP 2001, 1847 (1860).

⁸⁵⁸ Schwarz, SE-VO, Art. 6 Rn. 92.

⁸⁵⁹ Schwarz, SE-VO, Art. 6 Rn. 92.

IV SE-VO die Verordnung ergänzende Bestimmungen erlassen.⁸⁶⁰ Bestehen schon Regelungen im nationalen Sitzstaatrecht, kommen diese nach Art. 9 I c) SE-VO dort zur Anwendung, wo die Verordnung keine Regelung enthält. Würde der Verordnungsgeber davon ausgehen, alles nötige hinsichtlich Führung und Leitung der SE geregelt zu haben, wäre eine solche Ermächtigung wohl nicht erfolgt.⁸⁶¹

Ferner enthält die Verordnung eine Regelung in Art. 38 SE-VO darüber, welche zwingenden Organe eine SE aufweisen muss. Die Abgrenzung der Kompetenzen zwischen diesen einzelnen Organen erfolgt aber nicht abschließend in der Verordnung.⁸⁶² Für den Anleger als späteren Gesellschafter sind hier die Kompetenzen der Hauptversammlung der Aktionäre von besonderem Interesse. Diese werden durch eine doppelstufige Zuständigkeitszuweisung gemäß Art. 52 SE-VO geregelt.⁸⁶³ Nach Art. 52 Unterabsatz 1 SE-VO wird die Zuständigkeit der Hauptversammlung auf gemeinschaftsrechtlicher Rechtsebene bestimmt.⁸⁶⁴ Beispielsweise regelt die Verordnung in Art. 59 I SE-VO die Zuständigkeit der Hauptversammlung für Satzungsänderungen. Gleiches gilt gem. Art. 40 II 1 bzw. Art. 43 III 1 SE-VO für die Bestellung der Mitglieder des Aufsichtsorgans (dualistisches System) bzw. des Verwaltungsorgans (monistisches System). Ungeregt und damit dem Sitzmitgliedstaatlichen Recht überantwortet bleibt hingegen die Kompetenzverteilung hinsichtlich der Abberufung der oben genannten Mitglieder.⁸⁶⁵

Art. 52 Unterabsatz 2 SE-VO bestimmt, dass die Hauptversammlung auch über diejenigen Angelegenheiten bestimmt, für die die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft in dem Sitzstaat außerdem zuständig wäre. Klarzustellen ist insoweit allerdings, dass es sich bei diesen „nationalen“ Kompetenzen auf Grund der in Art 9 I SE-VO niedergelegten Normenhierarchie nur um die Verordnung ergänzende handeln kann, so dass die der SE durch die Verordnung gegebene grundsätzliche Kompetenzstruktur nicht durch „nationale“ Hauptversammlungszuständigkeiten verändert werden darf.⁸⁶⁶

Dieser Überblick zeigt aber, dass sich hier Sitzstaatabhängig unterschiedliche Kompetenzen der Hauptversammlung ergeben können.⁸⁶⁷

⁸⁶⁰ Schwarz, SE-VO, Art. 39 Rn. 77 u. Art. 43 Rn.123.

⁸⁶¹ So schon Teichmann, ZGR 2002, S. 383 (443).

⁸⁶² Schwarz, SE-VO, Vor Art. 38-60 Rn. 5.

⁸⁶³ Schwarz, SE-VO, Art. 52 Rn. 7; Kubis, MüKo-AktG, Art. 52 SE-VO Rn. 10 u.16.

⁸⁶⁴ Tabellarische Übersicht der Zuständigkeiten nach der SE-VO bei Mayer; Europäische Aktiengesellschaft Komm., Art. 52 SE-VO Rn. 4.

⁸⁶⁵ Schwarz, SE-VO, Art. 52 Rn. 10.

⁸⁶⁶ Schwarz, SE-VO, Art. 52 Rn. 18f; Kubis, MüKo-AktG, Art. 52 SE-VO Rn. 22; Brandt, SE-Hauptversammlung, S. 121-122.

⁸⁶⁷ Vgl. zu den Sitzstaatabhängigen Kompetenzen der Hauptversammlung –insbesondere der anderer EU-Staaten Übersicht bei Mayer, Europäische Aktiengesellschaft Komm., Art. 52 SE-VO Rn. 13-30.

Die Bedeutung dieses Umstands für (zukünftige) Aktionäre lässt sich exemplarisch an der für das deutsche Recht aufgeworfenen Frage darstellen, ob die Holz Müller (bzw. Gelatine)-Doktrien⁸⁶⁸ über Art. 52 Unterabsatz 2 SE-VO auch auf eine „deutsche SE“ anzuwenden sind.⁸⁶⁹ Neben dem Wortlautargument, wonach nur geschriebene Rechtsregeln Kompetenzen i.S.d. Art. 52 Unterabsatz 2 SE-VO „übertragen werden könnten“,⁸⁷⁰ wird gegen die Übertragbarkeit der „Holz Müller“-Doktrien auf die „deutsche SE“ vorgebracht, dass ein solches Vorgehen, die oben schon erwähnte grundsätzliche Kompetenzstruktur unterlaufe.⁸⁷¹ Die Gegenauffassung sieht in der nur ausnahmsweise eingreifenden Hauptversammlungszuständigkeit nach „Holz Müller“ gerade wegen des Ausnahmecharakters keinen Eingriff in die durch die Verordnung grundsätzlich vorgegebene Kompetenzstruktur.⁸⁷² Entscheidet man sich hier für die Anwendbarkeit der „Holz Müller/Gelatine“ Rechtsprechung, führt dies für die SE zu einer erheblichen Kompetenzerweiterung gegenüber der Verordnung auf Grund mitgliedstaatlichen Rechts. Die Organisation und der Ablauf der Hauptversammlung sind in der Verordnung ebenfalls nur unvollständig geregelt. Insoweit verweist Art. 53 SE-VO wiederum auf das nationale Sitzstaatrecht. Zwar normiert Art. 55 I SE-VO das Recht der Aktionärsminorität mit einem Anteil von mindestens 10% am gezeichneten Kapital eine außerordentliche Hauptversammlung und Art. 56 SE-VO jenes die Ergänzung der Tagesordnung verlangen zu können. Gleichzeitig ermächtigen jedoch beide Vorschriften (Art. 55 I a.E., Art. 56 Satz 3 SE-VO) die Mitgliedsstaaten, die in der Verordnung dafür vorgesehenen Quoren entsprechend den nationalen Regelungen für Aktiengesellschaften nach unten anzupassen. Im Ergebnis führt dies dazu, dass obwohl eine Regelung in der Verordnung besteht, es an einem europäeinheitlichen Standard insoweit fehlt. So hat sich beispielsweise der deutsche Gesetzgeber entschlossen, die erwähnten Minderheitsrechte schon ab einer Beteiligung i.H.v. 5% am Grundkapital bzw. einem anteiligen Betrag i.H.v. €500.000 am Grundkapital, soweit nur die Ergänzung der Tagesordnung begehrt wird, zu gewähren (§ 50 I, II SEAG). Für Aktionäre einer SE mit Sitz in England ergibt sich hingegen hinsichtlich des Einberufungsverlangens keine Abweichung von der Verordnung, da Section 368 Companies Act 1985 ebenfalls eine 10% Hürde aufstellt.⁸⁷³ Abweichungen ergeben sich jedoch diesbezüglich wieder für Aktionäre einer SE mit Sitz in Österreich, den Niederlanden oder

⁸⁶⁸ Vgl. dazu oben 1. Teil E. IV. 5. 1) b) bb).

⁸⁶⁹ Vgl. dazu Kubis, MüKo-AktG, Art. 52 SE-VO Rn. 52; Schwarz, SE-VO, Art. 52 Rn. 34f; Mayer, Europäische Aktiengesellschaft Komm., Art. 52 SE-VO Rn. 17f.

⁸⁷⁰ Vgl. Brandt, SE-Hauptversammlung, S. 130.

⁸⁷¹ Kubis, MüKo-AktG, Art. 52 SE-VO Rn. 22; Brandt, SE-Hauptversammlung, S. 130-131.

⁸⁷² Schwarz, SE-VO, Art. 52 Rn. 35.

⁸⁷³ Mayer, Europäische Aktiengesellschaft Komm., Art. 55 SE-VO Rn. 27.

Frankreich, wobei die Niederlande und Österreich auch die Bestimmung eines gegenüber der gesetzlichen Regelung niedrigeren Prozentsatzes in der Satzung gestatten.⁸⁷⁴

Des weiteren fällt bei Betrachtung der die Hauptversammlung betreffenden Verordnungsregelungen aus Sicht des Anlegers als späterem Aktionär insbesondere auf, dass ein dem § 131 AktG vergleichbares Fragerecht des Aktionärs entgegen früheren Entwürfen keinen Eingang mehr in die Verordnung gefunden hat.⁸⁷⁵

Auch für die Frage der Haftung der Mitglieder des Leitungs-, Aufsichts- oder Verwaltungsorgans verweist die Verordnung in Art. 51 SE-VO auf das Recht des Sitzstaates und die dort auf die Aktiengesellschaft Anwendung findenden Vorschriften. Damit enthält die Verordnung auch für den aus Aktionärssicht interessanten Bereich der Haftung der Organe gegenüber der SE wegen Pflichtverletzungen keine eigenständigen Regelungen, so dass zwar ein Haftungsgleichlauf für Organmitglieder von AGs und SEs im gleichen Sitzstaat erreicht wird. Dies wird aber um den Preis der Existenz je nach Sitzstaat verschiedener SE-Haftungsregime erkaufte.⁸⁷⁶ So kommen im Rahmen des Tatbestandsmerkmals der Pflichtverletzung nicht nur Pflichten der Organmitglieder nach der Verordnung, sondern auch nach mitgliedstaatlichem Aktienrecht in Betracht.⁸⁷⁷ Die Frage, ob und in welchem Umfang die Haftung der Organmitglieder ein Verschulden voraussetzt,⁸⁷⁸ sowie die Frage der Beweislast und der Verjährung⁸⁷⁹ richtet sich ebenfalls nach dem Recht des Sitzstaates.

Als Zwischenergebnis lässt sich folglich festhalten, dass die in Art. 9 I b) SE-VO niedergelegte gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge zumindest keinen Standardisierungseffekt dahingehend erzeugt, dass von einer europaweit identisch ausgestalteten SE gesprochen werden könnte.

c) Standardisierung hinsichtlich der SEs eines Sitzstaates?

Kommt es dementsprechend unionsweit zu keiner Standardisierung, so ist bezogen auf den jeweiligen Sitzstaat eine solche aber durchaus denkbar. Es stellt sich also die Frage, ob wenn schon nicht für „die SE“, so doch zumindest für die jeweilige sitzstaatspezifische Form von einer Standardisierung dahingehend gesprochen werden kann, dass der Anleger von sämtlichen SEs eines Sitzstaates den gleichen Schutz erwarten kann. Der Vorteil einer solchen

⁸⁷⁴ Vgl. zu den Regelungen anderer Mitgliedsstaaten bzgl. des Einberufungsverlangens Mayer, Europäische Aktiengesellschaft Komm., Art. 55 SE-VO Rn. 28-30 sowie bzgl. des Ergänzungsverlangens Art. 56 Rn. 14-17.

⁸⁷⁵ Kubis, MüKo-AktG, Art. 53 SE-VO Rn. 16; Schwarz, SE-VO, Art. 53 Rn. 24; Mayer, Europäische Aktiengesellschaft Komm., Art. 53 SE-VO Rn. 7.

⁸⁷⁶ Schwarz, SE-VO, Art. 51 Rn.4.

⁸⁷⁷ Mayer, Europäische Aktiengesellschaft Komm., Art. 51 SE-VO Rn. 5; Schwarz, SE-VO, Art. 51 Rn. 5.

⁸⁷⁸ Schwarz, SE-VO, Art. 51 Rn. 20.

⁸⁷⁹ Mayer, Europäische Aktiengesellschaft Komm., Art. 51 SE-VO Rn. 10.

eingeschränkter Standardisierung bestünde darin, dass für den Performancevergleich zweier SEs mit gleichem Sitzstaat nicht der Abgleich der Satzungen erforderlich wäre.

Problematisch ist diese Überlegung insoweit, als dass der dann in Rede stehende Standardisierungseffekt nicht alleine von der Ausgestaltung der Verordnung, sondern zusätzlich von einer Standardisierung des ergänzend Anwendung findenden Sitzstaatrechts abhängt. D.h., nur unter der Prämisse, dass das ergänzend zur Anwendung kommende Recht des betroffenen Sitzstaates satzungstreng ausgestaltet ist, kann für sämtliche SEs mit Sitz in diesem Mitgliedsstaat von einer Standardisierung gesprochen werden. Im Rahmen der hier aufgeworfenen Fragestellung nach der Legitimation des Art. 9 I b) SE-VO durch einen Anlegerschutz generierenden Standardisierungseffekt ist jedoch festzustellen, dass dieser Effekt dann gerade nicht auf der Verordnung, sondern auf einem Charakteristikum des jeweiligen Sitzstaatrechts beruht. Das letzteres sowie die Satzung, soweit nach dem Recht des Mitgliedsstaates zulässig, zur Anwendung kommt, beruht aber auf Art. 9 I c) und nicht auf Art. 9 I b) SE-VO. Mithin würde eine so verstandene sitzstaatspezifische Standardisierung auch ohne die gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge erreicht. Dementsprechend taugt dieser „nationale“ Standardisierungseffekt auch nicht dazu, die Existenz des Art. 9 I b) SE-VO zu legitimieren.

Festzuhalten ist folglich, dass es auf Grund der auf Verordnungsebene existenten gemeinschaftsrechtlichen Satzungsstrenge nicht zu einer Anlegerschutz generierenden Standardisierung kommt, so dass die Existenz derselben nicht mit Argumenten des ex-ante Anlegerschutzes zu rechtfertigen ist.

2) *Ex post Anlegerschutz*

Aufgabe von ex post anlegerschützenden Regelungen ist es, die einmal getroffene Anlageentscheidung gegen ex ante unkalkulierbare Veränderungen aus innergesellschaftlichen Entwicklungen zu immunisieren⁸⁸⁰. Dabei geht es der Sache nach vorrangig um die „agency“- Konflikte zwischen Aktionär und Vorstand und den Konflikt Minderheit – Mehrheit.

Für die aktienrechtliche Satzungsstrenge konnte insoweit oben festgestellt werden, dass dem Prinzip der Satzungsstrenge für den ex post Anlegerschutz keine unmittelbar anlegerschützende Wirkung zuzusprechen ist. Soweit eine solche existiert, ist sie auf den Schutz, den einzelne Vorschriften generieren, zurückzuführen, und folglich als ein mittelbar bewirkter Anlegerschutz zu qualifizieren.

⁸⁸⁰ Vgl. Mühlbert, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, S. 118.

Es besteht kein Anlass an der Übertragbarkeit dieser Annahme auf die gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge zu zweifeln. Dementsprechend ist im Folgenden nur zu untersuchen, inwieweit Art. 9 I b) SE-VO durch die zwingende Ausgestaltung einzelner Vorschriften der Verordnung Anlegerschutz erzeugt, und ob der so erzeugte Schutz seine Existenz zu legitimieren vermag.

Soweit hier das Spannungsverhältnis zwischen Anteilseignern und Management angesprochen ist, ist dies vor allem über die Vorschriften zur Führungsstruktur der SE, der Kompetenzverteilung zwischen den Organen sowie zur Haftung der Mitglieder des Führungs-, Aufsichts- oder Verwaltungsorgans zu lösen. Für die hier angesprochenen Bereiche wurde aber soeben festgestellt⁸⁸¹, dass die Verordnung insoweit gerade keine abschließenden Regelungen enthält, sondern auf das ergänzend Anwendung findende Recht der Mitgliedsstaaten verweist. Insbesondere fehlt es an einer einheitlichen Regelung der Kompetenzen der Hauptversammlung, einer einheitlichen Haftungsregelung und der Installation eines Fragerechts in der Hauptversammlung.

Das existente Bedürfnis nach Minderheitenschutz hat der Ordnungsgeber erkannt und dessen Regelung auch tendenziell befürwortet.⁸⁸² Dies zeigt sich schon daran, dass die Verordnung den Minderheitenschutz mehrfach erwähnt (Art. 8 V Sitzverlegung, Art. 24 II Verschmelzung, Art. 34 Holding-SE). Insoweit ist jedoch festzustellen, dass ein Minderheitenschutz, wie er in den Artikeln 24 II, 34 SE-VO angesprochen ist, und der sich nur auf das Gründungsstadium der SE bezieht, aus Sicht des ex post Anlegerschutzes ohnehin nicht von Interesse ist. Die Gefahr, die für Minderheitsaktionäre bei einer Gründung durch Verschmelzung bzw. einer Holdinggründung besteht, kann nur aus der jeweiligen „Organisation“ der bereits existenten Gesellschaften resultieren. Dementsprechend stehen jene gesetzlichen Regelungen, welche auf die insoweit betroffenen Rechtsformen Anwendung finden, in der Pflicht und nicht die die entstehende SE betreffenden Rechtsquellen. Von Interesse ist jedoch aus Sicht des Anlegerschutzes ein Schutz der Minderheit im Falle einer grenzüberschreitenden Sitzverlegung i.S.d. Art. 8 SE-VO. Mit dieser Thematik beschäftigt sich Art. 8 V SE-VO. Allerdings bleibt es hier bei einer Ermächtigung der Mitgliedsstaaten diesbezüglich tätig zu werden, ohne jedoch eine dahingehende Verpflichtung auszusprechen. Insofern zeigt sich der Minderheitenschutz im Rahmen der Regelungen der und um die SE in besonderem Maß als rechtspolitisches Programm und nicht als fertiges normatives Konzept oder System.⁸⁸³

⁸⁸¹ Vgl. oben 2. Teil B. II. 2. 1).

⁸⁸² Vgl. Kalss, ZGR 2003, S. 593 (594).

⁸⁸³ Vgl. Kalss, ZGR 2003, S. 593 (594).

Im Ergebnis gewährt die Verordnung Minderheitenschutz nur mit den bereits oben erwähnten technischen Minderheitsrechten im Hinblick auf die Einberufung und Durchführung der Hauptversammlung.⁸⁸⁴ Obwohl hier, wie oben gezeigt, eine Regelungsermächtigung seitens der Mitgliedsstaaten hinsichtlich der verschiedenen Quoren besteht, garantiert die Verordnung insoweit einen Mindestschutz, der auch durch Sitzstaatsrecht nicht aufgeweicht werden darf. Darüber hinaus werden Art und Umfang des gewährten Minderheitenschutzes durch das nationale Recht des jeweiligen Sitzstaates bestimmt.⁸⁸⁵

Damit überlässt die Verordnung die Gestaltung, der zur Bewältigung der Konflikte Management-Aktionär und Mehrheit –Minderheit erforderlichen Regelungen, weitestgehend den einzelnen Mitgliedsstaaten. Dementsprechend scheint es nicht angezeigt, den Versuch zu unternehmen, die Existenz der gemeinschaftsrechtlichen Satzungsstrenge mit einem fraglichen mittelbaren Nutzen für den ex post Anlegerschutz zu legitimieren.

3. Zusammenfassung

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die in Art. 9 I b) SE-VO niedergelegte gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge im Unterschied zur aktienrechtlichen über den Rechtssicherheitsgedanken zu rechtfertigen ist. Dieses für die gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge abweichende Ergebnis ist dem Umstand geschuldet, dass auf die SE eine Mixtur aus Gemeinschafts-, nationalem- und Satzungsrecht Anwendung findet. Das Prinzip der Satzungsstrenge dient in der Verordnung dazu, die Hierarchie zwischen den verschiedenen, Anwendung findenden Rechtsquellen klarzustellen. Es trägt auf diese Weise erheblich zur Schaffung von Rechtssicherheit bei.

Die oben für die aktienrechtliche Satzungsstrenge - unter Hinweis auf einen Anlegerschutz generierenden Standardisierungseffekt- angenommene Legitimation greift hier jedoch nicht. Zwar ist auch die SE als kapitalmarktorientierte Gesellschaftsform zu qualifizieren, so dass der Anlegerschutz- bzw. Kapitalmarktfunktionenschutzgedanke grundsätzlich übertragbar ist. Im Unterschied zu § 23 V AktG erzeugt Art. 9 I b) SE-VO allerdings keinen Standard, der es dem Anleger ermöglichen würde, die genaue Satzungsgestaltung im Rahmen der Anlageentscheidung unberücksichtigt zu lassen. Zurückzuführen ist dieses Ergebnis auf die ergänzend zur Anwendung kommenden mitgliedstaatlichen Vorschriften. Gerade aus diesem Merkmal der SE-VO ergibt sich aber auch die, im Vergleich zur aktienrechtlichen Satzungsstrenge, geringe Bedeutung des Art. 9 I b) SE-VO in der Diskussion um mit dem Prinzip der Satzungsstrenge möglicherweise verbundene Effizienzverluste. Die Verordnung

⁸⁸⁴ Vgl. Art. 55 I, III; 56 sowie oben 2. Teil B. II. 2. 1).

⁸⁸⁵ Schwarz, SE-VO, Art. 55 Rn. 1; Kalss, ZGR 2003, S. 593 (600).

weist eben nicht die für eine Standardisierung erforderliche Regelungsdichte auf. Damit fällt die Entscheidung, wie viel Gestaltungsfreiheit der SE nun gewährt wird, auf nationaler Ebene⁸⁸⁶, so dass auf der Ebene des Gemeinschaftsrechts der ansonsten mit dem Begriff der Satzungsstrenge eng verbundene Ruf nach Deregulierung unterbleiben kann. Es bleibt den Mitgliedsstaaten überlassen, das Ausmaß an Gestaltungsfreiheit zu bestimmen.

C. Satzungsstrenge auf nationaler Ebene

I. Wirtschaftliche Auswirkungen der nationalen Satzungsstrenge

Nachdem oben bereits festgestellt wurde, dass die Wahl des Gesellschaftssitzes entscheidenden Einfluss auf das anwendbare Rechtsregime hat und mithin auf die „deutsche“ SE, die in § 23 V AktG niedergelegte aktienrechtliche Satzungsstrenge ergänzend Anwendung findet, stellt sich im Rahmen der Diskussion Satzungsstrenge versus Gestaltungsfreiheit zuerst die Frage nach den wirtschaftlichen Auswirkungen dieses Befundes für das Sitzland Deutschland.

Die SE kann ihren Sitz in den verschiedenen Mitgliedsstaaten frei wählen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass sich nach Art. 7 SE-VO Sitz und Hauptverwaltung der Gesellschaft in demselben Mitgliedsstaat befinden müssen. Es ist demnach nicht möglich -unabhängig vom Ort der Hauptverwaltung- die Anwendung des vermeintlich vorteilhaftesten Rechtsregimes durch eine entsprechende Bestimmung des Gesellschaftssitzes zu erreichen. Dementsprechend kommt es zu einem Gleichlauf zwischen dem Sitz der Hauptverwaltung und dem ergänzend Anwendung findendem nationalen Rechtsregime.

Ferner kann der Sitz der SE nach Art. 8 I SE-VO, ohne dass es einer Auflösung bedürfte, in einen anderen Mitgliedsstaat verlegt werden. Hierin und in der Vereinfachung grenzüberschreitender Verschmelzung ist aus Sicht der Praxis wohl der überwiegende Nutzen dieser Rechtsform zu sehen.⁸⁸⁷

Mit der Wahl des Sitzstaates einhergeht, wie bereits erwähnt, die Wahl des ergänzend Anwendung findenden nationalen Rechts. Es ist folglich zu befürchten, dass die Wahl des Sitzstaates auch von der Attraktivität des dann ergänzend Anwendung findenden nationalen Rechts beeinflusst wird, so dass es zu dem oben bereits erwähnten Standortwettbewerb

⁸⁸⁶ Vgl. Blanquet, ZGR 2002, S. 20 (48-49); Wagner, NZG 2002, S. 985 (989); Schmidt, „Deutsche“ vs. „britische“ SE, S. 77.

⁸⁸⁷ Vgl. Horn, DB 2005, S. 147 (147); Wenz, AG 2003, S. 185 (186f); Schäfer, NZG 2004, S. 785 (789); So ist die Umwandlung der Allianz AG in eine SE wohl vor allem mit der dadurch erleichterten Verschmelzung der italienischen Tochter RAS mit dem Konzern zu erklären; Vgl. Handelsblatt v. 26.09.2005.

kommt.⁸⁸⁸ Wegen der oben dargestellten Regelungstechnik der Verordnung obliegt es in weiten Teilen dem nationalen Recht zu bestimmen, ob die SE eher satzungstreng ausgestaltet wird oder Gestaltungsfreiheit gewährt. In diesem Kontext könnte der auf eine deutsche SE zusätzlich Anwendung findenden aktienrechtlichen Satzungsstrenge entscheidende Bedeutung zukommen. Dies wäre dann der Fall, wenn die Gesellschafter einer SE die eventuell über § 23 V AktG eingeschränkte Gestaltungsfreiheit der Rechtsform der „deutschen SE“ als gravierenden Nachteil gegenüber den Regelungen in den Rechtsordnungen der anderen Mitgliedsstaaten begreifen würden.⁸⁸⁹

Damit soll nicht behauptet werden, dass sich die Frage der Attraktivität des Sitzstaates Deutschland allein an der Entscheidung der Frage zusätzliche nationale Satzungsstrenge oder Gestaltungsfreiheit auf nationaler Ebene entscheidet.

Vielmehr sind hier unter dem Gesichtspunkt der Wahl des vorteilhaftesten Rechtsregimes weitere und wohl auch entscheidendere Faktoren zu berücksichtigen. Aus deutscher Sicht mag man hier insbesondere an das Recht zur Arbeitnehmermitbestimmung denken.⁸⁹⁰ Die Bedeutung dieses Themas lässt sich mit der Rechtssetzungsgeschichte der SE belegen. Nach einem ersten Vorschlag für eine SE-Verordnung im Jahr 1970 dauerte es bis zum Kompromiss von Nizza im Jahr 2001, bis eine Einigung über die Mitbestimmungsfrage erzielt werden konnte.⁸⁹¹ Während sich die Hoffnung vieler Unternehmen, mit der Möglichkeit der Gründung einer SE einen Ausweg aus der deutschen Mitbestimmung im Aufsichtsrat zu finden, weitgehend nicht erfüllte, kann die SE sogar als Exportvehikel der deutschen Mitbestimmung nach Europa dienen. Dieser Umstand könnte neben der Beeinflussung der Sitzstaatwahl auch die Attraktivität deutscher Gesellschaften als Partner im Rahmen einer grenzüberschreitenden Fusion schmälern. Zwar soll die Frage der Mitbestimmung vorrangig durch eine im Rahmen von Verhandlungen getroffene schriftliche Vereinbarung über die Beteiligung der Arbeitnehmer in der SE geklärt werden (§ 4 I SEBG). Scheitern diese Verhandlungen, greift allerdings die gesetzlich geregelte Mitbestimmung. In diesem Fall ist nach § 23 SEBG ein Betriebsrat zu gründen. Die unternehmerische Mitbestimmung richtet sich nach den §§ 34 ff SEBG. Insoweit werden für die verschiedenen Gründungsszenarien unterschiedliche Regelungen getroffen. Dabei orientiert sich die gesetzliche Auffanglösung am „Vorher-Nachher-Prinzip“, welches besagt, dass maßgeblich für die Ausgestaltung der

⁸⁸⁸ So auch Wenz, AG 2003, S. 185 (187); Horn, DB 2005, S. 147 (149); Fleischer, ZHR 168 (2004), 673 (682); Ders., AcP 204 (2004), S. 502 (511); Theisen/Wenz, Europäische Aktiengesellschaft, S. 1 (47); Teichmann, ZGR 2002, S. 383 (400); Lutter, BB 2002, S. 1 (3).

⁸⁸⁹ So wohl Schmidt, „Deutsche“ vs. „britische“ SE, S. 78.

⁸⁹⁰ Für das Interesse großer deutscher AGs an der SE wird die, wie es heißt, „diskriminierende Vorgabe zur unternehmerischen Mitbestimmung“ als entscheidendes Hindernis betrachtet (Horn, DB 2005, S. 147 (147)).

⁸⁹¹ Vgl. Hirte, DStR 2005, S. 653 (653), Weiss/Wöhlert, NZG 2006, S. 121 (121).

unternehmerischen Mitbestimmung im Aufsichts- oder Verwaltungsorgan der SE die bei Gründung bestehenden Beteiligungsrechte oder –ansprüche der Arbeitnehmer in den Gesellschaften sein sollen, die die SE gründen.⁸⁹²

Aber auch ganz unabhängig von diesen mehr oder weniger (gesellschafts-) rechtlichen Aspekten des nationalen Rechts ist wohl davon auszugehen, dass im Ergebnis andere Standortfaktoren, wie steuerliche Gesichtspunkte, die lokale Infrastruktur etc. letztlich entscheidender sind.⁸⁹³

Demnach ist wohl nicht davon auszugehen, dass der hier angesprochene Standortwettbewerb nur vor dem Hintergrund der Diskussion Gestaltungsfreiheit versus Satzungsstrenge entschieden wird. Trotzdem sollte dieser Aspekt, vor allem vor dem Hintergrund sich gegebenenfalls summierender Nachteile, nicht außer Acht gelassen werden.

Interessant ist eine Präsentation als attraktiver Sitzstaat aus Sicht der Mitgliedsstaaten allemal. Denn so können die mit der Inkorporation möglichst vieler Gesellschaften verbundenen wirtschaftlichen Vorteile abgeschöpft werden. Zwar können die Mitgliedsstaaten nicht von aus den USA bekannten „franchise fees“ profitieren, sie können aber an den wirtschaftlichen Erfolgen akzessorischer Dienstleistungsindustrien teilhaben.⁸⁹⁴ Denn durch die Verbreitung des eigenen Gesellschaftsrechts lassen sich erhebliche ökonomische Vorteile für heimische Dienstleistungserbringer, wie Rechtsanwalts-, Unternehmensberatungs- oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaften erzielen.⁸⁹⁵

Festgehalten werden kann folglich, dass neben anderen Standortfaktoren das zur Anwendung auf eine SE in dem jeweiligen Mitgliedsstaat bereitstehende nationale Recht Einfluss auf die Entscheidung hinsichtlich der Sitzstaatwahl haben wird. Unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten ist es für die Mitgliedsstaaten interessant, ein attraktives Rechtssystem anzubieten, um als Sitzstaat ausgewählt zu werden.

Vor diesem Hintergrund, und der mit dem Prinzip der Satzungsstrenge vielfach verbundenen Assoziation des unmodernen bzw. ineffizienten Organisationskonzepts im Hinterkopf, drängt sich die Frage nach der Legitimation dieser Regelung geradezu auf.

II. Legitimation ?

Im Unterschied zur oben besprochenen gemeinschaftsrechtlichen Satzungsstrenge beruht die Satzungsstrenge auf nationaler Ebene nicht unmittelbar auf einer Entscheidung des

⁸⁹² Vgl. Weiss/Wöhlert, NZG 2006, S. 121 (122); zu den Regelungen in der SE-RL Vgl. Kübler, ZHR 2003, S. 222 (227); ausführlich dazu auch Theisen/Wenz, Europäische Aktiengesellschaft, S. 301-331.

⁸⁹³ So schon Eidenmüller, FS für Heldrich, S. 581 (582).

⁸⁹⁴ Eidenmüller, FS für Heldrich, S. 581 (584).

⁸⁹⁵ Eidenmüller, FS für Heldrich, S. 581 (584).

Gesetzgebers im Hinblick auf die Ausgestaltung der Rechtsform SE, sondern aus der Besonderheit des auf die SE Anwendung findenden Rechtsregimes. Würde § 23 V AktG das Prinzip der Satzungsstrenge nicht für die nationale Aktiengesellschaft festschreiben, würde dieses Prinzip – auf der Ebene des nationalen Rechts - auf die „deutsche SE“ keine Anwendung finden.

Handelt es sich bei dem § 23 V AktG betreffenden Anwendungsbefehl folglich gar nicht um eine gezielte Entscheidung im Hinblick auf die Rechtsform der SE, stellt sich in Konsequenz dessen auch die Frage der Legitimation nicht. Etwas anderes kann nur gelten, wenn es dem Gesetzgeber möglich wäre, die Anwendbarkeit des § 23 V AktG exklusiv für die „deutsche SE“ auszuschließen. Denn dann würde das Festhalten an der Regelung eine bewusste Entscheidung für das Prinzip der Satzungsstrenge im Hinblick auf die SE auch auf nationaler Ebene bedeuten, welche einer kritischen Würdigung zugänglich wäre.

Die oben für die aktienrechtliche sowie die gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge aufgeworfene Frage nach der Legitimation stellt sich folglich nur insoweit, als es möglich wäre, die Anwendbarkeit des § 23 V AktG exklusiv für die „deutsche“ SE auszuschließen. Ist dies nicht möglich, muss die Diskussion zwangsläufig auf die oben schon für die Aktiengesellschaft geführte Diskussion hinauslaufen.

Zu untersuchen ist dementsprechend, ob es zulässig wäre, die Anwendbarkeit des § 23 V AktG exklusiv für die „deutsche SE“ auszuschließen, während die Vorschrift auf die deutsche Aktiengesellschaft weiterhin Anwendung findet.

1. § 23 V AktG, Anwendungsausschluss für die „deutsche SE“

1) *Gleichbehandlung nach Art. 10 SE-VO*

Bedenken gegen ein solches Vorhaben ergeben sich hier schon im Hinblick auf Art. 10 SE-VO, nachdem eine SE wie eine Aktiengesellschaft des Sitzstaates zu behandeln ist.

Fraglich ist jedoch, ob Art. 10 SE-VO nicht dahingehend verstanden werden muss, dass er nur eine Diskriminierung der SE gegenüber der jeweiligen nationalen Aktiengesellschaften unterbinden wolle, so dass eine Besserstellung der SE, in dem ihr mehr Gestaltungsfreiheit gewährt wird, zulässig sein solle.⁸⁹⁶ Ein solches Verständnis des Art. 10 SE-VO wird mit Erwägungsgrund Nr. 5 der Verordnung begründet. Dort heißt es, „die Mitgliedsstaaten sind verpflichtet, dafür zu sorgen, dass die Bestimmungen, die auf die SE aufgrund dieser Verordnung anwendbar sind, weder zu einer Diskriminierung dadurch führen, dass die SEs ungerechtfertigterweise anders behandelt werden als die AGs,“ Problematisch an dieser

⁸⁹⁶ Vgl. dazu Hommelhoff, FS für Ulmer, S. 267 (277); Kübler, ZHR 2003, S. 222 (232).

Auffassung ist meines Erachtens schon die Feststellung, wann eine solche Besserstellung der SE vorliegt. Ist insoweit für die Beurteilung, ob in der Abschaffung des § 23 V AktG eine Besserstellung zu sehen ist, auf den so erreichten weiteren Gestaltungsspielraum oder etwa ein geringeres Maß an Standardisierung und damit einhergehend eine schlechtere Handelbarkeit der Aktien abzustellen. Schwierigkeiten ergeben sich im Rahmen dieser Auffassung folglich schon bei der Beantwortung der weichenstellenden Frage, wann eine Privilegierung oder Diskriminierung der SE vorliegt.

Ferner sprechen für ein Verständnis des Art. 10 SE-VO dahingehend, dass dieser auch eine einseitige Besserstellung der SE gegenüber der nationalen Aktiengesellschaft unterbinden soll, die Vorschriften der Verordnung, welche einen Gleichlauf zwischen Gemeinschaftsrecht und Aktienrecht der Mitgliedsstaaten erreichen wollen (vgl. Art. 39 II; 43 I; 47I, III; 55 I SE-VO).⁸⁹⁷ Sinn und Zweck dieser Normen, die die Rechtssetzungsermächtigung auf solche Staaten beschränken, deren nationales Recht vergleichbare Regelungen nicht kennt, ist zu verhindern, dass sich im nationalen Aktienrecht ein SE-spezifisches Sonderrecht herausbildet.⁸⁹⁸ Denn die SE soll in allen Bereichen, die nicht von der SE-VO vorgeprägt sind, dem allgemeinen Aktienrecht folgen, um Diskriminierungen der Gesellschaften nationalen Rechts zu vermeiden.⁸⁹⁹

Vor diesem Hintergrund scheint mehr dafür zu sprechen Art. 10 SE-VO nicht nur als Diskriminierungs-, sondern auch als Privilegierungsverbot zu verstehen,⁹⁰⁰ so dass ein Anwendungsausschluss des § 23 V AktG ausschließlich in Bezug auf die „deutsche SE“ schon unter diesem Gesichtspunkt unzulässig wäre.

2) *Regelungskompetenz*

Letztlich unabhängig von diesem Streit ist die hier aufgeworfene Frage schon aus einem anderen Grund ablehnend zu beantworten. Die Problematik, ob Art. 10 SE-VO nun nur eine Diskriminierung oder auch eine Privilegierung verbietet, stellt sich erst, wenn feststeht, dass dem nationalen Gesetzgeber überhaupt für eine Fragestellung die Regelungskompetenz zusteht. Eine solche steht dem nationalen Gesetzgeber allerdings, wie oben bereits erörtert, nur dann zu, wenn er dazu durch Verpflichtungs- oder Ermächtigungsnormen in der Verordnung ermächtigt wird.⁹⁰¹ Eine solche Kompetenznorm ist in der Verordnung nicht

⁸⁹⁷ Dazu Hommelhoff, FS für Ulmer, S. 267 (277); Teichmann, Europäische Aktiengesellschaft, S. 573 (603).

⁸⁹⁸ Vgl. Teichmann, Europäische Aktiengesellschaft, S. 573 (603).

⁸⁹⁹ Teichmann, Europäische Aktiengesellschaft, S. 573 (603).

⁹⁰⁰ Schwarz, SE-VO, Art. 10 Rn. 15; Fuchs, Europäische Aktiengesellschaft Komm., Art. 10 Rn. 1.

⁹⁰¹ Vgl. Schwarz, SE-VO, Art. 9 Rn. 32; ders., SE-VO, Einl. Rn. 137 f.; Brandt, SE-Hauptversammlung, S. 46f; Teichmann, Europäische Aktiengesellschaft, S. 691 (697).

ersichtlich. Vielmehr schreibt die Verordnung für den hier in Rede stehenden Fall in Art. 9 I c) iii) vor, dass eine SE den Bestimmungen ihrer Satzung unter den gleichen Voraussetzungen wie eine in dem Sitzstaat gegründete Aktiengesellschaft unterliegt. Damit scheidet aber eine Anwendung nationalen Rechts, soweit die Verordnung nicht im Einzelfall etwas Abweichendes regelt, wegen dem in Art. 9 I c) SE-VO normierten Anwendungsvorrang des Gemeinschaftsrechts aus.

2. Zusammenfassung

Mithin kann die Anwendbarkeit des § 23 V AktG nicht exklusiv für die „deutsche SE“ ausgeschlossen werden, so dass eine neuerliche Untersuchung der Legitimation des § 23 V AktG im Hinblick auf die „deutsche SE“ keinen Sinn macht. Nationale Aktiengesellschaft und SE sind, wie gerade dargelegt, im Hinblick auf die Anwendung des § 23 V AktG in einer Zwangsgemeinschaft verbunden, so dass schon ein Festhalten an § 23 V AktG für die nationale Aktiengesellschaft aus Gründen des Anlegerschutzes automatisch ein Festhalten an dieser Vorschrift auch für die „deutsche SE“ bedeuten muss.

Es bleibt allerdings zu klären, ob die mit der Geltung der nationalen Satzungsstrenge einhergehende Befürchtung eines Standortnachteils, gestützt auf einen unterstellten Mangel an Gestaltungsfreiheit, zutreffend ist.

III. Gestaltungsfreiheit in der „deutschen SE“, eine Bestandsaufnahme

Nachdem feststeht, dass ergänzend zur gemeinschaftsrechtlichen Satzungsstrenge auf die „deutsche SE“ auch noch die aktienrechtliche Anwendung findet, lässt dies befürchten, dass mit der SE deutscher Provenienz eine Rechtsform geschaffen wurde, die die deutsche Aktiengesellschaft hinsichtlich ihrer satzungstrengen Ausgestaltung noch übertrifft. Diese Befürchtung findet ihren Ausdruck beispielsweise in der Aussage Lutters, der kein noch so kleines Zeichen von Liberalität in der SE-VO erkennt.⁹⁰²

1. „Reservoir“ der Gestaltungsfreiheit

Ob diese Befürchtung tatsächlich zutreffend ist, bleibt zu untersuchen. An dieser Stelle kann aber schon festgestellt werden, dass sie nicht ausschließlich auf den Umstand gestützt werden

⁹⁰² Lutter, BB 2002, S. 1 (4); kritisch insoweit auch allerdings unter Beschränkung auf kleine und mittlere Unternehmen Hommelhoff, AG 2001, S: 279 (287).

kann, dass auf die „deutsche SE“ das Prinzip der Satzungsstrenge gleich doppelt Anwendung findet.⁹⁰³

Ein solches Vorgehen ließe auf gemeinschaftsrechtlicher Ebene unberücksichtigt, dass die gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge wegen der geringen Regelungsdichte der Verordnung und der teilweise explizit eingeräumten Gestaltungsfreiheit nicht einen solchen Einfluss entfaltet, wie dies § 23 V AktG für die deutsche Aktiengesellschaft tut, und auf nationaler Ebene, dass neben dem AktG noch das SE-spezifische Recht des jeweiligen Sitzstaates zur Anwendung kommt.

Zwei weitere Faktoren beeinflussen folglich neben § 23 V AktG das Ausmaß der zur Verfügung stehenden Gestaltungsfreiheit in der „deutschen SE“. Zum einen die auf Ebene der Verordnung gewährten Gestaltungsspielräume (Art. 9 I b) SE-VO), insbesondere die Freiheit im Hinblick auf die Wahl des Führungssystems (Art. 38 b) SE-VO). Zum anderen die Möglichkeit des deutschen Gesetzgebers über SE-spezifische Rechtssetzung Gestaltungsspielräume zu eröffnen.⁹⁰⁴

Der zuletzt genannte Aspekt kann jedoch keine uneingeschränkte Gültigkeit für sich beanspruchen. Zwar enthält die Verordnung nur einen Rahmen, der durch den Verweis auf das nationale Recht der Sitzstaaten aufgefüllt wird, dieser Verweis ermächtigt den nationalen Gesetzgeber aber nicht dazu ein „SE-Sonderrecht“ zu schaffen.⁹⁰⁵ Der Verweis in Art. 9 I c) SE-VO auf das mitgliedstaatliche Recht erstreckt sich nämlich grundsätzlich auf das nationale Aktienrecht. Dem nationalen Gesetzgeber verbleiben dementsprechend nur die Bereiche zur Regelung durch ein SE-spezifisches Recht, hinsichtlich derer er zur Normsetzung durch Ermächtigungen und Verpflichtungen in der Verordnung berufen ist.⁹⁰⁶ Demzufolge kann die über SE-spezifisches Recht eventuell gewährte Gestaltungsfreiheit immer nur eine punktuelle sein, wo die Verordnung die Mitgliedsstaaten zur Rechtsetzung ermächtigt, ansonsten gilt über die Verweisung in Art. 9 SE-VO im Grundsatz die Satzungsstrenge des deutschen Aktienrechts.⁹⁰⁷

⁹⁰³ Ähnlich für den DiskE Teichmann, BB 2004, S. 53 (59); ähnlich im Hinblick auf die Ausgestaltung des monistischen Systems nach dem SEAG Theisen/Hölzl, Europäische Aktiengesellschaft, S. 269 (309).

⁹⁰⁴ So auch Hirte, DStR 2005, S. 653 (657).

⁹⁰⁵ Teichmann, Europäische Aktiengesellschaft, S. 691 (697); Schwarz, SE-VO, Art. 10 Rn. 16.

⁹⁰⁶ Brandt, SE-Hauptversammlung, S. 46f; Teichmann, Europäische Aktiengesellschaft, S. 691 (697); Schwarz, SE-VO, Einl. Rn. 137 f.

⁹⁰⁷ Vgl. Teichmann, BB 2004, S. 53 (54 Fn. 8).

2. Gestaltungsfreiheit nach der Verordnung am Beispiel des Leitungssystems

1) *Freie Wahl des Leitungssystems*

Im Vergleich zum Aktienrecht gewährt die SE-VO der SE ein erhebliches Maß an Gestaltungsfreiheit, in dem Art. 38 b) SE-VO der Satzung die „freie“ Wahl des Führungs- und Leitungssystems überlässt. Hierin ist wohl das vorrangigste Element an Gestaltungsfreiheit zu sehen, welches die Verordnung gewährt.⁹⁰⁸ Rechtsdogmatisch ist diese Vorschrift als Gestaltungsermächtigung mit Regelungsauftrag zu qualifizieren.⁹⁰⁹ Letztendlich haben sich die Gründer zu Gunsten eines der beiden Systeme zu entscheiden. Damit besteht für die SE Wahlfreiheit zwischen dem dualistischen System mit getrenntem Leitungs- und Aufsichtsorgan und dem monistischen System („Board-Modell“) mit einem einheitlichen Verwaltungsorgan. Die Ausübung des Wahlrechts erfolgt in der Satzung, und es darf von den Mitgliedsstaaten nicht beschnitten werden, sondern ist vielmehr durch die nationalen Gesetzgeber rechtlich zu begleiten.⁹¹⁰ Diese Feststellung ist für die hier aufgeworfene Frage deshalb von Bedeutung, weil es zur Schaffung SE-spezifischen Rechts einer Ermächtigung durch die Verordnung bedarf. Die wohl weitestgehenden Ermächtigungen finden sich in Art. 39 V und 43 IV SE-VO und betreffen die Unternehmensleitung.⁹¹¹ Durch sie wird der nationale Gesetzgeber ermächtigt, Regelungen hinsichtlich des dualistischen und monistischen Modells zu erlassen, wobei die Ermächtigungen jeweils nur für solche Mitgliedstaaten gelten, deren Rechtsordnung das betroffene Leitungsmodell noch nicht kennt. Daraus ergibt sich für Deutschland, dass der Erlass, die dualistische Leitungsstruktur betreffenden Vorschriften, nicht auf Art. 39 V SE-VO gestützt werden kann, so dass für eine solche SE in Ergänzung der Verordnungsvorschriften überwiegend die entsprechenden Regelungen des Aktiengesetzes Anwendung finden. Im Gegensatz dazu können das monistische Leitungssystem (der Verordnung) regelnde Vorschriften nach Art. 43 IV SE-VO erlassen werden. Von dieser Ermächtigung hat der deutsche Gesetzgeber im SEAG durch Einführung der §§ 20-49, welche die §§ 76-116 AktG verdrängen (§ 20 SEAG)⁹¹², auch Gebrauch gemacht.

2) *Satzungsgestaltungen bez. des monistischen und dualistischen Systems*

Neben der Wahlfreiheit räumt die Verordnung der Satzung auch an anderer Stelle hinsichtlich der Ausgestaltung der SE Gestaltungsfreiheit ein. Entsprechende Regelungen finden sich etwa

⁹⁰⁸ Vgl. auch Reichert/Brandes, MüKo-AktG, Art. 38 SE-VO Rn. 2.

⁹⁰⁹ Hommelhoff, FS für Ulmer, S. 267 (274); Reichert/Brandes, MüKo-AktG, Art. 38 SE-VO Rn. 2.

⁹¹⁰ Vgl. Teichmann, BB 2004, S. 53 (53); Schwarz, SE-VO, Art. 38 Rn. 11 m.w.N..

⁹¹¹ Vgl. Neye/Teichmann, AG 2003, S. 169 (175).

⁹¹² Vgl. Reichert/Brandes, MüKo-AktG, Art. 38 SE-VO Rn. 6

in den Artikeln 46, 47 I u. III, 50 II SE-VO. Nach Art. 46 I SE-VO ist die Amtsdauer von Mitgliedern der Verwaltungsorgane in der Satzung zu bestimmen, sie darf aber 6 Jahre nicht überschreiten. Im Unterschied zu §§ 84, 102 I AktG (maximal 5 Jahre) besteht hier also eine Pflicht, die Amtsdauer in der Satzung zu regeln und die Möglichkeit eine im Verhältnis zum Aktienrecht um ein Jahr längere Amtszeit festzusetzen. Nach Art. 46 II SE-VO kann die Satzung bestimmen, ob und in welchem Umfang eine Wiederbestellung möglich sein soll. Dies entspricht der Gestaltungsmöglichkeit im Aktienrecht.⁹¹³ Eine juristische Person soll gem. Art. 47 I SE-VO Mitglied eines Verwaltungsorgans sein können, wenn die Satzung dies vorsieht. Allerdings wird die Gestaltungsfreiheit insoweit eingeschränkt, als Art 47 I SE-VO eine Rückkoppelung an das nationale Recht erfährt. Eine juristische Person kann deswegen nicht Mitglied eines Organs einer deutschen SE sein.⁹¹⁴ Art. 47 III SE-VO erlaubt es, in Anlehnung an das Aktienrecht in der Satzung Voraussetzungen für die Mitgliedschaft der Aktionärsvertreter festzulegen. Nach Art. 50 II SE-VO ist die Stimme des Vorsitzenden des jeweiligen Organs in einer Pattsituation ausschlaggebend, wenn die Satzung hiervon nicht abweicht. Diese Gestaltungsoption ist nur für den Fall ausgeschlossen, dass ein der Mitbestimmung unterliegendes Aufsichtsorgan betroffen ist.

3) *Satzungsgestaltungen hinsichtlich des dualistischen Systems*

In der SE-VO finden sich auch Gestaltungsermächtigungen bezogen auf die beiden verschiedenen Führungssysteme. Nach Art. 39 IV bzw. Art. 40 III SE-VO kann die Satzung der SE die Zahl der Mitglieder des Leitungs- bzw. des Aufsichtsorgan bzw. eine Regelung zu ihrer Festlegung vorschreiben. Allerdings können die Mitgliedsstaaten für das Leitungsorgan Höchst- oder Mindestzahlen und für das Aufsichtsorgan die Zahl der Organmitglieder oder ebenfalls eine Höchst- oder Mindestzahl festsetzen. Für das Leitungsorgan hat der deutsche Gesetzgeber von der Ermächtigung in § 16 SEAG Gebrauch gemacht. Danach besteht das Leitungsorgan ab einem Grundkapital von € 3 Mio. aus mindestens zwei Personen. Dies entspricht § 76 II AktG auch in Bezug auf die Umsetzung der mitbestimmungsrechtlichen Komponente (§§ 16 S. 2 SEAG i.V.m. § 38 II SEBG).

Ähnliches gilt für das Aufsichtsorgan. § 17 I SEAG ist hier identisch mit § 95 I AktG. Das Aufsichtsorgan besteht aus mindestens drei Mitgliedern. Die Höchstzahlen richten sich wie im AktG nach der Höhe des Grundkapitals.

⁹¹³ Vgl. § 84 I 2 AktG für den Vorstand, für den Aufsichtsrat ist die Zulässigkeit der Wiederbestellung allg. M. vgl. Hüffer, AktG § 102 Rn. 6.

⁹¹⁴ Schwarz, SE-VO, Art 47 Rn. 14.

4) *Satzungsgestaltungen hinsichtlich des monistischen Systems*

Im Rahmen der Ausgestaltung des monistischen Führungssystems gewährt die Verordnung in zwei Vorschriften Gestaltungsfreiheit. Nach Art. 43 II SE-VO kann die Satzung die Zahl der Mitglieder des Verwaltungsorgans oder die Regeln für ihre Festlegung bestimmen. Allerdings können auch hier wieder die Mitgliedsstaaten in ihren Ausführungsgesetzen eine Mindest- oder Höchstzahl festsetzen. § 23 SEAG schreibt dementsprechend eine Mindestmitgliederzahl von drei vor. Die Satzung kann davon jedoch abweichen, soweit das Grundkapital der Gesellschaft weniger als € 3 Mio. beträgt. Die Höchstzahlen wurden entsprechend der Regelung für das Aufsichtorgan der SE und den Aufsichtsrat der AG festgesetzt.

Ohne eine Einschränkungsmöglichkeit für den nationalen Gesetzgeber zu schaffen, eröffnet Art. 44 I SE-VO der Satzung die Möglichkeit, für das Verwaltungsorgan eine Mindestsitzungsfrequenz von weniger als drei Monaten vorzuschreiben.

5) *Schlussfolgerungen*

Die hier erstellte Übersicht zeigt, dass die Verordnung der Satzung abseits der geschaffenen Wahlmöglichkeit im Hinblick auf die Ausgestaltung des jeweiligen Führungssystems eher geringe Gestaltungsspielräume eröffnet. Wenn dies doch geschieht, wird die gerade gewährte Freiheit eingeschränkt, in dem den Mitgliedsstaaten die Möglichkeit gegeben wird, durch eigene Rechtssetzung die Satzungsgestaltung zu beschränken.

Dies bestärkt in der oben schon dargelegten Ansicht, dass die Frage nach dem Umfang der Gestaltungsfreiheit in weiten Teilen von der Ausgestaltung des jeweils ergänzend Anwendung findenden nationalen Rechts abhängt.

3. Gestaltungsfreiheit nach dem SEAG am Beispiel des Leitungssystems

1) *Gestaltungsfreiheit in der dualistisch verfassten SE*

Da die in Art. 39 V SE-VO enthaltene Ermächtigungsgrundlage für den deutschen Gesetzgeber nicht greift, kann dieser nur auf einzelne, in ihrem Anwendungsbereich eng begrenzte Optionen aus den Art. 39 ff SE-VO eine Antwort geben.⁹¹⁵ Demnach wird eine „deutsche SE“ mit dualistischem Leitungssystem im Wesentlichen genauso funktionieren wie eine „deutsche“ Aktiengesellschaft mit Vorstand und Aufsichtsrat.⁹¹⁶ Dort, wo die Verordnung einzelne Regelungsermächtigung erteilt, gestaltete schon der DiskE⁹¹⁷ die

⁹¹⁵ Neye/Teichmann, AG 2003, S. 169 (175).

⁹¹⁶ zum Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Einführung der Europäischen Gesellschaft Vgl. Neye/Teichmann, AG 2003, S. 169 (175).

⁹¹⁷ Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Einführung der Europäischen Gesellschaft (SEEG), abgedruckt u.a. bei Neye, Die Europäische Aktiengesellschaft, S. 301 ff.

Regelungen in weitgehender Entsprechung zum nationalen Aktienrecht.⁹¹⁸ Dies gilt nun auch für die Regelungen im SEAG. Die Verordnung ermächtigt die Mitgliedsstaaten, festzulegen, für wie lange ein Posten im Leitungsorgan durch ein Mitglied des Aufsichtsorgans besetzt werden kann (Art. 39 III 4), die Mindest- und oder Höchstzahlen hinsichtlich der Mitgliederzahl in Leitungs- und Aufsichtsorgan (Art. 39 IV 2 bzw. Art. 40 III 2), ob ein einzelnes Mitglied des Aufsichtsorgans Informationen vom Leitungsorgan verlangen können soll (Art. 41 III 2), und ob das Aufsichtsorgan selbst bestimmte Arten von Geschäften für zustimmungspflichtig erklären können soll (Art. 48 I 2). Von all diesen Regelungsermächtigungen hat der Gesetzgeber Gebrauch gemacht und die Normen entsprechend vergleichbaren aktienrechtlichen Regelungen gestaltet. So regelt § 15 SEAG die Wahrnehmung der Geschäftsführung durch Mitglieder des Aufsichtsorgans entsprechend § 105 II 1-2 AktG. Die Regelungen zur Zahl der Mitglieder im Leitungs- und Aufsichtsorgan in den §§ 16, 17 SEAG entspricht den Regelungen in §§ 76 II, 95 I AktG. Nach § 18 SEAG kann ein Mitglied des Aufsichtsorgans wie nach § 96 II 2 AktG die Informationserteilung an das Organ verlangen, und schließlich kann das Aufsichtsorgan gem. § 19 SEAG entsprechend § 111 IV 2 AktG die Durchführung bestimmter Arten von Geschäften von seiner Zustimmung abhängig machen.

Eine „deutsche SE“ mit dualistischem Führungssystem unterliegt folglich weitestgehend entsprechenden Regelungen wie eine deutsche Aktiengesellschaft. Damit entspricht aber letztlich der vorhandene Gestaltungsspielraum dem einer Aktiengesellschaft.

Dies war angesichts der mangelnden Regelungsermächtigungen seitens der SE-VO in Zusammenhang mit dem Verweis in das nationale Aktienrecht auch nicht anders zu erwarten. Eine größere Gestaltungsfreiheit lässt sich für diesen Typ der SE nur über eine Deregulierung des Aktiengesetzes erreichen.

2) *Gestaltungsfreiheit in der monistisch verfassten SE*

Im Unterschied zu Art. 39 V SE-VO kann sich der deutsche Gesetzgeber auf die in Art. 43 IV SE-VO enthaltene Ermächtigungsgrundlage voll berufen und hinsichtlich des monistischen Systems neue nationale Regelungen schaffen. Davon hat dieser auch umfangreich Gebrauch gemacht, was man an der Masse der diesen Regelungskomplex betreffenden Vorschriften im SEAG (§§ 20-49) auch erkennen kann.

⁹¹⁸ Neye/Teichmann, AG 2003, S. 169 (175).

Teilweise wird aus dieser Regelungsdichte, die sich auch schon im DiskE⁹¹⁹ und im RegE⁹²⁰ fand, und einem Vergleich zum AktG auf eine Überregulierung geschlossen, die der monistisch verfassten SE zu wenig Gestaltungsspielraum lässt.⁹²¹ Eine solche Argumentation verkennt aber, dass zwischen dem AktG und den zum monistischen System im SEAG getroffenen Regelungen ein grundsätzlicher Unterschied besteht. Denn die Regelungen das Verhältnis zwischen Verwaltungsrat und geschäftsführenden Direktoren betreffend sind im SEAG überwiegend dispositiv ausgestaltet worden,⁹²² in dem Abweichungen bzw. nähere Ausgestaltungen durch Satzung oder Geschäftsordnung für zulässig erklärt wurden.⁹²³ So schreibt das Gesetz hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft zwar unter anderem zwingend vor, dass der Verwaltungsrat ab einem Grundkapital von drei Millionen Euro aus mindestens drei Personen bestehen muss (§ 23 I SEAG), dass mindestens ein geschäftsführender Direktor zu bestellen ist (§ 40 I 2 SEAG) und für den Fall, dass geschäftsführende Direktoren Mitglieder des Verwaltungsrates sind, dass die Mehrheit der Mitglieder im Verwaltungsrat nicht geschäftsführend sein darf (§ 40 I 2 2. HS. SEAG). Darüber hinaus bietet das SEAG aber die Möglichkeit, das Zusammenspiel von Verwaltungsrat und geschäftsführenden Direktoren so aufeinander abzustimmen, dass die auf diese Weise eröffneten Möglichkeiten eine optimale Anpassung der Führungsstruktur an die Erfordernisse des ins Auge gefassten Einsatzgebiets der SE erlauben.⁹²⁴ So regelt beispielsweise § 40 VI SEAG, dass die geschäftsführenden Direktoren dem Verwaltungsrat entsprechend § 90 AktG zu berichten haben, soweit Satzung oder Geschäftsordnung nichts anders vorschreiben, während die Aktiengesellschaft mit § 90 AktG hinsichtlich der Berichterstattung des Vorstands an den Aufsichtsrat einer zwingenden Regelung unterliegt.⁹²⁵ Ferner kann nach § 44 II SEAG die Geschäftsführung durch die Direktoren durch Regelungen in der Satzung den Geschäftsordnungen des Verwaltungsrats und der geschäftsführenden Direktoren, durch die

⁹¹⁹ Vgl. §§18-46 DiskE.

⁹²⁰ Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Einführung der Europäischen Gesellschaft (SEEG) abgedruckt u.a. bei Neye, Die europäische Aktiengesellschaft.

⁹²¹ Für den DiskE vgl. DAV-Stellungnahme DiskE, ZIP 2004, S. 140 (143); Theisen/Hölzl, Europäische Aktiengesellschaft, S. 269 (309).

⁹²² Abweichungen etc. lassen die folgenden Vorschriften zu: § 23 I 2 1. Hs. (Zahl der Mitglieder des Verwaltungsrats bei Grundkapital weniger als €3 Mio.), § 29 I 3 (Mehrheit und Erfordernisse für Abberufung von Verwaltungsratsmitgliedern), § 34 I 1 (Wahlverfahren Stellvertreter Verwaltungsratsvorsitzender), § 34 II (Geschäftsordnung Verwaltungsrat), § 36 III (Teilnahme von Ersatzpersonen an Verwaltungsratssitzungen), § 38 I i.V.m. § 113 AktG (Vergütung für Verwaltungsratsmitglieder), § 40 I 4 (Bestellung geschäftsführender Direktoren), § 40 II (Geschäftsführung durch Direktoren), § 40 IV (Geschäftsordnung für Direktoren), § 40 VI (Berichtspflicht der Direktoren an den Verwaltungsrat), § 41 II, III (Vertretung durch Direktoren), § 44 II (Weisungsrecht im Innenverhältnis).

⁹²³ Vgl. zum DiskE Teichmann, BB 2004, S. 53 (59).

⁹²⁴ Ein Überblick über die denkbaren Gestaltungsvarianten findet sich bei Teichmann, BB 2004, S. 53 (54-57); Vgl. auch Theisen/Hölzl, Europäische Aktiengesellschaft; S. 269 (306ff).

⁹²⁵ So schon zum DiskE Teichmann, BB 2004, S. 53 (59).

Hauptversammlung oder den Verwaltungsrat konkretisiert werden, so dass den geschäftsführenden Direktoren ähnlich dem Geschäftsführer einer GmbH Weisungen erteilt werden können.⁹²⁶

Über die Frage der Führung und Leitung hinaus bietet auch dieser „SE-Typ“ wenig Gestaltungsfreiheit, weil dann wieder das überwiegend zwingend ausgestaltete AktG Anwendung findet. Trotzdem ist festzuhalten, dass mit der monistisch verfassten SE eine Organisationsform bereitsteht, die ein nicht unerhebliches Maß an Gestaltungsfreiheit bietet.

3) *Zusammenfassung*

Die vorangegangenen Ausführungen haben gezeigt, dass das Maß an Gestaltungsfreiheit, welches die „deutsche SE“ im Hinblick auf das zu installierende Leitungssystem bietet, in weitem Maße von der Wahl zwischen dem monistischen und dem dualistischen System abhängt. Schon die SE-VO macht es dem nationalen Gesetzgeber unmöglich, ein SE-spezifisches Sonderrecht zu schaffen, wenn die nationale Rechtsordnung ein Führungssystem bereits kennt. Für Deutschland folgt daraus, dass der Spielraum zur Gewährung von Freiheit bei der Ausgestaltung der dualistisch verfassten SE von vornherein ein begrenzter ist. Der vereinzelt vorhandene Spielraum wurde darüber hinaus auch nicht genützt. Vielmehr wurde ein Gleichlauf mit dem dualistischen System des Aktiengesetzes erzeugt. Anders wurde für die monistisch verfasste SE verfahren. Das Gesetz bietet hier eine Menge Gestaltungsfreiheit.

IV. *Zusammenfassung zum zweiten Teil*

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass eine SE je nach dem ergänzend Anwendung findenden Sitzstaatrecht in unterschiedlichem Umfang einer freien Satzungsgestaltung zugänglich ist. Aus Sicht der Mitgliedsstaaten als potentielle Sitzstaaten ist es unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten interessant, ein möglichst attraktives nationales Recht anzubieten, um die Inkorporation zu fördern bzw. einer abwandernden Sitzverlegung vorzubeugen. In diesem Kontext ist die Frage nach dem Maß der gewährten Gestaltungsfreiheit allerdings nur als ein Aspekt unter vielen zu qualifizieren.

Da es dem nationalen Gesetzgeber nicht ohne Ermächtigung in der Verordnung erlaubt ist ein SE-spezifisches Sonderrecht zu schaffen, kann die deutsche SE nur dort Gestaltungsfreiheit gewähren, wo entweder die Verordnung selbst dies tut, oder sich aus nationalem SE-Recht eine solche ergibt. Findet jedoch das Aktiengesetz Anwendung, greift gleichzeitig § 23 V AktG ein.

⁹²⁶ Vgl. Horn, DB 2005, S. 147 (150).

Elementar im Hinblick auf die gewährte Gestaltungsfreiheit ist die in der Verordnung festgeschriebene Wahlfreiheit zwischen monistischem und dualistischem System.⁹²⁷ Im Vergleich zur deutschen Aktiengesellschaft ist in diesem Umstand ein großer Vorteil zu sehen. Darüber hinausgehende Satzungsermächtigungen werden von der Verordnung in vielen Fällen unter den Vorbehalt des Fehlens einer mitgliedstaatlichen Regelung gestellt, so dass deren Gehalt zu vernachlässigen ist.

Der Umfang der Gestaltungsfreiheit, wie er sich aus dem SEAG ergibt, hängt entscheidend von der Wahl des Führungssystems ab. Die dualistisch verfasste SE funktioniert im Wesentlichen wie eine Aktiengesellschaft. Wohingegen die monistisch verfasste SE im Hinblick auf die Ausgestaltung des Leitungssystems ein erhebliches Maß an Freiheit bietet.

Als Ergebnis lässt sich festhalten, dass die Befürchtung, die doppelte Anwendbarkeit des Prinzips der Satzungsstrenge bedinge eine noch strengere Ausgestaltung als die Aktiengesellschaft, nicht zutreffend ist. Zwar mag es sein, dass im europäischen Vergleich die „deutsche SE“ wegen § 23 V AktG weniger Gestaltungsfreiheit bietet, allein die in der Verordnung vorgegebene Wahlfreiheit zwischen den beiden Führungssystemen bietet aber schon ein „Mehr“ an Gestaltungsfreiheit im Vergleich zur Aktiengesellschaft und damit einen echten Vorteil dieser Rechtsform.⁹²⁸

3. Teil: Wahlfreiheit nach Art. 38 SE-VO als Vorbild für die AG?

A. Fragestellung und Voraussetzungen

Nachdem im zweiten Teil der Arbeit unter anderem festgestellt wurde, dass die SE über die in Art. 38 b) SE-VO normierte Wahlfreiheit zwischen den verschiedenen Leitungssystemen erheblich mehr Gestaltungsfreiheit bietet als die nationale Aktiengesellschaft, ist es nahe liegend zu hinterfragen, ob diese Wahlfreiheit auch für letztere eröffnet werden sollte.⁹²⁹

Für die kritische Auseinandersetzung mit diesem Thema sprechen im Wesentlichen drei Aspekte. Die Ausführungen zur „deutschen SE“ haben gezeigt, dass durch die Gewährung der Wahlfreiheit zwischen monistischem und dualistischem Führungssystem in nicht unerheblichen Umfang Gestaltungsfreiheit gewährt werden kann, die es insbesondere im Rahmen der Ausgestaltung der Beziehung Verwaltungsrat – geschäftsführende Direktoren erlaubt, die Organisationsstruktur an die Bedürfnisse der verschiedenen Gesellschaften

⁹²⁷ In der Wahlfreiheit wird die größte Innovation der neuen Rechtsform gesehen Vgl. Teichmann, ZGR 2002, S. 383 (444); Lutter, BB 2002, S. 1 (4).

⁹²⁸ Im Ergebnis auch so Brandt, BB-Special 2005.

⁹²⁹ Vgl. zur Einführung der Systemwahlfreiheit für die AG schon Henssler, FS für Ulmer, S. 193 (202), Hopt, ZGR 2000, S: 779 (815); ders. In Hommelhoff/Lutter/Schmidt/Schön/Ulmer, Corporate Governance, S. 29 (43-46), von Rosen, AG 2000, R 3 (R3); Schiessl, ZHR 167 (2003), S. 235 (256); Fleischer AcP 204 (2004), S: 502 (521-528), Bungert/Beier, EWS 2002, S. 1 (2).

anzupassen. So mag je nach Struktur, kulturellem Umfeld und Zusammensetzung des Aktionärskreises für ein bestimmtes Unternehmen eher das eine oder das andere System passen.⁹³⁰ Damit ist es möglich den von Kritikern des Prinzips der Satzungsstrenge oft erhobenen Vorwurf, der mit diesem Prinzip verbundenen Effizienzverluste, zumindest ein Stück weit zu entkräften.

Die Einführung dieser Wahlmöglichkeit für die nationale Aktiengesellschaft im Hinblick auf die entsprechende Ausgestaltung bei der „deutschen SE“ bietet sich auch aus praktischen Gründen an. Da der nationale Gesetzgeber ohnehin zur näheren Ausgestaltung des monistischen Systems der SE rechtsetzend tätig geworden ist, können die hier aufgewandten Ressourcen gleich noch einmal verwertet werden.⁹³¹

Zu guter Letzt drängt sich die Frage nach der Übertragung der Wahlmöglichkeit auf die Aktiengesellschaft auch vor dem Hintergrund einer Wettbewerbsüberlegung auf. Neben dem oben mehrfach angesprochenen Standort- oder Inkorporationswettbewerb zwischen den einzelnen Mitgliedsstaaten um die attraktivsten ergänzend auf die SE Anwendung findenden nationalen Vorschriften, ist anzunehmen, dass es auch zu einem Rechtsformwettbewerb innerhalb der einzelnen Mitgliedsstaaten kommt,⁹³² der eine Übernahme von mit der SE eingeführter Neuerungen in das nationale Aktienrecht bewirken könnte.⁹³³ Unter dem Rechtsformwettbewerb wird der Wettbewerb der SE im Vergleich zu Aktiengesellschaften nationalen Rechts des jeweils selben Sitz-Mitgliedstaats verstanden. Auf Grund der umfangreichen Verweisungen der SE-VO auf das nationale Aktienrecht des Sitzstaates der betreffenden SE liegt der SE und der AG eines Sitzstaates grundsätzlich dieselbe Gesellschaftsrechtsordnung zugrunde. Daneben verfügt die SE im Vergleich zur Aktiengesellschaft nationalen Rechts im Ergebnis über bestimmte, vor allem binnenmarktspezifische Charakteristika, die ihre Ursache in der europäischen Ausrichtung der SE haben und ihr bestimmte Wettbewerbsvorteile sichern.⁹³⁴ Im Einzelnen gehören hierzu nicht nur die Möglichkeit der grenzüberschreitenden Restrukturierung und Sitzverlegung, sondern auch die Auswahlfreiheit einer SE zwischen monistischem und dualistischem System

⁹³⁰ So schon Schiessl, ZHR 167 (2003), S. 235 (250).

⁹³¹ So schon Fleischer, AcP 204 (2004), S. 502 (523) der insoweit von „einer hübschen Illustration für kostengünstige Koppelprodukte aus der Werkstatt des Gesetzgebers“ spricht.; ähnlich Schiessl, ZHR 167 (2003), S. 235 (237).

⁹³² Zum Rechtsformwettbewerb Vgl. Teichmann, ZGR 2002, S. 383 (401); Theisen/Wenz, Europäische Aktiengesellschaft, S. 1 (46-49).

⁹³³ Ähnlich schon Kübler, ZHR 167 (2003), S. 222 (223); Fleischer, AcP 204 (2004), S. 502 (511); Bungert/Beier, EWS 2002, S. 1 (2).

⁹³⁴ Vgl. Theisen/Wenz, Europäische Aktiengesellschaft, S. 1 (49); Fleischer, AcP 204 (2004), S. 502 (511).

sowie die Möglichkeit, die Mitbestimmung der Arbeitnehmer unternehmensindividuell zu vereinbaren.⁹³⁵

Ob die Aufweichung des Prinzips der Satzungsstrenge über die Einführung der Wahlmöglichkeit zwischen monistischem und dualistischem System letztlich auch sinnvoll ist, ist mit den obigen Ausführungen noch nicht entschieden. Im ersten Teil dieser Arbeit wurde herausgearbeitet, dass das in § 23 V AktG angelegte Prinzip der Satzungsstrenge nur mit dem Argument des Anleger- bzw. Kapitalmarktfunktionenschutzes zu rechtfertigen ist. Folglich kann Wahlfreiheit nur dann gewährt werden, wenn die alternative Normierung des monistischen Systems nicht die Einführung eines geringen Schutzstandards für den Anleger bedeutet.

B. Anlegerschutz und monistisches bzw. dualistisches System

Festzustellen ist insoweit, dass der Anlegerschutz von der Ausgestaltung des Führungs- und Leitungssystems entsprechend dem monistischen oder dem dualistischen Modell nur mittelbar betroffen wird. Die Unterschiede zwischen den beiden Systemen sind nicht im Bereich der Einflussnahme auf die Gesellschaftsleitung durch die Aktionäre bzw. die Hauptversammlung zu sehen, sondern in der unterschiedlich ausgestalteten Überwachung des Managements. Während das dualistische System die Überwachungsaufgabe einem selbständigen Organ, dem Aufsichtsrat, überträgt, sind im monistischen System Leitung der Gesellschaft und Überwachung in einem Organ (board/Verwaltungsrat) angesiedelt. Vor diesem Hintergrund scheint eine Aufweichung der Satzungsstrenge prinzipiell möglich. Schließlich sind hier nicht direkt einzelne anlegerschützende Vorschriften betroffen, sondern „nur“ die innere Organisation der Gesellschaft.

Einen dann aber doch nicht unerheblichen Einfluss auf den Anlegerschutz kann die Systemwahl vor dem Hintergrund der oben bereits erläuterten collective-action Problematik entfalten. Die in der Trennung zwischen Eigentum an und Leitung der Gesellschaft angelegte Problematik der Überwachung des Managements durch die Anteilseigner soll durch die Installation einer Überwachungsfunktion entweder im Rahmen eines selbständigen Organs oder eben als Teil eines einheitlichen Verwaltungsorgans entschärft werden. Dementsprechend kann formuliert werden, dass unter Anlegerschutzgesichtspunkten entscheidend ist, welches System die Überwachung des Managements im Interesse der Aktionäre effektiver ausgestaltet.

⁹³⁵ Theisen/Wenz, Europäische Aktiengesellschaft, S. 1 (49); Fleischer, AcP 204 (2004), S. 502 (511).

I. Probleme des monistischen Systems

Dem monistischen System werden in der Diskussion um das überlegene Organisationsprinzip verschiedene Mängel attestiert.⁹³⁶ Die meisten davon resultieren aus dem Umstand, dass das monistische System mit nur einem Verwaltungsorgan, welches für Leitung und Überwachung gleichzeitig zuständig ist, auskommen muss. Der schwerwiegendste Mangel ist dann wohl auch in einer Kontrollineffizienz mangels Trennung der beiden Funktionen zu sehen. Dies lässt sich auch dahingehend zusammenfassen, dass niemand sich selbst überwachen kann.⁹³⁷ Dies lässt sich auch nicht durch die Trennung zwischen „Executive“ und „Non-Executive Directors“ erreichen. Eng verbunden damit ist der Umstand, dass der Mangel einer klaren Trennung zwischen Leitungs- und Aufsichtsfunktion mangels der Installation verschiedener Organe zu Interessenskonflikten führt. Im Rahmen der Vergütungsfrage treten diese besonders deutlich hervor.⁹³⁸ Verfolgen beispielsweise die „Non-Executive Directors“ wegen ihrer Beteiligung an einem „Stock-Option-Plan“ identische monetäre Interessen wie das Management, haben sie keinen Anreiz in kritischen Situationen, ein Gegengewicht zu den „Executive Directors“ zu bilden.⁹³⁹ Die in der mangelhaften Funktionstrennung angelegte Problematik wird noch verschärft, wenn die „Executive Directors“ den Board zahlenmäßig dominieren. § 40 I SEAG sieht deshalb vor, dass der Verwaltungsrat mehrheitlich mit nicht geschäftsführenden Mitgliedern besetzt sein muss, so dass diese Problematik gelöst ist, da nicht davon auszugehen ist, dass das monistische System für die Aktiengesellschaft abweichend von dem für die SE geregelt werden sollte. Dem hier ebenfalls angeführten Beispiel für einen Interessengleichlauf wegen der Beteiligung der „Non-Executive-Directors“ an einem Aktienoptionsprogramm kann ähnlich entgegengewirkt werden, wie dies für den Aufsichtsrat nach dem AktG der Fall ist. Aufsichtsräte können nicht Begünstigte eines Aktienoptionsplans nach § 192 II Nr. 3 AktG sein.⁹⁴⁰ Auch die Möglichkeit, Aufsichtsräte in einen an eine Wandelschuldverschreibung geknüpften Aktienoptionsplan einzubeziehen, dürfte vor dem Hintergrund des UMAG⁹⁴¹ mittlerweile unzulässig sein. Nach der Regierungsbegründung zum UMAG, mit dem der Verweis in § 221 IV 2 AktG auf § 193 II Nr. 4 AktG eingeführt wurde, soll diese Verweisung unter anderem bedeuten, dass

⁹³⁶ Vgl. dazu Schiessl, ZHR 167 (2003), S. 235 (243 ff); Fleischer, AcP 204 (2004), S. 502 (526-527); Leyens, RabelsZ 67 (2003), S. 57 (88f).

⁹³⁷ Vgl. Böckli, FS für Reist, S. 337 (337).

⁹³⁸ Schiessl, ZHR 167 (2003), S. 235 (244).

⁹³⁹ Schiessl, ZHR 167 (2003), S. 235 (244).

⁹⁴⁰ Hüffer, AktG, § 192 Rn. 21; Suchan/Baumunk, Handbuch Stock Options, S. 47 Rn. 122.

⁹⁴¹ UMAG v. 22.9.2005, BGBl. I S. 2802.

Aufsichtsratsmitglieder als Bezugsberechtigte eines Aktienoptionsplans auch dann ausscheiden, wenn sich die Optionen mit Wandelschuldverschreibungen verknüpfen.⁹⁴²

Darüber hinaus als problematisch zu bewerten ist die Möglichkeit, den „Chief Executive Officer“ (Spitzenführungskraft des professionellen Managements) mit großer Machtfülle auszustatten, indem ihm gleichzeitig die Position des „Chairman of the Board“ angedient wird.⁹⁴³ Dies entspricht im Ergebnis der Wahrnehmung des Vorstands- und Aufsichtsratsvorsitzes in Personalunion, so dass in dieser Konstellation ein Gegengewicht fehlt, welches im dualistischen System der Aufsichtsratsvorsitzende auch bei einem sehr starken Vorstandsvorsitzenden schon qua Funktion bildet.⁹⁴⁴ Eine solche Machtkonzentration ist auch im monistischen System der SE möglich, wenn ein geschäftsführender Direktor gleichzeitig die Position des Verwaltungsratsvorsitzenden ausübt, was weder durch die Verordnung noch durch das SEAG unterbunden wird.⁹⁴⁵

Neben diesen Mängeln des monistischen Systems, die auf die unklare Trennung der verschiedenen Aufgaben zurückzuführen sind, sieht sich ein solches mit weiteren Problemen, wie dem einzusetzenden (oft unzureichendem) Zeitaufwand der „Non-Executive Directors“ im Rahmen der Überwachungstätigkeit, der Qualifikation und Unabhängigkeit der einzelnen Mitglieder etc. konfrontiert. Diese Probleme sind hier allerdings nicht zu berücksichtigen, da sie in gleicher Weise im Rahmen des dualistischen Systems auftreten.⁹⁴⁶

II. Bewertung im Verhältnis zum dualistischen System

Ein Vergleich mit dem dualistischen System zeigt, dass auch dieses einige Mängel aufweist. Der Vorteil der Trennung zwischen Vorstand (Leitung) und Aufsichtsrat (Überwachung) bedingt gleichzeitig einen Schwachpunkt des Systems. Die Mitglieder des Aufsichtsrats sehen sich mit einem Informationsproblem konfrontiert, welches zu einer ineffizienten Kontrolle führt, da niemand überwachen kann, ohne selbst dabei zu sein.⁹⁴⁷ Verschärft wird diese Problematik durch die Möglichkeit einer selektiven Informationsweitergabe seitens des Managements, so dass die Meldung guter Neuigkeiten begünstigt wird und die Weitergabe schlechter Nachrichten behindert oder verzögert wird.⁹⁴⁸ Außerdem können die Aufsichtsratsmitglieder Unternehmensentscheidungen wegen der institutionellen Zweiteilung

⁹⁴² Hüffer, AktG, § 221 Rn. 46b.

⁹⁴³ Fleischer, AcP 204 (2004), S. 502 (526); Theisen/Hölzl, Europäische Aktiengesellschaft, S. 269 (307).

⁹⁴⁴ Schiessl, ZHR 167 (2003), S. 235 (244).

⁹⁴⁵ Vgl. noch zum DiskE Merkt, ZGR 2003, S. 650 (664); zum SEAG Schwarz, SE-VO, Art. 43 Anh. Rn.297; Forstmoser ZGR 2003, 688 (714); Ihrig/Wagner, BB 2004, S. 1749 (1758); Eder, NZG 2004, S. 544 (546).

⁹⁴⁶ Vgl. Schiessl, ZHR 167 (2003), S. 235 (246ff).

⁹⁴⁷ Fleischer, AcP 204 (2004), S. 502 (526); Schiessl, ZHR 167 (2003), S. 235 (241f); Leyens, RabelsZ 67 (2003), S. 57 (92-93).

⁹⁴⁸ Fleischer, AcP 204 (2004), S. 502 (526); Endres, ZHR 163(1999), S. 441 (455).

nur sehr eingeschränkt beeinflussen und geraten gerade in Krisensituationen schon aus Zeitgründen hoffnungslos ins Hintertreffen.⁹⁴⁹ Im Unterschied dazu, werden dem monistischen System in den gerade angesprochenen Problemkreisen Stärken zuerkannt. Diese werden nämlich regelmäßig in der intensiveren und unmittelbaren Einbindung der nicht geschäftsführenden „Board-Mitglieder“ in die Unternehmensführung, einer größeren Sitzungsfrequenz sowie besseren Informationsmöglichkeiten für die Überwachung gesehen.⁹⁵⁰

Vor dem Hintergrund, dass beide Systeme mit Mängeln zu kämpfen haben sowie einen nicht unerheblichen Teil der Probleme, wie etwa jenes der Unabhängigkeit der einzelnen Organmitglieder, teilen, kann keines der Modelle als überlegen bezeichnet werden. Insoweit herrscht wohl auch weitgehend Einigkeit im Schrifttum.⁹⁵¹ Vielmehr ist eine Annäherung der beiden Systeme zu verzeichnen.⁹⁵² Beispielhaft wird insoweit auf die Entwicklung in den USA hingewiesen. Dort wird das „Audit Committee“ regelmäßig – bzw. nach den Vorschriften der SEC zwingend - ausschließlich mit nicht geschäftsführenden Personen (so genannten Outsidern) besetzt, so dass eine dem dualistischen System angenäherte Überwachungsstruktur geschaffen wird.⁹⁵³

C. Entscheidung

Lässt sich, wie gerade dargelegt, nicht feststellen, dass das monistische System dem dualistischen hinsichtlich der Überwachung des Managements unterlegen ist, sprechen folglich Überlegungen des Anleger- bzw. Kapitalmarktfunktionenschutzes nicht gegen eine Lockerung der Satzungsstrenge zu Gunsten einer Wahlmöglichkeit im Hinblick auf die Ausgestaltung der inneren Organisation der nationalen Aktiengesellschaft. Wird über beide Modelle ein vergleichbarer Schutz der Interessen der Aktionäre erreicht, spielt letztendlich die Entscheidung für eines der beiden Systeme für den Anleger keine Rolle. Auf diese Weise bleibt der Vorteil des Standardisierungseffekts –Satzungsgestaltung braucht keine Berücksichtigung bei der Anlageentscheidung zu finden– erhalten.

⁹⁴⁹ Fleischer, AcP 204 (2004), S. 502 (526).

⁹⁵⁰ Theisen/Hözl, Europäische Aktiengesellschaft, S. 269 (310); Schneider-Lenné in Scheffler/Corporate Governance, S. 27 (33-34).

⁹⁵¹ Vgl. Baums, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Rn. 18; Henssler, FS für Ulmer, S. 193 (200-201); Leyens, RabelsZ 67 (2003), S. 57 (96); Teichmann, ZGR 2001, S. 645 (675); Schiessl, ZHR 167 (2003), S. 235 (250).

⁹⁵² Fleischer, AcP 204 (2004), S. 502 (527); Baums, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Rn. 18.

⁹⁵³ Vgl. Theisen/Hözl, Europäische Aktiengesellschaft, S. 269 (311).

Mithin sollte der Aktiengesellschaft in Anlehnung an Art. 38 b) SE-VO die gleiche Wahlfreiheit hinsichtlich des Leitungssystems eingeräumt werden, wie der SE.⁹⁵⁴

4. Teil: Zusammenfassung und Schlussbemerkungen

A. Aktiengesellschaft

Das Prinzip der Satzungsstrenge ist für die deutsche Aktiengesellschaft in § 23 V AktG niedergelegt. Obwohl diese Vorschrift in Zusammenhang mit der hohen Regelungsdichte des Aktiengesetzes die Gestaltungsfreiheit erheblich einschränkt, ist sie letztendlich mit dem Verfassungs- und Gemeinschaftsrecht vereinbar.

Die Gesetzesbegründung zur Einführung des § 23 V AktG im Aktiengesetz 1965 (damals Abs. 4) liefert zumindest keinen ausdrücklichen Hinweis auf die Legitimation dieser Regelung. Auch eine Untersuchung der Rechtsprechung und Literatur vor Einführung des Aktiengesetzes 1965, welches mit § 23 IV AktG 1965 nur die h.M. kodifizieren wollte, brachte insoweit keinen Aufschluss.

Heutzutage wird das Prinzip der Satzungsstrenge überwiegend unter Hinweis auf den Anleger- bzw. Kapitalmarktfunktionenschutz (kapitalmarktrechtliche Legitimation) legitimiert. Vereinzelt und in Ergänzung zu dieser kapitalmarktrechtlichen Legitimation wird die mit der Satzungsstrenge zwingend einhergehende Einschränkung der Gestaltungsfreiheit auch mit Erfordernissen des Gläubigerschutzes und der Rechtssicherheit gerechtfertigt.

Überzeugen kann im Ergebnis nur die kapitalmarktrechtliche Legitimation. In diesem Rahmen erzeugt die Satzungsstrenge im Zusammenspiel mit einem ausdifferenzierten Aktiengesetz eine Standardisierung der Investitionsbedingungen in rechtlicher Hinsicht, die es dem Anleger erlaubt, die einzelne Satzung bei seiner Anlageentscheidung außer Acht zu lassen.

Die Kritik an dem Prinzip der Satzungsstrenge, die sich dann auch überwiegend gegen diesen Standardisierungseffekt richtet, vermag nicht zu überzeugen. Dies gilt insbesondere insoweit, als auf die anlegerschützende Wirkung von Marktprozessen als Alternative zu dem durch die Satzungsstrenge erzeugten Standardisierungseffekt verwiesen wird. Hier hat sich gezeigt, dass die Voraussetzungen, die für das Funktionieren solcher Modelle unverzichtbar sind (Interesse an hohen Börsenkursen / Satzungsgestaltung als Preisbildungsfaktor), nicht vorliegen.

⁹⁵⁴ Unter Berücksichtigung auch von rechtshistorischen und rechtsvergleichenden Argumenten im Ergebnis so Fleischer, AcP 204 (2004), S. 502 (528) m.w.N.; Schiessl, ZHR 167 (2003), S: 235 (250).

Ob das Festhalten an der Satzungsstrenge ausschließlich unter Hinweis auf die kapitalmarktrechtliche Legitimation konsequenterweise in der Forderung nach der Aufgabe dieses Prinzips für die nicht börsennotierte Aktiengesellschaft münden muss, kann im Rahmen dieser Arbeit nicht entschieden werden. Insoweit sei nur kurz angemerkt, dass neben der Aktiengesellschaft als weitere Kapitalgesellschaft die GmbH, welche im Gegensatz zur Aktiengesellschaft weitaus mehr Gestaltungsfreiheit bietet, zur Verfügung steht, so dass es fraglich ist, ob es eines weiteren Gesellschaftstyps in Form einer nicht börsennotierten AG wirklich bedarf. Andererseits hat der Gesetzgeber diesen Weg mit der Schaffung der „kleinen AG“ schon ein Stück weit beschritten. In Fortführung dessen, böte sich die Aufgabe der Satzungsstrenge für nicht börsennotierte Aktiengesellschaften in gewisser Weise an. Dies könnte letztlich auf die Installation einer „Privaten (kleinen) Aktiengesellschaft“ hinauslaufen, wie sie dem Grunde nach im „Drei-Stufen-Modell“⁹⁵⁵ vorgesehen war. Also eine Aktiengesellschaft, deren Aktien nicht an öffentlichen Märkten gehandelt werden können, die aber weitgehende Gestaltungsfreiheit bietet.⁹⁵⁶ Der Vorteil einer solchen Abstufung der Gestaltungsfreiheit in Abhängigkeit von den in Anspruch genommenen Kapitalmärkten, wäre sicherlich in der Möglichkeit eines sanften Hineinwachsens der Gesellschaft in einen anderen AG-Typ und damit in strengere gesetzliche Anforderungen zu sehen.⁹⁵⁷ Allerdings ist zu berücksichtigen, dass dieser Vorteil wohl immer geringer werden wird, um so verschiedener die unterschiedlichen AG-Typen ausgestaltet werden können. Außerdem haben auch schon einige der damaligen Vorschläge für die „Private AG“, wie z.B. die Einberufung der Hauptversammlung durch eingeschriebenen Brief (§ 121 IV AktG) oder die Einschränkung des Erfordernisses der notariellen Beurkundung der Hauptversammlung (§ 130 I 3 AktG), Eingang in das AktG gefunden.

Unabhängig von dieser, das grundsätzliche Verhältnis verschiedener Kapitalgesellschaften betreffenden Fragestellung und unabhängig von der Börsennotierung der einzelnen Gesellschaft, lässt sich jedenfalls auch für die deutsche Aktiengesellschaft mehr Gestaltungsfreiheit kreieren, indem, entsprechend der Rechtslage für die „deutsche SE“, die Wahlmöglichkeit zwischen dualistischer und monistischer Ausgestaltung des Leitungssystems

⁹⁵⁵ Vgl. Albach/Corte/Friedewald/Lutter/Richter, Das Drei-Stufen-Modell.

⁹⁵⁶ Vgl. zur Privaten AG nach dem Drei-Stufen-Modell Albach/Corte/Friedewald/Lutter/Richter, Das Drei-Stufen-Modell, S. 36-37.

⁹⁵⁷ Vgl. Albach/Corte/Friedewald/Lutter/Richter, Das Drei-Stufen-Modell, S. 38-41.

eröffnet wird.⁹⁵⁸ Ein solcher Schritt wäre nach der hier vertretenen Auffassung unter Gesichtspunkten des Anleger- bzw. Kapitalmarktfunktionenschutzes nicht zu beanstanden.

B. „Deutsche SE“

Die „deutsche SE“ wird gleich auf zwei Ebenen mit dem Prinzip der Satzungsstrenge konfrontiert. Unabhängig von der Ausgestaltung des ergänzend auf die SE Anwendung findenden nationalen Recht des jeweiligen Sitzstaates findet sich dieses Prinzip schon in Art. 9 I b) SE-VO. Für die „deutsche SE“ gilt ferner § 23 V AktG. Bemerkenswert ist allerdings, dass die gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge sogar strenger ausgestaltet ist, als § 23 V AktG, da es ihr an einer Einschränkung wie § 23 V 2 AktG fehlt, die die Verordnung ergänzende Bestimmungen zulässt.

Auch hinsichtlich ihrer Legitimation unterscheiden sich § 23 V AktG und Art. 9 I b) SE-VO. Scheint es auf den ersten Blick noch so, als könnten die zur Legitimation der aktienrechtlichen Satzungsstrenge entwickelten Argumente, insbesondere die kapitalmarktrechtliche Legitimation, übertragen werden, so muss dies letztendlich verneint werden. Für die gemeinschaftsrechtliche Satzungsstrenge sprechen, obwohl die Erwägungsgründe zur SE-VO insoweit schweigen, vielmehr Überlegungen der Rechtssicherheit, was sich auch unter Berücksichtigung der Entstehungsgeschichte der Verordnung belegen lässt. Eine kapitalmarktrechtliche Legitimation trägt hier nicht. Ein insoweit erforderlicher Standardisierungseffekt scheitert an der geringen Regelungsdichte der Verordnung.

Auf diesem Umstand beruht dann allerdings auch die Feststellung, dass die Gestaltungsfreiheit durch Art. 9 I b) SE-VO in weit geringerem Maße eingeschränkt wird, als dies durch § 23 V AktG für die Aktiengesellschaft der Fall ist, da die Verordnung weniger umfangreich ist und in vielen Bereichen auf das nationale Recht verweist. Dementsprechend entscheidet sich die Frage nach dem Umfang der vorhandenen Gestaltungsfreiheit schließlich auf der Ebene des ergänzend Anwendung findenden nationalen Rechts.

Für die „deutsche SE“ folgt daraus im Grundsatz, dass sie ähnlich satzungstreng ausgestaltet werden muss wie eine nationale AG. Ausnahmen von diesem Grundsatz bestehen dort, wo die Verordnung den nationalen Gesetzgeber ermächtigt, SE-spezifisches Recht zu setzen. Eine

⁹⁵⁸ Das hier erwähnte Drei-Stufen-Modell hatte sich gegen die Einführung eines monistischen Systems entschieden Vgl. Albach/Corte/Friedewald/Lutter/Richter, Das Drei-Stufen-Modell, S. 107ff insbesondere S. 109.

Abmilderung der aktienrechtlichen Satzungsstrenge im Hinblick auf deren Anwendbarkeit auf die „deutsche SE“ scheidet darüber hinaus aus. Die Verordnung will gerade verhindern, dass sich abgesehen von den vorgesehenen Fällen ein Sonderrecht für die SE herausbildet. Vor diesem Hintergrund bedarf es auch keiner Diskussion der Frage, ob die Anwendbarkeit des § 23 V AktG auf die „deutsche SE“ eingeschränkt oder ausgeschlossen werden soll. Mit der Entscheidung für das Prinzip der aktienrechtlichen Satzungsstrenge, wie sie hier gefallen ist, geht automatisch die Anwendbarkeit desselben auf die „deutsche SE“ einher. Eine Verhinderung dieses Gleichlaufs ist nicht von der Kompetenz des nationalen Gesetzgebers umfasst.

Trotzdem ist festzustellen, dass die über die Verordnung eingeräumte Wahlfreiheit zwischen monistischem und dualistischem Leitungssystem ein auf nationaler Ebene bisher unbekanntes Maß an Gestaltungsfreiheit eröffnet. Während die dualistisch verfasste „deutsche SE“ weitestgehend ähnlich funktioniert wie eine Aktiengesellschaft, bietet die monistisch verfasste „deutsche SE“ erheblich mehr Gestaltungsfreiheit.

- ° Ahrens, Gabriele Preisbildung beim Gang an die Börse: Der Einfluß von Platzierungsverfahren auf die Unterbewertung bei Aktienerstmissionen
Frankfurt a.M. 2000
zitiert: Ahrens, Titel
- ° Akerlof, G.A. „The Market for „Lemons“: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism“
Quarterly Journal of Economics 84 1970 S. 488 ff.
zitiert: Akerlof, Market for „Lemons“
- ° Albach, Horst; Deregulierung des Aktienrechts: Das Drei-Stufen-Modell
Corte, Christiane; Gütersloh 1988
Friedewald, Rolf; zitiert: Albach/Corte/Friedewald/Lutter/Richter, Das Drei-Stufen-Modell
Lutter, Marcus;
Richter, Wolf
- ° Albers, Marco Corporate Governance in Aktiengesellschaften: Entscheidungsprozess und Wirkungsanalyse zum Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
Frankfurt a.M. 2002
zitiert: Albers, Titel
- ° Assmann, Heinz- „Konzeptionelle Grundlagen des Anlegerschutzes“
Dieter ZBB 1989 S. 49-63
zitiert: Assmann, ZBB 1989
- ° Assmann, Heinz- „Das neue deutsche Insiderrecht“
Dieter ZGR 1994 S. 494-529
zitiert: Assmann, ZGR 1994
- ° Assmann, Heinz- Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
Dieter; Pötsch, Köln 2005
Thorsten; zitiert: Bearbeiter, Assmann/Pötsch/Schneider WpÜG
Schneider, Uwe H.
(Hrsg.)
- ° Assmann, Heinz- Wertpapierhandelsgesetz Kommentar
Dieter; Schneider, 4. Aufl. Köln 2006
Uwe (Hrsg.) zitiert: Assmann/Schneider, WpHG
- ° Assmann, Heinz- Handbuch des Kapitalanlagerechts
Dieter; Schütze, 2. Aufl. München 1997
Rolf (Hrsg.) zitiert: Bearbeiter in Assmann/ Schützes, Titel
- ° Bachmann, „Der „Deutsche Corporate Governance Kodex“ Rechtswirkungen und
Gregor Haftungsrisiken“
WM 2002 S. 2137-2143
zitiert: Bachmann, WM 2002

- ° BaFin Emittentenleitfaden
Stand 15. Juli 2005
abrufbar unter:
www.bafin.de/schreiben/89_2005/emittentenleitfaden.pdf
zitiert: BaFin, Emittentenleitfaden
- ° BaFin Workshop 100 Tage WpPG: „Rechtsfragen aus der Anwendungspraxis“
www.bafin.de
zitiert: BaFin, Workshop 100 Tage WpPG: „Rechtsfragen aus der Anwendungspraxis“
- ° Bak, Jacek Aktienrecht zwischen Markt und Staat
DUV 2003
zitiert: Bak, Titel
- ° Bälz, Ulrich „Treuhandkommanditist, Treuhänder des Kommanditisten und Anlegerschutz“
ZGR 1980 S. 1-100
zitiert: Bälz, ZGR 1980
- ° Bauer, Markus Gläubigerschutz durch eine formelle Nennkapitalziffer –
kapitalgesellschaftsrechtliche Notwendigkeit oder überholtes Konzept?: Eine
rechtsvergleichende Untersuchung der Gläubigerschutzkonzepte des
amerikanischen und deutschen Kapitalgesellschaftsrechts
Frankfurt am Main 1995
zitiert: Bauer, Gläubigerschutz
- ° Baumann, Horst; „Satzungsergänzende Vereinbarungen – Nebenverträge im Gesellschaftsrecht“
Reiss, Wilhelm ZGR 1989 S. 157-215
zitiert: Baumann/Reiss, ZGR 1989
- ° Baumbach, Aktiengesetz vom 30. Januar 1937
Adolf 2. Aufl., Berlin 1937
zitiert: Baumbach, AktG 1937
- ° Baumbach, Handelsgesetzbuch
Adolf; Hopt, 32. Aufl. München 2006
Klaus J.; Merkt, zitiert: Baumbach/Hopt, HGB
Hanno
- ° Baumbach, GmbH-Gesetz
Adolf; Hueck, 18. Auflage München 2006
Alfred zitiert: Bearbeiter, Baumbach/Hueck GmbHG
- ° Baumbach, Aktiengesetz
Adolf; Hueck, 13. Auflage München 1968
Alfred; Hueck, zitiert: Baumbach/Hueck, AktG 13. Aufl.
Götz

- ° Baums, Theodor (Hrsg.) Bericht der Regierungskommission Corporate Governance: Unternehmensführung, Unternehmenskontrolle, Modernisierung des Aktienrechts
Köln 2001
zitiert: Baums, Titel
- ° Baums, Theodor; Fraune, Christian „Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft Eine empirische Untersuchung“
AG 1995 S.97-112
zitiert: Baums/Fraune AG 1995
- ° Baums, Theodor; Scott, Kenneth E. „Taking shareholder protection seriously ? Corporate Governance in the United States and Germany“
European Corporate Governance Institute Law Working Paper No. 17/2003
zitiert: Baums/Scott, ecgi Working Paper Nr. 17/2003
- ° Bebchuk, Lucian Arye „Federalism and the corporation: The desirable limits on state competition in corporate law“
Harvard Law Review 105 (1992) S. 1435-1510
zitiert: Bebchuk, Harvard Law Review 105
- ° Bebchuk, Lucian Arye „Limiting contractual freedom in corporate law: The desirable constraints on charter amendments“
Harvard Law Review 102 (1989) S. 1820-1860
zitiert: Bebchuk, Harvard Law Review 102 (1989)
- ° Bebchuk, Lucian Arye; Cohen, Alma “Firms` decisions where to incorporate”
46 Journal of Law and Economics (2003), S. 383-425
zitiert: Bebchuk/Cohen, 46 Journal of Law and Economics
- ° Behrens, Peter Die ökonomischen Grundlagen des Rechts
Politische Ökonomie als rationale Jurisprudenz
Tübingen 1986
zitiert: Behrens, Die ökonomischen Grundlagen des Rechts
- ° Beier, Constantin H. Der Regelungsauftrag als Gesetzgebungsinstrument im Gesellschaftsrecht
2002
zitiert: Beier, Regelungsauftrag
- ° Benda, Ernst; Hesse, Konrad (Hrsg.) Handbuch des Verfassungsrechts der Bundesrepublik Deutschland
2. Auflage Berlin, New York 1994
zitiert: Bearbeiter, Handbuch Verfassungsrecht
- ° Bendfeld, Heiner Die Satzungsstrenge im Aktienrecht und ihre Bedeutung für die Rechtssicherheit
Berlin 1999
zitiert: Bendfeld, Titel
- ° Berle, Adolf A.; Means, Gardiner C. The Modern Corporation and Private Property
1. Auflage New York 1932
zitiert: Berle/Mean, Titel

- ° Bezenberger, Tilmann Das Kapital der Aktiengesellschaft
Köln 2005
zitiert: Bezenberger, Titel
- ° Bierich, Marcus; Hommelhoff Peter; Kropff, Bruno (Hrsg.) Festschrift für Johannes Semler zum 70. Geburtstag am 28. April 1993
Berlin, New York 1993
zitiert: Bearbeiter, Festschrift für Semler
- ° Bitter, Georg Konzernrechtliche Durchgriffshaftung bei Personengesellschaften
2000
zitiert: Bitter, Titel
- ° Blanquet, Françoise „Das Statut der Europäischen Aktiengesellschaft (Societas Europaea „SE“)
Ein Gemeinschaftsinstrument für die grenzübergreifende Zusammenarbeit im
Dienste der Unternehmen“
ZGR 2002 S. 20-65
zitiert: Blanquet, ZGR 2002
- ° Brambring, Günter; Jerschke, Hans-Ulrich (Hrsg.) Beck`sches Notarhandbuch
4. Aufl. München 2006
zitiert: Bearbeiter, Beck`sches Notarhandbuch
- ° Brandt, Ulrich „Der Diskussionsentwurf zu einem SE-Ausführungsgesetz“
DStR 2003, S. 1208-1215
zitiert: Brandt, DStR 2003
- ° Brandt, Ulrich Die Hauptversammlung der Europäischen Aktiengesellschaft (SE)
Frankfurt am Main 2004
zitiert: Brandt, SE-Hauptversammlung
- ° Brandt, Ulrich „Ein Überblick über die Europäische Aktiengesellschaft (SE) in Deutschland“
BB-Spezial zu BB 2005 Heft 8 S. 1-12
zitiert: Brandt, BB-Spezial 2005
- ° Brandt, Ulrich; Scheifele, Matthias „Die Europäische Aktiengesellschaft und das anwendbare Recht“
DStR 2002 S. 547-555
zitiert: Brandt/Scheifele, DStR 2002
- ° Brellocks, Michael Publizität und Haftung von Aktiengesellschaften im System des Europäischen
Kapitalmarktrechts
München 2005
zitiert: Brellocks, Publizität und Haftung
- ° Büchele, Manfred; Mildner, Thomas; Murschitz, Katharina; Roth, Günter H.; Wörle, Ulrike Corporate Governance in Deutschland und Österreich
Wien 2006
zitiert: Bearbeiter, Corporate Governanve in Deutschland und Österreich

- ° Budäus, Dietrich; Gerum, Elmar; Zimmermann, Gebhard Betriebswirtschaftslehre und Theorie der Verfügungsrechte Wiesbaden 1988
zitiert: Bearbeiter, Hrsg., Titel
- ° Bungert, Hartwin; Beier, Constatin H. „Die Europäische Aktiengesellschaft Das Statut und seine Umsetzung in die Praxis“ EWS 2002 S. 1-12
zitiert: Bungert/Beier, EWS 2002
- ° Claussen, Carsten Peter; Bröcker, Norbert „Der Corporate Governance-Kodex aus der Perspektive der kleinen und mittleren Börsen-AG“ DB 2002 S. 1199-1206
zitiert: Claussen/Bröcker, DB 2002
- ° Damrau, Jan Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht Berlin 2003
zitiert: Damrau, Titel
- ° DAV-Stellungnahme „DAV-Stellungnahme zum Diskussionsentwurf des SEAG (Auszug)“ ZIP 2004 S: 140-144
zitiert: DAV-Stellungnahme DiskE
- ° Decker, Rolf O.A. Eine Prinzipal-Agenten-theoretische Betrachtung von Eigner-Manager-Konflikten in der Kommanditgesellschaft auf Aktien und in der Aktiengesellschaft Köln 1994
Zitiert. Decker, Eigner-Manager-Konflikte
- ° Drygala, Tim „Stammkapital heute – Zum veränderten Verständnis vom System des festen Kapitals und seinen Konsequenzen“ ZGR 2006 S. 587-637
zitiert: Drygala, ZGR 2006
- ° Easterbrook, Frank H.; Fischel, Daniel R. „The Corporate Contract“ Columbia Law Review 89 (1989) S. 1416-1448
zitiert: Easterbrook/Fischel, Columbia Law Review 89
- ° Easterbrook, Frank H.; Fischel, Daniel R. „The proper role of a target`s management in responding to a tender offer“ 94 Harvard Law Review (1981) S. 1161-1204
zitiert: Easterbrook/Fischel, 94 Harvard Law Review (1981)
- ° Eder, Cajetan „Die monistisch verfasste Societas Europaea – Überlegungen zur Umsetzung eines CEO-Modells“ NZG 2004 S: 544-547
zitiert: Eder, NZG 2004
- ° Ehrhardt, Olaf; Nowak, Eric „ Die Durchsetzung von Corporate-Governance-Regeln“ AG 2002, S. 336-345
zitiert: Ehrhardt/Nowak, AG 2002

- ° Ehrhardt, Olaf; Nowak, Eric „Private Kontrollrenten in deutschen Familienunternehmen“
DBW 63 (2003) S. 363-377
zitiert: Ehrhardt/Nowak, DBW 2003
- ° Eidenmüller, Horst „Kapitalgesellschaftsrecht im Spiegel der ökonomischen Theorie“
JZ 2001 S.1041-1051
zitiert: Eidenmüller, JZ 2001
- ° Eidenmüller, Horst; Engert, Andreas „Rechtsökonomik des Mindestkapitals im GmbH-Recht“
GmbHHR 2005 S. 433-438
zitiert: Eidenmüller/Engert, GmbHHR 2005
- ° Eisenberg, Melvin Aron „The structure of corporation Law“
Columbia Law Review 89 (1989) S. 1461-1525
zitiert: Eisenberg, Columbia Law Review 89
- ° Eisenhardt, Ulrich Gesellschaftsrecht
12. Auflage München 2005
zitiert: Eisenhardt, Titel
- ° Ekkenga, Jens Anlegerschutz, Rechnungslegung und Kapitalmarkt: eine vergleichende Studie zum europäischen, deutschen und britischen Bilanz-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
Tübingen 1998
zitiert: Ekkenga, Titel
- ° Ekkenga, Jens; Hadding, Walther; Hammen, Horst (Hrsg.) Bankrecht und Kapitalmarktrecht in der Entwicklung Festschrift für Siegfried Kümpel zum 70. Geburtstag
Berlin 2003
zitiert: Verfasser, Festschrift für Kümpel
- ° Emmerich, Volker „Wechselseitige Beteiligungen bei AG und GmbH“
NZG 1998 S. 622-626
zitiert: Emmerich, NZG 1998
- ° Endres, Michael „Organisation der Unternehmensleitung aus der Sicht der Praxis“
ZHR 163 (1999) S. 441-460
zitiert: Endres, ZHR 163 (1999)
- ° Engels, Wolfram (Hrsg.) Anlegerschutz und Vertrauensbildung an Finanzmärkten
Frankfurt am Main 1992
zitiert: Verfasser, Titel
- ° Escher-Weingart, Christina Reform durch Deregulierung im Kapitalgesellschaftsrecht: eine Analyse der Reformmöglichkeiten unter besonderer Berücksichtigung des Gläubiger- und Anlegerschutzes
Tübingen 2001
zitiert: Escher-Weingart, Titel

- Fama, E.F. „Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work“
The Journal of Finance Vol. 25 1970, S. 383-417
zitiert: Fama, The Journal of Finance Vol. 25 (1970)
- Fey, Gerrit Unternehmenskontrolle und Kapitalmarkt Die Aktienrechtsreformen von 1965 und
1998 im Vergleich
Stuttgart 2000
zitiert: Fey, Titel
- Fikentscher,
Wolfgang Methoden des Rechts
Band 4 Dogmatischer Teil
Tübingen 1977
zitiert: Fikentscher, Titel
- Fleischer, Holger „Ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten im Aktienrecht: Von
„Holzmüller“ zu „Gelatine“
NJW 2004 S. 2335-2339
zitiert: Fleischer, NJW 2004
- Fleischer, Holger „Erweiterte Außenhaftung der Organmitglieder im Europäischen Gesellschafts- und
Kapitalmarktrecht“
ZGR 2004 S. 437-479
zitiert: Fleischer, ZGR 2004
- Fleischer, Holger „Gesetz und Vertrag als alternative Problemlösungsmodelle im Gesellschaftsrecht“
ZHR 168 (2004) S. 673-707
zitiert: Fleischer, ZHR 168 (2004)
- Fleischer, Holger „Der Einfluß der Societas Europaea auf die Dogmatik des deutschen
Gesellschaftsrechts“
AcP 204 (2004) S. 502-543
zitiert: Fleischer, AcP 204 (2004)
- Fleischer, Holger „Das Aktiengesetz von 1965 und das neue Kapitalmarktrecht“
ZIP 2006 S. 451-459
zitiert: Fleischer, ZIP 2006
- Forstmoser,
Peter „Monistische oder dualistische Unternehmensverfassung? Das schweizer Konzept“
ZGR 2003 S. 688-719
zitiert: Forstmoser, ZGR 2003
- Franke, Günter; Hax, Herbert Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt
3. Auflage
zitiert: Franke/Hax, Titel
- Franks, Julian; Mayer, Colin „Ownership and Control of German Corporations“
The Review of Financial Studies 14 (2001) S. 943-977
zitiert: Franks/Mayer, Review of Financial Studies 14 (2001)

- ° Fürhoff, Jens;
Wölk, Armin „Aktuelle Fragen zur Ad-hoc-Publizität“
WM 1997 S. 449-459
zitiert: Fürhoff/Wölk, WM 1997
- ° Gabler
Wirtschaftslexikon Gabler Wirtschaftslexikon
Band 2, 13. Auflage,
zitiert: Gabler Wirtschaftslexikon, Band; Stichwort
- ° Gadow, E.;
Heinichen, E.;
Schmidt,
Eberhard;
Schmidt, W.;
Weipert, O.
(Begründer) Aktiengesetz Großkommentar
1. Band §§ 1-144
2. Auflage Berlin 1961
zitiert: Bearbeiter, GK AktG 1937
- ° Gesellschafts-
rechtliche
Vereinigung
(VGR) (Hrsg.) Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2000
Band 3 Köln 2001
zitiert: Verfasser, Titel
- ° Gesellschafts-
rechtliche
Vereinigung
(VGR) (Hrsg.) Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005
Band 10 Köln 2006
zitiert: Verfasser, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2005
- ° Geßler, Ernst;
Hefermehl,
Wolfgang;
Eckardt, Ulrich;
Kropff, Bruno Aktiengesetz
- Band I §§ 1-75
München 1984
- Band II §§ 76-147
5. Lieferung München 1974
zitiert: Bearbeiter, Geßler/Hefermehl AktG
- ° Glossner.
Ottoarndt;
Reimers, Walter
(Hrsg.) Festschrift für Martin Luther
München 1976
zitiert: Bearbeiter, Festschrift für Luther
- ° Gordon, Jeffrey
N. „The mandatory structure of corporate law“
Columbia Law Review 89 (1989) S. 1549-1598
zitiert: Gordon, Columbia Law Review 89
- ° Groß, Wolfgang Kapitalmarktrecht
3. Aufl. München 2006
zitiert: Groß, Kapitalmarktrecht
- ° Grossfeld,
Bernhard; Ebke,
Werner „Probleme der Unternehmensverfassung in rechtshistorischer und
rechtsvergleichender Sicht (II und Schluss)“
AG 1977 S. 92-102
zitiert: Grossfeld/Ebke, AG 1977

- ° Grossman, Sanford J.; Hart Oliver D. „Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation“
The Bell Journal of Economics 11 (1980) S. 42-64
zitiert: Grossman/Hart, Bell Journal of Economics 11 (1980)
- ° Großmann, Klaus; Nikoleyczik, Tobias „Praxisrelevante Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes – Die Auswirkungen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes“
DB 2002 S. 2031-2037
zitiert: Großmann/Nikoleyczik, DB 2002
- ° Grub, Maximilian; Thiem, Ulrich „Das neue Wertpapierprospektgesetz – Anlegerschutz und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland“
NZG 2005, S. 750-752
zitiert: Grub/Thiem, NZG 2005
- ° Grundmann, Stefan; Möslin, Florian „ECLR Die Goldene Aktie Staatskontrollrechte in Europarecht und wirtschaftspolitischer Bewertung“
ZGR 2003 S. 317-366
zitiert: Grundmann/Möslin, ZGR 2003
- ° Grundmann, Stefan; Möslin, Florian „Die Golden Shares Grundsatzentscheidungen des Europäischen Gerichtshofs“
BKR 2002 S. 758-765
zitiert: Grundmann/Möslin, BKR 2002
- ° Grundmann, Stefan; Schwintowski, Hans-Peter; Singer Reinhard; Weber, Martin (Hrsg.) Anleger- und Funktionsschutz durch Kapitalmarktrecht
Symposium und Seminar zum 65. Geburtstag von Eberhard Schwark
Berlin 2006
zitiert: Bearbeiter, Anleger- und Funktionsschutz durch Kapitalmarktrecht
- ° Haarmann, Wilhelm; Schüppen, Matthias (Hrsg.) Frankfurter Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
2. Auflage Frankfurt am Main 2005
zitiert: Bearbeiter, Frankfurter Komm. WpÜG
- ° Habersack, Mathias „Europäisches Gesellschaftsrecht im Wandel“
NZG 2004 S. 1-9
zitiert: Habersack, NZG 2004
- ° Habersack, Mathias „Aktienrecht und Internet“
ZHR 165 (2001) S. 172-203
zitiert: Habersack, ZHR 165 (2001)
- ° Habersack, Mathias, Hommelhoff, Peter; Hüffer, Uwe; Schmidt, Karsten (Hrsg.) Festschrift für Peter Ulmer zum 70. Geburtstag am 2. Januar 2003
Berlin 2003
zitiert: Verfasser, FS für Ulmer

- ° Heidinger, Andreas „Der Kapitalschutz der GmbH auf dem Prüfstand“
DNotZ 2005 S. 97-119
zitiert: Heidinger, DNotZ 2005
- ° Heindl, Ursula Die Börseneinführung von GmbH-Anteilen
Frankfurt a. Main 1987
zitiert: Heindl, Titel
- ° Henckel, Wolfram „Die ergänzende Vertragsauslegung“
AcP 159 (1959) S. 106-126
zitiert: Henckel, AcP 159 (1959)
- ° Herzog, Roman; Herdegen, Matthias; Scholz, Rupert; Klein, Hans H. (Hrsg.) Maunz-Dürig Grundgesetz
Kommentar
47 Ergänzungslieferung Stand Juni 2006
Band I Art. 1-5
Band II Art. 6-16a
zitiert: Bearbeiter in Maunz/Dürig, GG
- ° Hey, Felix Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen und ihre Schranken
München 2004
zitiert: Hey, Freie Gestaltung in Gesellschaftsverträgen
- ° Hirte, Heribert „Die aktienrechtliche Satzungsstrenge: Kapitalmarkt und sonstige Legitimation
versus Gestaltungsfreiheit“
ZGR Sonderheft 13 1998 „Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht“ S. 61- 98
zitiert: Hirte, ZGR Sonderheft 13 1998
- ° Hirte, Heribert Kapitalgesellschaftsrecht
3. Auflage 2001
zitiert: Hirte, Titel
- ° Hirte, Heribert „Die Europäische Aktiengesellschaft – ein Überblick nach In-Kraft-Treten der
deutschen Ausführungsgesetzgebung (Teil I und II)“
DStR 2005 S: 653-658 und S. 700-704
zitiert: Hirte, DStR 2005
- ° Hirte, Heribert; Bülow, Christoph v. (Hrsg.) Kölner Kommentar zum WpÜG
Köln 2003
zitiert: Bearbeiter, Kölner Komm. WpÜG
- ° Hoffmann-Becking, Michael Münchener Handbuch des Gesellschaftsrecht
Band 4 Aktiengesellschaft
2. Aufl. München 1999
zitiert: Bearbeiter, Münchener Hdb. Gesellschaftsrecht Bd. 4
- ° Hoffmann-Becking, Michael „Gesetz zur „kleinen AG“ – unwesentliche randkorrekturen oder grundlegende
Reform?“
ZIP 1995 S. 1-10
zitiert: Hoffmann-Becking, ZIP 1995

- ° Hölters, Wolfgang;
Deilmann, Barbara; Buchta, Jens
Die kleine Aktiengesellschaft
2. Auflage München 2002
zitiert: Hölters/Deilmann/Buchta, Die kleine Aktiengesellschaft
- ° Hommelhoff, Peter
„Anlegerinformation im Aktien-, Bilanz- und Kapitalmarktrecht“
ZGR 2000 S. 748-778
zitiert: Hommelhoff, ZGR 2000
- ° Hommelhoff, Peter
„Jetzt die „Kleine“ und dann noch eine „Anleger AG““
ZGR Sonderheft 12 (1994) S. 65-84
zitiert: Hommelhoff, ZGR Sonderheft 12
- ° Hommelhoff, Peter
„Einige Bemerkungen zur Organisationsverfassung der Europäischen Aktiengesellschaft“
AG 2001 S. 279-288
zitiert: Hommelhoff, AG 2001
- ° Hommelhoff, Peter
„Die OECD-Principles on Corporate Governance – ihre Chancen und Risiken aus dem Blickwinkel der deutschen corporate governance – Bewegung“
ZGR 2001 S. 238-267
zitiert: Hommelhoff, ZGR 2001
- ° Hommelhoff, Peter
„Kleine Aktiengesellschaften im System des deutschen Rechts“
AG 1995 S. 529-538
zitiert: Hommelhoff, AG 1995
- ° Hommelhoff, Peter; Hopt, Klaus J.; v. Werder, Axel (Hrsg.)
Handbuch Corporate Governance
Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis
Köln, Stuttgart 2003
zitiert: Verfasser, Titel
- ° Hopt, Klaus
„Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?“
ZHR 141 (1977) S. 389-441
zitiert: Hopt, ZHR 141 (1977)
- ° Hopt, Klaus J.
„Modern Company and Capital Market Problems Improving European Corporate Governance after Emron“
European Corporate Governance Institute (ecgi) Working Paper No: 05/2002
zitiert: Hopt, ecgi Working Paper 05/2002
- ° Hopt, Klaus J.
„Gemeinsame Grundsätze der Corporate Governance in Europa ?“
ZGR 2000 S. 779-818
zitiert: Hopt, ZGR 2000
- ° Hopt, Klaus J.
„Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz – insbesondere Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität“
ZHR 159 (1995) S. 135-163
zitiert: Hopt, ZHR 159 (1995)

- ° Hopt, Klaus J.;
Wiedemann,
Herbert Großkommentar AktG
 Einleitung
 4. Auflage
 zitiert: Bearbeiter, Großkomm. AktG
- ° Hopt, Klaus J.;
Wiedemann,
Herbert (Hrsg.) Großkommentar AktG
 - §§ 23-40
 4. Auflage
 - §§ 76-147
 3. Auflage
 zitiert: Bearbeiter, Großkomm.AktG
- ° Hopt, Klaus J.;
Wymeersch, Eddy
(Hrsg.) Capital Markets and Company Law
 Oxford 2003
 zitiert: Bearbeiter/Titel
- ° Horn, Norbert „Die Europa-AG im Kontext des deutschen und europäischen Gesellschaftsrechts“
 DB 2005 S: 147-153
 zitiert: Horn, DB 2005
- ° Hüffer, Uwe Aktiengesetz
 7. Auflage München 2006
 zitiert: Hüffer, AktG
- ° Hüther, Mario „Namensaktien, Internet und die Zukunft der Stimmrechtsvertretung“
 AG 2001, S. 68-78
 zitiert: Hüther, AG 2001
- ° Ihrig, Hans-
Christoph;
Wagner, Jens „Das Gesetz zur Einführung der Europäischen Gesellschaft (SEEG) auf der
 Zielgeraden – Die gesellschafts- und mitbestimmungsrechtlichen Regelungen des
 Regierungsentwurfs“
 BB 2004 S. 1749-1759
 zitiert: Ihrig/Wagner, BB 2004
- ° Ipsen, Jörn Staatsrecht II (Grundrechte)
 8. Auflage München 2005
 zitiert: Ipsen, Staatsrecht II
- ° Jannott, Dirk;
Frodemann,
Jürgen (Hrsg.) Handbuch der Europäischen Aktiengesellschaft –Societas Europaea-
 Heidelberg 2005
 zitiert: Bearbeiter, Handbuch der Europäischen Aktiengesellschaft
- ° Jenkinson, Tim;
Ljungqvist,
Alexander „The role of hostile stakes in German corporate governance“
 Journal of Corporate Finance 2001 S. 397-446
 zitiert: Jenkinson/Ljungqvist, Journal of Corporate Finance 2001
- ° Jensen, M.C.;
Meckling, W.H. „Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership
 Structure“
 Journal of Financial Economics 1976 S. 305-360
 zitiert: Jensen/Meckling, Journal of Financial Economics 1976

- ° Kallfass, Hermann H. Kapitalmarktkoordination
-Die Koordinationsprozesse über Märkte für Beteiligungstitel in der Theorie und der westdeutschen Realität
zitiert: Kallfass, Titel
- ° Kallmeyer, Harald „Das monistische System in der SE mit Sitz in Deutschland“
ZIP 2003 S. 1531-1536
zitiert: Kallmeyer, ZIP 2003
- ° Kallmeyer, Harald Umwandlungsgesetz Kommentar
3. Auflage Köln 2006
zitiert: Bearbeiter, Kallmeyer UmwG
- ° Kalss, Susanne „Der Minderheitenschutz bei Gründung und Sitzverlegung der SE nach dem Diskussionsentwurf“
ZGR 2003 S. 593.-646
zitiert: Kalss, ZGR 2003
- ° Kamp, Andreas; Ricke, Markus „Stichwort: Informationsasymetrie“
BKR 2003 S. 527-531
zitiert: Kamp/Ricke, BKR 2003
- ° Kessler, Manfred; Sauter, Thomas (Hrsg.) Handbuch Stock Options
Rechtliche, steuerliche und bilanzielle Darstellung von Stock-Option-Plänen
München 2003
zitiert: Bearbeiter, Handbuch Stock Options
- ° Kiel, Peter Internationales Kapitalanlegerschutzrecht: zum Anwendungsbereich kapitalanlegerschützender Normen im deutschen, europäischen und US-amerikanischen Recht
Berlin, New York 1994
zitiert: Kiel, Titel
- ° Kiethe, Kurt „Aktienoptionen für den Vorstand im Maßnahmenkatalog der Bundesregierung – ein Beitrag zur Überregulierung des Aktienrechts“
WM 2004, S. 458-466
zitiert: Kiethe, WM 2004
- ° Kleindiek, Detlef „Krisenvermeidung in der GmbH: Gesetzliches Mindestkapital, Kapitalschutz und Eigenkapitalersatz“
ZGR 2006 S. 335-365
zitiert: Kleindiek, ZGR 2006-10-13
- ° Klose-Mokroß, Lydia Gläubigerschutz im Kapitalgesellschaftsrecht am Beispiel der Lehre von der verdeckten Sacheinlage
Frankfurt am Main 1997
zitiert: Klose-Mokroß, Titel

- ° Knott, Hermann J. „Freiheit, die ich meine: Abwehr von Übernahmeangeboten nach Umsetzung der EU-Richtlinie“
NZG 2006 S. 849-853
zitiert: Knott, NZG 2006
- ° Koenige, Heinrich; Pinner, Albert; Bondi, Felix (Bearbeiter) Staub`s Kommentar zum Handelsgesetzbuch
2. Band §§ 178-342
12. u. 13. Auflage Berlin, Leipzig 1926
zitiert: Staub-Pinner; HGB 12. u. 13. Aufl. 1926
- ° Koke, Cornelius Die Finanzverfassung der Europäischen Aktiengesellschaft (SE) mit Sitz in Deutschland
Frankfurt am Main 2005
zitiert: Koke, Finanzverfassung der SE
- ° Kopp, Hans Joachim Erwerb eigener Aktien
Wiesbaden 1996
zitiert: Kopp, Titel
- ° Kropff, Bruno Aktiengesetz
Düsseldorf 1965
zitiert: Kropff, AktG 1965
- ° Kropff, Bruno; Semler, Johannes (Hrsg.) Münchener Kommentar Aktiengesetz
Band 1 §§ 1-53
2. Auflage München 2000
Band 2 §§ 53a-75
2. Aufl. München 2003
Band 3 §§ 76-117 AktG, MitbestG, § 76 BetrVG 1952
2. Auflage München 2004
Band 4 §§ 118-147
2. Aufl. München 2004
Band 5/2 §§152-160 AktG, §§265-289 HGB
2. Auflage München 2004
Band 6 §§ 179-221
2. Auflage München 2005
Band 7 §§ 222-277
2. Auflage München 2001
Band 9/2 §§ 329-410, SE-VO, SEBG
2. Auflage München 2006
zitiert: Bearbeiter; MüKo-AktG
- ° Krüger, Markus E. Mindestkapital und Gläubigerschutz
1. Auflage Baden-Baden 2005
zitiert: Krüger, Mindestkapital und Gläubigerschutz
- ° Kübler, Friedrich Gesellschaftsrecht
5. Auflage, 1998 Heidelberg
zitiert: Kübler, Gesellschaftsrecht

- Kübler, Friedrich „Gesellschaftsrecht versus Kapitalmarktrecht – zwei Ansätze ?
SZW 1995 S. 223 – 227
zitiert: Kübler, SZW 1995

- Kübler, Friedrich „Gesellschaftsrecht im Spannungsfeld überlieferter Rechtsformen und moderner
Regelungsprobleme“
NJW 1984, S. 1857-1864
zitiert: Kübler, NJW 1984

- Kübler, Friedrich „Aktienrechtsreform und Unternehmensverfassung“
AG 1994 S. 141-148
Zitiert: Kübler, AG 1994

- Kübler, Friedrich „Institutioneller Gläubigerschutz oder Kapitalmarkttransparenz ?“
ZHR 1995 S. 551-566
zitiert: Kübler, ZHR 1995

- Kübler, Friedrich „Leistungsstrukturen der Aktiengesellschaft und die Umsetzung des SE-Statuts“
ZHR 2003 S. 222-234
zitiert: Kübler, ZHR 2003

- Kübler,
Friedrich; Gesellschaftsrecht
Assmann, Heinz- 6. Auflage 2006
Dieter zitiert: Kübler/Assmann, Gesellschaftsrecht

- Kullmann, „Das Wertpapierprospektgesetz (WpPG) – Zentrale Punkte des neuen Regimes für
Walburga; Sester, Wertpapieremissionen“
Peter WM 2005, S. 1068-1076
zitiert: Kullmann/Sester, WM 2005

- Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht
Siegfried 3. Auflage Köln 2004
zitiert: Kümpel, Titel

- Larenz, Karl; Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts
Wolf, Manfred 9. Aufl. München 2004
zitiert: Larenz/Wolf, BGB AT

- Lehmann, „Das Privileg der beschränkten Haftung und der Durchgriff im Gesellschafts- und
Michael Konzernrecht“
ZGR 1986 S. 345-370
zitiert: Lehmann, ZGR 1986

- Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht
Markus Köln 2002
zitiert: Lenenbach, Titel

- ° Leyens, Patrick C. „Deutscher Aufsichtsrat und U.S.-Board: ein- oder zweistufiges Verwaltungssystem? Zum Stand der rechtsvergleichenden Corporate Governance-Debatte“
RabelsZ 67 (2003) S. 57-105
zitiert: Leyens, RabelsZ 67 (2003)
- ° Lieb, Manfred; Noack, Ulrich; Westermann, Hans Peter (Hrsg.) Festschrift für Wolfgang Zöllner
Band I Köln 1998
zitiert: Bearbeiter, Titel
- ° Lorenz, Stephan; Trunk, Alexander; Eidenmüller, Horst; Wendehorst, Christiane; Adolff, Johannes (Hrsg.) Festschrift für Andreas Heldrich zum 70. Geburtstag
München 2005
zitiert: Bearbeiter, FS für Heldrich
- ° Loss, Louis „Der Schutz der Kapitalanleger“
ZHR 129 (1967) S. 197-255
zitiert: Loss, ZHR 129 (1967)
- ° Lutter, Marcus „Gesetzliches Garantiekapital als Problem europäischer und deutscher Rechtspolitik“
AG 1998 S.375-377
zitiert: Lutter, AG 1998
- ° Lutter, Marcus „Europäische Aktiengesellschaft – Rechtsfigur der Zukunft ?
BB 2002 S. 1-7
zitiert: Lutter, BB 2002
- ° Lutter, Marcus „Die Erklärung zum Corporate Governace Kodex gemäß § 161 AktG“
ZHR 166 (2002) S. 523-543
zitiert: Lutter, ZHR 166 (2002)
- ° Lutter, Marcus „Die zivilrechtliche Haftung in der Unternehmensgruppe“
ZGR 1982 S. 244-275
zitiert: Lutter, ZGR 1982
- ° Lutter, Marcus (Hrsg.) Die Europäische Aktiengesellschaft
Eine Stellungnahme zur Vorlage der Kommission an den Ministerrat der Europäischen Gemeinschaft über das Statut für Europäische Aktiengesellschaften vom 30. April 1975
Köln, Berlin, Bonn, München 1976
zitiert: Bearbeiter, Lutter/Stellungnahme SE-VO 1975
- ° Lutter, Marcus (Hrsg.) Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa
ZGR Sonderheft 17
Berlin 2006
zitiert: Verfasser, ZGR Sonderheft 17

- ° Lutter, Marcus; Oppenhoff, Walter; Sandrock, Otto; Winkhaus, Hanns (Hrsg.) Festschrift für Ernst C. Stiefel zum 80. Geburtstag München 1987
zitiert: Bearbeiter, Festschrift für Stiefel
- ° Manz, Gerhard; Mayer, Barbara; Schröder, Albert (Hrsg.) Europäische Aktiengesellschaft SE 1. Auflage Baden-Baden 2005
zitiert: Bearbeiter, Europäische Aktiengesellschaft Komm.
- ° Maul, Silja; Muffat-Jeandet, Daniele „Die EU-Übernahmerichtlinie – Inhalt und Umsetzung in nationales Recht (Teil I)“ AG 2004 S. 221-234
zitiert: Maul/Muffat-Jeandet, AG 2004
- ° Menkhoff, Lukas; Röckemann, Christian „Noise Trading auf Aktienmärkten“ ZfB 1994 S. 277- 295
zitiert: Menkhoff/Röckemann, ZfB 1994
- ° Merkt, Hanno „Die monistische Unternehmensverfassung für die Europäische Aktiengesellschaft aus deutscher Sicht“ ZGR 2003 S. 650-678
zitiert: Merkt, ZGR 2003
- ° Merkt, Hanno Unternehmenspublizität Offenlegung von Unternehmensdaten als Korrelat der Marktteilnahme Tübingen 2001
zitiert: Merkt, Unternehmenspublizität
- ° Merkt, Hanno „Europäische Aktiengesellschaft: Gesetzgebung als Selbstzweck?“ BB 1992 S. 652-661
zitiert: Merkt, BB 1992
- ° Merkt, Hanno; Binder, Jens-Hinrich „Änderungen im Übernahmerecht nach Umsetzung der EG-Übernahmerichtlinie: Das deutsche Umsetzungsgesetz und verbleibende Problemfelder“ BB 2006 S. 1285-1292
zitiert: Merkt/Binder, BB 2006
- ° Mertens, Hans-Joachim „Satzungs- und Organisationsautonomie im Aktien- und Konzernrecht“ ZGR 1994 S. 426-441
zitiert: Mertens, ZGR 1994
- ° Möllers, Thomas M. J. „Anlegerschutz durch Aktien- und Kapitalmarktrecht – Harmonisierungsmöglichkeiten nach geltendem und künftigem Recht“ ZGR 1997 S. 334-367
zitiert: Möllers, ZGR 1997

- ° Mülbert, Peter O. Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt: die Aktionärsrechte bei Bildung und Umbildung einer Unternehmensgruppe zwischen Verbands- und Anlegerschutzrecht
München 1995
zitiert: Mülbert, Titel
- ° Mülbert, Peter O.; Birke, Max „Das übernahmerechtliche Behinderungsverbot – Die angemessene Rolle der Verwaltung einer Zielgesellschaft in einer feindlichen Übernahme –
WM 2001 S. 705-718
zitiert: Mülbert/Birke, WM 2001
- ° Nacke, Ralf Die Durchgriffshaftung in der U.S. amerikanischen Corporation
München 1988
zitiert: Nacke, Durchgriffshaftung
- ° Neye, Hans-Werner;
Teichmann, Christoph „Der Entwurf für das Ausführungsgesetz zur Europäischen Aktiengesellschaft“
AG 2003 S. 169- 179
zitiert: Neye/Teichmann, AG 2003
- ° Noack, Ulrich Gesellschaftervereinbarungen bei Kapitalgesellschaften
Tübingen 1994
zitiert: Noack, Gesellschaftervereinbarungen
- ° Nörr, Knut Wolfgang (Hrsg.) 40 Jahre Bundesrepublik Deutschland 40 Jahre Rechtsentwicklung
Tübingen 1990
zitiert: Verfasser in Nörr, Titel
- ° Nowak, Eric; Rott, Roland; Mahr Till G. „Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt?“
ZGR 2005 S. 252-279
zitiert: Nowak/Rott/Mahr, ZGR 2005
- ° Palandt Bürgerliches Gesetzbuch
65. Auflage München 2006
zitiert: Palandt/Bearbeiter, BGB
- ° Peltzer, Martin „Anlegerschutz als Aufgabe für den Gesetzgeber“
NJW 1976 S. 1615-1621
zitiert: Peltzer, NJW 1976
- ° Perridon, Louis Finanzwirtschaft der Unternehmung
11. Auflage München 2002
zitiert: Perridon, Titel
- ° Philipp, Christoph; Weber, Thomas „Materielle Unterkapitalisierung als Durchgriffshaftung im Lichte der jüngeren BGH-Rechtsprechung zur Existenzvernichtung“
DB 2006 S. 142-145
zitiert: Philipp/Weber, DB 2006

- ° Picot, Arnold (Hrsg.) Corporate Governance: Unternehmensüberwachung auf dem Prüfstand
Stuttgart 1995
zitiert: Verfasser, Titel
- ° Pieroth, Bodo; Schlink, Bernhard Grundrechte Staatsrecht II
22. Auflage Heidelberg 2006
zitiert: Pieroth/Schlink, Grundrechte
- ° Pinner, Albert Anmerkung zum Beschluss des KG, ZivSen 1 b, vom 6. März 1930 – 1b X 6/30 –
JW 1930 S. 2712-2715
zitiert: Pinner, JW 1930
- ° Priester, Hans-Joachim „Die kleine AG – ein neuer Star unter den Rechtsformen?“
BB 1996 S. 333-338
zitiert: Priester, BB 1996
- ° Priester, Hans-Joachim „Die deutsche GmbH nach „Inspire Art“ – brauchen wir eine neue?“
DB 2005 S. 1315-1320
zitiert: Priester, DB 2005
- ° Raiser, Thomas; Veil, Rüdiger Recht der Kapitalgesellschaft
4. Auflage, München 2006
zitiert: Raiser, Kapitalgesellschaften
- ° Rau-Reist, Susanne; Reist, Andreas; Rau, Gerd Durchblick
39 Persönlichkeiten zu Unternehmung und Gesellschaft
Festschrift zum 65. Geburtstag von Walter Reist
zitiert: Verfasser, FS für Reist
- ° Rebmann, Kurt; Säcker, Franz; Jürgen; Rixecker, Roland (Hrsg.) Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch
Band 1 §§ 1-240
4. Auflage München 2001
zitiert: Bearbeiter, MüKo-BGB
- ° Reul, Jürgen Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen
Tübingen 1991
zitiert: Reul, Titel
- ° Ridder-Aab, Christa-Maria Die moderne Aktiengesellschaft im Lichte der Theorie der Eigentumsrechte – Zur
Revision von Managertheorien –
Frankfurt/Main, New York 1980
zitiert: Ridder-Aab, Die moderne Aktiengesellschaft
- ° Ringleb, Henrik-Michael; Kremer, Thomas; Lutter, Marcus; v. Werder, Axel Kommentar zum Deutschen Corporate Governance Kodex
2. Auflage München 2005
zitiert: Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder, Corporate Governance Kodex

- ° Ritter, Carl;
Ritter, Justus
(Hrsg.) Aktiengesetz 1937
2. Aufl. Berlin und München 1939
zitiert: Ritter, AktG 1937
- ° Romano,
Roberta „Answering the wrong question: The tenuous case for mandatory corporate laws“
Columbia Law Review 89 (1989) S. 1599-1617
zitiert: Romano, Columbia Law Review 89
- ° Roth, Günter H. „Zur „economic analysis“ der beschränkten Haftung“
ZGR 1986 S. 371-382
zitiert: Roth, ZGR 1986
- ° Roth, Günther H.
(Hrsg.) Das System der Kapitalgesellschaften im Umbruch – ein internationaler Vergleich
Köln 1990
zitiert: Verfasser, Titel
- ° Rudolph, Bernd „Unternehmensfinanzierung und Corporate Governance – Entwicklungen und
weiterer Anpassungsbedarf“
BB 2003 S: 2053-2060
zitiert: Rudolph, BB 2003
- ° Ruffner, Markus Die ökonomischen Grundlagen eines Rechts der Publikumsgesellschaft
Zürich 2000
zitiert: Ruffner, Ökonomische Grundlagen der Publikumsgesellschaft
- ° Sachs, Michael
(Hrsg.) Grundgesetz
3. Auflage München 2003
zitiert: Bearbeiter in Sachs
- ° Säcker, Franz
Jürgen „Rechtliche Anforderungen an die Qualifikation und Unabhängigkeit von
Aufsichtsratsmitgliedern“
AG 2004 S. 180-186
zitiert: Säcker, AG 2004
- ° Sanders, P. „Auf dem Wege zu einer europäischen Aktiengesellschaft“
AWD 1960 S. 1-4
zitiert: Sanders, AWD 1960
- ° Sandrock, Otto;
Jäger, Wilhelm
(Hrsg.) Internationale Unternehmenskontrolle und Unternehmenskultur: Beiträge zu einem
Symposium; (Prof. Dr. Bernhard Grossfeld zum 60. Geburtstag)
Tübingen 1994
zitiert: Verfasser, Titel
- ° Schäfer, Carsten „Das Gesellschaftsrecht (weiter) auf dem Weg nach Europa – am Beispiel der SE-
Gründung“
NZG 2004 S: 785-791
zitiert: Schäfer, NZG 2004
- ° Schäfer, Hans-
Bernd; Ott, Claus Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts
4. Aufl. 2005
zitiert: Schäfer/Ott; Titel

- ° Scheffler, Eberhard (Hrsg.) Corporate Governance
Wiesbaden 1995
zitiert: Verfasser in Scheffler/Corporate Governance
- ° Schiessl, Maximilian „Leitungs- und Kontrollstrukturen im internationalen Wettbewerb – Dualistisches System und Mitbestimmung auf dem Prüfstand“
ZHR 167 (2003) S. 235-256
zitiert: Schiessl, ZHR 167 (2003)
- ° Schindler, Clemens Philipp Die Europäische Aktiengesellschaft
Gesellschafts- und steuerrechtliche Aspekte
Wien 2002
zitiert: Schindler, Die Europäische Aktiengesellschaft
- ° Schlegelberger, Franz; Quassowski, Leo; Herbig, Gustav; Geßler, Ernst; Hefermehl, Wolfgang (Hrsg.) Aktiengesetz vom 30. Januar 1937
Berlin 1937
zitiert: Schlegelberger – Quassowski, AktG 1937
- ° Schmidt, Jessica „Deutsche“ vs. „britische“ Societas Europaea (SE)
- Gründung, Verfassung, Kapitalstruktur
Jena 2006
zitiert: Schmidt, „Deutsche“ vs. „britische“ SE
- ° Schmidt, Karsten Handelsrecht
5. Aufl. Köln 1999
zitiert: Schmidt, Handelsrecht
- ° Schmidt, Karsten (Hrsg.) Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch
Band 4 §§ 238-342a München 2001
zitiert: Bearbeiter, MüKo-HGB
- ° Schneider Uwe H.; Hommelhoff, Peter; Schmidt, Karsten; Timm, Wolfram; Grunewald, Barbara; Drygala, Tim (Hrsg.) Festschrift für Marcus Lutter
Köln 2000
zitiert: Bearbeiter, Festschrift für Lutter
- ° Schneider, Dieter Investition, Finanzierung und Besteuerung
7. Auflage Wiesbaden 1992
zitiert: Schneider, Titel

- ° Schneider, Uwe H. „Sonderrecht für Publikumspersonengesellschaften – Überlegungen zum Anlegerschutz im Gesellschaftsrecht“
ZHR 142 (1978) S. 228-258
zitiert: Schneider, ZHR 142 (1978)
- ° Schön, Wolfgang „Wer schützt den Kapitalschutz?“
ZHR 166 (2002), S. 1-5
zitiert: Schön, ZHR 2006
- ° Schremper, Ralf „Informationseffizienz des Kapitalmarkts“
WiSt 2002, S. 687-692
zitiert: Schremper, WiSt 2002
- ° Schubert, Werner;
Hommelhoff, Peter Hundert Jahre modernes Aktienrecht
ZGR Sonderheft 4
Berlin 1985
zitiert: Schubert/Hommelhoff, 100 Jahre modernes Aktienrecht
- ° Schüppen, Matthias „WpÜG-Reform: Alles Europa, oder was?“
BB 2006 S. 165-170
zitiert: Schüppen, BB 2006
- ° Schüppen, Matthias; Schaub Bernhard (Hrsg.) Münchener Anwaltshandbuch Aktienrecht
München 2005
zitiert: Bearbeiter, Münchener Anwaltshdb. AG
- ° Schuster, Peter „Gesetzliches Garantiekapital als Problem europäischer und deutscher Rechtspolitik“
AG 1998 S. 379-381
zitiert: Schuster, AG 1998
- ° Schwark, Eberhard „Kapitalanlegerschutz im deutschen Gesellschaftsrecht“
ZGR 1976 S. 271-306
zitiert: Schwark, ZGR 1976
- ° Schwark, Eberhard Anlegerschutz durch Wirtschaftsrecht
München 1979
zitiert: Schwark, Titel
- ° Schwark, Eberhard (Hrsg.) Kapitalmarktrechtskommentar
3. Aufl. München 2004
zitiert: Schwark/Bearbeiter, Kapitalmarktrechtskommentar
- ° Schwarz, Günter Christian „Zum Statut der Europäischen Aktiengesellschaft“
ZIP 2001 S. 1847-1861
zitiert: Schwarz, ZIP 2001

- ° Schwarz, Günter Christian Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE) – (SE-VO)
Kommentar
München 2006
zitiert: Schwarz, SE-VO
- ° Schwarz, Günter Christian Europäisches Gesellschaftsrecht
Ein Handbuch für Wissenschaft und Praxis
1. Auflage Baden-Baden 2000
zitiert: Schwarz, Europäisches Gesellschaftsrecht
- ° Schweizer, Rainer J.; Burkert, Herbert; Gasser, Urs (Hrsg.) Festschrift für Jean Nicolas Druey zum 65. Geburtstag
Zürich, Basel, Genf 2002
zitiert: Verfasser, FS für Druey
- ° Seibert, Ulrich „BB-Gesetzgebungsreport: Entwurf eines Mindestkapitalgesetzes (MindestkapG) – Substanzielle Absenkung des Mindeststammkapitals“
BB 2005 S. 1061-1062
zitiert: Seibert, BB 2005
- ° Seibert, Ulrich Die kleine AG
Leitfaden zur Aktienrechtsderegulierung
Köln 1994
zitiert: Seibert, Die kleine AG
- ° Seibt, Christoph H. „Deutscher Corporate Governance Kodex und Entsprechens-Erklärung (§ 161 AktG)“
AG 2002 S. 249-259
zitiert: Seibt, AG 2002
- ° Seibt, Christoph; Heiser, Kristian „Analyse der EU-Übernehmerichtlinie und Hinweise für eine Reform des deutschen Übernahmerechts“
ZGR 2005 S. 200-251
zitiert: Seibt/Heiser, ZGR 2005
- ° Selch, Barbara; Rothfuss, Christian „Empirische Befunde über Umfang und Qualität der Zwischenberichterstattung börsennotierter deutscher Kapitalgesellschaften“
WPg 2000 S. 506-519
zitiert: Selch/Rothfuss, WPg 2000
- ° Shleifer, Andrei; Vishny Robert W. „A Survey of Corporate Governance“
The Journal of Finance 1997
S. 737-783
zitiert: Shleifer/Vishny, Journal of Finance 1997
- ° Siebel, Ulf R.; Gebauer, Stefan „Prognosen im Aktien- und Kapitalmarktrecht – Lagebericht, Zwischenbericht, Verschmelzungsbericht, Prospekt usw.“
WM 2001 S. 173-193
zitiert: Siebel/Gebauer, WM 2001

- ° Sieling, Stefan; Wiechers, Heiko „Americas Alternative zu Aktienoptionen“
FAZ v. 19.11.2003 Nr. 269
S. 29
zitiert: Sieling/Wiechers FAZ v.
- ° Soergel, Hs. Th. Bürgerliches Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen
Band 1 §§ 1-103
13. Auflage Stuttgart, Berlin, Köln, Mainz 2000
zitiert, Soergel/Bearbeiter
- ° Spindler, Gerald „Deutsches Gesellschaftsrecht in der Zange zwischen Inspire Art und Golden Shares?“
RIW 2003 S. 850-858
zitiert: Spindler, RIW 2003
- ° Spindler, Gerald „Deregulierung des Aktienrechts ?“
AG 1998; JG: 43; S. 53-74
zitiert: Spindler, AG 1998
- ° Ständige Deputation des Deutschen Juristentages (Hrsg.) Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentages Berlin 2002
Band I Gutachten
München 2002
zitiert: Verfasser, Gutachten
- ° Starck, Christian (Hrsg.) Das Bonner Grundgesetz
Band 1 Präambel, Artikel 1-19
4. Auflage München 1999
zitiert: Bearbeiter in v. Mangoldt/Klein Starck
- ° Steiner, Manfred; Bruns Christoph Wertpapiermanagement
7. Auflage Stuttgart 2000
zitiert: Steiner/Bruns, Titel
- ° Teichmann, Christoph „ECLR Corporate Governance in Europa“
ZGR 2001 S. 645-679
zitiert: Teichmann, ZGR 2001
- ° Teichmann, Christoph „Die Einführung der Europäischen Aktiengesellschaft“
ZGR 2002 S. 383-464
zitiert: Teichmann, ZGR 2002
- ° Teichmann, Christoph „Gestaltungsfreiheit im monistischen Leitungssystem der Europäischen Aktiengesellschaft“
BB 2004 S. 53-60
zitiert: Teichmann, BB 2004
- ° Teichmann, Christoph „Austrittsrecht und Pflichtangebot bei Gründung einer Europäischen Aktiengesellschaft“
AG 2004, S. 67-83
zitiert: Teichmann, AG 2004

- ° Teichmann, Christoph „Reform des Gläubigerschutzes im Kapitalgesellschaftsrecht“
 NJW 2006 S. 2444-2451
 zitiert: Teichmann, NJW 2006
- ° Teichmann, Robert; Koehler, Walter Aktiengesetz
 3. Aufl. , Heidelberg 1950
 zitiert: Teichmann – Koehler, AktG 1937
- ° Theisen, Manuel Rene; Wenz, Martin (Hrsg.) Die Europäische Aktiengesellschaft
 Recht, Steuern und Betriebswirtschaft der Societas Europaea (SE)
 2. Auflage Stuttgart 2005
 zitiert: Bearbeiter, Europäische Aktiengesellschaft
- ° Thoma, Georg F.; Leuring Dieter „Die europäische Aktiengesellschaft – Societas Europaea“
 NJW 2002 S. 1449-1454
 zitiert: Thoma/Leuring, NJW 2002
- ° Timm, Wolfram „Die Mitwirkung des Aufsichtsrates bei unternehmensstrukturellen
 Entscheidungen“
 DB 1980 S. 1201-1207
 zitiert: Timm, DB 1980
- ° Timm, Wolfram „Die Mitwirkung des Aufsichtsrats bei unternehmensstrukturellen Entscheidungen
 – Grenzen der Aufsichtsrats- und Verwaltungszuständigkeiten in der
 Aktiengesellschaft“
 DB 1980 S. 1201-1207
 zitiert: Timm, DB 1980
- ° Ulmer, Peter „Der Deutsche Corporate Governance Kodex – ein neues Regulierungsinstrument
 für börsennotierte Aktiengesellschaften“
 ZHR 166 (2002) S. 150-181
 zitiert: Ulmer, ZHR 166 (2002)
- ° von Godin, Reinhard Freiherr; Wilhelmi, Hans Gesetz über Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien
 (Aktiengesetz) v. 30.1.1937
 2. Auflage Berlin 1950
 zitiert: Godin/Wilhelmi, AktG 1937 2. Aufl.
- ° von Godin, Reinhard Freiherr; Wilhelmi, Hans Aktiengesetz vom 6. September 1965
 Band 1 §§ 1-178
 4. Auflage Berlin, New York 1971
 zitiert: Godin/Wilhelmi, AktG 4. Aufl.
- ° von Hagen, Jürgen; von Stein, Heinrich (Hrsg.) Geld-, Bank- und Börsenwesen Handbuch / Obst/Hintner
 40. Auflage Stuttgart 2000
 zitiert: Obst/Hintner, Titel
- ° von Rosen, Rüdiger „Aktie und Beschäftigung“
 AG 2000 R 3-4
 zitiert: von Rosen, AG 2000

- Wagner, Jens „Die Bestimmung des auf die SE anwendbaren Rechts“
 NZG 2002 S. 985-991
 zitiert: Wagner, NZG 2002
- Wastl, Ulrich;
 Wagner, Franz „Wechselseitige Beteiligungen im Aktienrecht“
 AG 1997 S. 241-250
 zitiert: Wastl/Wagner, AG 1997
- Weber, Martin „Börsenkursbestimmung aus ökonomischer Perspektive“
 ZGR 2004 S. 280-300
 zitiert: Weber, ZGR 2004
- Weiler, Lothar,
 Tollkühn, Oliver „Die Neuregelung des directors` dealing nach dem Vierten
 Finanzmarktförderungsgesetz“
 DB 2002 S. 1923-1927
 zitiert: Weiler/Tollkühn, DB 2002
- Weiss, Susanne;
 Wöhlert, Helge-
 Thorsten „Societas Europaea – Der Siegeszug der deutschen Mitbestimmung in Europa?“
 NZG 2006 S. 121-126
 zitiert: Weiss/Wöhlert, NZG 2006
- Wenz, Martin „Einsatzmöglichkeiten einer europäischen Aktiengesellschaft in der
 Unternehmenspraxis aus betriebswirtschaftlicher Sicht“
 AG 2003 S. 185-196
 zitiert: Wenz, AG 2003
- Wiedemann,
 Herbert Gesellschaftsrecht
 Band I Grundlagen
 München 1980
 zitiert: Wiedemann, Titel
- Wiedemann,
 Herbert „Entwicklungen im Kapitalgesellschaftsrecht“
 DB 1993 S. 141-153
 zitiert: Wiedemann, DB 1993
- Wiedemann,
 Herbert „Der Kapitalanlegerschutz im deutschen Gesellschaftsrecht“
 BB 1975 S. 1591-1598
 zitiert: Wiedemann, BB 1975
- Wiesner, Peter
 M. “Die neue Übernahmerichtlinie und die Folgen”
 ZIP 2004, S. 343-350
 zitiert: Wiesner, ZIP 2004
- Winter, Martin;
 Harbarth, Stephan „Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei
 feindlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG“
 ZIP 2002, S.1-18
 zitiert: Winter/Harbarth, ZIP 2002

- ° Wölk, Armin „Ad hoc-Publizität – Erfahrungen aus der Sicht des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel“
AG 1997 S. 73-80
zitiert: Wölk, AG 1997
- ° Wymeersch,
Eddy „Gesellschaftsrecht im Wandel: Ursachen und Entwicklungslinien“
ZGR 2001 S: 294-324
zitiert: Wymeersch, ZGR 2001
- ° Zöllner,
Wolfgang Die Schranken mitgliedschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den privatrechtlichen
Personenverbänden
München 1963
zitiert: Zöllner, Titel
- ° Zöllner,
Wolfgang (Hrsg.) Kölner Kommentar zum Aktiengesetz
- Einleitungs Band 1984
- Band I, §§ 1-57
2. Auflage
- Band 2, §§ 76-117
2. Auflage 1996
- Band 5/1 §§179-240
2. Auflage 1995
zitiert: Bearbeiter; Kölner Komm. AktG