

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

ANDREAS CAHN

DIE AUSWIRKUNGEN DER KAPITALÄNDERUNGSRICHTLINIE
AUF DEN ERWERB EIGENER AKTIEN



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 61



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

INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT

SENCKENBERGANLAGE 31

D-60054 FRANKFURT AM MAIN

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

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

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

Andreas Cahn

**Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie
auf den Erwerb eigener Aktien**

Institute for Law and Finance

WORKING PAPER SERIES NO. 61

04/ 2007

Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien

Andreas Cahn

Die Richtlinie vom 6. September 2006 zur Änderung der Kapitalrichtlinie soll den Mitgliedstaaten erlauben, das bislang geltende Kapitalschutzregime in verschiedenen Bereichen zu liberalisieren. Größerer Freiraum kann danach den betroffenen Unternehmen unter anderem für einen Erwerb eigener Aktien eingeräumt werden. Der nachfolgende Beitrag geht der Frage nach, welcher Gestaltungsspielraum den Mitgliedstaaten bei der Umsetzung der insoweit maßgeblichen Bestimmungen zusteht und welcher Anpassungsbedarf sich für das deutsche Recht ergibt.*

I. Einleitung

Aufbauend auf Vorarbeiten der SLIM-Arbeitsgruppe¹ und der sog. High-Level Group², die über den Aktionsplan der Kommission aus dem Jahr 2003³ in einen Richtlinienvorschlag⁴ einmündeten, ist nach Beratungen des Europäischen Parlaments⁵ am 6. September 2006 die Richtlinie zur Änderung der Kapitalrichtlinie⁶ (im Folgenden: Kapitaländerungsrichtlinie) erlassen worden, die am 15. Oktober 2006 in Kraft getreten⁷ und nach Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 1 der Richtlinie bis zum 15. April 2008 umzusetzen ist. Ziel der Kapitaländerungsrichtlinie ist es, die Kapitalrichtlinie unter anderem dadurch zu vereinfachen und zu modernisieren, dass

* Prof. Dr. Andreas Cahn, LL.M. (Berkeley) ist Inhaber der Dresdner Bank Stiftungsprofessur und Direktor des Institute for Law and Finance an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main.

¹ Simpler Legislation for the Internal Market. Die Arbeiten begannen im Jahr 1996 und endeten mit Vorschlägen, die der Kommission im Oktober 1999 unterbreitet wurden. Die Empfehlungen sind abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/simplification/docs/com2000-56/com2000-56_de.pdf.

² High Level Group of Company Law Experts. Sie legte ihren Bericht, den sog. SLIM-Plus-Vorschlag, am 4. November 2002 vor. Er ist abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_de.pdf.

³ Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament: Modernisierung des Gesellschaftsrechts und der Corporate Governance in der Europäischen Union – Aktionsplan vom 21. Mai 2003, KOM (2003) 284, abrufbar unter http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/de/com/2003/com2003_0284de01.pdf.

⁴ Vom 21. September 2004, KOM (2004) 730, abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/2004-proposal/proposal_de.pdf.

⁵ Die erste Lesung, bei der Stellungnahme des Ausschusses für Wirtschaft und Währung vom 18. Juli 2005 und ein Bericht des Rechtsausschusses vom 28. Februar 2006 vorlagen, fand am 14. März 2006 statt - Legislative Entschließung des Europäischen Parlaments zu dem Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals (KOM(2004)0730 – C6-0169/2004 – 2004/0256(COD)), abrufbar unter <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P6-TA-2006-0073+0+DOC+XML+V0//DE&language=DE>.

⁶ Zweite Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts vom 13. 12. 1976 (Kapitalrichtlinie) (77/91/EWG) ABl. EG Nr. L 26/1 v. 31.1.1977 S. 1 ff. (Kapitalrichtlinie – KapRL).

⁷ Nach Art. 3 der Richtlinie 2006/68/EG ist die Richtlinie am zwanzigsten Tag nach ihrer Veröffentlichung im Amtsblatt der EU in Kraft getreten.

den Gesellschaften größere Flexibilität bei der Unternehmensfinanzierung eingeräumt wird, ohne dabei auf einen angemessenen Minderheiten- und Gläubigerschutz zu verzichten⁸.

Bereits die SLIM-Arbeitsgruppe⁹ und die High-Level Group¹⁰ hatten die Kapitalrichtlinie unter anderem dafür kritisiert, dass die Bestimmungen des Art. 19 Abs. 1 KapRL über die Höchstdauer von 18 Monaten für eine Ermächtigung zum Aktienrückkauf¹¹ und die Beschränkung des Erwerbs eigener Aktien auf 10% des Grundkapitals¹² unnötig starr seien¹³. Die Kommission machte sich diese Kritik zu eigen¹⁴ und schlug daher eine Liberalisierung des Art. 19 Abs. 1 KapRL vor. Dieser Vorschlag ist mit einigen Änderungen, die im Laufe der Beratungen des Parlaments in den neuen Unterabs. 2 der Vorschrift eingefügt wurden, als Teil der Kapitaländerungsrichtlinie verabschiedet worden.

Art. 19 Abs. 1 KapRL wurde dabei grundlegend umgestaltet. Bis zum Inkrafttreten der Kapitaländerungsrichtlinie legte die Vorschrift Mindestvoraussetzungen fest, die bei einem entgeltlichen Erwerb eigener Aktien auf der Grundlage einer Hauptversammlungsermächtigung einzuhalten waren, über die das Recht der Mitgliedstaaten aber nach Belieben hinausgehen konnte. Nunmehr legt Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 1 KapRL einen Katalog von Bedingungen fest, an die die Mitgliedstaaten den Erwerb eigener Aktien knüpfen müssen, wenn sie ihn überhaupt zulassen. Weggefallen ist dabei die früher in Art. 19 Abs. 1 lit. b) a.F. KapRL enthaltene Beschränkung auf 10% des Grundkapitals; die Mitgliedstaaten können daher den Erwerb eigener Aktien bis zur Grenze der ausschüttungsfähigen Mittel zulassen. Darüber hinaus ist die zeitliche Höchstgrenze für die Geltungsdauer einer Ermächtigung zum Aktienruckerwerb von achtzehn Monaten auf fünf Jahre verlängert worden. Zumindest ebenso bedeutsam wie diese zweifellos wichtigen Änderungen im Detail ist aber der Umstand, dass der neue Unterabs. 2 des Art. 19 Abs. 1 KapRL einen Katalog von weiteren Bedingungen festlegt, denen die Mitgliedstaaten einen Erwerb eigener Aktien im Sinne von Unterabs. 1 zusätzlich zu den zwingenden Voraussetzungen dieser Vorschrift unterwerfen können. Art. 19 Abs. 1 KapRL enthält damit nicht mehr nur Mindestvoraussetzungen für einen Erwerb ~~eigener Aktien, sondern auch~~ Grenzen für den Gestaltungsspielraum, der den Mitgliedstaaten

⁸ Erwägungsgrund 2 zur Kapitaländerungsrichtlinie unter Hinweis auf das entsprechende Petikum der Kommission im Aktionsplan vom 21. Mai 2003, vgl. dort unter 2., S. 9 f.

⁹ Proposal 4, Acquisition of own shares – art. 19.

¹⁰ Item IV. 7, S. 15 und Chapter IV 3. f), Acquisition of own shares.

¹¹ Art. 19 Abs. 1 lit. a) a.F. KapRL.

¹² Art. 19 Abs. 1 lit. b) a.F. KapRL.

¹³ Vgl. dazu auch die Ausführungen des deutschen Mitglieds der SLIM-Arbeitsgruppe *Kallmeyer*, AG 2001, 406, 407 f.

¹⁴ Vgl. Anhang 1 zum Kommissionsentwurf v. 21. 9. 2004, Erklärung über die vorläufige Folgenabschätzung, KOM (2004) 730, abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/2004-proposal/proposal_de.pdf sowie die Arbeitsunterlage der Kommission, Erläuterung zu Art. 1 Abs. 3 des Vorschlags v. 21.9.2004, KOM (2004) 730, abrufbar unter http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/capital/2004-proposal/explanation_de.pdf.

en, sondern auch Grenzen für den Gestaltungsspielraum, der den Mitgliedstaaten für die Einführung oder Aufrechterhaltung von Erwerbsbeschränkungen zur Verfügung steht. Im Folgenden sollen einige Fragen erörtert werden, die diese Neuregelung aufwirft.

II. Vorbehalt zugunsten des Gleichbehandlungsgrundsatzes

Anders als die frühere Fassung der Vorschrift stellt der Eingangssatz des Art. 19 Abs. 1 n.F. KapRL ausdrücklich klar, dass die Mitgliedstaaten den Erwerb eigener Aktien nur „*unbeschadet des Grundsatzes der Gleichbehandlung aller Aktionäre, die sich in denselben Verhältnissen befinden*“, gestatten können. Dieser Zusatz, der sich im ursprünglichen Vorschlag der Kommission noch nicht fand, wurde auf Vorschlag des Rechtsausschusses des Parlaments in die Richtlinie aufgenommen. Materielle Bedeutung hat er nicht, denn nach Art. 42 KapRL müssen die Mitgliedstaaten bei der Anwendung der Richtlinie ohnehin das Gleichbehandlungsgebot beachten. Es handelt sich daher lediglich um die deklaratorische Klarstellung des geltenden Rechtszustandes.

III. Vorbehalt zugunsten der Marktmissbrauchsrichtlinie

Lediglich klarstellende Bedeutung hat auch der, gleichfalls auf Betreiben des Rechtsausschusses in den Eingangssatz des Art. 19 Abs. 1 KapRL eingefügte, Hinweis auf die Geltung der Marktmissbrauchsrichtlinie für Aktienrückkäufe. Immerhin mahnt Erwägungsgrund 7 zur Kapitaländerungsrichtlinie die Mitgliedstaaten, bei der Umsetzung dieser Richtlinie den Bestimmungen der Marktmissbrauchsrichtlinie und der zu Ihrer Konkretisierung erlassenen Rechtsakte der Union Rechnung zu tragen.

Richtig daran ist zwar, dass bei Aktienrückkäufen die Gefahr manipulativer Einwirkungen auf die Marktpreisbildung besonders hoch ist. Neben dem Potential für Insidergeschäfte besteht vor allem das Risiko einer Verfälschung des Aktienkurses, denn die Erwerbsmotive der Gesellschaft sind anderer Art als die der übrigen Marktteilnehmer. Ohne besondere Offenlegungspflichten könnte daher der Eindruck einer in Wahrheit nicht bestehenden Nachfrage entstehen¹⁵. Kapitalmarktorientierte Schutzanliegen sind aber mittlerweile zunehmend Gegenstand spezifisch kapitalmarktrechtlicher Bestimmungen. Damit hat sich die Regelungsaufgabe der aktienrechtlichen Vorschriften über den Erwerb eigener Aktien gewandelt. Während ihr Zweck früher zumindest auch darin gesehen wurde, einer Täuschung der Investoren und der Erschütterung des Vertrauens in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes entgegenwir-

¹⁵ Näher dazu *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn. 19; *ders.*, Eigene Aktien und wechselseitige Beteiligungen, Institute for Law and Finance working paper No. 50, 2006, S. 19, abrufbar unter http://www.ilf-frankfurt.de/uploads/media/ILF_WP_050.pdf, jeweils mit Nachw.

ken¹⁶, wird diese Aufgabe mittlerweile zielgenauer durch kapitalmarktrechtliche Bestimmungen, namentlich durch die der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie dienenden Regelungen, übernommen. Der damit verbundene Wandel des Normzwecks der aktienrechtlichen Vorschriften erleichtert ihre Auslegung und Anwendung¹⁷. Dieser Vorteil sollte nicht durch eine erneute Anreicherung der §§ 71 ff. AktG um kapitalmarktrechtliche Regelungsaufgaben zunichte gemacht werden. Sollte insoweit Änderungsbedarf gesehen werden, wäre ihm daher zweckmäßigerweise nicht im Rahmen der aktienrechtlichen Rückerwerbsregelungen, sondern durch eine Ergänzung des Insiderrechts oder des Verbots der Marktmanipulation Rechnung zu tragen.

IV. Wegfall der europarechtlichen Bestandsgrenze für eigene Aktien

Die Kapitaländerungsrichtlinie hat die Zehnprozentgrenze des bisherigen Art. 19 Abs. 1 lit. b) KapRL beseitigt. Stattdessen eröffnet der neue Art. 19 Unterabs. 2 i) KapRL den Mitgliedstaaten die Option, einen Höchstwert für den Erwerb von Aktien aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung nach Unterabs. 1 der Vorschrift festzulegen. Das nationale Recht kann danach bestimmen, dass der Nennbetrag, bei Stückaktien der rechnerische Wert, der erworbenen Aktien einschließlich der Aktien, welche die Gesellschaft früher erworben hat und noch hält, sowie der Aktien, die eine Person im eigenen Namen, jedoch für Rechnung der Gesellschaft erworben hat, einen von dem Mitgliedstaat zu bestimmenden Höchstwert nicht überschreiten darf¹⁸. Dieser Höchstwert darf nicht niedriger als 10% des gezeichneten Kapitals sein. Die bisherige Bestandshöchstgrenze von 10%, die im deutschen Recht in § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG normiert ist¹⁸, ist damit nunmehr die Untergrenze, sofern Mitgliedstaaten den Erwerb eigener Aktien überhaupt zulassen.

1. Zweck der Festlegung eines Mindestwerts für Bestandsgrenzen

In rechtspolitischer Sicht wirft Art. 19 Unterabs. 2 i) KapRL die Frage auf, worin der Zweck eines europarechtlichen Mindestwerts für eine Bestandsgrenze liegt, wenn doch die Mitgliedstaaten den Erwerb eigener Aktien gänzlich untersagen können. Die Bestimmung kann zwar nicht sicherstellen, dass im Hinblick auf den Erwerb eigener Aktien gemeinschaftsweit glei-

¹⁶ Vgl. etwa *Lutter* in KölnKomm AktG, 2. Aufl., 1988, § 71 Rn. 12; *Oechsler* in MünchKomm AktG, 2. Aufl., 2003, § 71 Rn. 25.

¹⁷ Näher dazu am Beispiel des § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 2 AktG *Cahn*, *Eigene Aktien und wechselseitige Beteiligungen* (Fn. 15), S. 31 ff.

¹⁸ Sie ist von der Erwerbshöchstgrenze des § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 1 zu unterscheiden, vgl. dazu *Cahn* in *Spindler/Stilz*, AktG, 2007, § 71 Rn. 100.

che Wettbewerbsbedingungen herrschen¹⁹. Immerhin verhindert aber der Mindestwert, dass diejenigen Mitgliedstaaten, die einen Erwerb eigener Aktien überhaupt zulassen, den Umfang dieser Gestattung auf einen ganz geringfügigen Umfang beschränken. Die Bandbreite möglicher Unterschiede in den Rechten der Mitgliedstaaten wird dadurch reduziert.

2. Bestandsgrenze für aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung erworbene eigene Aktien

Bei der Umsetzung von Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 i) KapRL muss man zunächst Klarheit darüber gewinnen, welche eigenen Aktien die Vorschrift mit den Begriffen „erworbene Aktien“ und „früher erworbene Aktien“ meint. Dabei ist vor allem von Interesse, ob jeweils nur aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung erworbene Aktien zu berücksichtigen sind oder ob die Bestimmung auch solche eigenen Aktien meint, die auf der Grundlage eines Ausnahmetatbestandes nach Art. 19 Abs. 2 und 3, 20 KapRL erworbenen wurden.

a) „Erworbene Aktien“

Nach dem insoweit eindeutigen Wortlaut der Vorschrift geht es in Art 19 Abs. 1 Unterabs. 2 i) KapRL um Beschränkungen für einen Aktienerwerb auf der Grundlage einer Hauptversammlungsermächtigung nach Unterabs. 1 der Vorschrift. Wenn in der Bestimmung vom Nennbetrag oder rechnerischen Wert „der erworbenen Aktien“ die Rede ist, sind damit folglich nur solche Aktien gemeint, die aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung erworben werden. Aktien, die die Gesellschaft auf der Grundlage eines Ausnahmetatbestandes der Art. 19 Abs. 2 und 3, 20 KapRL erwirbt, sind daher nicht „erworbene Aktien“ im Sinne der Regelung über den Höchstwert.

b) „Früher erworbene Aktien“

Der insoweit maßgebliche Wortlaut von Art. 19 Abs. 1 KapRL hat sich nicht geändert²⁰. Ebenso wie nach bisherigem Recht kann also das nationale Recht vorsehen, dass alle eigenen Aktien, die die Gesellschaft zum Zeitpunkt eines auf eine Hauptversammlungsermächtigung gestützten Erwerbs noch hält, unabhängig davon auf die Höchstgrenze angerechnet werden, aufgrund welches Erwerbstatbestandes sie seinerzeit erworben worden sind.

¹⁹ So aber offenbar das Verständnis der Kommission, Arbeitsunterlage der Kommission, Erläuterung zu Art. 1 Abs. 3 des Vorschlags v. 21.9.2004, KOM (2004) 730.

²⁰ Die für die Fragestellung entscheidende Passage des Art. 19 Abs. Abs. 1 lit c) a.F. lautete ebenso wie die nunmehr geltende Fassung: „Der Nennbetrag oder, wenn ein Nennbetrag nicht vorhanden ist, der rechnerische Wert der erworbenen Aktien einschließlich der Aktien, welche die Gesellschaft früher erworben hat und noch hält, sowie der Aktien, die eine Person im eigenen Namen, jedoch für Rechnung der Gesellschaft erworben hat, darf nicht höher als 10 v. H. des gezeichneten Kapitals sein.“

Dagegen ergibt sich aus der Richtlinie nicht ohne weiteres, ob das nationale Recht bei der Ausgestaltung der Bestandsgrenze insoweit großzügiger sein darf als Art 19 Abs. 1 Unterabs. 2 KapRL, als nicht alle früher erworbenen und noch im Besitz der Gesellschaft befindlichen Aktien angerechnet werden. Der Sinn eines Höchstwerts besteht vor allem darin, das Risiko von Vermögensverlusten durch Spekulationen in eigenen Aktien zu begrenzen²¹. Im Hinblick auf diesen Normzweck könnte eine Ausnahme von der Anrechnung auf den Höchstwert etwa für solche Aktienbestände sinnvoll sein, deren Erwerb das Gesellschaftsvermögen wirtschaftlich nicht belastet. Das betrifft vor allem die Fälle des Art. 20 Abs. 1 lit. c) der KapRL bzw. des § 71 Abs. 1 Nr. 4 AktG, also den unentgeltlichen Erwerb voll eingezahlter eigener Aktien und den Erwerb durch ein Kreditinstitut auf Grund einer Einkaufskommission²². Die Frage lautet also, ob eine Höchstwertregelung etwa folgendermaßen formuliert sein dürfte: *„Auf die nach Nr. 8 erworbenen Aktien dürfen zusammen mit anderen Aktien, welche die Gesellschaft bereits erworben hat und noch besitzt, nicht mehr als x % des Grundkapitals entfallen; dabei sind Aktien, welche die Gesellschaft nach Nr. 3 erworben hat und noch besitzt, bei dem Bestand eigener Aktien nicht zu berücksichtigen.“*

Eine solche Regelung wäre nur ausgeschlossen, wenn die Richtlinie einen in jeder Hinsicht abschließenden Katalog der Bedingungen enthielte, an deren Beachtung das nationale Recht einen auf eine Hauptversammlungsermächtigung gestützten Erwerb eigener Aktien knüpfen darf. Gegen ein solches Verständnis des Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 KapRL spricht indessen der Zweck der Richtlinie, die Möglichkeiten des Erwerbs eigener Aktien zu erweitern²³. Die Bedingungen des Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 KapRL schränken diese Liberalisierung ein; die Mitgliedstaaten können nicht über die Vorschrift hinausgehen, indem sie weitere Beschränkungen einführen oder einzelne Tatbestände des Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 KapRL verschärfen²⁴. Erleichterungen widersprechen dem Liberalisierungsanliegen hingegen nicht. Die Mitgliedstaaten beschränken damit den Erwerb eigener Aktien vielmehr weniger weitgehend, als sie das nach der Richtlinie tun dürften.

Die Mitgliedstaaten wären daher nur dann daran gehindert, solche weniger weit gehenden Erwerbsbedingungen einzuführen, wenn anderenfalls die beabsichtigte Harmonisierung vereitelt würde. Die Änderung des Art. 19 KapRL wäre aber selbst dann nicht dazu geeignet, eine vollständige Vereinheitlichung der Erwerbsvoraussetzungen für eigene Aktien herbeizufüh-

²¹ Näher dazu Cahn in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn. 216 f.

²² Art. 20 Abs. 1 lit. c Alt. 1 KapRL = § 71 Abs. 1 Nr. 4 AktG.

²³ Vgl. Erwägungsgrund 4 zur Kapitaländerungsrichtlinie.

²⁴ Vgl. Arbeitsunterlage der Kommission, Erläuterung zu Art. 1 Abs. 3 des Vorschlags v. 21.9.2004, KOM (2004) 730.

ren, wenn man den Katalog des Abs. 1 Unterabs. 2 der Vorschrift als in jeder Hinsicht abschließende Regelung verstünde²⁵. Die Mitgliedstaaten können den Erwerb von jeder beliebigen Bedingung des Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 KapRL und auch von jeder beliebigen Kombination dieser Bedingungen abhängig machen. Damit ergibt sich eine solche Vielzahl möglicher Erwerbsvoraussetzungen, dass von einem gemeinschaftsweit auch im Detail einheitlichen Erwerbsregime nicht die Rede sein kann. Zudem lassen Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 iii) und v) KapRL dem nationalen Gesetzgeber weiten Spielraum für unterschiedliche Ausgestaltungen einzelner Erwerbsbedingungen. Der Katalog des Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 KapRL ist damit nur insoweit abschließend, als er den Mitgliedstaaten verbietet, den auf eine Hauptversammlungsermächtigung gestützten Erwerb eigener Aktien an strengere oder andersartige Bedingungen zu knüpfen. Erleichterungen der Katalogbedingungen der Vorschrift sind hingegen nicht ausgeschlossen.

3. Bestandsgrenze für eigene Aktien, die nicht aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung erworben wurden

a) Rechtslage bis zur Änderung von Art. 19 Abs. 1 KapRL

Nach der gegenwärtigen Fassung des § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG gilt die Zehnprozent-Bestandsgrenze nicht nur für eigene Aktien, die aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG erworben wurden, sondern auch für nach § 71 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 und 7 AktG erworbene Aktien. Die Neufassung von Art. 19 Abs. 1 KapRL wirft die Frage nach den Konsequenzen für diese anderen Erwerbstatbestände auf.

Dabei sind vor allem die Auswirkungen auf Aktien von Interesse, die nach § 71 Abs. 1 Nr. 1 und 2 AktG erworben werden. Die Einbeziehung von zur Schadensabwehr (§ 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG) und zur Ausgabe an Arbeitnehmer (§ 71 Abs. 1 Nr. 2 AktG) erworbenen Aktien in die Zehnprozentgrenze des § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG trägt den Vorgaben von Art. 19 Abs. 2 und 3 KapRL Rechnung. Nach diesen Bestimmungen können die Mitgliedstaaten bei der Regelung der erwähnten beiden Erwerbstatbestände von Art. 19 Abs. 1 Buchstabe a) Satz 1 KapRL abweichen, den Erwerb also auch ohne Ermächtigung durch die Hauptversammlung zulassen. Die weiteren Bedingungen des Art. 19 Abs. 1 KapRL mussten und müssen aber auch nach der Neufassung der Vorschrift bei einem Erwerb zur Schadensabwehr oder zum Zweck der Ausgabe von Belegschaftsaktien ebenso eingehalten werden wie bei einem Erwerb aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung.

²⁵ And. offenbar die Arbeitsunterlage der Kommission, Erläuterung zu Art. 1 Abs. 3 des Vorschlags v. 21.9.2004, KOM (2004) 730.

Zu diesen Bedingungen gehörte bisher neben den nach wie vor geltenden Erfordernissen der Unversehrtheit des Nettoaktivvermögens²⁶ und der Beschränkung auf voll eingezahlte Aktien²⁷ auch die 10%-Grenze²⁸, die allerdings nach der Neufassung der Vorschrift keine Erwerbsvoraussetzung nach Art. 19 Abs. 1 KapRL mehr ist. Da Art. 19 Abs. 1 a.F. KapRL lediglich Mindestvoraussetzungen für den Erwerb enthielt, konnten die Mitgliedstaaten bisher auch strengere Anforderungen normieren, und zwar auch für die nach Art. 19 Abs. 2 und 3 KapRL privilegierten Erwerbsgründe. Es wäre also durchaus zulässig gewesen, Erwerb und Besitz eigener Aktien zu Zwecken der Schadensabwehr oder der Arbeitnehmerbeteiligung auf einen Prozentsatz weit unterhalb der 10%-Schwelle zu beschränken.

b) Folgen der Änderung von Art. 19 Abs. 1 KapRL für die Bestandsgrenze nach § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG

Mit dem Wegfall der prozentualen Beschränkung beim Erwerb aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung entfällt die Bestandsgrenze auf europarechtlicher Ebene auch für die übrigen Fälle, für die sie bislang Geltung beanspruchte. Der nationale Gesetzgeber könnte also nunmehr die 10%-Bestandsgrenze ohne weiteres auch für die Fälle des § 71 Abs. 1 Nr. 1 und 2 AktG auf einen höheren Wert heraufsetzen oder gänzlich abschaffen. Dagegen geht aus Art. 19 n.F. KapRL nicht ohne weiteres hervor, ob und inwieweit sich der Umstand, dass die bisherigen Mindestvoraussetzungen des Art. 19 Abs. 1 a.F. KapRL durch eine Regelung ersetzt worden sind, die den Spielraum der Mitgliedstaaten für Einschränkungen des auf eine Hauptversammlungsermächtigung gestützten Erwerbs eigener Aktien durch einen abschließenden Katalog zulässiger Erwerbsbedingungen begrenzt, auch auf andere Erwerbstatbestände auswirkt.

aa) Zulässigkeit einer Bestandsgrenze für nach § 71 Abs. 1 Nr. 1 und 2 AktG erworbene Aktien

Insoweit stellt sich zunächst die Frage, ob die Aktien, die aufgrund der Bestimmungen des Art. 19 Abs. 2 und 3 KapRL, nach deutschem Recht also gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 1 oder 2 AktG, erworben werden, nach wie vor in die Zehnprozentgrenze des § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG einbezogen bleiben dürfen. Daran könnte man deswegen zweifeln, weil Art. 19 Abs. 1 KapRL selbst keine Bestandsgrenze für eigene Aktien mehr festlegt. Art. 19 Abs. 2 und 3 KapRL gestatten lediglich das Abweichen von dem Erfordernis einer Hauptversammlungsermächti-

²⁶ Art. 19 Abs. 1 lit. c a.F. KapRL = Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. b KapRL.

²⁷ Art. 19 Abs. 1 lit. d a.F. KapRL = Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. c KapRL.

²⁸ Art. 19 Abs. 1 lit. b) a.F. KapRL.

gung nach Art. 19 Abs. 1 Buchstabe a Satz 1 KapRL, nicht aber von den anderen Bestimmungen des Art. 19 Abs. 1 KapRL. Nun erlaubt zwar Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 i) KapRL die Beschränkung des Aktienbesitzes durch einen Höchstwert. Ihrem Wortlaut nach gilt diese Bestimmung aber nur für „den Erwerb von Aktien im Sinne des Unterabsatz I“, also aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung, nicht aber für einen Erwerb auf der Grundlage eines anderen Tatbestandes. Die Einführung oder Beibehaltung einer Bestandsgrenze auch für die nach Art. 19 Abs. 2 oder 3 KapRL erworbenen Aktien könnte daher als unzulässige Abweichung von Art. 19 Abs. 1 KapRL verstanden werden.

Indessen ergibt sich sowohl aus den Vorüberlegungen der SLIM-Arbeitsgruppe²⁹, auf denen der Entwurf der Kommission für eine Änderung des Art. 19 Abs. 1 der KapRL und letztlich auch die in der Richtlinie enthaltene Regelung beruht, als auch aus den Erwägungen der Kommission³⁰, aus Erwägungsgrund 4 zur Kapitaländerungsrichtlinie und schließlich aus dem Inhalt der Änderungen selbst, dass das Anliegen der Reform darin besteht, den zeitlichen und sachlichen Spielraum gerade für Erwerbsermächtigungen der Hauptversammlung zu erweitern und den Gesellschaften auf diese Weise mehr Flexibilität für die Reaktion auf Marktentwicklungen zu geben³¹. Entstehungsgeschichte und Zweck der Neuregelung lassen daher nicht den Schluss zu, dass Art. 19 KapRL den Mitgliedstaaten nunmehr zwingend vorschreibt, den europarechtlich auch ohne Hauptversammlungsermächtigung zulässigen Aktienerwerb nach Abs. 2 und 3 der Bestimmung weitergehend als den auf eine solche Ermächtigung gestützten Erwerb ohne jeden Höchstwert und damit nur beschränkt durch die Höhe der ausschüttungsfähigen Mittel zu gestatten. Eine so weitgehende Änderung des bisherigen Rechtszustandes hätte eine ausdrückliche Regelung oder zumindest eine entsprechende Klarstellung in den Materialien erfordert.

Vor allem die anderenfalls eintretenden Folgen zeigen, dass jedenfalls eine nach Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 i) KapRL entsprechende Bestandsgrenze auch in Fällen des Art. 19 Abs. 2 und 3 KapRL zulässig ist. Art. 19 Abs. 2 und 3 KapRL verlangt nämlich nicht, dass die Mitgliedstaaten den Erwerb eigener Aktien zur Schadensabwehr oder für die Ausgabe von Belegschaftsaktien ohne Zustimmung der Hauptversammlung zulassen, sondern räumt ihnen ledig-

²⁹ Vgl. Bericht der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat, Ergebnisse der vierten Phase der SLIM-Initiative, Anhang 1, 2.4 und Punkt 2. der Begründung des Vorschlags der Kommission v. 21. 9. 2004 KOM (2004) 730.

³⁰ Arbeitsunterlage der Kommission, Erläuterung zu Art. 1 Abs. 3 des Vorschlags v. 21.9.2004, KOM (2004) 730.

³¹ So die Stellungnahme des Ausschusses für Wirtschaft und Währung für den Rechtsausschuss zum Kommissionsvorschlag v. 18.7.2005, Plenarsitzungsdokument A6-0050/2006 v. 28.2.2006, abrufbar unter www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A6-2006-0050+0+DOC+WORD+V0//DE.

lich die Möglichkeit dazu ein. Es wäre geradezu widersinnig anzunehmen, dass Mitgliedstaaten, die von dieser Möglichkeit keinen Gebrauch machen und auch in den von Art. 19 Abs. 2 und 3 KapRL geregelten Fällen eine Hauptversammlungsermächtigung verlangen, den Erwerb von der Einhaltung einer Bestandsgrenze abhängig machen dürfen, während eine solche Beschränkung unzulässig wäre, wenn die Verwaltung die Erwerbsentscheidung allein treffen darf.

Die Mitgliedstaaten sind daher auch nach der Neufassung des Art. 19 Abs. 1 KapRL berechtigt, die Zulässigkeit des Erwerbs eigener Aktien zur Schadensabwehr und für die Ausgabe an Arbeitnehmer an die Einhaltung einer ebenso strengen Bestandsgrenze zu knüpfen wie den Erwerb aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung.

bb) Spielraum für die Ausgestaltung der Bestandsgrenze

Man wird indessen noch weiter gehen und annehmen müssen, dass die Mitgliedstaaten einen Aktienerwerb nach Art. 19 Abs. 2 oder 3 KapRL ohne entsprechende Ermächtigung der Hauptversammlung von der Einhaltung nicht nur der gleichen, sondern sogar strengerer Bestandsgrenzen abhängig machen dürfen als den auf eine Hauptversammlungsermächtigung gestützten Erwerb. Anderenfalls würde nämlich das Verhältnis der Ausnahmetatbestände des Art. 20 KapRL zu Art. 19 Abs. 2 und 3 KapRL in sinnwidriger Weise umgekehrt.

In den Fällen des Art. 20 KapRL brauchen die Mitgliedstaaten Art. 19 KapRL insgesamt nicht anzuwenden. Bislang bestand die Bedeutung dieser Freistellung darin, dass der Erwerb eigener Aktien ohne die Einschränkungen des Art. 19 KapRL zugelassen werden konnte. Nunmehr begrenzt Art. 19 KapRL seinerseits den Gestaltungsspielraum, der den Mitgliedstaaten für Beschränkungen des Erwerbs eigener Aktien zur Verfügung steht. Die Bedeutung der Ausnahmeregelung des Art. 20 KapRL hat sich damit jedenfalls teilweise geändert: Die Befreiung von den Anforderungen des Art. 19 KapRL gibt den Mitgliedstaaten jetzt nicht mehr nur die Möglichkeit, einen Erwerb eigener Aktien ohne die Beschränkungen nach dieser Bestimmung zuzulassen; aus der Art. 20 KapRL folgt jetzt vielmehr auch das Recht, andere oder weiter gehende Erwerbsbeschränkungen als diejenigen vorzusehen, die nach Art. 19 KapRL für einen Erwerb aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung zulässig sind. Während diese Befugnis der Mitgliedstaaten unter Geltung der früheren Fassung der Vorschrift ohne weiteres daraus folgte, dass Art. 19 a.F. KapRL lediglich Mindestbedingungen für den Erwerb eigener Aktien enthielt, muss sich nach neuem Recht eine Verschärfung des insoweit abschließenden Katalogs der Erwerbsbedingungen des Art. 19 Abs. 1 n.F. KapRL auf eine ent-

sprechende Erlaubnis der Richtlinie stützen lassen, wie sie Art. 20 KapRL für die dort aufgeführten Erwerbstatbestände enthält.

Wenn Art. 19 Abs. 2 und 3 KapRL so zu verstehen wäre, dass die Mitgliedstaaten den Erwerb eigener Aktien zur Schadensabwehr oder für die Ausgabe an Arbeitnehmer zwar ohne Ermächtigung der Hauptversammlung zulassen, ihn aber nur denselben Bedingungen unterwerfen dürften wie einen Erwerb auf Grundlage einer Hauptversammlungsermächtigung nach Art. 19 Abs. 1 KapRL, wäre das Regelungsermessen der Mitgliedstaaten hinsichtlich der Einführung oder Aufrechterhaltung von Erwerbsbeschränkungen in den Fällen des Art. 19 Abs. 2 und 3 KapRL jedenfalls zum Teil stärker eingeschränkt als im Hinblick auf die Tatbestände des Art. 20 KapRL. Das wäre deswegen nicht plausibel, weil Art. 20 KapRL Fälle betrifft, in denen die typischen Gefahren des Erwerbs eigener Aktien nicht oder nur in so geringem Maße vorliegen, dass nach Einschätzung des Richtliniengebers besondere Vorkehrungen zum Schutz des Gesellschaftsvermögens weitgehend entbehrlich sind. Von diesem Ausgangspunkt her ergäbe es keinen rechten Sinn, wenn der nationale Gesetzgeber ausgerechnet für diese Fälle weiter gehende Erwerbsbeschränkungen einführen dürfte als für die als bedenklicher eingeschätzten und daher nur teilweise von den Anforderungen des Art. 19 Abs. 1 KapRL ausgenommenen Erwerbsgründe nach Art. 19 Abs. 2 und 3 KapRL.

Man könnte zwar erwägen, diese Ungereimtheit zu beseitigen, indem man den Gestaltungsspielraum der Mitgliedstaaten auch hinsichtlich der Tatbestände des Art. 20 KapRL anhand der Vorgaben des Art. 19 Abs. 1 KapRL beschränkt. Damit würde der Gestaltungsfreiheit der Mitgliedstaaten im Hinblick auf mengenmäßige Bestandsgrenzen für eigene Aktien eine einheitliche, vom Erwerbsgrund unabhängige Grenze gesetzt. Eine solche Übertragung von Elementen des Art 19 Abs. 1 Unterabs. 2 KapRL auf Erwerbstatbestände nach Art 20 Abs. 1 KapRL verbietet sich indessen bereits im Hinblick auf den eindeutigen Wortlaut dieser Vorschrift, die es den Mitgliedstaaten gestattet, Art. 19 insgesamt nicht anzuwenden. Ein Versehen des Richtliniengebers, das Voraussetzung für eine entsprechende Anwendung des Art. 20 Abs 1 KapRL wäre, ist insoweit nicht ersichtlich.

Ein gewisser Sinn lässt sich der Neuregelung allerdings dann abgewinnen, wenn man sich vergegenwärtigt, dass im Fall des Art. 19 Abs. 1 KapRL eine Ermächtigung durch die Hauptversammlung notwendige Voraussetzung für den Erwerb eigener Aktien ist. Dagegen dürfen die Mitgliedstaaten einen solchen Erwerb in den Fällen der Art. 19 Abs. 2 und 3, 20 KapRL auch ohne eine solche Ermächtigung zulassen. Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 KapRL lässt sich daher als Regelung verstehen, die der Hauptversammlung einen Mindestentscheidungsspiel-

raum sichern soll. Sofern die Mitgliedstaaten einen Erwerb eigener Aktien überhaupt zulassen, sollen sie die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre nicht durch übermäßig strenge Bestandsgrenzen aufheben können. Wenn die Hauptversammlung dem Erwerb zugestimmt hat, soll die Gesellschaft daher einen nicht ganz unbedeutenden Bestand eigener Aktien halten dürfen. Soweit dagegen ein Erwerb eigener Aktien auch ohne Zustimmung der Hauptversammlung zulässig ist, schränkt eine Bestandsgrenze nicht die Entscheidungsfreiheit der Aktionäre, sondern die der Verwaltung ein. Eine Kontrolle des Verwaltungshandelns soll den Mitgliedstaaten aber in weiter gehendem Umfang gestattet sein als eine Einschränkung der Freiheit der Aktionäre.

Gegen dieses Verständnis der Bestimmungen der KapRL über eigene Aktien könnte eingewandt werden, dass Art. 20 KapRL keineswegs verlangt, in den von der Vorschrift erfassten Fällen auf das Erfordernis einer Hauptversammlungsermächtigung zu verzichten. Die Mitgliedstaaten dürfen vielmehr die Bestimmungen des Art. 19 KapRL auch nur teilweise nicht anwenden. Es wäre daher durchaus zulässig, für alle oder einzelne Tatbestände des Art. 20 KapRL am Erfordernis einer Hauptversammlungsermächtigung festzuhalten und nur im Übrigen oder sogar überhaupt nicht von den Bestimmungen des Art. 19 KapRL abzuweichen. In diesem Fall würden Bestandsbegrenzungen nicht den Entscheidungsspielraum der Verwaltung, sondern der Hauptversammlung beschränken. Eine solche Regelung des Erwerbs eigener Aktien würde indessen keinen Sinn ergeben und kann daher bei der Auslegung der Artt. 19 und 20 KapRL außer Betracht bleiben. Es ist kein vernünftiger Grund dafür ersichtlich, eine zweckfreie Ermächtigung durch die Hauptversammlung nach Art. 19 Abs. 1 KapRL weniger strengen Beschränkungen zu unterwerfen als eine Ermächtigung zu den in Art. 19 Abs. 2 und 3, 20 KapRL genannten Zwecken, die im Hinblick auf die mit eigenen Aktien verbundenen Gefahren besonders harmlos sind. Die Nichtanwendung von Art. 19 wird daher in aller Regel zumindest auch das Erfordernis einer Hauptversammlungsermächtigung betreffen.

Kein durchgreifender Einwand gegen das hier vertretene Verständnis des Verhältnisses von Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 KapRL zu Art. 20 KapRL folgt schließlich aus Art. 20 Abs. 1 lit. a) KapRL. Zwar beruht in den von dieser Vorschrift erfassten Fällen der Erwerb eigener Aktien auf einer Entscheidung der Hauptversammlung gemäß Artt. 30, 37 KapRL. Die zur Einziehung erworbenen Aktien spielen aber im Hinblick auf den Bestand eigener Aktien allenfalls vorübergehend eine Rolle, weil der Einziehungsbeschluss bereits vor dem Erwerb gefasst sein muss³² und damit feststeht, dass die Aktien im Zuge der nachfolgenden Kapitalherabset-

³² Vgl. dazu *Oechsler* in MünchKomm AktG, 2. Aufl., 2003, § 71 Rn. 157; *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn. 83.

zung ohnehin untergehen. Eine über Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 i) KapRL hinausgehende Bestandsgrenze, deren Einführung allerdings aus dem genannten Grund nicht sinnvoll wäre und daher nicht zu erwarten ist, würde sich also auch hier nicht als Beschränkung des Entscheidungsspielraums der Hauptversammlung auswirken.

Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 i) KapRL beschränkt danach den Gestaltungsspielraum der Mitgliedstaaten nur für solche Aktien, die aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung, nach deutschem Recht also gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 7 und 8 AktG, erworben werden. Ein Höchstwert (§ 71 Abs. 2 Satz 1 AktG) darf insoweit nicht niedriger als 10% des Grundkapitals festgelegt werden. Dagegen schließt Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 i) KapRL nicht die Einführung oder Beibehaltung einer niedrigeren Bestandsgrenze für eigene Aktien aus, die aufgrund eines Tatbestandes erworben werden, der europarechtlich keine Hauptversammlungsermächtigung voraussetzt (Art. 19 Abs. 2 und 3, 20 KapRL).

Mit den Vorgaben der KapRL wäre es schließlich auch vereinbar, unterschiedliche Bestandsgrenzen für Aktien festzulegen, die aufgrund verschiedener Erwerbstatbestände erworben werden. So könnten etwa die Befugnisse der Hauptversammlung gestärkt werden, indem für Aktien, die aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung erworben worden sind, ein eigener Höchstwert festgelegt würde. Dieser Wert könnte durchaus höher liegen als derjenige für Aktien, die auf der Grundlage anderer Tatbestände ohne Ermächtigung der Hauptversammlung erworben werden. Ein solcher § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG könnte beispielsweise lauten:

„Auf die nach Abs. 1 Nr. 8 erworbenen Aktien dürfen nicht mehr als 20 vom Hundert, auf die nach Absatz 1 Nr. 1 bis 3 und 7 erworbenen Aktien nicht mehr als 10 vom Hundert des Grundkapitals entfallen.“

Danach dürfte die Gesellschaft insgesamt bis zu 30% eigene Aktien halten. Eine Zusammenrechnung der aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung erworbenen Aktien einerseits und der aufgrund anderer Tatbestände erworbenen Aktien andererseits, wie sie § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG gegenwärtig vorsieht, würde sich bei einer solchen Fassung der Vorschrift nicht empfehlen. Ein solche Zusammenrechnung hätte nämlich zur Folge, dass bei Überschreitung des niedrigeren der beiden Höchstwerte zuerst diejenigen Aktien veräußert werden müssten, auf die diese Grenze anwendbar wäre; ein Aktienerwerb aufgrund des Erwerbsgrundes mit der höheren Bestandsgrenze hätte damit Vorrang gegenüber den Erwerbsgründen mit der

niedrigeren Bestandsgrenze³³. Damit würde eine dem geltenden Recht bislang fremde Rangfolge der Erwerbsgründe eingeführt.

V. Folgen der Änderung des Art. 19 Abs. 1 KapRL für die Erwerbsgrenzen nach § 71 Abs. 1 Nr. 7 Satz 2 und Nr. 8 Satz 1 AktG

1. Zulässigkeit einer Erwerbsgrenze für Aktien, die aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung erworben werden?

Wird ein Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut oder Finanzunternehmen durch Beschluss der Hauptversammlung ermächtigt, eigene Aktien zum Zweck des Wertpapierhandels zu erwerben, muss der Beschluss nach § 71 Abs. 1 Nr. 7 Satz 2 AktG bestimmen, dass der Handelsbestand der zu diesem Zweck zu erwerbenden Aktien fünf vom Hundert des Grundkapitals am Ende jedes Tages nicht übersteigen darf. Nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 1 AktG muss eine Ermächtigung der Hauptversammlung zum Erwerb eigener Aktien u.a. den Anteil am Grundkapital festlegen, der 10% nicht übersteigen darf. Das deutsche Recht geht damit über die Vorgaben von Art. 19 Abs. 1 lit. a) Satz 1 a.F. KapRL hinaus. Diese Bestimmung schrieb zwar vor, dass die Ermächtigung „*insbesondere die Höchstzahl der zu erwerbenden Aktien, ... festlegt.*“ Die Bestimmung legte aber selbst keine Erwerbsgrenze fest, sondern überließ dies der Hauptversammlung³⁴. Daran hat auch die Neufassung des Art. 19 Abs. 1 KapRL nichts geändert.

Während die Bestimmung in ihrer früheren Fassung lediglich eine Mindestregelung enthielt, über die der nationale Gesetzgeber zum Schutz der Gläubiger auch hinausgehen durfte, ist dies nach der Neufassung der Vorschrift hinsichtlich der Erwerbshöchstgrenze nicht mehr der Fall. Nach dem Eingangssatz von Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 KapRL können die Mitgliedstaaten den Erwerb aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung zwar den in der Vorschrift aufgeführten Bedingungen unterwerfen. Aus dieser Beschränkung auf einen Katalog zulässiger Bedingungen ist aber im Umkehrschluss zu folgern, dass der nationale Gesetzgeber die Zulässigkeit des Erwerbs nicht von darüber hinausgehenden Voraussetzungen abhängig machen darf³⁵. Anders als die frühere Fassung der Vorschrift legt Art. 19 Abs. 1 n.F. KapRL nicht lediglich einen Mindeststandard fest, den der nationale Gesetzgeber nach Belieben ver-

³³ Hätte eine Gesellschaft beispielsweise insgesamt 5 % eigene Aktien zur Schadensabwehr und zur Ausgabe an Arbeitnehmer im Bestand und würde sie jetzt weitere 10% aufgrund einer Ermächtigung der Hauptversammlung erwerben, müssten bei Geltung einer Zusammenrechnungsbestimmung die zuerst genannten Aktien veräußert werden.

³⁴ Vgl. *Bednarz*, Der Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung zum Erwerb eigener Aktien, 2006, S. 136.

³⁵ So auch das Verständnis der Kommission, Arbeitsunterlage der Kommission, Erläuterung zu Art. 1 Abs. 3 des Vorschlags v. 21.9.2004, KOM (2004) 730.

schärfen dürfte. Es ist daher nicht mehr zulässig, das Erfordernis der Festlegung einer Höchstzahl der zu erwerbenden Aktien durch die Hauptversammlung nach Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 1 lit a) KapRL bei der Umsetzung um zusätzliche inhaltliche Anforderungen anzureichern.

Der Umstand, dass die Hauptversammlung die Höchstzahl der zu erwerbenden Aktien in der Ermächtigung festlegen muss und die Möglichkeit, eine entsprechende Festlegung durch die Satzung vorzuschreiben (Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 ii KapRL), stehen diesem Verständnis der Neuregelung nicht entgegen. Die Richtlinie will die Einschränkungsmöglichkeiten des nationalen Gesetzgebers im Verhältnis zu den Aktionären, nicht aber deren Kontrollmöglichkeiten gegenüber der Verwaltung einschränken.

Die Vereinbarkeit der Erwerbsschranken des § 71 Abs. 1 Nr. 7 Satz 2, Nr.8 Satz 1 AktG mit Art. 19 n.F. KapRL folgt schließlich nicht daraus, dass der nationale Gesetzgeber auch nach der Neufassung des Art. 19 KapRL die Bestandsgrenze für eigene Aktien in Höhe von 10% nach § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG beibehalten darf. Die Wirkungsweise von Bestandsgrenze und Erwerbsgrenze sind völlig unterschiedlich. Die Bestandsgrenze von 10% steht für sich genommen dem Erwerb eines Vielfachen dieses Prozentsatzes an eigenen Aktien nicht entgegen, sofern nur die Gesellschaft durch Einziehung oder Veräußerung zurückerworbener eigener Aktien dafür sorgt, dass der Bestand eigener Aktien zu keinem Zeitpunkt die Grenze von 10% übersteigt. Die Möglichkeit, durch solche Verwertungsmaßnahmen Spielraum für den Erwerb eigener Aktien aufgrund einer über 5% bzw. 10% hinausgehenden Ermächtigung der Hauptversammlung zu schaffen, steigt mit der Dauer der Ermächtigung. Je länger sie gilt, desto eher kann die Gesellschaft zurückerworbene eigene Aktien verwerten und desto größere Bedeutung hat ein über die Bestandsgrenze hinausgehendes Ermächtigungsvolumen. Wenn der Gesetzgeber in Umsetzung von Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. a) n.F. KapRL die zulässige Höchstdauer der Ermächtigung über 18 Monate hinaus auf bis zu 5 Jahre verlängern würde, wäre die Bedeutung des Wegfalls der gesetzlichen Erwerbsgrenze besonders offensichtlich. Aber selbst bei Beibehaltung der Ermächtigungshöchstdauer von 18 Monaten ist es keineswegs ausgeschlossen, dass die Gesellschaft während der Laufzeit der Ermächtigung mehr als 5% oder 10% eigene Aktien erwerben kann, ohne dadurch gegen die Bestandsgrenze des § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG zu verstoßen.

Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 i) KapRL zeigt vielmehr, dass der Richtliniengeber das mögliche Bedürfnis nach mengenmäßigen Beschränkungen für den Erwerb eigener Aktien gesehen und ihm dort Rechnung getragen hat, wo er es für berechtigt hielt. Daraus ergibt sich im Umkehrschluss, dass durch die Richtlinie nicht ausdrücklich gestattete quantitative Erwerbsbeschrän-

kungen unzulässig sind. Aus dem Umstand, dass eine Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 i) KapRL vergleichbare Gestattung in Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 ii) KapRL fehlt, ist zu folgern, dass es dem nationalen Gesetzgeber verwehrt ist, eine mengenmäßige Beschränkung für die von der Hauptversammlung zu bestimmende Höchstzahl der zu erwerbenden Aktien einzuführen oder aufrechtzuerhalten.

Soweit die Richtlinie Bedingungen für den Erwerb eigener Aktien definiert, über die die Mitgliedstaaten nicht hinausgehen dürfen, enthält sie nicht lediglich eine Ermächtigung, deren Umsetzung im Belieben des nationalen Gesetzgebers steht, sondern eine zwingende Grenze für dessen Regelungskompetenz. § 71 Abs. 1 Nr. 7 Satz 2, Nr. 8 Satz 1 AktG sind daher insoweit mit Art. 19 Abs. 1 n.F. der KapRL unvereinbar, als die deutsche Regelung den Spielraum für Hauptversammlungsermächtigungen zum Erwerb eigener Aktien auf 5% bzw. 10% des Grundkapitals beschränkt. Die Erwerbsgrenzen beider Vorschriften müssen folglich gemäß Art. 2 der Kapitaländerungsrichtlinie bis zum 15. April 2008 ersatzlos gestrichen werden.

2. Zulässigkeit einer Erwerbsgrenze für Aktien, die ohne Ermächtigung der Hauptversammlung erworben werden

Aus den zu IV. 3. b) bb) genannten Gründen gilt § 19 Abs. 1 Unterabs. 2 KapRL nicht für den Erwerb eigener Aktien, der nach der Richtlinie ohne Zustimmung der Hauptversammlung zulässig ist. Daher dürften Mitgliedstaaten für Erwerbsvorgänge nach Art. 19 Abs. 2 und 3, 20 KapRL andere und weiter gehende Beschränkungen aufrechterhalten oder einführen, als dies für den Erwerb eigener Aktien aufgrund einer Hauptversammlungsermächtigung gemäß Art. 19 Abs. 1 KapRL statthaft wäre. Der deutsche Gesetzgeber dürfte daher für Aktien, die nach § 71 Abs. 1 Nr. 1 bis 6 AktG erworben werden, anstelle von oder zusätzlich zu einer Bestandsgrenze auch eine Erwerbsbeschränkung nach dem Vorbild von § 71 Abs. 1 Nr. 7 und 8 AktG einführen.

VI. Verlängerung der möglichen Geltungsdauer von Erwerbsermächtigungen

1. Wirkungen der zeitlichen Höchstgrenze für Erwerbsermächtigungen nach geltendem Recht

Nach Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. a) KapRL muss die Genehmigung für den Erwerb eigener Aktien nach wie vor von der Hauptversammlung erteilt werden, die in ihrem Beschluss die Geltungsdauer dieser Genehmigung festzulegen hat. Abweichend vom bisherigen Recht liegt die Höchstgrenze für die Geltungsdauer allerdings nicht mehr bei 18 Monaten, sondern bei 5 Jahren. Sie entspricht damit der zeitlichen Beschränkung, die Art. 25 Abs. 2 Satz 3 KapRL

und § 202 Abs. 1 und 2 AktG für eine Ermächtigung der Verwaltung zu einer Kapitalerhöhung vorsehen.

Nach dem derzeit geltenden Recht muss die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien praktisch jährlich erneuert werden, weil anderenfalls selbst bei vollständiger Ausnutzung des 18-Monatszeitraums nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 1 AktG bis zur übernächsten Hauptversammlung eine zeitliche Lücke von 6 Monaten entstehen würde, während der keine eigenen Aktien erworben werden dürften. Das kann sich insbesondere dann als misslich erweisen, wenn über mehrere Jahre laufende Aktienoptionsprogramme unter anderem mit eigenen Aktien bedient werden sollen. Wegen der Verweisung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5 Halbsatz 2 AktG auf § 193 Abs. 3 Nr. 4 AktG muss die Hauptversammlung bei der jährlichen Erneuerung der Ermächtigung ihre Zustimmung unter Berücksichtigung der Eckdaten des Optionsprogramms erteilen, und zwar nach h.M. wegen der Verweisung auf § 184 Abs. 3 und 4 AktG mit qualifizierter Kapitalmehrheit³⁶. Die kurze Ermächtigungsfrist erschwert daher die Planbarkeit derartiger Programme und ihre Abwicklung. Darüber hinaus ist zu Recht darauf hingewiesen worden³⁷, dass es sich beim Erwerb eigener Aktien einerseits und dem genehmigten Kapital unter Ausschluss des Bezugsrechts andererseits um zwei korrespondierende Instrumente des Finanzmanagements handelt, die es dem Vorstand ermöglichen, die Zahl der ausgegebenen Aktien um bis zu 10% zu erhöhen oder herabzusetzen³⁸, so dass es nicht einleuchtend ist, für ihren Einsatz unterschiedliche zeitliche Ermächtigungsgrenzen festzulegen.

2. Wirkungen einer zeitlichen Erwerbsgrenze nach Umsetzung der Kapitaländerungsrichtlinie

Der Wegfall der Erwerbsgrenze von 10% nach Art. 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 1 AktG spätestens zum 15. April 2008 (vgl. oben, V. 1.) gibt allerdings Anlass, die Frage nach einer zweckmäßigen Höchstdauer einer Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien noch einmal zu überdenken. Wenn die Erwerbsgrenze des § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 1 AktG ersatzlos wegfällt, können nämlich aufgrund einer entsprechenden Ermächtigung so viel eigene Aktien erworben werden, wie es die ausschüttungsfähigen Mittel der Gesellschaft erlauben. Den Mitgliedstaaten bleiben damit nur zwei Mechanismen, mit denen sie einem Erwerb eigener Aktien engere gesetzliche Grenzen setzen können.

³⁶ Vgl. dazu i.e. etwa *Oechsler* in MünchKomm AktG, 2. Aufl., 2003, § 71 Rn. 220 ff.; *ders.*, ZHR 170 (2006), 72, 79 f.; *Baldamus*, Reform der Kapitalrichtlinie, 2002, S. 175 ff.; *M. Möller*, Rückerwerb eigener Aktien, 2005, Rn. 88; *Kallmeyer AG* 2001, 406, 408; *Bosse NZG* 2001, 594, 597; aA betreffend das Erfordernis der qualifizierten Beschlussmehrheit insbesondere *Weiß WM* 1999, 353, 361 f.; *Hüffer*, AktG, 7. Aufl., 2006, § 71 Rn. 19j.

³⁷ Etwa von *Martens AG* 1996, 337, 345 f. und *Oechsler ZHR* 170 (2006), 72, 81.

³⁸ Zu den möglichen Vorteilen des durch die Möglichkeit des Aktienrückkaufs eröffneten Gestaltungsspielraums vgl. etwa *Cahn* in *Spindler/Stilz*, AktG, 2007, § 71 Rn. 3 ff.

Das nationale Recht kann zum einen eine Bestandsgrenze von mindestens 10% festlegen. Eine solche Bestandsgrenze kann allerdings für sich genommen nicht verhindern, dass aufgrund einer entsprechend weit gefassten Ermächtigung der Hauptversammlung ein weit über die bisherige Erwerbsgrenze von 10% hinausgehender Anteil eigener Aktien erworben wird. Die Gesellschaft muss nur dafür Sorge tragen, dass bei Erreichen der Bestandsgrenze ein Teil der eigenen Aktien wieder veräußert wird, bevor sie aufgrund der Ermächtigung weitere Aktien erwirbt. Immerhin kann eine solche Bestandsgrenze aber gewährleisten, dass zu keiner Zeit ein Großteil des Gesellschaftsvermögens in eigene Aktien investiert ist.

Die andere Stellschraube, mit deren Hilfe die Mitgliedstaaten der Ausnutzung sehr weit gefasster Ermächtigungen zum Erwerb eigener Aktien Grenzen setzen könnten, ist deren Geltungsdauer. Theoretisch ist es zwar nicht ausgeschlossen, weit mehr als 10% der ausstehenden eigenen Aktien innerhalb eines Jahres zu erwerben. Auch sind mittlerweile die Restriktionen weggefallen, die bis vor kurzem aus der von der h.M. befürworteten Anwendbarkeit des WpÜG oder einzelner seiner Vorschriften auf den Erwerb eigener Aktien folgten³⁹. Der Spielraum für einen Aktienerwerb durch die Gesellschaft selbst wird aber durch die Geltung des Gleichbehandlungsgrundsatzes nicht unerheblich eingeschränkt. Der Erwerb größerer Pakete von einzelnen Aktionären wird sich damit regelmäßig nicht vereinbaren lassen⁴⁰. Ein Erwerb über die Börse wird beim Erwerb großer Volumina innerhalb kurzer Zeit den Preis erheblich in die Höhe treiben. Vergleichbares gilt für den Erwerb durch Festpreis- oder Preisspannangebote⁴¹. Je größer die Menge der zu erwerbenden Aktien ist, desto höher ist der Preis je Aktie, den die Gesellschaft zahlen muss und desto weniger attraktiv wird ein Erwerb eigener Aktien für andere Zwecke als die Auszahlung hoher Ausschüttungen an die Aktionäre.

Darüber hinaus steigt mit der Menge der Aktien, die die Gesellschaft erwirbt, auch die Gefahr von Verstößen gegen das Verbot der Marktmanipulation. In Anbetracht der Regelung des § 3 Abs. 1 Nr. 1 a) MaKonV liegt die Bejahung eines Verstoßes gegen § 20a WpHG Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG namentlich dann nahe, wenn die Kauf- oder Verkaufsaufträge der Gesellschaft einen bedeutenden Teil des täglichen Geschäftsvolumens ausmachen, insbesondere wenn sie eine erhebliche Preisänderung bewirken⁴².

³⁹ Zur Unanwendbarkeit des WpÜG auf den Erwerb eigener Aktien siehe das Schreiben der BaFin v. 9. 8. 2006, abrufbar unter <http://www.bafin.de/bekanntmachungen/060809.htm>; zum Meinungsstand bis zu diesem Schreiben und den Auswirkungen einer Anwendbarkeit des WpÜG auf einzelne Erwerbsverfahren vgl. Cahn in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn. 157 ff. m. umfangr. Nachw.

⁴⁰ Näher dazu Cahn in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn. 127 m. Nachw.

⁴¹ Vgl. zu diesen Verfahren und ihrer Vereinbarkeit mit dem Gleichbehandlungsgrundsatz Cahn in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn. 123 f. m. Nachw.

⁴² Näher dazu und zu anderen Konkretisierungen des Verbots der Marktmanipulation im Zusammenhang mit dem Erwerb eigener Aktien Cahn in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn. 181 f.

Die Festlegung einer kurz bemessenen zeitlichen Höchstgrenze für Erwerbsermächtigungen wäre also durchaus geeignet, die Erweiterung des Spielraums für den Erwerb eigener Aktien infolge des Wegfalls der Erwerbsgrenze des § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 1 AktG teilweise zu neutralisieren. Ob bei der Anpassung des AktG an die Vorgaben der Kapitaländerungsrichtlinie von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht werden sollte, ist eine rechtspolitische Frage, deren Beantwortung davon abhängt, ob von einem liberalisierten Regime für den Erwerb eigener Aktien Gefahren drohen, denen man ohne derartige gesetzliche Beschränkungen nicht angemessen begegnen kann.

Bei der Gestaltung von Regelungen über den Erwerb eigener Aktien ist vor allem darauf zu achten, dass die schützenswerten Interessen der Gesellschaftsgläubiger nicht beeinträchtigt werden, denen durch die Zahlung des Erwerbspreises Haftungsmasse im Austausch gegen eine aus ihrer Sicht wertlose Beteiligung der AG an sich selbst entzogen wird. Dem Interesse an der Erhaltung ausreichender Mittel für die Erfüllung der Gesellschaftsverbindlichkeiten ist indessen bereits dadurch Rechnung getragen, dass für den Erwerb eigener Aktien nur ausschüttungsfähige Mittel verwendet werden dürfen, die auch für die Auszahlung von Dividenden zur Verfügung stünden. Diese gläubigerschützende Erwerbsbeschränkung wird durch die Pflicht zur Bildung einer Rücklage für eigene Aktien in Höhe der Anschaffungskosten gem. § 272 Abs. 4 HGB flankiert. Damit wird verhindert, dass der Erwerb eigener Aktien bilanziell als bloßer Aktivtausch abgebildet wird und noch einmal Mittel in Höhe des Erwerbspreises für Ausschüttungen an die Aktionäre verfügbar sind. Gerade weil der entgeltliche Erwerb eigener Aktien aus Gläubigersicht einer Dividendenzahlung entspricht, ist unter dem Blickwinkel des Gläubigerschutzes kein Grund dafür ersichtlich, ihn strenger zu reglementieren als Gewinnausschüttungen. Dennoch können die Mitgliedstaaten weiter gehen und nach Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 v) KapRL den Erwerb zusätzlich an die Bedingung knüpfen, dass die Gläubiger nicht gefährdet werden (dazu noch VIII.).

Das Ruhen der Rechte aus eigenen Aktien nach § 71b AktG verhindert, dass die aktienrechtliche Kompetenzordnung dadurch außer Kraft gesetzt wird, dass der Vorstand durch die Ausübung der Verwaltungsrechte aus eigenen Aktien in die Hauptversammlung hineinregiert. Einem gezielten Auskauf unliebsamer Aktionäre schiebt die Geltung des Gleichbehandlungsgrundsatzes einen Riegel vor.

Gefahren für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes schließlich begegnen kapitalmarktrechtliche Regelungen, namentlich die Bestimmungen über die Insiderüberwachung und das Verbot der Marktpreismanipulation.

Die Zulässigkeit des Erwerbs eigener Aktien ist schon in dem derzeit zugelassenen Umfang nur deswegen unbedenklich, weil das geltende Recht den Gefahren, die der Aufbau von Selbstbeteiligungen mit sich bringt, durch die geschilderten Vorkehrungen wirksam entgegenwirkt. Daran würde sich im Ergebnis nichts ändern, wenn durch das Zusammenwirken des Wegfalls der zehnprozentigen Erwerbsbeschränkung und einer Verlängerung der zulässigen Ermächtigungsdauer die Flexibilität der Einsatzmöglichkeiten des Instruments „Aktienrückkauf“ erhöht würde.

Bereits jetzt können die Aktionäre die Verwaltung durch jährlich – meist routinemäßig - neu erteilte Erwerbsermächtigungen in die Lage versetzen, während eines Zeitraums von fünf Jahren ein Vielfaches der nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 1 AktG zugelassenen 10% eigene Aktien zu erwerben. Eine Ausweitung der maximalen Geltungsdauer einer Erwerbsermächtigung auf fünf Jahre würde den Spielraum der Verwaltung für Aktienrückkäufe demgegenüber nicht automatisch vergrößern. Dafür bedürfte es vielmehr einer entsprechenden Ermächtigung durch die Hauptversammlung, die möglicherweise, anders als die derzeitigen Rückkaufsermächtigungen, nicht routinemäßig erteilt würde und an zusätzliche Bedingungen geknüpft werden könnte. Auch unter Berücksichtigung des Wegfalls der bisherigen Erwerbsgrenze nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 1 AktG erscheint es daher empfehlenswert, den durch Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. a) n.F. KapRL eröffneten Gestaltungsspielraum zu nutzen und die zulässige Geltungsdauer einer Erwerbsermächtigung durch die Hauptversammlung auf fünf Jahre zu verlängern.

VII. Festlegung der Erwerbsbedingungen des Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. a) KapRL in der Satzung

Nach Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 ii) KapRL können die Mitgliedstaaten vorsehen, dass die in Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. a) KapRL aufgeführten Bedingungen für einen Erwerb eigener Aktien, namentlich die Höchstzahl der zu erwerbenden Aktien, die Geltungsdauer der Genehmigung und der Preisrahmen, in der Satzung festgelegt werden müssen.

Die Einführung einer solchen, nach deutschem Recht bislang nicht vorgesehenen, Satzungsklausel hätte zur Folge, dass eine Änderung der Modalitäten der Erwerbsermächtigung zusätzlich zur einfachen Stimmenmehrheit nach § 133 Abs. 1 AktG auch einer qualifizierten Kapitalmehrheit, § 179 Abs. 2 AktG bedürfte, sofern die Satzung insoweit nichts anderes vorsähe. Darüber hinaus könnte eine etwaige neue Ermächtigung nach Ablauf der maximalen Geltungsdauer der ursprünglichen Ermächtigung, die auch bei einer Aufnahme in die Satzung fünf Jahre nicht überschreiten darf (Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. a) KapRL), nur im Wege

der Satzungsänderung eingeführt werden, die wiederum der erwähnten qualifizierten Kapitalmehrheit bedürfte. Schließlich wären die betreffenden Beschlüsse erst mit ihrer Eintragung im Handelsregister wirksam und damit einem erhöhten Anfechtungsrisiko ausgesetzt.

Eine solche Regelung würde daher die Flexibilität beim Erwerb eigener Aktien gegenüber dem derzeitigen Rechtszustand nicht erhöhen, sondern herabsetzen und damit das Gegenteil des Reformanliegens erreichen. Überzeugende Gründe des Aktionärsschutzes, die allein geeignet wären, erhöhte Anforderungen an die Erteilung der Ermächtigung für Aktienrückkäufe zu stellen, sind nicht ersichtlich.

Sofern Aktien nach § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG zur Einziehung erworben werden, muss bereits vor dem Erwerb ein Beschluss über die Kapitalherabsetzung gefasst werden, der nach §§ 237 Abs. 2 Satz 1, 222 Abs. 1 Satz 1 AktG einer qualifizierten Kapitalmehrheit bedarf, wenn nicht die Voraussetzungen einer vereinfachten Kapitalherabsetzung nach § 237 Abs. 3 AktG vorliegen⁴³. Für einen Beschluss, durch den die Verwaltung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 6 AktG ermächtigt wird, erworbene eigene Aktien ohne weitere Entscheidung der Hauptversammlung einzuziehen, reicht zwar nach h.M. die einfache Stimmenmehrheit aus⁴⁴. Sofern man dieses Verfahren nicht auf die Fälle des § 237 Abs. 3 AktG beschränken will⁴⁵ die einfache Stimmenmehrheit für Fälle der ordentlichen Kapitalherabsetzung jedoch für unzureichend hält, würde es aber ausreichen, § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 6 AktG insoweit um das Erfordernis einer qualifizierten Beschlussmehrheit zu ergänzen.

Im Übrigen führt ein Erwerb eigener Aktien nicht zur Änderung des Grundkapitals. Die Attraktivität der Möglichkeit des Aktienrückkaufs besteht gerade in der Möglichkeit, die erworbenen Mitgliedschaftsrechte anschließend wieder zu nutzen, ohne das umständliche und zeitraubende Verfahren einer Kapitalerhöhung durchlaufen zu müssen. Der Schutz der Aktionäre ist dabei in ausreichendem Maße durch die, in Art. 19 Abs. 1 n.F. KapRL nochmals ausdrücklich betonte, Geltung des Gleichbehandlungsgrundsatzes gewährleistet. Die Einführung einer über das derzeitige Recht hinausgehenden Erschwerung des Erwerbs eigener Aktien auf der Grundlage von Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 ii) KapRL empfiehlt sich daher nicht.

⁴³ Vgl. *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn.82 f.

⁴⁴ *Oechsler* in MünchKomm AktG, 2. Aufl., 2003, § 71 Rn. 235; *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn. 146.

⁴⁵ So aber *Oechsler* in MünchKomm AktG, 2. Aufl., 2003, § 71 Rn. 238; dagegen *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn.149.

VIII. Besonderer Gläubigerschutz, Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 v) KapRL.

Nach Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 v) KapRL können die Mitgliedstaaten den Erwerb eigener Aktien an die Bedingung knüpfen, dass die Befriedigung von Gläubigerforderungen durch den Erwerb nicht beeinträchtigt wird.

Nach Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 1 lit b) KapRL darf der Erwerb eigener Aktien nicht dazu führen, dass das Nettoaktivvermögen den in Art. 15 Buchstaben a und b genannten Betrag unterschreitet. Außer dem gezeichneten Kapital müssen danach auch die nach Gesetz oder Satzung nicht ausschüttungsfähigen Rücklagen gedeckt bleiben. Zu diesen Rücklagen gehört auch die nach Art. 22 Abs. 1 lit b) für eigene Aktien zu bildende Rücklage. Der Gläubigerschutz durch eine an die Bilanz anknüpfende Vermögensbindung ist also bereits nach den zwingenden Vorgaben der Kapitalrichtlinie so stark ausgeprägt, dass zusätzlicher Sicherungsbedarf der Gläubiger insoweit nicht ersichtlich ist.

Praktische Bedeutung dürfte Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 v) KapRL daher vor allem für Solvenzanforderungen für Ausschüttungen haben, deren Einführung bereits die High Level Group in ihrem Bericht⁴⁶ als vorzugswürdige Alternative zur Kapitalerhaltung empfohlen hat⁴⁷. Wegen der Geltung der Kapitalerhaltungsregeln des Art. 15 KapRL kann eine Solvenzprüfung allerdings nur als zusätzliche Bedingung⁴⁸, nicht aber als Ersatz für die bilanzorientierte Vermögensbindung eingeführt werden. Zweckmäßigerweise werden Mitgliedstaaten von dieser durch die KapRL eröffneten Möglichkeit im Zusammenhang mit dem Erwerb eigener Aktien nur dann Gebrauch machen, wenn sie einen solchen Solvenzttest auch für andere Ausschüttungen an Aktionäre einführen.

IX. Zusammenfassung

Die Richtlinie zur Änderung der Kapitalrichtlinie eröffnet den Mitgliedstaaten die Möglichkeit, den Erwerb eigener Aktien in weiter gehendem Umfang als bisher zuzulassen und damit den betroffenen Unternehmen größere Flexibilität bei der Finanzierung einzuräumen. Soweit es den Erwerb eigener Aktien anbetrifft, enthält die neue Richtlinie allerdings nicht nur eine Ermächtigung, von der die Mitgliedstaaten nach Belieben Gebrauch machen können. Der abschließende Katalog zulässiger Erwerbsbeschränkungen nach Art. 19 Abs. 1 KapRL hat vielmehr zur Folge, dass bisher zulässige Erwerbsschranken des nationalen Rechts in Zukunft

⁴⁶ Vgl. Recommendation IV. 11, S. 16 und Chapter IV 4, S. 86 ff.

⁴⁷ Instrukтив zur Eignung von Solvenzanforderungen als Alternative oder Ergänzung zur Kapitalerhaltung *Engert* ZHR 170 (2006), 296, 318 ff. m. Nachw. zum Meinungsstand.

⁴⁸ Für einen zusätzlichen Solvenzttest für Gesellschaften, die nach IFRS bilanzieren hat sich der Arbeitskreis „Kapital in Europa“ ausgesprochen, vgl. Die Zusammenfassung der Überlegungen des Arbeitskreises bei *Lutter*, Hrsg., Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa, ZGR Sonderheft 17, 2006, S. 1, 11.

nicht mehr aufrechterhalten bleiben können. Das gilt für das deutsche Recht namentlich im Hinblick auf die Erwerbsgrenze des § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 1 AktG.

WORKING PAPERS

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

- 12 Kai-Uwe Steck Legal Aspects of German Hedge Fund Structures
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Hedge Funds, Risks and
Regulation, 2004, S. 135 ff.)
- 13 Jörg Vollbrecht Investmentmodernisierungsgesetz – Herausforderungen bei
der Umsetzung der OGAW – Richtlinien
- 14 Jens Conert Basel II – Die Überarbeitung der
Eigenkapitalmarktregelungen der Kreditinstitute im Fokus
von Wirtschaft- und Wettbewerbspolitik
- 15 Bob Wessels Germany and Spain lead Changes towards International
Insolvencies in Europe
- 16 Theodor Baums /
Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate
Governance in the United States and in Germany
- 17 Bob Wessels International Jurisdiction to open Insolvency Proceedings in
Europe, in particular against (groups of) Companies
- 18 Michael Gruson Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften
an der New Yorker und Frankfurter Börse: Die sogenannte
Globale Aktie
(publ. in: Die AG 2004, 358 ff.)
- 19 Michael Gruson Consolidated and Supplementary Supervision of Financial
Groups in the European Union
(publ. in: Der Konzern 2004, 65 ff. u. 249 ff.)
- 20 Andreas Cahn Das richterliche Verbot der Kreditvergabe an Gesellschafter
und seine Folgen
(publ. in: Der Konzern 2004, 235 ff.)
- 21 David C. Donald The Nomination of Directors under U.S. and German Law
- 22 Melvin Aron Eisenberg The Duty of Care in American Corporate Law
(deutsche Übersetzung publ. in: Der Konzern 2004, 386 ff.)
- 23 Jürgen Than Rechtsfragen bei der Festlegung von Emissionsbedingungen
für Schuldverschreibungen unter besonderer
Berücksichtigung der Dematerialisierung und des
Depotgesetzes
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 3 ff.)

- 24 Philipp von Randow Inhaltskontrolle von Emissionsbedingungen
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 25 ff.)
- 25 Hannes Schneider Die Änderung von Anleihebedingungen durch Beschluß der
Gläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 69 ff.)
- 26 Hans-Gert Vogel Die Stellung des Anleihetreuhänders nach deutschem Recht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 94 ff.)
- 27 Georg Maier-Reimer Rechtsfragen der Restrukturierung, insbesondere der
Ersetzung des Schuldners
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 129 ff.)
- 28 Christoph Keller Umschuldung von Staatenanleihen unter Berücksichtigung
der Problematik einer Aggregation aller Anleihegläubiger
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 157 ff.)
- 29 René Bösch Die Emission von Schuldverschreibungen nach
schweizerischem Recht – ein Rechtsvergleich mit dem
geplanten deutschen Schuldverschreibungsrecht
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 189 ff.)
- 30 Lachlan Burn Bond Issues under U.K. law: How the proposed German
Legislation compares
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 219 ff.)
- 31 Patrick S. Kenadjian Bond Issues under New York and U.S. Law: Considerations
for the German Law Maker from a U.S. Perspective
(publ. in: Baums/Cahn [Hrsg.] Die Reform des
Schuldverschreibungsrechts, 2004, S. 245 ff.)
- 32 Andreas Cahn Bankgeheimnis und Forderungsverwertung
(publ. in: WM 2004, 2041 ff.)
- 33 Michael Senger Kapitalkonsolidierung im Bankkonzern
(publ. in: Der Konzern 2005, S. 201 ff.)

- 34 Andreas Cahn Das neue Insiderrecht
(publ. in: Der Konzern 2005, 5 ff.)
- 35 Helmut Siekmann Die Unabhängigkeit von EZB und Bundesbank nach dem
geltenden Recht und dem Vertrag über eine Verfassung für
Europa
- 36 Michael Senger Gemeinschaftsunternehmen nach dem Kreditwesengesetz
- 37 Andreas Cahn Gesellschafterfremdfinanzierung und Eigenkapitalersatz
(publ. in: Die AG 2005, S. 217 ff.)
- 38 Helmut Siekmann Die Verwendung des Gewinns der Europäischen
Zentralbank und der Bundesbank
- 39 Guido Ferrarini Contract Standards and the Markets in Financial Instruments
Directive (MiFID): An Assessment of the Lamfalussy
Regulatory Architecture
(publ. in: European Contract Law Review 2005, p. 19)
- 40 David C. Donald Shareholder Voice and Its Opponents
(publ. in: The Journal of Corporate Law Studies, Vol. 5,
Issue 2, 2005)
- 41 John Armour Who should make Corporate Law? EC Legislation versus
Regulatory Competition
(publ. in: 58 Current Legal Problems [2005], p. 369 ff.)
- 42 David C. Donald The Laws Governing Corporations formed under the
Delaware and the German Corporate Statutes
- 43 Garry J. Schinasi/
Pedro Gustavo Teixeira The Lender of the Last Resort in the European Single
Financial Market
(publ. in: Cross Border Banking: Regulatory Challenges,
Gerard Caprio Jr., Douglas D. Evanoff, George G. Kaufman
eds., 2006)
- 44 Ashley Kovas UCITS – Past, Present and Future in a World of Increasing
Product Diversity
- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-
Border Assignments – A potential threat from Europe
(publ. in: Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly
2006, p. 270)

- 46 Jochem Reichert/
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule?
(publ. in: European Company and Financial Law Review 2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“?
(publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen
- 51 Hannes Klühs/
Roland Schmidtbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-Gesellschaften
(publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
- 52 Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht
- 53 Stefan Simon/
Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
- 54 Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
- 55 Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)
- 56 Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
- 57 Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht
(publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
- 58 Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan

ILF



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT