

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

ANDREAS CAHN/ NICOLAS OSTLER

EIGENE AKTIEN UND WERTPAPIERLEIHE



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 76



**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/ Nicolas Ostler

**Eigene Aktien und Wertpapierleihe**

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 76**

**01/2008**

## Eigene Aktien und Wertpapierleihe

Von Prof. Dr. Andreas Cahn, LL.M. (Berkeley) und wiss. Mitarbeiter Nicolas Ostler,  
Frankfurt a.M.\*

*Wertpapierleihgeschäfte gehören heute zum Standardrepertoire bei der Durchführung von Kapitalmarkttransaktionen. Der vorliegende Beitrag geht der Frage nach, welche Möglichkeiten solche Geschäfte im Hinblick auf eigene Aktien bieten und welche Grenzen §§ 71 ff. AktG ihrem Einsatz bei eigenen Aktien ziehen.*

### Gliederung

A. Einleitung.....	3
B. Wertpapierleihgeschäfte in Aktien.....	4
I. Echte Pensionsgeschäfte .....	4
II. Wertpapierdarlehen.....	5
III. Angleichung von echtem Pensionsgeschäft und Wertpapierdarlehen in der Praxis .....	7
C. Einsatzmöglichkeiten für die Wertpapierleihe über eigene Aktien .....	9
I. Einsatzmöglichkeiten für die Aktiengesellschaft als Entleiherin eigener Aktien .....	9
1. Accelerated buy backs.....	9
2. Vereinfachte Ausgabe von Belegschaftsaktien.....	10
3. Erfüllung der Lieferpflicht aus Kapitalmarkttransaktionen in eigenen Aktien .....	10
4. Akquisitionen.....	10
II. Einsatzmöglichkeiten für die Aktiengesellschaft als Verleiherin eigener Aktien .....	11
1. Stimmrecht.....	11
2. Vermögensrechte.....	11
III. Problemstellung und weiterer Gang der Untersuchung .....	12
D. Die Aktiengesellschaft als Entleiherin eigener Aktien.....	14
I. Die Aktiengesellschaft als Pensionsnehmerin eigener Aktien beim herkömmlichen Pensionsgeschäft.....	14
1. Bilanzielle Abbildung von Wertpapierpensionsgeschäften .....	14
2. Erwerbs- und Besitzvoraussetzungen.....	15
a) Erwerb eigener Aktien beim herkömmlichen Pensionsgeschäft als Inpfandnahme	15
b) Erwerbsgrund .....	17
c) 10%-Grenze .....	18
d) Kapitalgrenze.....	18
3. Rechte aus den Aktien.....	19
a) Stimmrecht.....	19
b) Vermögensrechte.....	20
4. Rückübertragung der Aktien an den Pensionsgeber.....	22
5. Kapitalmarktrechtliche Pflichten .....	22
II. Die Aktiengesellschaft als Darlehensnehmerin eigener Aktien beim herkömmlichen Wertpapierdarlehen.....	23

---

\* Andreas Cahn ist Inhaber der Dresdner Bank Stiftungsprofessur und Direktor des Institute for Law and Finance an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main, Nicolas Ostler ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institute for Law and Finance. Für die Anregung zur Beschäftigung mit dem Thema und für wertvolle Hinweise danken die Verf. Herrn Hermann Georg Bader (Barclays Capital), Herrn Rechtsanwalt Dr. Wolfgang Richter (Clifford Chance) und Herrn Prof. Dr. Peter v. Wilmowsky.

1. Bilanzielle Abbildung von Wertpapierdarlehen .....	23
2. Erwerbs- und Besitzvoraussetzungen.....	24
a) Unentgeltlicher Erwerb?.....	24
b) Darlehenserwerb und Erwerb zur Erfüllung der Rückerstattungspflicht als einheitlicher Erwerbsvorgang .....	27
c) Anforderungen nach § 71 Abs. 1 und 2 AktG im Einzelnen.....	27
aa) Erwerbsgrund.....	27
bb) Preisrahmen und Kapitalgrenze .....	28
cc) 10%-Grenze .....	30
dd) Gleichbehandlungsgrundsatz .....	30
3. Rechte aus den Aktien.....	30
4. Rückerstattung an den Darlehensgeber.....	31
5. Kapitalmarktrechtliche Pflichten .....	31
III. Die Aktiengesellschaft als Entleiherin bei Leihgeschäften sui generis.....	32
1. Erwerbs- und Besitzvoraussetzungen.....	33
a) Erwerbsgrund, Gleichbehandlungsgrundsatz und 10%-Grenze.....	33
b) Preisrahmen und Kapitalgrenze .....	33
2. Rechte aus den Aktien.....	36
3. Rückübertragung an den Verleiher.....	36
4. Kapitalmarktrechtliche Pflichten .....	36
E. Die Aktiengesellschaft als Verleiherin eigener Aktien .....	37
I. Die Aktiengesellschaft als Pensionsgeberin beim herkömmlichen Pensionsgeschäft .....	37
1. Problemstellung .....	37
2. Vorliegen einer Veräußerung und Rechte aus den Aktien.....	37
3. Rückübertragung als Erwerb eigener Aktien?.....	41
4. Kapitalmarktrechtliche Pflichten .....	42
II. Die AG als Darlehensgeberin beim herkömmlichen Wertpapierdarlehen .....	42
1. Bilanzielle Abbildung von Wertpapierdarlehen .....	42
2. Anwendung der §§ 71 ff. AktG auf die darlehensweise Aktienübertragung?.....	42
3. Rückerstattung der Aktien an die AG .....	43
4. Kapitalmarktrechtliche Pflichten .....	44
III. Die Aktiengesellschaft als Verleiherin bei Leihgeschäften sui generis .....	45
1. Vorliegen einer Veräußerung und Rechte aus den Aktien.....	45
2. Rückübertragung als Erwerb eigener Aktien.....	45
3. Kapitalmarktrechtliche Pflichten .....	46
F. Zusammenfassung .....	46

## A. Einleitung

Erwerb und Veräußerung eigener Aktien sind auch nach der Liberalisierung des § 71 AktG gegen Ende des vergangenen Jahrhunderts<sup>1</sup> nur unter engen Voraussetzungen zulässig<sup>2</sup>: Ein Erwerb eigener Aktien ist nur bei Vorliegen eines Erwerbsgrundes und unter Beachtung des Gleichbehandlungsgrundsatzes gestattet. Ein entgeltlicher Erwerb muss aus freien Mitteln finanziert werden können und aktivierte eigene Aktien sind durch eine nicht für Ausschüttungen verfügbare Rücklage nach § 272 Abs. 4 HGB i.V.m. § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG zu neutralisieren. Schließlich ist die 10%-Grenze des § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG einzuhalten. Eigene Aktien, die unter Verstoß gegen § 71 Abs. 1 oder 2 AktG erworben wurden, müssen gem. § 71c Abs. 1 AktG innerhalb eines Jahres nach ihrem Erwerb veräußert werden. Bei einer Veräußerung eigener Aktien muss der Vorstand gem. § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 3 bis 5 AktG die Gleichbehandlung und das Erwerbsrecht der Aktionäre beachten.

Die Regelungen über Erwerb und Veräußerung eigener Aktien werden durch den Einsatz moderner Finanzinstrumente vor neue Herausforderungen gestellt. Die Aufarbeitung der dabei aufgeworfenen Rechtsfragen konzentrierte sich bislang auf den Einsatz von Eigenkapitalderivaten wie Optionen oder Aktienswaps<sup>3</sup>. Demgegenüber ist die Vereinbarkeit sog. Wertpapierleihgeschäfte mit den §§ 71 ff. AktG bislang kaum erörtert.

Der Begriff „Wertpapierleihe“ wird hier untechnisch als Bezeichnung für Geschäfte gebraucht, bei denen Wertpapiere nur vorübergehend übertragen werden. In der Praxis stehen zwei Erscheinungsformen der Wertpapierleihe im Vordergrund: Das echte Wertpapierpensionsgeschäft und das Wertpapierdarlehen. Sie sollen nachfolgend näher beschrieben werden (unten B.). Ihre vielfältigen Verwendungsmöglichkeiten können diese Instrumente zwar auch im Hinblick auf eigene Aktien attraktiv machen (dazu unten C.); allerdings wirft ihr Einsatz Fragen im Hinblick auf die Erwerbs- und Veräußerungsbeschränkungen für eigene Aktien auf, die näherer Untersuchung bedürfen (dazu unten D. und E.).

---

<sup>1</sup> Durch das Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) vom 26.7.1994, BGBl I S. 1749 sowie das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) vom 27.4.1998, BGBl. I S. 786, vgl. dazu *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn. 30 f.

<sup>2</sup> Vgl. aber die Liberalisierung auf europäischer Ebene durch die Richtlinie 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. September 2006 zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals, ABl. EU Nr. L 264 vom 25.9.2006, S. 32 ff., die bis zum 15. April 2008 in innerstaatliches Recht umzusetzen ist, dazu ausführlich *Cahn*, Der Konzern 2007, 385 ff.; *ders.* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn. 34; *Merkt* in Großkomm AktG, 4. Aufl., 2007, § 71 Rn. 128 ff.

<sup>3</sup> Überblick bei *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn. 185 ff.; *ders.* in Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763, 796 ff.

## **B. Wertpapierleihgeschäfte in Aktien**

### **I. Echte Pensionsgeschäfte**

Das Pensionsgeschäft wird in § 340b Abs. 1 HGB als Vertrag definiert, durch den der Pensionsgeber ihm gehörende Vermögensgegenstände dem Pensionsnehmer gegen Bezahlung eines Betrages überträgt, und in dem zugleich vereinbart wird, dass die Vermögensgegenstände später gegen Entrichtung des empfangenen oder eines im voraus vereinbarten anderen Betrags an den Pensionsgeber zurückübertragen werden müssen (sog. echtes Pensionsgeschäft) oder können (sog. unechtes Pensionsgeschäft). Handelt es sich beim Pensionsgut um Aktien oder andere Wertpapiere, spricht man von einem Wertpapierpensionsgeschäft.

Beim echten Pensionsgeschäft ist der Pensionsnehmer gem. § 340b Abs. 2 HGB verpflichtet, das Pensionsgut zu einem bestimmten oder vom Pensionsgeber noch zu bestimmenden Zeitpunkt zurückzuübertragen. Die Verpflichtung zur Rückübertragung ist nach zutreffender Ansicht nicht auf dieselben Wertpapiere gerichtet, sondern nur auf Wertpapiere derselben Art, Menge und Güte<sup>4</sup>. Dies folgt bereits aus dem Umstand, dass die Wertpapiere üblicherweise durch Verschaffung von Miteigentum an einem Girosammelbestand geliefert werden, so dass eine Rückübertragung derselben Papiere von vornherein ausscheidet<sup>5</sup>. Wertpapierpensionsgeschäfte werden in der Regel außerbörslich (over-the-counter, OTC) auf der Grundlage von Rahmenverträgen abgeschlossen<sup>6</sup>. In der Praxis werden echte Pensionsgeschäfte ganz überwiegend als Kombination aus einem Kassaverkauf und einem deckungsgleichen Terminrückkauf ausgestaltet. Rechtlich handelt es sich um zwei Kaufverträge gem. §§ 433 ff. BGB<sup>7</sup>. Echte Pensionsgeschäfte entsprechen bei dieser Ausgestaltung den international üblichen sog. Repurchase Agreements (kurz Repos)<sup>8</sup>. Der

---

<sup>4</sup> *Clouth/Vollmuth* in Hopt, Vertrags- und Formularbuch, 3. Aufl., 2007, BankR IV.T.4 Rn. 1 (S. 1434); *Kienle* in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 3. Aufl., 2007, § 105 Rn. 15 mwN; a.A. etwa *Ebenroth/Bader* ZBB 90, 75, 76.

<sup>5</sup> *Clouth/Vollmuth* in Hopt, Vertrags- und Formularbuch, 3. Aufl., 2007, BankR IV.T.4 Rn. 1 (S. 1434).

<sup>6</sup> Vgl. dazu den 1997 vom Bundesverband deutscher Banken zur Verfügung gestellten „Rahmenvertrag für echte Pensionsgeschäfte (Repos)“, abgedruckt bei *Hopt*, Vertrags- und Formularbuch, 3. Aufl., 2007, BankR IV.T.4 (S. 1430 ff.); den als Nachfolger konzipierten „Rahmenvertrag für Wertpapierpensionsgeschäfte (Repos)“ aus dem Jahr 2003, abgedruckt bei *Hopt*, Vertrags- und Formularbuch, 3. Aufl., 2007, BankR IV.T.5 (S. 1437 ff.) sowie den europäischen „Rahmenvertrag für Finanzgeschäfte (EMA), Produktanhang für Pensionsgeschäfte“, Ausgabe 2001, abgedruckt bei *Hopt*, Vertrags- und Formularbuch, 3. Aufl., 2007, BankR IV.T.6 (S. 1434 ff.).

<sup>7</sup> *Clouth/Vollmuth* in Hopt, Vertrags- und Formularbuch, 3. Aufl., 2007, BankR IV.T.4 Rn. 1 (S. 1435); *Schwintowski/Schäfer*, BankR, 2. Aufl. 2004, § 22 Rn. 16 mwN; kritisch *Kienle* in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 3. Aufl., 2007, § 105 Rn. 36.

<sup>8</sup> *Clouth/Vollmuth* in Hopt, Vertrags- und Formularbuch, 3. Aufl., 2007, BankR IV.T.4 Rn. 1 (S. 1434); *Schwintowski/Schäfer*, BankR, 2. Aufl., 2004, § 22 Rn. 50; vgl. zu den internationalen Repos das von „The Bond Market Association“ (TBMA) und der „International Securities Market Association“ (ISMA) publizierte „2000 TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement“, abrufbar unter [4](http://archives1-</a></p></div><div data-bbox=)

Pensionsnehmer ist bei echten Pensionsgeschäften (Repos) in der Regel vertraglich verpflichtet, während der Laufzeit des Pensionsgeschäftes anfallende Dividenden und Bezugsrechte an den Pensionsgeber abzuführen<sup>9</sup>.

Idealtypisch dienen echte Pensionsgeschäfte vor allem dazu, dem Pensionsgeber vorübergehend Liquidität zu beschaffen. Sie stellen wirtschaftlich einen durch Wertpapiere besicherten Kredit dar. Die Kreditfunktion wird deutlich, wenn man den Rückkaufpreis beim Pensionsgeschäft näher betrachtet: Er setzt sich aus dem ursprünglichen Kaufpreis und der Pensionsgebühr zusammen. Letztere errechnet sich aus dem vereinbarten Pensionsatz (ausgedrückt als Prozentsatz p.a.) bezogen auf den Kaufpreis und der tatsächlichen Laufzeit des Vertrages (Anzahl der Tage zwischen Kauf- und Rückkaufdatum geteilt durch die Zahl 360)<sup>10</sup>. Der Pensionsnehmer erhält auf diese Weise eine Möglichkeit zur verzinslichen Geldanlage mit den vom Pensionsgeber veräußerten und vom Pensionsnehmer zurückzuübertragenden Wertpapieren als Sicherheit. Pensionsgeschäfte können aber ebenso wie Wertpapierdarlehen auch eingesetzt werden, um dem Pensionsgeber die Möglichkeit zu verschaffen, kurzfristig über bestimmte Wertpapiere zu verfügen (dazu sogleich)<sup>11</sup>.

## II. Wertpapierdarlehen

Das Wertpapierdarlehen ist ein Sachdarlehensvertrag gem. § 607 BGB, bei dem der Darlehensgeber sich dazu verpflichtet, dem Darlehensnehmer das Eigentum an Aktien oder anderen Wertpapieren zu verschaffen und der Darlehensnehmer im Gegenzug verspricht, die Aktien oder anderen Wertpapiere abzunehmen, das geforderte Darlehensentgelt zu entrichten und zum Ende der Laufzeit des Darlehens Wertpapiere gleicher Art, Menge und Güte zurückzuliefern<sup>12</sup>. Dies gilt auch für unverbriefte Effekten in Sammelverwahrung, da das Gesetz jedes in der Sammelurkunde erfasste Einzelrecht als eigenständiges Wertpapier und damit als vertretbare Sache im Rechtssinne behandelt<sup>13</sup>. Wertpapierdarlehen werden als OTC-Geschäfte auf der Grundlage von Rahmenverträgen<sup>14</sup> sowie im Rahmen von

---

sifma.org/agrees/global\_master\_repurchase\_agreement.pdf (Stand: 15.11.2007).

<sup>9</sup> Vgl. § 7 Rahmenvertrag für echte Wertpapierpensionsgeschäfte (Repos) bzw. Nr. 7 Rahmenvertrag für Wertpapierpensionsgeschäfte (Repos).

<sup>10</sup> Vgl. § 6 Rahmenvertrag für echte Pensionsgeschäfte (Repos) bzw. Nr. 4 Abs. 4 Rahmenvertrag für Wertpapierpensionsgeschäfte (Repos).

<sup>11</sup> *Clouth/Vollmuth* in *Hopt*, Vertrags- und Formularbuch, 3. Aufl., 2007, BankR IV.T.4 Rn. 1 (S. 1435); *Kienle* in *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, 3. Aufl., 2007, § 105 Rn. 30.

<sup>12</sup> *Kienle* in *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, 3. Aufl., 2007, § 105 Rn. 34; *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., 2004, Rn. 13.8; *Schwintowski/Schäfer*, BankR, 2. Aufl., 2004, § 22 Rn. 14.

<sup>13</sup> Vgl. dazu *Gesell*, Wertpapierleihe und Repurchase Agreement im deutschen Recht, 1995, S. 23.

<sup>14</sup> Vgl. dazu den 1999 vom Bundesverband deutscher Banken zur Verfügung gestellten „Rahmenvertrag für Wertpapierdarlehen“, abgedruckt bei *Hopt*, Vertrags- und Formularbuch, BankR IV.T.1 (S. 1409 ff.); den europäischen „Rahmenvertrag für Finanzgeschäfte (EMA), Produktanhang für Wertpapierdarlehen“, Ausgabe



Wertpapierleihsystemen abgeschlossen<sup>15</sup>. Während der Laufzeit des Wertpapierdarlehens anfallende Dividenden und Bezugsrechte sind vom Darlehensnehmer regelmäßig an den Darlehensgeber weiterzuleiten<sup>16</sup>.

Wertpapierdarlehen dienen den verschiedensten Zwecken, insbesondere der Erfüllung von Lieferverpflichtungen bei Verzögerungen im Wertpapierhandel (sog. settlement fails), der Arbitrage durch Ausnutzen von Kursdifferenzen am Termin- und Kassamarkt, der Absicherung anderer Wertpapiertransaktionen (hedging) sowie der Spekulation. Das Wertpapierdarlehen ist etwa unverzichtbar bei der Durchführung eines Leerverkaufs (short sale), bei dem der Darlehensnehmer auf fallende Kurse spekuliert. Er verkauft dabei Wertpapiere, die ihm zum Zeitpunkt des Verkaufs nicht gehören. Seine Lieferpflicht erfüllt er mit Aktien, die er sich zu diesem Zweck im Wege eines Wertpapierdarlehens vorübergehend verschafft. Im Anschluss kauft er Aktien gleicher Art und Menge billiger am Markt zurück, um damit seine Rückerstattungspflicht aus dem Darlehensvertrag zu erfüllen, und vereinnahmt eine etwaige Preisdifferenz als Gewinn. Das Wertpapierdarlehen erweist sich auch für den Darlehensgeber als vorteilhaft: Es kann ihm Depotgebühren ersparen, vor allem aber steigert das Darlehensentgelt seinen Ertrag aus den Papieren. Anders als beim Wertpapierpensionsgeschäft wird beim Wertpapierdarlehen typischerweise nicht die vorübergehende Überlassung von Liquidität vergütet, sondern umgekehrt die Verschaffung der vorübergehenden Verfügungsmöglichkeit über bestimmte Wertpapiere.

Wertpapierdarlehen in Aktien finden darüber hinaus bei verschiedenen kapitalmarktbezogenen Geschäften von Aktiengesellschaften Verwendung, so etwa im Rahmen von Kapitalerhöhungen zur Erfüllung von Zeichnungsaufträgen vor der Eintragung der Kapitalerhöhung sowie im Rahmen von Aktienemissionen, um sog. Mehrzuteilungsoptionen (greenshoe) zu bedienen<sup>17</sup>. Im letzteren Fall erwerben die Konsortialbanken, die mehr Aktien am Markt platzieren wollen, als ursprünglich geplant, die

---

2001, abgedruckt bei *Hopt*, Vertrags- und Formularbuch, 3. Aufl., 2007, BankR IV.T.2 (S. 1417 ff.) sowie das internationale, im Jahr 2000 von der „International Securities Lending Association“ (ISLA) herausgegebene „Global Master Securities Lending Agreement“ (GSMLA), abrufbar unter [http://www.isla.co.uk/industry\\_documentation.asp](http://www.isla.co.uk/industry_documentation.asp) (Stand: 15.11.2007).

<sup>15</sup> Der Deutsche Kassenverein (DKV) hat im Jahr 1990 erstmals ein umfassendes institutionalisiertes Wertpapierleih-System in Deutschland zu Verfügung gestellt, das heute von der Clearstream Banking AG betrieben wird. Wertpapierdarlehen werden in diesem System auf Grundlage der „der „Sonderbedingungen für Wertpapierdarlehen der Clearstream Banking AG, Frankfurt (Stand 1. Juli 2002)“, abgedruckt bei *Hopt*, Vertrags- und Formularbuch, 3. Aufl., 2007, BankR IV.T.3 (S. 1421 ff.), ausgereicht. Daneben bestehen automatische Verleih-Systeme einzelner Banken (sog. Pool Modell), vgl. zum Ganzen ausführlich *Schwintowski/Schäfer*, BankR, 2. Aufl., 2004, § 22 Rn. 27 ff.

<sup>16</sup> Vgl. Nr. 6 Rahmenvertrag für Wertpapierdarlehen und Nr. 2.8 Sonderbedingungen für Wertpapierdarlehen der Clearstream Banking AG, Frankfurt.

<sup>17</sup> Vgl. dazu *Ries* in Grunewald/Schlitt, Kapitalmarktrecht, 2007, § 2 Nr. 5 (S. 43 f.).

erforderlichen Titel zunächst von Altaktionären im Wege eines Wertpapierdarlehens<sup>18</sup>. Die entliehenen Aktien führen sie anschließend entweder nach Erwerb von Aktien am Markt im Rahmen von Stabilisierungsmaßnahmen (bei sinkenden Kursen) oder (bei steigenden Kursen) durch einen Ausgleich in bar zurück<sup>19</sup>. Alternativ kann den Konsortialbanken die Greenshoe-Option auch vom Emittenten selbst eingeräumt werden. Die Banken sind danach berechtigt, Aktien einer weiteren Kapitalerhöhungstranche zum Emissionspreis zu erwerben, um damit den Rücklieferungsanspruch der Altaktionäre aus dem Wertpapierdarlehen zu erfüllen<sup>20</sup>.

### III. Angleichung von echtem Pensionsgeschäft und Wertpapierdarlehen in der Praxis

Ursprünglich wurden mit echten Pensionsgeschäften auf der einen und Wertpapierdarlehen auf der anderen Seite unterschiedliche Zwecke verfolgt. Das Pensionsgeschäft sollte dem Pensionsgeber Liquidität verschaffen, das Pensionsgut lediglich als Sicherheit für den Rückzahlungsanspruch des Pensionsnehmers dienen; diese Grundform wird im Folgenden als herkömmliches Pensionsgeschäft bezeichnet. Demgegenüber steht hinter dem herkömmlichen Wertpapierdarlehen das Bedürfnis des Darlehensnehmers, sich vorübergehend Wertpapiere zu beschaffen. In der Praxis ist allerdings eine zunehmende Angleichung beider Arten der Wertpapierleihe zu verzeichnen<sup>21</sup>. Die vormals gängige Besicherung durch Bareinlagen auf Sperrkonten bzw. durch Sicherungsübereignung oder Verpfändung von Wertpapieren ist zwar nach wie vor möglich, aber nur mehr bei Versicherungsunternehmen und Investmentgesellschaften üblich<sup>22</sup>. Bei Wertpapierdarlehensgeschäften erfolgt die Sicherung des Darlehensgebers gegen das Insolvenzrisiko des Darlehensnehmers heute regelmäßig durch Vollrechtsübertragung von Bar- oder Wertpapiersicherheiten in Höhe des Werts der Papiere<sup>23</sup>. Andererseits sehen die Rahmenverträge für Wertpapierpensionsgeschäfte vor, dass der Pensionsnehmer die Papiere nicht nur zu Sicherungszwecken übernimmt, sondern nach Belieben verwenden darf<sup>24</sup>.

---

<sup>18</sup> RIES in Grunewald/Schlitt, Kapitalmarktrecht, 2007, § 2 Nr. 5 (S. 43 f.); Singhof/Weber in Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2005, § 3 Rn. 84.

<sup>19</sup> RIES in Grunewald/Schlitt, Kapitalmarktrecht, 2007, § 2 Nr. 5 (S. 43); MEYER in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 2005, § 7 Rn. 61.

<sup>20</sup> MEYER in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 2005, § 7 Rn. 61 ff.; Singhof/Weber in Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2005, § 3 Rn. 84.

<sup>21</sup> Vgl. dazu etwa GRIMM, Das Vertragsrecht des Wertpapierdarlehens, 1995, S. 197.

<sup>22</sup> Vgl. Clouth/Vollmuth in Hopt, Vertrags- und Formularbuch, 3. Aufl., 2007, BankR IV.T.1 Rn. 4 (S. 1415) unter Hinweis auf § 54 Abs. 2 InvG.

<sup>23</sup> Vgl. Nr. 4 Rahmenvertrag für Wertpapierdarlehen; Nr. 5 Rahmenvertrag für Finanzgeschäfte (EMA) Produktanhang für Wertpapierdarlehen i.V.m. Sicherheitenanhang, Ausgabe 2004, abgedruckt bei Hopt, Vertrags- und Formularbuch, 3. Aufl., 2007, BankR IV.S.12.7 (S. 1381 f.). Vgl. zur Praxis der Vollrechtsübertragung von Sicherheiten zur freien Verfügung des Sicherungsnehmers auch Nr. 1 Abs. 2 Satz 3 Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte, Besicherungsanhang, Ausgabe 2001, abgedruckt bei Hopt, Vertrags- und Formularbuch, 3. Aufl., 2007, BankR IV.S.5 (S. 1340 f.) m. Anm. Vollmuth Rn. 1 (S. 1342).

<sup>24</sup> Vgl. § 5 Rahmenvertrag für echte Pensionsgeschäfte (Repos) und Nr. 4 Abs. 5 Rahmenvertrag für

Besonders deutlich wird die Annäherung der beiden Geschäftstypen bei Wertpapierdarlehen, die durch Barzahlung in Höhe des Werts der Papiere besichert werden, wenn der Sicherungsnehmer die Geldmittel zur freien Verfügung erhält<sup>25</sup>. Wird ein Wertpapierdarlehen in dieser Weise besichert, besteht wirtschaftlich betrachtet kein wesentlicher Unterschied mehr zu einem echten Pensionsgeschäft, bei dem der Pensionsnehmer einen Kaufpreis für die Papiere entrichtet und diese nach Belieben verwenden darf. In beiden Fällen werden vom Entleiher der Papiere Zahlungen erbracht und vom Verleiher Wertpapiere übertragen, über die die jeweils andere Seite frei verfügen darf. Ob der Vertrag dazu dient, dem Entleiher die Verfügungsmöglichkeit über Wertpapiere zu verschaffen und die Geldleistung lediglich den Anspruch des Verleihers auf Rückerstattung der Papiere sichern soll (Wertpapierdarlehen) oder ob es darum geht, den Verleiher mit Liquidität zu versorgen und die übertragenen Wertpapiere nur die Funktion einer Sicherheit für den Rückzahlungsanspruch des Entleihers haben (Pensionsgeschäft) oder ob beide Zwecke zugleich verfolgt werden, ließe sich hier nicht anhand der Vertragsgestaltung, sondern allenfalls durch das Erforschen der Beweggründe der Vertragsparteien beantworten. Das gilt in vergleichbarer Weise, wenn das Wertpapierdarlehen nicht durch Geld sondern durch Wertpapiere besichert wird, die dem Sicherungsnehmer zur freien Verfügung überlassen werden, denn auch hier werden ihm geldwerte Güter überlassen, deren Verwendung nicht mehr an den Sicherungszweck gebunden ist.

Der vorstehende Befund ist für die Beurteilung von Wertpapierleihgeschäften in eigenen Aktien von erheblicher Bedeutung. Die Anwendung der Vorschriften über eigene Aktien auf solche Geschäfte muss zwar zunächst bei dem von den Parteien gewählten Vertragstyp und seinen rechtlichen Charakteristika ansetzen. Da die §§ 71 ff. AktG aber vor allem den wirtschaftlichen Risiken Rechnung tragen sollen, die mit Erwerb und Veräußerung eigener Aktien für die Gesellschaft, ihre Gläubiger und die Aktionäre verbunden sind, wird die rechtliche Beurteilung durch die Wahl eines bestimmten Vertragstyps nicht abschließend festgelegt. Wertpapierpensionsgeschäfte und Wertpapierdarlehen mögen ursprünglich unterschiedlichen wirtschaftlichen Bedürfnissen gedient und idealtypisch jeweils spezifische rechtliche Merkmale aufgewiesen haben<sup>26</sup>. In dem Maße, in dem in der Praxis beide Vertragstypen einander bis hin zur Austauschbarkeit angeglichen werden, entfällt indessen auch die Rechtfertigung für eine unterschiedliche rechtliche Behandlung. Anderenfalls könnten die Parteien durch die bloße Wahl der Bezeichnung des von ihnen abgeschlossenen

---

Wertpapierpensionsgeschäfte (Repos).

<sup>25</sup> Vgl. *Kienle* in *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch, 3. Aufl., 2007, § 105 Rn. 51.

<sup>26</sup> Vgl. dazu etwa *Grimm*, Das Vertragsrecht des Wertpapierdarlehens, 1995, S. 197 ff.

Vertrages das maßgebliche Rechtsregime wählen. Mit dem Regelungsanliegen zwingenden Rechts wäre die Möglichkeit einer solchen Rechtsarbitrage offensichtlich nicht vereinbar.

Die Geschäfte sind daher nach ihrem für die Anwendung der §§ 71 ff. AktG maßgeblichen wirtschaftlichen Gehalt zu beurteilen: In den zuvor dargestellten Fällen, in denen Wertpapierpensionsgeschäft und Wertpapierdarlehen einander angeglichen sind (im Folgenden kurz: Leihgeschäfte *sui generis*), erwirbt der Entleiher (Darlehens- oder Pensionsnehmer) Aktien zur weiteren Verwendung. Im Gegenzug überlässt er dem Verleiher (Darlehens- oder Pensionsgeber) Geld oder Wertpapiere zu dessen freier Verfügung. Ob diese Überlassung als Kaufpreiszahlung oder als Sicherheitsleistung bezeichnet wird, ist in der Sache ohne Bedeutung. Dementsprechend ist in der nachfolgenden Untersuchung bei der Behandlung von Pensionsgeschäften danach zu differenzieren, ob die AG als Pensionsnehmerin die pensionsweise übertragenen Aktien weitergeben darf; bei der Behandlung von Wertpapierdarlehen in Aktien kommt es darauf an, ob der Dritte als Darlehensgeber frei über die Sicherheitsleistung verfügen darf oder nicht.

### **C. Einsatzmöglichkeiten für die Wertpapierleihe über eigene Aktien**

Üblicherweise sind Aktien anderer Unternehmen als der Vertragsparteien Gegenstand von Wertpapierleihgeschäften. Der Einsatz von Wertpapierleihgeschäften kann aber auch im Hinblick auf eigene Aktien von Interesse sein. Welche Vorteile eine AG dabei möglicherweise erzielen kann, hängt zunächst davon ab, ob sie als Entleiherin oder als Verleiherin eigener Aktien auftritt.

#### **I. Einsatzmöglichkeiten für die Aktiengesellschaft als Entleiherin eigener Aktien**

##### **1. Accelerated buy backs**

Wertpapierdarlehen lassen sich für beschleunigte Aktienrückkäufe (sog. accelerated buy backs) nutzen. Hier erwirbt zunächst ein der Gesellschaft nahe stehender Finanzintermediär, regelmäßig eine Bank, Aktien im Wege eines Wertpapierdarlehens, um sie anschließend an die AG zu veräußern. Zur Erfüllung ihrer Rückgabepflichtung muss sich die Bank ihrerseits wieder am Markt eindecken. Diese Form des Erwerbs eigener Aktien durch die Gesellschaft ist mit den §§ 53a, 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 3 AktG vereinbar, soweit die Bank sich bei dem Erwerb zur Erfüllung der Rückgewährpflichtung aus dem Wertpapierdarlehen ihrerseits an den Gleichbehandlungsgrundsatz hält (Erwerb über die Börse, öffentliches Rückkaufangebot), denn das Gesetz verlangt nicht, dass die AG den Aktienrückkauf selbst

durchführt<sup>27</sup>. Denkbar wäre auch, dass die Bank die Aktien unmittelbar für Rechnung der AG erwirbt und dementsprechend die Rückgewährverpflichtung ebenfalls für deren Rechnung erfüllt. Die AG würde auf diese Weise zur Entleiherin eigener Aktien, was gem. § 71d Satz 1 AktG unter Beachtung der Voraussetzungen des § 71 Abs. 1 Nr. 1 bis 5, 7 und 8 und Abs. 2 AktG zulässig wäre.

## **2. Vereinfachte Ausgabe von Belegschaftsaktien**

Wertpapierleihgeschäfte über eigene Aktien können zur Erfüllung von Lieferverpflichtungen bei der Ausgabe von Belegschaftsaktien verwendet werden. Im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen behalten sich börsennotierte Gesellschaften regelmäßig vor, die dafür notwendigen Mitgliedschaftsrechte kurzfristig im Wege des Erwerbs eigener Aktien durch Wertpapierdarlehen zu beschaffen sowie eigene Aktien gegebenenfalls zur Erfüllung der Rückübertragungsansprüche der Darlehensgeber zu verwenden<sup>28</sup>.

## **3. Erfüllung der Lieferpflicht aus Kapitalmarkttransaktionen in eigenen Aktien**

Wertpapierdarlehen und echte Pensionsgeschäfte finden bei Kapitalmarkttransaktionen in eigenen Aktien ein weites Anwendungsfeld. Die Begebung von Kaufoptionen auf eigene Aktien, die bei Optionsausübung durch Lieferung der Aktien (sog. physical settlement) zu erfüllen sind, setzt voraus, dass die Gesellschaft bereits bei Optionsbegebung sichergestellt hat, dass sie ihre Lieferverpflichtung gegebenenfalls erfüllen kann. Das ist etwa dann der Fall, wenn die AG zu diesem Zeitpunkt über ein genehmigtes oder bedingtes Kapital verfügt oder sich durch ein entsprechendes Gegengeschäft abgesichert hat, um die Optionen zu bedienen<sup>29</sup>. Die AG kann die erforderliche Anzahl eigener Aktien aber auch im Wege eines Wertpapierdarlehens beschaffen, soweit die Aufnahme des Darlehens im Vorgriff auf eine anstehende, aber noch nicht eingetragene Kapitalerhöhung erfolgt.

## **4. Akquisitionen**

Durch Leihgeschäfte kann die AG sich eigene Aktien verschaffen, um sie kurzfristig als Akquisitionswährung für einen Unternehmenskauf oder für Abfindungsleistungen bei einer Verschmelzung einzusetzen. Die Rückgewährpflicht gegenüber dem Verleiher kann aus einer

---

<sup>27</sup> Cahn in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn. 126.

<sup>28</sup> Vgl. dazu etwa die Tagesordnung zur 9. ordentlichen Hauptversammlung der DaimlerChrysler AG am 4.4.2007, S. 10, abrufbar unter [http://www.daimlerchrysler.com/Projects/c2c/channel/documents/1003902\\_dcx\\_ir\\_2007\\_docs\\_tagesordnunghv\\_g.pdf](http://www.daimlerchrysler.com/Projects/c2c/channel/documents/1003902_dcx_ir_2007_docs_tagesordnunghv_g.pdf) (Stand 15.11.2007) sowie die Tagesordnung zur ordentlichen Hauptversammlung der Deutsche Telekom AG am 3.5.2006, S. 8, welche die Aufnahme eines derartigen Vorbehalts in § 5 Abs. 3 der Satzung vorsieht, abrufbar unter [http://www.download-telekom.de/dt/StaticPage/46/37/hv\\_einladung\\_lang.pdf\\_46374.pdf](http://www.download-telekom.de/dt/StaticPage/46/37/hv_einladung_lang.pdf_46374.pdf) (Stand: 15.11.2007).

<sup>29</sup> Vgl. dazu Cahn in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn. 207.

Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts oder mit Hilfe zurückgekaufter Aktien erfüllt werden. Einen Vorteil gegenüber einer unmittelbaren Erfüllung der Abfindungsverpflichtung durch Aktien aus der Kapitalerhöhung oder aus einem Rückkauf kann ein solches Vorgehen etwa dann bieten, wenn sich die Leihe schneller durchführen lässt als die Kapitalerhöhung einschließlich ihrer Eintragung ins Handelsregister oder der Rückerwerb.

## **II. Einsatzmöglichkeiten für die Aktiengesellschaft als Verleiherin eigener Aktien**

Aus eigenen Aktien stehen der AG gem. § 71b AktG keine Rechte zu. Wenn es der AG möglich wäre, durch die vorübergehende Übertragung eigener Aktien im Rahmen von Pensions- oder Darlehensgeschäften befristete Stimm- und Vermögensrechte zu schaffen, könnte auch die Stellung als Pensions- bzw. Darlehensgeberin für die AG attraktiv sein. Dem scheint auf den ersten Blick nichts entgegenzustehen: Die Sperre des § 71b AktG gilt ihrem Wortlaut nach nur, soweit die AG Inhaberin eigener Aktien ist, nicht aber, soweit die Aktien, wenn auch nur vorübergehend, auf für eigene Rechnung handelnde Dritte übertragen wurden.

### **1. Stimmrecht**

Bei einer Übertragung eigener Aktien zur HV bzw. zum record date könnte der Vorstand durch die gezielte Ausgabe an dem Management verbundene Dritte die Stimmverhältnisse beeinflussen und eigene Aktien gegebenenfalls als Instrument gegen Übernahmen oder zur Durchsetzung von Maßnahmen einsetzen, für deren Durchführung er der Zustimmung der HV bedarf.

### **2. Vermögensrechte**

In vermögensrechtlicher Hinsicht könnte eine leihweise Übertragung eigener Aktien vor allem im Hinblick auf Dividendenansprüche und Bezugsrechte Folgen haben. Wenn mit der Übertragung auf den Entleiher die Vermögensrechte aus den eigenen Aktien wieder aufleben, muss ein Bilanzgewinn auf mehr Aktionäre verteilt werden als dies ohne die Übertragung der Fall wäre. Zwar wird die AG sich an den Entleiher geleistete Dividendenzahlungen regelmäßig erstatten lassen. Die Verwendung eines dadurch erhöhten Jahresüberschusses liegt aber in den durch § 58 Abs. 2 AktG gezogenen Grenzen in der Zuständigkeit des Vorstands. Durch das Verleihen eigener Aktien könnte er daher seinen Spielraum für Thesaurierungen erweitern.

Auch die Bezugsrechte aus einer Kapitalerhöhung würden sich auf mehr Aktionäre verteilen, wenn die leihweise Übertragung eigener Aktien zur Folge hätte, dass das Bezugsrecht wieder auflebt. Sofern sich die AG am Ende der Vertragslaufzeit auch die vom Entleiher bezogenen Aktien gegen Vergütung der Bezugskosten übertragen ließe, würde sich die Frage nach einem Verstoß gegen das Zeichnungsverbot des § 56 AktG stellen, sofern eine solche Übertragung nicht vereinbart ist, die Frage nach der Zulässigkeit einer Verwässerung des Bezugsrechts der übrigen Aktionäre.

### **III. Problemstellung und weiterer Gang der Untersuchung**

Der Einsatz von Wertpapierleihgeschäften über eigene Aktien wirft die Frage auf, ob und inwieweit die Erwerbs- und Veräußerungsbeschränkungen der §§ 71 ff. AktG auch in Fällen Geltung beanspruchen, in denen Übertragung der Aktien nur vorübergehend erfolgen soll. Insoweit erscheint zunächst fraglich, ob der nur vorübergehende Erwerb eigener Aktien durch die AG als „Erwerb“ i.S.v. § 71 AktG zu qualifizieren ist. Lässt man mit der hM für einen Erwerb genügen, dass die AG zumindest vorübergehend Mitinhaberin eigener Aktien wird bzw. ein darauf gerichtetes schuldrechtliches Geschäft eingeht<sup>30</sup>, ist nicht nur zu prüfen, inwieweit die Erwerbsbeschränkungen dieser Vorschrift auf die AG als Entleiherin Anwendung finden. Zu beantworten ist vielmehr auch die Anschlussfrage, ob die Rückübertragung der Aktien auf den Verleiher nach Ablauf der Vertragslaufzeit eine „Veräußerung“ eigener Aktien darstellt, die den Regeln über die Veräußerung eigener Aktien, insbesondere dem Gleichbehandlungsgrundsatz und dem Vorerwerbsrecht der Aktionäre, genügen muss.

Die gleichen Fragen stellen sich mit umgekehrtem Vorzeichen, wenn die AG als Verleiherin eigener Aktien auftritt. Hier ist zunächst zu überlegen, ob die vorübergehende Übertragung eigener Aktien auf einen Entleiher eine „Veräußerung“ i.S.v. §§ 71, 71c AktG darstellt. Da auch insoweit üblicherweise nicht danach differenziert wird, ob die Aufgabe der Aktionärsstellung auf Dauer oder nur vorübergehend erfolgt, ist zum einen zu prüfen, inwieweit die Regeln über die Veräußerung eigener Aktien Anwendung finden. Zum anderen muss geklärt werden, ob die Rücknahme der Aktien am Ende der Vertragslaufzeit als „Erwerb“ i.S.v. § 71 AktG zu qualifizieren ist, der den nach dieser Vorschrift geltenden Beschränkungen unterliegt, obwohl lediglich die vor der Übertragung bestehende Lage wiederhergestellt wird.

---

<sup>30</sup> Vgl. nur *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn. 35 mit Nachw.

Schließlich ist zu erörtern, ob und inwieweit der Ausschluss von Rechten aus eigenen Aktien nach § 71b AktG im Rahmen von Wertpapierleihgeschäften Geltung beansprucht. Als Entleiherin eigener Aktien ist die AG zwar ihre eigene Aktionärin; hat sie aber dem Verleiher die (entgangenen) Erträge und Vorteile der Aktionärsstellung zu vergüten und soll daher im Ergebnis der Verleiher so gestellt werden, als sei er Inhaber der Aktien geblieben, bedarf die Anwendung von § 71b AktG einer Überprüfung anhand des Zwecks der Vorschrift. Verleiht die AG eigene Aktien, leben zwar die Rechte aus diesen Aktien nach der Übertragung an den Entleiher auf. Soll allerdings die AG am Wert der dem Entleiher zufließenden Vorteile beteiligt werden oder könnte sie Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte nehmen, stellt sich die Frage, ob § 71b AktG seinem Sinn nach Geltung beansprucht, obwohl die AG ihre Aktieninhaberschaft für die Laufzeit des Vertrages aufgegeben hat.

Im Folgenden sollen diese Fragen für das echte Pensionsgeschäft und das Wertpapierdarlehen erörtert werden. Dabei wird jeweils danach differenziert, ob die AG als Entleiherin oder als Verleiherin eigener Aktien tätig wird. Voraussetzung für eine angemessene rechtliche Behandlung der untersuchten Transaktionstypen ist die zutreffende Erfassung ihres wirtschaftlichen Gehalts. Wie eingangs dargestellt<sup>31</sup>, handelt es sich bei Wertpapierpensionsgeschäften auf der einen und Wertpapierdarlehen auf der anderen Seite zwar idealtypisch und historisch um Geschäftstypen, die durchaus unterschiedliche wirtschaftliche Bedürfnisse befriedigen sollten und dementsprechend auch rechtlich unterschiedlich ausgestaltet waren, die sich aber mittlerweile in der Praxis teilweise bis zur Austauschbarkeit hin aneinander angenähert haben. Um der Vielgestaltigkeit der beiden Vertragstypen Rechnung zu tragen, wird bei den nachstehenden Ausführungen zur Anwendbarkeit der §§ 71 ff. AktG jeweils danach unterschieden, ob ein herkömmliches Pensionsgeschäft oder Wertpapierdarlehen vorliegt, bei dem der Pensionsnehmer bzw. der Darlehensgeber die ihm übertragenen Vermögenswerte lediglich als Sicherheit hält, oder ob es sich um eine Mischform von Wertpapierpensionsgeschäft und Wertpapierdarlehen handelt, bei der jede der beiden Seiten frei über die ihr übertragenen Vermögenswerte verfügen darf.

---

<sup>31</sup> Unter B.



## **D. Die Aktiengesellschaft als Entleiherin eigener Aktien**

### **I. Die Aktiengesellschaft als Pensionsnehmerin eigener Aktien beim herkömmlichen Pensionsgeschäft**

#### **1. Bilanzielle Abbildung von Wertpapierpensionsgeschäften**

Ein erster Ansatzpunkt für die Beantwortung der Frage, ob die §§ 71 ff. AktG auf den Erwerb und die Übertragung eigener Aktien im Rahmen von Pensionsgeschäften Anwendung finden, ist die bilanzielle Abbildung dieser Geschäfte. Nach § 340b Abs. 4 HGB sind beim echten Pensionsgeschäft die übertragenen Papiere weiterhin in der Bilanz des Pensionsgebers zu aktivieren, der im Gegenzug in Höhe des erhaltenen Betrags eine Verbindlichkeit gegenüber dem Pensionsnehmer auszuweisen hat. Eine etwaige Differenz zwischen diesem Betrag und dem Betrag, den er an den Pensionsnehmer gegen Rückübertragung der Papiere zu entrichten hat, ist über die Laufzeit des Pensionsgeschäfts zu verteilen; das trägt dem Umstand Rechnung, dass es sich bei einer solchen Differenz in der Sache um einen laufzeitabhängigen Kreditzins handelt. Dagegen darf der Pensionsnehmer nach § 340b Abs. 4 Satz 5 HGB die ihm in Pension gegebenen Wertpapiere nicht in seiner Bilanz ausweisen. Um den Abfluss des an den Pensionsgeber gezahlten Betrages bilanziell zu neutralisieren, muss er vielmehr seinen bei der Rückübertragung fälligen Zahlungsanspruch gegen den Pensionsgeber aktivieren<sup>32</sup>. Vor dem Bonitätsrisiko des Pensionsgebers ist der Pensionsnehmer dadurch gesichert, dass er seine Verschaffungspflicht im Hinblick auf die ihm überlassenen Papiere nur Zug um Zug gegen Zahlung des ihm vom Pensionsgeber geschuldeten Betrages erfüllen muss.

Charakteristisch für das echte Pensionsgeschäft ist danach zum einen, dass die in Pension gegebenen Wertpapiere auch nach ihrer Übertragung an den Pensionsnehmer in der Bilanz des Pensionsgebers als ihm gehörende Vermögensgegenstände zu aktivieren sind. Dies ist insofern konsequent, als der Pensionsgeber auch nach Übertragung der Papiere das Risiko ihrer Wertentwicklung trägt. Das echte Pensionsgeschäft zeichnet sich zum anderen dadurch aus, dass der Pensionsgeber gegen das Risiko der Insolvenz des Pensionsnehmers gesichert ist, indem er vom Pensionsnehmer den Kaufpreis für die Übertragung des Pensionsguts erhält und diesen oder den im voraus vereinbarten anderen Betrag nur Zug um Zug gegen Rückübertragung der Wertpapiere an den Pensionsgeber zu zahlen hat<sup>33</sup>.

---

<sup>32</sup> Nach § 340 Abs. 4 Satz 6 HGB ist eine etwaige Differenz zwischen dem von ihm an den Pensionsgeber gezahlten und von diesem bei Rückübertragung der Papiere zu entrichtenden Betrag über die Vertragslaufzeit zu verteilen.

<sup>33</sup> Dem Pensionsgeber verbleibt allenfalls das Risiko, dass der Wert der in Pension gegebenen Papiere während der Vertragslaufzeit über den vom Pensionsnehmer gezahlten Preis steigt. Hierfür hat der Pensionsnehmer aber regelmäßig gesondert Sicherheit zu leisten, vgl. § 8 Rahmenvertrag für echte Wertpapierpensionsgeschäfte

## **2. Erwerbs- und Besitzvoraussetzungen**

### **a) Erwerb eigener Aktien beim herkömmlichen Pensionsgeschäft als Inpfandnahme**

Wenn die vorstehenden bilanzrechtlichen Erwägungen auf die gesellschaftsrechtliche Behandlung des Erwerbs eigener Aktien im Rahmen eines Wertpapierpensionsgeschäfts übertragbar wären, läge es nahe, ein solches Geschäft nicht als Erwerb eigener Aktien i.S.v. § 71 AktG zu behandeln. Die AG soll nur vorübergehend eigene Aktien halten, die sie nach Ablauf der Vertragszeit auf den Pensionsgeber zurücküberträgt. Durch die Ausgestaltung des Pensionsgeschäfts als Verkauf und Rückkauf scheint sichergestellt, dass Chancen und Risiken einer Wertänderung der übertragenen Papiere beim Pensionsgeber verbleiben. Darüber hinaus ist der Pensionsnehmer regelmäßig verpflichtet, während der Laufzeit anfallende Dividenden und Bezugsrechte an den Pensionsgeber abzuführen. Dem Pensionsgeber kommen also die während der Laufzeit des Vertrages anfallenden Erträge und sonstigen Vorteile aus den Aktien zugute; dementsprechend wird er als wirtschaftlicher Eigentümer der auf den Pensionsnehmer übertragenen Papiere qualifiziert.

Das Vermögen der AG scheint daher durch den Erwerb eigener Aktien als Pensionsnehmerin im Rahmen eines echten Pensionsgeschäfts nicht in einer Weise gefährdet, die den gesetzlich geregelten Fällen des Erwerbs eigener Aktien vergleichbar wäre. §§ 71, 71d AktG betreffen nämlich durchweg Gestaltungen, in denen die AG unmittelbar (§ 71) oder mittelbar (§ 71d) über die Ausübung der Rechte aus eigenen Aktien entscheidet und das wirtschaftliche Risiko einer negativen Wertentwicklung trägt<sup>34</sup>. Demgegenüber liegt bei der Übertragung eigener Aktien auf die AG im Rahmen eines Wertpapierpensionsgeschäfts offenbar geradezu das Gegenteil des in § 71d Satz 1 AktG geregelten Falles, nämlich ein Handeln der AG für Rechnung des Pensionsgebers, vor. Während in den Fällen des § 71d Satz 1 AktG Aktienerwerb und Aktienbesitz eines Dritten für Rechnung der AG wie Erwerb oder Besitz eigener Aktien durch die AG selbst behandelt werden, könnte es daher hier angebracht sein, die Vorschriften über eigene Aktien nicht anzuwenden.

Das würde indessen nicht der Funktion gerecht, die das Pensionsgut für die AG als Pensionsnehmerin beim herkömmlichen Pensionsgeschäft hat: Erwirbt die AG die eigenen Aktien in erster Linie als Sicherheit für den Rückzahlungsanspruch, der ihr gegen den Pensionsgeber zusteht, und sie ist nach der vertraglichen Abrede der Parteien nicht dazu befugt, die Aktien an Dritte weiterzuübertragen<sup>35</sup>, hat der Pensionserwerb ausschließlich den

---

(Repos) bzw. Nr. 6 Rahmenvertrag für Wertpapierpensionsgeschäfte (Repos).

<sup>34</sup> Vgl. nur *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71d Rn. 6 i.V.m. § 71a Rn. 65 mwN.

<sup>35</sup> Zu dem Fall, dass die AG die eigenen Aktien nach Belieben weiter verwenden darf, siehe unten D.III.

Zweck, die AG gegen das Risiko der Insolvenz des Pensionsgebers zu sichern. Die bloße Sicherungsfunktion ist ein maßgeblicher Grund dafür, beim Wertpapierpensionsgeschäft bilanziell das wirtschaftliche Eigentum an den Papieren dem Pensionsgeber zuzurechnen und dem Pensionsnehmer den Ausweis der Papiere in seiner Bilanz zu untersagen.

Der Vertragszweck des herkömmlichen Pensionsgeschäfts besteht darin, dem Pensionsgeber Kredit zu verschaffen<sup>36</sup>. Sofern es sich beim Pensionsgut um Aktien einer anderen Gesellschaft handelt, ist der Pensionsnehmer vor dem Risiko der Insolvenz des Pensionsgebers und damit vor der Gefahr der Uneinbringlichkeit des als Kaufpreisanspruch ausgestalteten Rückzahlungsanspruchs effektiv gesichert. Ist der Wert der Aktien über den Betrag hinaus gestiegen, den der Pensionsgeber für die Rückübertragung zu entrichten hat, wird in der Insolvenz des Pensionsgebers dessen Insolvenzverwalter den Rückübertragungsanspruch geltend machen. In diesem Fall wird der Pensionsvertrag trotz der Insolvenz des Pensionsgebers vollständig erfüllt (§ 55 Abs. 1 Ziff. 2 Alt. 1 InsO): Der Pensionsgeber erhält die Papiere, der Pensionsnehmer den ihm zustehenden Geldbetrag. Ist dagegen der Wert der Papiere unter den vom Pensionsgeber bei Rückübertragung zu zahlenden Betrag gesunken, wird der Insolvenzverwalter den Rückübertragungsanspruch des Pensionsgebers nicht geltend machen. Bei dieser Entscheidung (über die Verwertung des Übereignungsanspruchs) wird der Kaufpreisanspruch des Pensionsnehmers nicht vollständig erfüllt. Seine Befriedigung erfolgt vielmehr nach Maßgabe von § 103 Abs. 2 Satz 1 InsO. Dieser Bestimmung liegt eine Verrechnung der Werte der wechselseitigen Ansprüche zugrunde: Der Wert des (nicht geltend gemachten) Übereignungsanspruchs des Pensionsgebers wird in der Form zur Befriedigung des Kaufpreisanspruchs des Pensionsnehmers verwendet, dass der Kaufpreisanspruch gegen den Wert des Übereignungsanspruchs verrechnet wird. Entscheidet sich der Insolvenzverwalter des Pensionsgebers gegen die Geltendmachung des Rückübertragungsanspruchs, wird also der Kaufpreisanspruch des Pensionsnehmers durch Verrechnung gegen den aktuellen Wert des Übereignungsanspruchs des Pensionsgebers befriedigt. Der darüber hinausgehende Wert des Kaufpreisanspruchs wird lediglich als Insolvenzforderung befriedigt<sup>37</sup>. Im Ergebnis trägt der Pensionsnehmer daher das Risiko der Insolvenz des Pensionsgebers nur in Höhe der Differenz zwischen dem Rückzahlungsbetrag und einem niedrigeren aktuellen Wert der Papiere, sofern nicht dieser Wertunterschied, wie in den Rahmenverträgen für Wertpapierpensionsgeschäfte

---

<sup>36</sup> Näher dazu oben, B. I.

<sup>37</sup> Zur Funktion des § 103 Abs. 2 Satz 1 InsO, die Werte der wechselseitig noch ausstehenden Ansprüche zu verrechnen, siehe *Tintelnot* in Kübler/Prütting, InsO, Stand 2007, § 103 Rn. 97.

vorgesehen<sup>38</sup>, durch zusätzliche Sicherheiten gedeckt ist. Im Übrigen ist der Pensionsnehmer durch die Inhaberschaft der ihm übertragenen Papiere gesichert. Diese dienen ihm wirtschaftlich betrachtet als Sicherheit für den Rückzahlungsanspruch.

Wenn es sich bei den pensionsweise übertragenen Papieren um eigene Aktien des Pensionsnehmers handelt, ist diese Sicherung des Pensionsnehmers indessen ihrerseits mit besonderen Risiken behaftet. Das zeigt sich vor allem im vorstehend erörterten Fall der Insolvenz des Pensionsgebers, wenn der Wert der pensionsweise auf die AG als Pensionsnehmerin übertragenen eigenen Aktien geringer ist als der vom Pensionsgeber bei Rückübertragung zu zahlende Betrag. Als Sicherheit für ihren Rückzahlungsanspruch dienen der AG hier eigene Aktien. Diese Aktien verbleiben ihr unter den geschilderten Umständen ebenso, wie dies bei einem Erwerb ohne Rückübertragungspflicht der Fall wäre, der den Bestimmungen des § 71 AktG unterlegen hätte.

Der Erwerb eigener Aktien durch die AG als Pensionsnehmerin gleicht damit der Inpfandnahme eigener Aktien. Auch dort dienen eigene Aktien als Sicherheit für einen Anspruch der Gesellschaft und sollen daher bestimmungsgemäß nicht auf Dauer im Vermögen der AG verbleiben. Wie beim Pensionsgeschäft kann aber die AG bei Zahlungsunfähigkeit des Schuldners für die Befriedigung ihres Anspruchs auf die Verwertung der eigenen Aktien angewiesen sein. Insoweit bedeutet es keinen erheblichen Unterschied, dass die AG beim Pensionsgeschäft Vollrechtsinhaberin, bei der Inpfandnahme dagegen nur Sicherungsnehmerin ist. Wenn § 71e AktG die Inpfandnahme eigener Aktien dem Vollrechtserwerb gleichstellt und den dafür geltenden Beschränkungen unterwirft, spricht dies im Gegenteil dafür, den Vollrechtserwerb zu Sicherungszwecken im Rahmen von echten Pensionsgeschäften erst recht nur nach Maßgabe dieser Regelungen zuzulassen. Dementsprechend sind beim Pensionserwerb eigener Aktien durch die AG die Bestimmungen über deren Inpfandnahme sinngemäß anzuwenden.

## **b) Erwerbsgrund**

Ein Erwerb eigener Aktien im Rahmen eines Pensionsgeschäfts setzt daher zunächst entsprechend § 71e Abs. 1 AktG das Vorliegen eines Erwerbsgrundes nach § 71 Abs. 1 AktG voraus. Anders als bei der Inpfandnahme, bei der die AG lediglich ein Sicherungsrecht an den eigenen Aktien, nicht aber die Verfügungsbefugnis über sie erwirbt, kommen beim Pensionsgeschäft neben den Erwerbsgründen nach § 71 Abs. 1 Nr. 1 und Nr. 8 AktG und dem

---

<sup>38</sup> Vgl. § 8 Rahmenvertrag für echte Wertpapierpensionsgeschäfte (Repos) bzw. Nr. 6 Rahmenvertrag für Wertpapierpensionsgeschäfte (Repos).

privilegierten Erwerb durch ein Kreditinstitut oder Finanzdienstleistungsinstitut zu Sicherungszwecken entsprechend § 71e Abs. 1 Satz 2 AktG auch die Erwerbsgründe nach § 71 Abs. 1 Nr. 2, 3 oder 7 AktG in Betracht. Ein unentgeltlicher Erwerb nach § 71 Abs. 1 Nr. 4 AktG liegt, ebenso wie bei der Inpfandnahme<sup>39</sup>, nur dann vor, wenn die AG dem Pensionsgeber im Gegenzug für die Übertragung der Aktien keine günstigeren Konditionen für die Mittelüberlassung einräumt als dies ohne die Aktienübertragung der Fall gewesen wäre.

### **c) 10%-Grenze**

Bei einem entgeltlichen Erwerb sind die Aktien entsprechend § 71e Abs. 1 Satz 1 AktG auf die Zehnprozentgrenze des § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG anzurechnen. Das leuchtet hier wegen des Vollrechtserwerbs noch eher ein als im unmittelbaren Anwendungsbereich des § 71e AktG.

### **d) Kapitalgrenze**

Der gesetzlichen Regelung der § 71e Abs. 1 Satz 1, § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG liegt die Einsicht zugrunde, dass eigene Aktien für die Gesellschaft keine werthaltige Sicherheit darstellen. Die Gleichstellung der Inpfandnahme mit dem Erwerb eigener Aktien soll verhindern, dass die Gesellschaft im Vertrauen auf eine für sie nicht werthaltige Sicherheit Kredit ausreicht. Dementsprechend darf die Gesellschaft eigene Aktien nur als Pfand nehmen, wenn sie eine etwaige Differenz zwischen dem für die gesicherte Forderung anzusetzenden Betrag und dem Wert, der dieser Forderung ohne Berücksichtigung des Pfandrechts an eigenen Aktien beizulegen ist, aus freien Mitteln decken kann<sup>40</sup>. Übertragen auf den Zahlungsanspruch, der der AG als Pensionsnehmerin eigener Aktien gegen den Pensionsgeber zusteht, folgt daraus, dass eine etwaige Differenz zwischen dem Nominalbetrag dieses Zahlungsanspruchs der AG und dem Wert, den dieser Anspruch ohne Berücksichtigung des Zurückbehaltungsrechts der AG an den ihr vom Pensionsgeber übertragenen eigenen Aktien hat, nur unter den Voraussetzungen des § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG erfolgen darf, denn in dieser Höhe setzt die Gesellschaft Vermögenswerte für eigene Aktien aufs Spiel. Die Gesellschaft muss ihren Anspruch gegen den Pensionsgeber nicht in Höhe des Differenzbetrages abschreiben; vielmehr ist insoweit entsprechend § 272 Abs. 4 HGB eine Rücklage zu bilden, die zu Lasten ausschüttungsfähiger Kapitalpositionen dotiert werden muss. Stehen solche Positionen zum Ausgleich eines Minderwertes des Rückzahlungsanspruchs nicht zur Verfügung, darf die

---

<sup>39</sup> Dazu *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71e Rn. 8.

<sup>40</sup> *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71e Rn. 12 mit Nachw. zu anderen Auffassungen.

Gesellschaft die eigenen Aktien nicht im Rahmen eines echten Pensionsgeschäfts erwerben. Damit wird einerseits dem Umstand Rechnung getragen, dass eigene Aktien nach geltendem Recht grundsätzlich zu aktivieren und damit als Vermögensgegenstand zu behandeln sind. Andererseits wird sichergestellt, dass die Gesellschaft nur freie Mittel für den Erwerb eigener Aktien investiert und den Betrag, den sie für den Erwerb eigener Aktien aufwendet, nicht noch ein zweites Mal als Dividende an die Aktionäre verteilen kann.

### **3. Rechte aus den Aktien**

Anders als bei der Inpfandnahme eigener Aktien, bei der die Verwaltungs- und Vermögensrechte aus den Aktien beim Sicherungsgeber verbleiben<sup>41</sup>, wird die AG beim Pensionsgeschäft Vollrechtsinhaberin. Damit scheinen nach § 71b AktG alle Rechte aus den Aktien für die Dauer der Inhaberschaft der AG zu ruhen. Die Anwendung dieser Vorschrift auf eigene Aktien, die die AG als Pensionsnehmerin hält, bedarf indessen im Hinblick auf den Sicherungscharakter des Aktienerwerbs beim herkömmlichen Pensionsgeschäft näherer Überprüfung.

#### **a) Stimmrecht**

Im Hinblick auf die Ausübung des Stimmrechts soll § 71b AktG verhindern, dass der Vorstand unter Einsatz von Mitteln der Gesellschaft in die eigene Hauptversammlung hineinregiert<sup>42</sup>. Dafür ist es unerheblich, ob die Gesellschaft zur Rückübertragung der Aktien verpflichtet ist und ob sie das Risiko einer Wertänderung trägt oder nicht. Andererseits dient die Übertragung der Aktien auf die AG als Pensionsnehmerin ausschließlich der Befriedigung ihres Sicherungsinteresses, das sich in der Sache nicht von demjenigen eines Pfandgläubigers unterscheidet, der nicht Inhaber der Aktien wird und damit auch nicht zur Ausübung der Mitgliedschaftsrechte berechtigt ist<sup>43</sup>. Dementsprechend wird zwar häufig vereinbart, dass die Vermögensrechte aus den pensionsweise übertragenen Aktien für die Laufzeit des Vertrages dem Pensionsgeber zustehen sollen<sup>44</sup>. Dagegen enthalten die üblicherweise verwendeten Rahmenverträge keine Bestimmungen darüber, dass der Pensionsgeber auch Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte aus den übertragenen Aktien nehmen dürfte. Unter diesen Umständen findet auf die pensionsweise erworbenen eigenen Aktien § 71b AktG Anwendung.

---

<sup>41</sup> Cahn in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71e Rn. 16.

<sup>42</sup> Vgl. nur Cahn in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71b Rn. 2 mwN.

<sup>43</sup> Vgl. Lutter in KölnKomm AktG, 2. Aufl., 1988, § 71e Rn. 28; Oechsler in MünchKomm AktG, 2. Aufl., 2003, § 71e Rn. 23; Cahn in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71e Rn. 16.

<sup>44</sup> Näher dazu oben, B. I.

Etwas anderes gilt dann, wenn im Pensionsvertrag vereinbart ist, dass die AG das Stimmrecht nach den Weisungen des Pensionsgebers auszuüben hat und es nicht ausüben darf, soweit er keine ausdrückliche Weisung erteilt. Hier hat die Gesellschaft keinerlei Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte aus den ihr übertragenen eigenen Aktien, so dass der Pensionsnehmer das Stimmrecht nicht in eigenem Interesse, sondern für Rechnung des Pensionsgebers ausübt. Ein Ausschluss des Stimmrechts würde sich daher zu Lasten des Pensionsgebers auswirken. Das ist indessen im Hinblick auf den Zweck des § 71b AktG dann nicht geboten, wenn sichergestellt ist, dass der AG keinerlei eigener Spielraum bei der Stimmrechtsausübung zusteht, so dass die Gefahr des Hineinregierens in die eigene Hauptversammlung ausgeschlossen ist.

## **b) Vermögensrechte**

Regelmäßig wird die Gesellschaft dem Pensionsgeber entgangene Dividenden und Bezugsrechte vergüten müssen, denn anderenfalls würde der Pensionsgeber durch die Übertragung der Aktien eine Einbuße erleiden, die durch die Pensionsgebühr nicht abgegolten wäre.

Eine Vergütung für entgangene Dividenden würde für die AG im Ergebnis keine Kosten mit sich bringen, die sie ohne diese Transaktion nicht auch tragen müsste; sie könnte im Gegenteil sogar Mittel sparen. Der Aufwand für die dem Pensionsgeber geschuldete Vergütung für entgangene Dividende mindert den Jahresüberschuss und, ceteris paribus, den ausschüttungsfähigen Bilanzgewinn. Der Betrag, der im Fall des Verbleibs der Aktien beim Pensionsgeber als Dividende an ihn ausgeschüttet worden wäre, wird ihm als vertragliches Entgelt im Rahmen des Pensionsgeschäfts bezahlt. Während aber die Dividende den zu versteuernden Gewinn der Gesellschaft nicht geschmälert hätte, ist die Pensionsvergütung steuerlich abzugsfähig<sup>45</sup>. Im Hinblick auf Dividendenansprüche aus pensionsweise erworbenen eigenen Aktien könnte daher die Anwendung von § 71b AktG für die Gesellschaft Vorteile mit sich bringen. Für den Pensionsgeber kommt es insoweit darauf an, ob empfangene Dividenden einer anderen steuerlichen Regelung unterliegen als eine Vergütung im Rahmen eines Pensionsgeschäfts.

Anders als eine Vergütung für entgangene Dividenden würde dagegen eine Vergütung für entgangene Bezugsrechte die Gesellschaft mit Kosten belasten, die sie anderenfalls nicht zu tragen hätte. Ohne die Übertragung der Aktien auf die AG stünden Bezugsrechte aus einer

---

<sup>45</sup> Ausführlich *Mühlhäuser/Stoll* DStR 2002, 1597, 1600 i.V.m. 1598 f.; vgl. zur Beschränkung der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Dividendenausgleichszahlungen in § 8b Abs.10 KStG in der Fassung des Unternehmenssteuerreformgesetzes 2008 jetzt *Häuselmann* DStR 2007, 1379 ff.

Emission dem Pensionsgeber entsprechend seiner Beteiligung zu. Bei einem Ruhen der Rechte aus den auf die AG übertragenen Aktien wachsen diese Bezugsrechte den übrigen Aktionären zu<sup>46</sup>. Während aber die Ausübung des Bezugsrechts nicht zu einem Mittelabfluss bei der AG führt, wäre dies bei Zahlung einer Vergütung an den Pensionsgeber der Fall, ohne dass dieser Mittelabfluss durch einen höheren Emissionserlös kompensiert würde.

Die Anwendung von § 71b AktG auf die AG als Pensionsnehmerin eigener Aktien würde die Gesellschaft danach teils besser und teils schlechter stellen als dies der Fall wäre, wenn die Pensionsübertragung entsprechend ihrem Sicherungscharakter wie eine Inpfandnahme behandelt würde. Die Ausübung der Rechte aus den pensionsweise erworbenen Aktien würde damit einer anderen Regelung unterstellt als der Erwerb selbst, der den Bestimmungen des § 71e AktG unterliegt. Es ist daher zu überlegen, ob § 71b AktG auch dann im Hinblick auf die Vermögensrechte, insbesondere Dividendenansprüche und Bezugsrechte, aus eigenen Aktien Geltung beansprucht, wenn die Gesellschaft diese Aktien im Rahmen eines Pensionsgeschäfts erworben hat und nach den Vereinbarungen der Parteien die Nutzungen und sonstigen Vorteile der Aktien für die Vertragslaufzeit dem Pensionsnehmer zustehen sollen. § 71b AktG differenziert zwar seinem Wortlaut nach nicht nach der Grundlage, auf der die Aktionärsstellung der AG beruht. Anders als im gesetzlichen Regelfall der Inhaberschaft eigener Aktien für eigene Rechnung würden Vermögensrechte aus nur pensionsweise erworbenen eigenen Aktien aber nicht dazu führen, dass die Ansprüche der anderen Aktionäre zugunsten der AG selbst geschmälert würden. Vielmehr soll der Pensionsgeber, der sich der Aktien nur zu Sicherungszwecken entäußert hat, so gestellt werden, als sei er Inhaber der Papiere geblieben. Beim herkömmlichen Pensionsgeschäft hält die AG als Pensionsnehmerin die Aktien insoweit wie ein Dritter für Rechnung des Pensionsgebers. Wie eigene Aktien, die ein Dritter für Rechnung der AG hält, der AG zugerechnet werden (§ 71d Satz 1 AktG), sind eigene Aktien, die die AG als Pensionsnehmerin erwirbt, im Hinblick auf die Vermögensrechte aus diesen Aktien dem Pensionsgeber zuzurechnen, soweit die Erträge nicht nach den Vereinbarungen zwischen den Parteien ausnahmsweise im Ergebnis der AG verbleiben sollen. Damit wird einerseits verhindert, dass der Gesellschaft selbst entgegen § 71b AktG Erträge oder andere über die Sicherung ihrer Forderung hinausgehende Vorteile aus den ihr übertragenen eigenen Aktien zufließen. Andererseits ist gewährleistet, dass die Gesellschaft als Pensionsnehmerin eigener Aktien aufgrund der Verpflichtung, den Pensionsgeber vermögensmäßig so zu stellen, als sei er weiterhin Inhaber der Aktien, nicht

---

<sup>46</sup> *Lutter* in KölnKomm AktG, 2. Aufl., 1988, § 71b Rn. 12; *Oechsler* in MünchKomm AktG, 2. Aufl., 2003, § 71b Rn. 12; *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71b Rn. 10.



mit Kosten belastet wird, die über die Weitergabe der während der Vertragslaufzeit anfallenden Erträge hinausgehen.

#### **4. Rückübertragung der Aktien an den Pensionsgeber**

Erkennt man, dass die Übertragung eigener Aktien auf die AG als Pensionsnehmerin beim herkömmlichen Pensionsgeschäft einen der Inpfandnahme entsprechenden Erwerb darstellt, folgt daraus unmittelbar, dass bei der Rückübertragung an den Pensionsgeber der Gleichbehandlungsgrundsatz und das den Aktionären bei der Veräußerung eigener Aktien zustehende Erwerbsrecht<sup>47</sup> keine Geltung beanspruchen. Ebenso wie bei anderen Arten des Erwerbs zu Sicherungszwecken sollen die eigenen Aktien der AG nur vorübergehend zur Verfügung stehen und bei ordnungsgemäßer Abwicklung des zugrunde liegenden Kreditgeschäfts bestimmungsgemäß wieder an den Kreditnehmer zurückübertragen werden. Lediglich bei einer Verwertung der Aktien zu Sicherungszwecken sind Gleichbehandlungsgrundsatz und Erwerbsrecht der Aktionäre zu beachten<sup>48</sup>.

#### **5. Kapitalmarktrechtliche Pflichten**

Für den Pensionsgeber löst weder die Übertragung der Aktien auf die Gesellschaft noch die Rückübertragung durch die Gesellschaft eine Mitteilungspflicht nach § 21 WpHG aus. Die Übertragung der Aktien auf die AG dient in den hier erörterten Fällen des Pensionsgeschäfts lediglich zur Sicherung des Zahlungsanspruchs der AG gegenüber dem Pensionsnehmer. Die Stimmrechte aus den Aktien sind dem Pensionsgeber daher in jedem Fall auch nach der Übertragung auf die AG nach § 22 Abs. 1 Nr. 3 WpHG zuzurechnen<sup>49</sup>. Wenn es sich beim Pensionsgut für den Pensionsnehmer um eigene Aktien handelt, liegen die Voraussetzungen für eine Ausnahme von der fortdauernden Zurechnung der Stimmrechte an den Pensionsgeber nach Halbsatz 2 der Vorschrift – Befugnis und Absicht des Sicherungsnehmers zur Stimmrechtsausübung nach eigenem Ermessen - nie vor: Wegen § 71b AktG kann die AG die Stimmrechte aus eigenen Aktien entweder nur nach ausdrücklicher Weisung des Pensionsgebers oder überhaupt nicht, unter keinen Umständen aber nach eigenem Ermessen ausüben.

---

<sup>47</sup> Dazu i.e. *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn. 129 ff.; *Merkt* in Großkomm AktG, 4. Aufl., 2007, § 71 Rn. 81 ff.

<sup>48</sup> Vgl. *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71c Rn. 13; *Merkt* in Großkomm AktG, 4. Aufl., 2007, § 71c Rn. 34.

<sup>49</sup> Demgegenüber will die h.L. auf Pensionsgeschäfte § 22 Abs. 1 Nr. 2 WpHG anwenden. Die Stimmrechte aus den Aktien wären danach dem Pensionsgeber nur dann zuzurechnen, wenn ihm ein Weisungsrecht hinsichtlich ihrer Ausübung zustünde, vgl. *Hirte* in KölnKomm WpHG, 2007, § 22 Rn. 80; *Schneider* in Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl., 2006, § 22 Rn. 73; *Opitz* in Schäfer/Hamann, KMG, 2. Aufl., 2006, § 22 WpHG Rn. 43 ff.

Stellt danach die Übertragung der Aktien auf die AG als Pensionsnehmerin für den Pensionsgeber keine mitteilungspflichtige Veräußerung dar, löst auch die Rückübertragung der Aktien für ihn keine Mitteilungspflicht nach § 21 WpHG aus. Die bloße Änderung der Zusammensetzung seines Stimmrechtsbestandes im Hinblick auf von ihm selbst gehaltene und ihm nach § 22 WpHG zugerechnete Aktien ist keine Änderung des Stimmrechtsanteils, die Voraussetzung für eine Mitteilungspflicht wäre<sup>50</sup>.

Dieselben Erwägungen gelten für das Übernahmerecht. Da die AG das Stimmrecht aus eigenen Aktien nie nach eigenem Ermessen ausüben kann, werden die Stimmrechte auch nach der Übertragung auf die AG nach § 30 Abs. 1 Nr. 3 WpÜG weiterhin dem Pensionsgeber zugerechnet. Dementsprechend führt die Rückübertragung der Aktien an ihn nicht zu einer Erhöhung seines Stimmrechtsanteils, die bei Überschreiten der Kontrollschwelle die Angebotspflicht nach § 35 WpÜG auslösen könnte<sup>51</sup>.

Die Gesellschaft als Pensionsnehmerin muss ihrerseits den Erwerb und die Rückübertragung der eigenen Aktien nach § 26 Abs. 1 Satz 2 WpHG veröffentlichen, wenn sie dadurch eine der in dieser Vorschrift genannten Schwellen erreicht, unterschreitet oder überschreitet.

## **II. Die Aktiengesellschaft als Darlehensnehmerin eigener Aktien beim herkömmlichen Wertpapierdarlehen**

### **1. Bilanzielle Abbildung von Wertpapierdarlehen**

Ebenso wie beim Pensionsgeschäft liefert auch beim Wertpapierdarlehen die bilanzielle Abbildung einen ersten Anhaltspunkt für den wirtschaftlichen Gehalt des Geschäfts. Das Wertpapierdarlehen ist nach überwiegender Ansicht bilanziell anders abzubilden als das echte Pensionsgeschäft: Der darlehensweise überlassene Gegenstand ist beim Darlehensgeber auszubuchen, der stattdessen den Rückübertragungsanspruch mit dem Buchwert des übertragenen Gegenstandes anzusetzen hat<sup>52</sup>. Der Darlehensnehmer aktiviert den Gegenstand mit dem Verkehrswert und passiviert seine Rückübertragungsverpflichtung in gleicher Höhe<sup>53</sup>. Anders als das Pensionsgeschäft für den Pensionsnehmer wird das

---

<sup>50</sup> *Schneider* in Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl. 2006, § 21 Rn. 44; *Sudmeyer*, BB 2002, 685, 688 f.; ebenso zur vergleichbaren Fragestellung im Rahmen von § 35 WpÜG v. *Bülow* in KölnKomm WpÜG, 2003, § 35 Rn. 92 mit Nachw.; a.A. für §§ 21, 22 WpHG *Opitz* in Schäfer/Hamann, KMG, 2. Aufl., 2006, § 22 WpHG Rn. 99.

<sup>51</sup> v. *Bülow* in KölnKomm WpÜG, 2003, § 35 Rn. 92 mit Nachw.

<sup>52</sup> Vgl. nur A/D/S, Teilband 6, 6. Aufl., 1998, § 246 Rn. 370 i.V.m. Rn. 356, 359; *Förschle* in Beck'scher Bilanzkomm, 6. Aufl., 2006, § 246 Rn. 175; kritisch *Schmid/Mühlhäuser* BB 2001, 2609, 2611 unter Hinweis auf den Verbleib der Chancen und Risiken aus den Wertpapieren beim Darlehensgeber sowie die Verpflichtung des Darlehensnehmers, während der Vertragslaufzeit anfallende Dividenden und Bezugsrechte an den Darlehensgeber abzuführen.

<sup>53</sup> A/D/S, Teilband 6, 6. Aufl., 1998, § 246 Rn. 370 i.V.m. Rn. 357; *Förschle* in Beck'scher Bilanzkomm,

Wertpapierdarlehen danach auf Seiten des Darlehensnehmers als Erwerb der ihm übertragenen Gegenstände abgebildet.

## **2. Erwerbs- und Besitzvoraussetzungen**

### **a) Unentgeltlicher Erwerb?**

Da der Darlehensnehmer Vollrechtsinhaber der ihm übertragenen Aktien wird, besteht auch gesellschaftsrechtlich kein Zweifel daran, dass die AG als Darlehensnehmerin eigene Aktien i.S.v. § 71 AktG erwirbt. Näherer Prüfung bedarf jedoch die Frage, ob die Erwerbs- und Besitzbeschränkungen für eigene Aktien bei einem darlehensweisen Erwerb in vollem Umfang Geltung beanspruchen.

Als Darlehensnehmerin hat die AG beim einem Wertpapierdarlehen, bei dem eine von ihr gestellte Sicherheit nicht zur freien Verfügung des Darlehensgebers steht, für die ihr übertragenen Aktien keinen Kaufpreis, sondern lediglich den Darlehenszins zu entrichten. Er beträgt regelmäßig nur einen Bruchteil des Betrages, der für einen Kauf eigener Aktien aufgewendet werden muss<sup>54</sup>. Das mit dem Erwerb eigener Aktien verbundene Risiko für das Vermögen der AG scheint damit beim herkömmlichen Wertpapierdarlehen ungleich geringer zu sein als bei einem Kauf. Das könnte es nahelegen, das Wertpapierdarlehen entsprechend § 71 Abs. 1 Nr. 4 Alt. 1 AktG als Fall des unentgeltlichen Erwerbs zu behandeln.

Dafür spricht auf den ersten Blick auch, dass die für Fälle des entgeltlichen Erwerbs vorgeschriebene Bildung einer Rücklage für eigene Aktien zu Lasten des ausschüttungsfähigen Gesellschaftsvermögens (§§ 272 Abs. 4 HGB, 71 Abs. 2 Satz 2 AktG) auf den darlehensweisen Erwerb eigener Aktien nicht zu passen scheint. Die Rücklage für eigene Aktien soll verhindern, dass sich der entgeltliche Erwerb eigener Aktien bilanziell als bloßer Aktivtausch darstellt, der die ausschüttungsfähigen Mittel unberührt lässt, so dass die Gesellschaft den Erwerbspreis zweimal, nämlich einmal als Entgelt für die Aktienübertragung und anschließend noch einmal als Dividende ausschütten kann<sup>55</sup>. Die Bildung der gebundenen Rücklage für eigene Aktien sorgt dafür, dass die ausschüttungsfähigen Mittel um den Betrag des Erwerbspreises<sup>56</sup> reduziert werden, weil die Gesellschaft den Erwerbspreis für eine für sie und ihre Gläubiger wertlose Selbstbeteiligung entrichtet und damit in der Sache dem

---

6. Aufl., 2006, § 246 Rn. 175.

<sup>54</sup> Das Darlehensentgelt für DAX Titel beträgt zwischen 0,1 und 0,25 Prozent, für MDAX Werte zwischen 0,25 und 0,6 Prozent und für im TECDAX gelistete Aktien zwischen einem und fünf Prozent p.a. auf den Nominalbetrag, vgl. *Kauter* in Busack/Kaiser, Handbuch Alternative Investments, Band 1, 2006, S. 91, 99.

<sup>55</sup> *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn. 222.

<sup>56</sup> Er entspricht regelmäßig dem Betrag, mit dem die Aktien in der Bilanz der AG anzusetzen sind, §§ 253 Abs. 1, 255 Abs. 1 HGB.

veräußernden Aktionär eine dividendenähnliche Ausschüttung zuwendet. Indem das Gesetz verlangt, dass die Gesellschaft in der Lage sein muss, diese Rücklage zu Lasten von Eigenkapitalpositionen zu dotieren, die für Ausschüttungen an die Aktionäre zur Verfügung stehen, stellt es sicher, dass die Zahlung des Erwerbspreises für eigene Aktien nicht aus gebundenem Vermögen, sondern aus solchen Mitteln erfolgt, die auch für die Zahlung einer Dividende zur Verfügung gestanden hätten<sup>57</sup>. Beim Erwerb eigener Aktien aufgrund eines Wertpapierdarlehens zahlt die Gesellschaft dagegen keinen Kaufpreis an den Darlehensgeber. Dementsprechend bedarf es auch keines Schutzes davor, dass ein solcher Betrag nicht ein zweites Mal in Form von Dividende an die Aktionäre abfließt. Der Erwerb stellt sich nicht als Aktivtausch, sondern als Bilanzverlängerung dar, denn auf der Aktivseite werden die eigenen Aktien mit ihrem Verkehrswert und auf der Passivseite die Rückübertragungsverpflichtung in gleicher Höhe ausgewiesen. Der Wert der Rückübertragungsverpflichtung entspricht dabei definitionsgemäß dem Wert der aktivierten eigenen Aktien. Die für den Erwerb eigener Aktien typische Gefahr, dass die Gesellschaft aus Gläubigersicht werthaltige Vermögensgegenstände gegen eine Selbstbeteiligung eintauscht, die keinen zusätzlichen Wert repräsentiert, besteht hinsichtlich der Rückübertragungsverpflichtung nicht.

Immerhin stellt aber die Zahlung des Darlehenszinses eine Gegenleistung für den Erwerb eigener Aktien dar. In der Sache handelt es sich um eine dividendenähnliche Ausschüttung an den Darlehensgeber. § 71 Abs. 1 Nr. 4 Alt. 1, Abs. 2 Sätze 1 und 2 AktG privilegieren nur den vollständig unentgeltlichen Erwerb eigener Aktien<sup>58</sup>. Eine Ausdehnung auf Fälle, in denen die Gesellschaft eine im Verhältnis zum Verkehrswert der Aktien geringfügige Vergütung zu entrichten hat, verbietet sich schon aus Gründen der Rechtssicherheit, wie nicht zuletzt der Umstand zeigt, dass je nach dem Marktsegment, in dem die Aktie notiert ist, höchst unterschiedlichen Darlehensentgelte üblich sind<sup>59</sup>. § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG ist Ausdruck der gesetzgeberischen Entscheidung, dass derartige Leistungen unabhängig von ihrer Höhe nur aus freien Mitteln erbracht werden dürfen. Das lässt sich zwar hinsichtlich der Zinszahlungen der AG nicht durch Bildung einer Rücklage gewährleisten, denn der Zahlungsverpflichtung der AG steht auf der Aktivseite keine entsprechende Position gegenüber, die durch eine Rücklage neutralisiert werden müsste, um übermäßige Ausschüttungen zu vermeiden. § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG ist aber auf den Darlehenszins sinngemäß anzuwenden. Die AG darf eigene Aktien als Darlehensnehmerin nur erwerben, wenn sie in der Lage ist, die Zinszahlung aus freien Mitteln zu leisten. Die

---

<sup>57</sup> *Bezenberger* in Schmidt/Lutter, AktG, 2007 § 71 Rn. 80; *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, 2007 § 71 Rn. 222.

<sup>58</sup> Vgl. nur *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn. 76.

<sup>59</sup> Vgl. Fn. 54.

Darlehenszinsverbindlichkeit darf daher nur zu Lasten solcher Bilanzpositionen passiviert werden, die für Ausschüttungen an Aktionäre zur Verfügung stehen; eine Zahlung ohne vorherige Passivierung der entsprechenden Verbindlichkeit darf nur zu Lasten ausschüttungsfähiger Eigenkapitalposten erfolgen.

Die Behandlung eines darlehensweisen Erwerbs eigener Aktien als „unentgeltlich“ wäre aber auch aus anderen Gründen bedenklich. Der Vorstand müsste hinsichtlich der Verwendung der Aktien nur den Gleichbehandlungsgrundsatz, nicht aber eine durch das Gesetz oder die HV bestimmte Zweckvorgabe beachten. Anders als die meisten Kataloggründe für einen entgeltlichen Erwerb eigener Aktien sieht § 71 Abs. 1 AktG für unentgeltlich erworbene Aktien weder eine gesetzliche noch eine durch die Hauptversammlung festzulegende Verwendungsbeschränkung vor. Der Vorstand könnte daher bei entsprechender Anwendung von § 71 Abs. 1 Nr. 4 Alt. 1 AktG im Rahmen eines Wertpapierdarlehens erworbene Aktien für Zwecke einsetzen, für die er anderenfalls eine Ermächtigung der Hauptversammlung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 benötigen würde. Das Wertpapierdarlehen könnte damit zu einer Ausweitung der Vorstandskompetenzen zu Lasten der Hauptversammlung eingesetzt werden.

Entscheidend gegen eine entsprechende Anwendung der Bestimmungen über den unentgeltlichen Erwerb eigener Aktien auf Wertpapierdarlehen spricht schließlich der Umstand, dass ein solcher Erwerb ohne jede mengenmäßige Beschränkung zulässig wäre. Weder von der Hauptversammlung nach § 71 Abs. 1 Nr. 7 oder 8 AktG festgelegte Erwerbsgrenzen noch die Bestandsgrenze des § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG gelten für unentgeltlich erworbene Aktien. Das wäre bei darlehensweise erworbenen Aktien deswegen mit dem Gesetz unvereinbar, weil mit der Übertragung der Aktien auf den Darlehensnehmer dessen Verpflichtung begründet wird, bei Fälligkeit Aktien gleicher Art und Menge zurückzuerstatten. Typischerweise dient die Aufnahme eines Wertpapierdarlehens dazu, dem Darlehensnehmer die Weitergabe der ihm überlassenen Papiere zu ermöglichen. Um ihre Rückerstattungspflicht gegenüber dem Darlehensgeber zu erfüllen, muss die Gesellschaft daher regelmäßig entweder eigene Aktien erwerben oder den Wert der Aktien ersetzen. In beiden Fällen kommt es spätestens bei Fälligkeit des Rückerstattungsanspruchs zu einem entgeltlichen Erwerb eigener Aktien, der seinerseits nur unter den einschränkenden Voraussetzungen des § 71 Abs. 1 und 2 AktG zulässig ist. Da die durch die Rückübertragungspflicht bedingte faktische Erwerbsverpflichtung bereits mit der Aufnahme des Aktiedarlehens entsteht, ist die Darlehensaufnahme auch unabhängig von der Pflicht zur Leistung eines Darlehensentgelts kein unbeschränkt zulässiger unentgeltlicher Erwerb.

## **b) Darlehenserwerb und Erwerb zur Erfüllung der Rückerstattungspflicht als einheitlicher Erwerbsvorgang**

Bei dem Erwerb eigener Aktien im Rahmen eines Wertpapierdarlehens handelt es sich aus den vorstehend dargelegten Gründen um einen entgeltlichen Erwerb, der nur unter Beachtung der dafür geltenden Beschränkungen zulässig ist. Dabei sind der darlehensweise Erwerb eigener Aktien und der Erwerb eigener Aktien zur Erfüllung der Rückerstattungsverpflichtung gegenüber dem Darlehensgeber im Hinblick auf die Erwerbsbeschränkungen des § 71 AktG als unselbständige Teilakte eines einheitlichen Erwerbs zu behandeln. Das entspricht dem wirtschaftlichen Gehalt des Einsatzes eines Wertpapierdarlehens, das regelmäßig nur im Vorgriff auf einen nachfolgenden anderweitigen Erwerb der betreffenden Papiere aufgenommen wird, um den eigentlichen Verwendungszweck schneller erreichen zu können<sup>60</sup>.

Die Beurteilung der Aufnahme des Wertpapierdarlehens und des nachfolgenden Erwerbs zur Erfüllung der Rückerstattungsverpflichtung als ein einheitlicher Erwerb eigener Aktien ist aber auch im Hinblick auf den Normzweck des § 71 AktG geboten. Durch den Einsatz des Instruments „Wertpapierdarlehen“ wird lediglich die Reihenfolge von Kauf und Einsatz der Aktien im Vergleich zu dem der gesetzlichen Regelung zugrundeliegenden typischen Fall umgekehrt. Die Gesamtmenge an eigenen Aktien, die die Gesellschaft am Markt erwirbt, und damit auch das Kursbeeinflussungspotential, ist in beiden Fällen gleich. Ob aber die Gesellschaft, wie in den gesetzestypischen Fällen, erst eigene Aktien erwirbt und sie dann für eigene Zwecke einsetzt oder ob sie sich umgekehrt erst eigene Aktien durch ein Wertpapierdarlehen verschafft und für eigene Zwecke einsetzt und dann eigene Aktien kauft, um ihre Rückerstattungspflicht zu erfüllen, macht im Hinblick auf den Normzweck des § 71 AktG keinen Unterschied.

## **c) Anforderungen nach § 71 Abs. 1 und 2 AktG im Einzelnen**

### **aa) Erwerbsgrund**

Die Behandlung von Darlehensaufnahme und nachfolgendem Erwerb zur Erfüllung der Rückerstattungspflicht als unselbständige Teilakte desselben Erwerbs gilt zunächst für das Erfordernis eines Erwerbsgrundes nach § 71 Abs. 1 AktG. Ein solcher Grund legitimiert nicht nur den darlehensweisen Erwerb eigener Aktien, sondern auch den anschließenden Kauf zur Erfüllung der Rückerstattungspflicht gegenüber dem Darlehensgeber, denn beide

---

<sup>60</sup> Vgl. oben, C.I.

Erwerbsvorgänge erfüllen denselben Verwendungszweck. Wenn eine Gesellschaft eigene Aktien aufgrund eines Wertpapierdarlehens erwirbt, um sie als Belegschaftsaktien auszugeben (§ 71 Abs. 1 Nr. 2 AktG) oder um Aktionäre abzufinden (§ 71 Abs. 1 Nr. 3 AktG), kann auch der anschließende Kauf eigener Aktien zur Rückerstattung an den Darlehensgeber auf den betreffenden Erwerbstatbestand gestützt werden. Die AG muss hier also nicht etwa eine Ermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG ausnutzen, um ihre Rückerstattungspflicht aus dem Darlehensvertrag zu erfüllen; die Aufnahme des Wertpapierdarlehens und die Weitergabe der Aktien stellen lediglich eine „Vorfinanzierung“ des späteren Rückkaufs dar. Ebenso kann die AG bis zu 10% eigene Aktien im Wege eines Wertpapierdarlehens gestützt auf eine Ermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG aufnehmen, ohne dass damit diese Ermächtigung verbraucht wäre und nicht mehr als Grundlage für den Kauf zur Erfüllung der Rückerstattungspflicht zur Verfügung stünde. Wenn man demgegenüber Darlehen und Kauf als voneinander unabhängige Erwerbsvorgänge beurteilen würde, könnte die AG bei Einsatz eines Wertpapierdarlehens allenfalls die Hälfte eines Ermächtigungsvolumens für den eigentlichen Erwerbsszweck einsetzen; die andere Hälfte würde sie benötigen, um eigene Aktien für die Erfüllung ihrer Rückerstattungspflicht zu erwerben. Eine derartige Einschränkung der Handlungsmöglichkeiten der Gesellschaft ist indessen durch den Zweck des § 71 Abs. 1 AktG nicht geboten.

#### **bb) Preisrahmen und Kapitalgrenze**

Auch im Übrigen sind bei der Anwendung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG das Wertpapierdarlehen und der spätere Kauf eigener Aktien zur Rückerstattung an den Darlehensgeber als einheitlicher Erwerb zu beurteilen. Das gilt zunächst im Hinblick auf den Preisrahmen der Erwerbsermächtigung. Die AG darf zwar bei Darlehen und Kauf jeweils das Ermächtigungsvolumen ausschöpfen, weil beide Erwerbsvorgänge unselbständige Teile eines einheitlichen Erwerbsvorhabens sind. Gerade deswegen darf aber der Gegenwert für beide Erwerbsvorgänge insgesamt nicht außerhalb des durch die Ermächtigung vorgegebenen Preisrahmens liegen. Das Entgelt für das Darlehen und der Preis für den Erwerb zur Erfüllung der Rückerstattungspflicht müssen sich also zusammengerechnet innerhalb der Wertgrenzen der Ermächtigung halten.

Darlehensentgelt und Kaufpreis für den Erwerb eigener Aktien zur Rückerstattung an den Darlehensgeber müssen gleichermaßen aus freien Mitteln entrichtet werden können. Der Umstand, dass die Zinsverbindlichkeit, anders als die Rücklage für eigene Aktien beim entgeltlichen Erwerb und die Rückerstattungsverbindlichkeit beim Darlehen, nicht der

Neutralisierung eines Aktivums dient, ändert nichts daran, dass der Zweck des § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG auch hier Geltung beansprucht und die Möglichkeit der Zahlung aus freien Mitteln verlangt<sup>61</sup>.

Etwas anderes gilt dann, wenn die Gesellschaft bereits bei Aufnahme des Darlehens über ein genehmigtes Kapital mit Ausschluss des Bezugsrechts in ausreichender Höhe verfügt, mit Hilfe dessen sie den Rückerstattungsanspruch des Darlehensgebers erfüllen kann. Die Verwendung von Aktien, die im Rahmen eines Wertpapierdarlehens erworben wurden, statt der unmittelbaren Verwendung von Aktien aus dem genehmigten Kapital kann sich unter solchen Umständen dann anbieten, wenn die Eintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung mehr Zeit in Anspruch nehmen würde als die Gesellschaft für die Durchführung der geplanten Transaktion aufwenden möchte. Ein Kauf eigener Aktien für die Erfüllung der Rückerstattungsverpflichtung erübrigt sich hier. Unter diesen Umständen besteht das Entgelt für die eigenen Aktien allein in dem für den darlehensweisen Erwerb geleisteten Darlehensentgelt.

Üblicherweise muss der Darlehensnehmer Sicherheiten für den Rückübertragungsanspruch des Darlehensgebers stellen<sup>62</sup>, um den Darlehensgeber gegen das mit der darlehensweisen Überlassung von Wertpapieren übernommene Insolvenzrisiko des Darlehensnehmers abzusichern. Sowohl hinsichtlich der Einhaltung der Preisgrenzen einer Erwerbsermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG als auch im Hinblick auf die Kapitalgrenze des § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG stellt sich die Frage, ob diese Sicherheitsleistung als Auszahlung an den Darlehensgeber anzusehen ist, die den Erwerbspreis erhöht.

Als Sicherheitsleistung kommen vor allem Bar- und Wertpapiersicherheiten in Betracht. Beim hier erörterten herkömmlichen Wertpapierdarlehen steht die Sicherheitsleistung nicht zur freien Verfügung des Darlehensgebers; sie erfolgt daher durch Leistung von Bareinlagen auf Sperrkonten sowie die durch Verpfändung oder Sicherungsübereignung von Wertpapieren<sup>63</sup>. In der Insolvenz des Sicherungsnehmers steht dem Sicherungsgeber im Hinblick auf derartige Sicherheiten ein Aussonderungsrecht nach § 47 Satz 1 InsO zu, wenn er die gesicherte Forderung erfüllt<sup>64</sup>. Die AG als Darlehensnehmerin eigener Aktien kann daher auch in der Insolvenz des Darlehensgebers ihren Anspruch auf Rückübertragung der von ihr gestellten Sicherheiten durchsetzen, wenn sie die ihr übertragenen Aktien zurückerstattet. Anders als

---

<sup>61</sup> Siehe dazu bereits oben, a).

<sup>62</sup> Vgl. Nr. 4 Rahmenvertrag für Wertpapierdarlehen; Nr. 2.13 Sonderbedingungen der Clearstream Banking AG, Frankfurt.

<sup>63</sup> Vgl. zu den verschiedenen Arten der Sicherheitsleistung bereits oben, B.III.

<sup>64</sup> Vgl. nur *Ganter* in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch, 3. Aufl., 2007, § 90 Rn. 469.



beim Pensionsgeschäft<sup>65</sup> muss sie also selbst in der Insolvenz des Darlehensgebers nicht befürchten, die von ihr gestellte Sicherheit nicht zurückzuerhalten, wenn deren Wert höher ist als der Wert der eigenen Aktien. Die Belastung des Vermögens der AG ist daher bereits durch die Passivierung der Verpflichtung zur Rückübertragung der darlehensweise überlassenen Aktien vollständig erfasst. Eine Sicherheitsleistung der AG stellt folglich keinen Zuschlag zum Erwerbspreis für die eigenen Aktien dar, der bei der Anwendung der Kapitalgrenze des § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG und der Preisgrenzen einer Ermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG zusätzlich zum Darlehenszins zu berücksichtigen wäre.

### **cc) 10%-Grenze**

Auf die 10%-Besitzgrenze nach § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG sind sowohl die darlehensweise erworbenen Aktien als auch die für Zwecke der Rückerstattung erworbenen eigenen Aktien anzurechnen. Beide Bestände dienen zur Erreichung desselben Erwerbszwecks. Die Nutzung eines Wertpapierdarlehens zur schnellen Abwicklung einer geplanten Transaktion führt nicht dazu, dass der Bestand an entgeltlich erworbenen eigenen Aktien die nach § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG zulässige Höchstgrenze überschreiten dürfte.

### **dd) Gleichbehandlungsgrundsatz**

Der Erwerb größerer Mengen an eigenen Aktien im Wege eines Wertpapierdarlehens zur raschen Abwicklung geplanter Transaktionen wird in aller Regel nur über Kreditinstitute oder Finanzdienstleister in Betracht kommen, nicht aber über ein Angebot an alle Aktionäre. Andere Aktionäre erfüllen daher nicht die gleichen Voraussetzungen wie als Darlehensgeber ausgewählte Finanzintermediäre. Der Gleichbehandlungsgrundsatz ist folglich nicht durch die Beschränkung des Kreises der Darlehensgeber verletzt. Beim Erwerb für Zwecke der Rückerstattung muss die Gesellschaft allerdings allen Aktionären gleichmäßig die Möglichkeit zur Veräußerung ihrer Aktien geben, sofern nicht sachliche Gründe für eine ungleichmäßige Behandlung vorliegen. Da der darlehensweise Erwerb und der Erwerb zur Rückerstattung an den Darlehensgeber unselbständige Teilakte desselben Erwerbs eigener Aktien i.S.v. § 71 AktG sind, ist dem Gleichbehandlungsgrundsatz dadurch Genüge getan.

## **3. Rechte aus den Aktien**

Gibt die AG die Aktien an Dritte weiter, die außerhalb des Zurechnungskreises des § 71d AktG stehen, können die Erwerber ohne weiteres die Verwaltungs- und Vermögensrechte aus den Aktien ausüben. Solange die Gesellschaft selbst oder ein ihr nach § 71d AktG

---

<sup>65</sup> Vgl. dazu oben, I.2.a).

gleichgestellter Dritter die Aktien hält, gilt hinsichtlich der Rechte aus den Aktien das zu den Pensionsgeschäften Gesagte<sup>66</sup> entsprechend: § 71b AktG ist nur dann nicht auf die Stimmrechte aus eigenen Aktien anzuwenden, die die AG als Darlehensnehmerin besitzt, wenn die AG sich hinsichtlich der Stimmrechtsausübung den Weisungen des Darlehensgebers unterworfen hat und ohne solche ausdrückliche Weisungen das Stimmrecht nicht ausüben darf; anderenfalls stehen ihr keine Stimmrechte zu. Die Vermögensrechte aus den eigenen Aktien, die die AG als Darlehensnehmerin erworben hat, sind hingegen voll umfänglich dem Darlehensgeber zuzurechnen, soweit ihm die Erträge aus den Aktien nach der vertraglichen Abrede der Parteien zustehen. Da dies üblicherweise der Fall ist, scheidet eine Anwendung von § 71b AktG auf die Vermögensrechte aus eigenen Aktien beim darlehensweisen Erwerb durch die AG regelmäßig aus.

#### **4. Rückerstattung an den Darlehensgeber**

Die Rückerstattung der Aktien an den Darlehensgeber ist keine Veräußerung eigener Aktien, bei dem den Aktionären ein Erwerbsrecht zusteht und die Gesellschaft den Gleichbehandlungsgrundsatz beachten muss. Eine solche Veräußerung, die den Anforderungen des § 71 AktG genügen muss, liegt vielmehr allein in der Weitergabe der darlehensweise übernommenen Aktien für den eigentlichen Verwendungszweck. Die Rückerstattung der Aktien an den Darlehensgeber stellt lediglich vereinbarungsgemäß dessen Beteiligung wieder her, wie sie vor der „Vorfinanzierung“ durch das Wertpapierdarlehen bestanden hat. Die Interessen der Aktionäre sind hier dadurch geschützt, dass die Gesellschaft beim Erwerb zum Zweck der Rückerstattung den Bindungen des § 71 AktG unterliegt.

#### **5. Kapitalmarktrechtliche Pflichten**

Anders als beim herkömmlichen Pensionsgeschäft erwirbt die AG als Darlehensnehmerin beim herkömmlichen Wertpapierdarlehen die eigenen Aktien nicht lediglich als Sicherheit für ihre Ansprüche gegen den Darlehensgeber. Sofern nicht ausnahmsweise vereinbart ist, dass der Darlehensgeber hinsichtlich der Ausübung des Stimmrechts gegenüber der AG weisungsbefugt ist, solange sie die Aktien hält, so dass ein Fall des § 22 Abs. 1 Nr. 2 WpHG vorliegt, sind die Aktien nach der Übertragung für Zwecke der Mitteilungspflichten nach § 21 WpHG nicht dem Darlehensgeber zuzurechnen<sup>67</sup>. § 22 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 WpHG greift nicht ein, weil die Bestimmung nur dingliche Erwerbsrechte, nicht aber schuldrechtliche

---

<sup>66</sup> Siehe oben, I.3.

<sup>67</sup> Vgl. nur *Opitz* in Schäfer/Hamann, KMG, 2. Aufl., 2006, § 22 WpHG Rn. 48.

Rückübertragungsansprüche erfasst<sup>68</sup>. Der Darlehensgeber muss daher nach § 21 WpHG bei der Übertragung der Aktien auf die AG das Erreichen oder Unterschreiten, bei der Rückerstattung das Erreichen oder Überschreiten eines Schwellenwertes mitteilen<sup>69</sup>. Die AG ist ihrerseits bei Erreichen oder Überschreiten eines maßgeblichen Schwellenwertes zur Veröffentlichung nach § 26 Abs. 1 Satz 2 WpHG verpflichtet. Ebenso ist sie bei der Weiterübertragung der Aktien an Dritte, dem Erwerb eigener Aktien zur Rückerstattung an den Darlehensgeber und der Erfüllung ihrer Rückerstattungspflicht jeweils zu einer Veröffentlichung nach § 26 Abs. 1 Satz 2 WpHG verpflichtet, wenn durch eine dieser Erwerbs- oder Übertragungsvorgänge ein Schwellenwert der Vorschrift, erreicht, über- oder unterschritten wird.

Da die im Rahmen des Wertpapierdarlehens übertragenen Aktien dem Darlehensgeber nicht zuzurechnen sind, stellt die Erfüllung seines Rückerstattungsanspruchs einen Erwerbsvorgang dar, der eine Pflicht zur Abgabe eines Angebots nach § 35 WpÜG auslösen kann<sup>70</sup>. Da die Übertragung der Aktien im Rahmen eines Wertpapierdarlehens nur vorübergehend erfolgt und durch die Rückübertragung lediglich der Stimmrechtsanteil wiederhergestellt wird, über den der Darlehensgeber vor dem Darlehensvertrag verfügte, wird in solchen Fällen allerdings regelmäßig eine Befreiung vom Pflichtangebot nach § 37 Abs. 1 WpÜG geboten sein.

### **III. Die Aktiengesellschaft als Entleiherin bei Leihgeschäften sui generis**

Die Sicherung des Darlehensgebers gegen das Insolvenzrisiko des Darlehensnehmers erfolgt bei Wertpapierdarlehensgeschäften heute regelmäßig nicht mehr durch Leistung von Bareinlagen auf Sperrkonten oder Verpfändung bzw. Sicherungsübereignung von Wertpapieren, sondern durch Vollrechtsübertragung von Bar- oder Wertpapiersicherheiten in Höhe des Werts der Papiere zur freien Verfügung des Darlehensgebers<sup>71</sup>. Ebenso sehen die Rahmenverträge für Wertpapierpensionsgeschäfte vor, dass der Pensionsnehmer die Papiere nicht nur zu Sicherungszwecken übernimmt, sondern nach Belieben weiter verwenden darf<sup>72</sup>. Solchermaßen ausgestaltete Wertpapierdarlehen und Pensionsgeschäfte sind wirtschaftlich

---

<sup>68</sup> H.M., vgl. v. *Bülow* in KölnKomm WpHG, 2007, § 22 Rn. 112, 128; *Opitz* in Schäfer/Hamann, KMG, 2. Aufl., 2006, § 22 WpHG Rn. 59; *Sester* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 22 Anh Rn. 34; *Hüffer*, AktG, 7. Aufl. 2006, § 22 WpHG (Anh § 22) Rn. 5; *Diekmann* in Baums/Thoma, WpÜG, 2004, § 30 Rn. 55; ebenso zu § 22 Abs. 1 Nr. 6 WpHG a.F. *Cahn*, AG 1997, 502, 507; a.A. etwa *Schneider* in Assmann/Schneider, WpHG, 4. Aufl., 2006, § 22 Rn. 95 ff.

<sup>69</sup> Vgl. v. *Bülow* in KölnKomm WpHG, 2007, § 22 Rn. 83 ff.

<sup>70</sup> Siehe etwa v. *Bülow* in KölnKomm WpÜG, 2003, § 29 Rn. 102; *Diekmann* in Baums/Thoma, WpÜG, 2004, § 29 Rn. 53.

<sup>71</sup> Vgl. Nr. 4 Rahmenvertrag für Wertpapierdarlehen; Nr. 5 Rahmenvertrag für Finanzgeschäfte (EMA), Produktanhang für Wertpapierdarlehen i.V.m. Sicherheitenanhang.

<sup>72</sup> Vgl. § 5 Rahmenvertrag für echte Pensionsgeschäfte (Repos) und Nr. 4 Abs. 5 Rahmenvertrag für Wertpapierpensionsgeschäfte (Repos).

gleichwertig und funktional austauschbar und werden hier als Leihgeschäfte sui generis bezeichnet. Sie sind, unabhängig von ihrer Bezeichnung als Pensionsgeschäft oder Wertpapierdarlehen, im Hinblick auf die Anwendbarkeit der Vorschriften über den Erwerb eigener Aktien gleich zu behandeln<sup>73</sup>.

## **1. Erwerbs- und Besitzvoraussetzungen**

### **a) Erwerbsgrund, Gleichbehandlungsgrundsatz und 10%-Grenze**

Darf die AG leihweise erworbene eigene Aktien nach Belieben weitergeben, ist ein solcher Erwerb auch dann nicht entsprechend § 71e AktG wie eine Inpfandnahme, sondern als Vollrechtserwerb unmittelbar nach § 71 AktG zu behandeln, wenn die Parteien die Leihe als Pensionsgeschäft bezeichnen. Da der Erwerb eigener Aktien hier nicht lediglich zu Sicherungszwecken erfolgt, sondern der Gesellschaft den Einsatz eigener Aktien für die nach § 71 Abs. 1 AktG zugelassenen Zwecke erlaubt, sind das Leihgeschäft und ein nachfolgender Kauf eigener Aktien zur Erfüllung der Rückübertragungsverpflichtung gegenüber dem Verleiher unselbständige Teile eines einheitlichen Erwerbs eigener Aktien. Die Erwägungen zum herkömmlichen Wertpapierdarlehen hinsichtlich des Erwerbsgrundes nach § 71 Abs. 1 AktG, der 10%-Grenze nach § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG und des Gleichbehandlungsgrundsatzes gem. §§ 53a, 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG<sup>74</sup> gelten daher für ein so ausgestaltetes Leihgeschäft auch dann, wenn es als Pensionsgeschäft bezeichnet wird.

### **b) Preisrahmen und Kapitalgrenze**

Auch im Hinblick auf den Preisrahmen der Erwerbsermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG und die Kapitalgrenze nach § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG sind das Leihgeschäft und ein nachfolgender Kauf eigener Aktien zur Rückerstattung an den Verleiher als unselbständige Teile eines einheitlichen Erwerbsvorgangs zu qualifizieren. Die AG darf daher bei dem Leihgeschäft und dem nachfolgenden Kauf jeweils das Ermächtigungsvolumen ausschöpfen. Der Gegenwert, den der Pensionsnehmer insgesamt aufwendet, darf nicht außerhalb des Preisrahmens einer dem Erwerb zugrundeliegenden Ermächtigung liegen und muss aus freien Mitteln iSv. § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG aufgebracht werden.

Bei reibungsloser Durchführung des Leihgeschäfts und eines nachfolgenden Erwerbs eigener Aktien zur Rückerstattung an den Verleiher wendet die AG für den Erwerb eigener Aktien den für den Erwerb zur Rückerstattung gezahlten (zweiten) Kaufpreis zuzüglich einer

---

<sup>73</sup> Siehe oben, B.III.

<sup>74</sup> Siehe oben, II.2.c).

etwaigen Vergütung des Verleihers für die Übertragung der Aktien im Rahmen des Leihgeschäfts auf.

Ist die Leihe als Pensionsgeschäft ausgestaltet, kann eine solche Vergütung in einer Preisdifferenz bestehen, um die der vom Verleiher bei Rückübertragung der Aktien geleistete Betrag (Rückkaufpreis) hinter dem im Rahmen des Leihgeschäfts von der Gesellschaft gezahlten Kaufpreis zurückbleibt<sup>75</sup>: Die Gesellschaft zahlt in einem ersten Schritt den Kaufpreis für den pensionsweisen Erwerb der Aktien. Überträgt sie die Aktien weiter, muss sie zur Erfüllung ihrer Rückübertragungsverpflichtung aus dem Leihvertrag Aktien derselben Art und Menge erwerben und damit ein zweites Mal einen Kaufpreis für eigene Aktien aufbringen. Bei Übertragung der neu erworbenen Papiere an den Verleiher erhält sie von ihm den vorab vereinbarten Rückkaufpreis. Soweit dieser Rückkaufpreis geringer ist als der von der AG an den Verleiher geleistete Kaufpreis, handelt es sich um einen Teil des Entgelts, das die AG als Entleiherin für eigene Aktien entrichtet und der daher bei der Anwendung des § 71 AktG als Teil des Erwerbspreises zu behandeln ist<sup>76</sup>. Demgegenüber ist ein Mehrbetrag, den der Pensionsgeber bei der Rückübertragung der Aktien an die AG als Pensionsnehmerin zahlt, bei Anwendung des § 71 AktG jedenfalls insoweit nicht von dem zweiten von der AG gezahlten Kaufpreis abzusetzen, als es sich – wie regelmäßig – wirtschaftlich um Zins für die Kapitalüberlassung durch die AG handelt<sup>77</sup>. Der danach jeweils als Erwerbspreis geltende Betrag muss innerhalb der Preisgrenzen der Ermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG liegen.

Ist die Leihe als Wertpapierdarlehen ausgestaltet und steht die zum Schutz gegen das Risiko der Insolvenz des Darlehensnehmers geleistete Bar- oder Wertpapiersicherheit, wie heute üblich<sup>78</sup>, zur freien Verfügung des Verleihers, so stellt sich wiederum die Frage, ob eine solche Sicherheitsleistung Teil des Erwerbspreises ist, den die AG für die eigenen Aktien leistet. Ebenso wie die Kaufpreiszahlung beim Pensionsgeschäft ist die Sicherheitsleistung hier zwar wirtschaftlich ein Entgelt für Aktien, die der AG zur freien Verwendung übertragen

---

<sup>75</sup> Regelmäßig wird allerdings der Rückkaufpreis über dem vom Entleiher für die Aktienübertragung gezahlten Kaufpreis liegen, da sich der Rückkaufpreis nach den üblicherweise zugrunde gelegten Rahmenverträgen aus dem Kaufpreis zuzüglich der Pensionsgebühr zusammensetzt, vgl. § 6 Abs. 1 Rahmenvertrag für echte Pensionsgeschäfte (Repos); Nr. 4 Abs. 4 Rahmenvertrag für Wertpapierpensionsgeschäfte (Repos).

<sup>76</sup> Beispiel: Zweiter, für den Erwerb zur Erfüllung der Rückübertragungspflicht geleisteter Kaufpreis = 1.000; erster, von der AG als Entleiherin an den Verleiher geleisteter Kaufpreis = 1.000; vom Verleiher an die AG gezahlter Rückkaufpreis = 900. Erwerbspreis für eigene Aktien =  $1.000 + (1.000 - 900) = 1.100$ .

<sup>77</sup> Beispiel: Zweiter, für den Erwerb zur Erfüllung der Rückübertragungspflicht geleisteter Kaufpreis = 1.000; erster, von der AG als Entleiherin an den Verleiher geleisteter Kaufpreis = 1.000; vom Verleiher an die AG gezahlter Rückkaufpreis = 1.100. Die von der AG vereinnahmte Differenz von 100 mindert nicht den Erwerbspreis für eigene Aktien.

<sup>78</sup> Vgl. Nr. 4 Rahmenvertrag für Wertpapierdarlehen; Nr. 5 Rahmenvertrag für Finanzgeschäfte (EMA) Produktanhang für Wertpapierdarlehen i.V.m. Sicherheitenanhang.

werden<sup>79</sup>. Gleichwohl ist die Sicherheitsleistung grundsätzlich nicht auf die Preisgrenzen der Ermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG sowie auf die Kapitalgrenze des § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG anzurechnen: Bei reibungsloser Durchführung des Leihgeschäfts entrichtet die AG für die ihr übertragenen eigenen Aktien im ersten Schritt den vereinbarten Zins sowie die Sicherheitsleistung in Höhe des Werts der eigenen Aktien (Geldleistung oder Wertpapiere). Gibt sie die eigenen Aktien weiter, muss sie zur Erfüllung ihrer Rückerstattungsverpflichtung aus dem Leihvertrag Papiere derselben Art und Menge erwerben und dafür (ein zweites Mal) ein Entgelt entrichten. Bei Rückerstattung der Aktien an den Verleiher erhält sie ihre Sicherheitsleistung zurück. Insgesamt muss daher die AG als Entleiherin für die eigenen Aktien also den Zins und den beim Erwerb zur die Rückerstattung gezahlten (zweiten) Erwerbspreis aufwenden. Die Summe dieser beiden Beträge ist für die Preis- und Kapitalgrenzen des § 71 AktG maßgeblich. Das entspricht in der Sache der Behandlung bei einer Ausgestaltung der Leihe als Pensionsgeschäft, bei dem der im Rahmen des § 71 AktG maßgebliche Erwerbspreis ebenfalls aus einem etwaigen Entgelt, das die AG an den Pensionsgeber zu entrichten hat, und dem Betrag besteht, den sie für die zur Rückübertragung an den Verleiher erworbenen Aktien aufwendet.

In der Insolvenz des Verleihers wird allerdings der Insolvenzverwalter den Anspruch auf Rückübertragung der verliehenen Aktien jedenfalls dann nicht geltend machen, wenn der Wert der Aktien geringer ist als die für die Rückübertragung geschuldete Gegenleistung. Möglicherweise wird er selbst dann von der Geltendmachung des Rückübertragungsanspruchs absehen, wenn der Wert der Aktien gestiegen sein sollte. Da der Verleiher durch die rahmenvertraglichen Wertausgleichsklauseln regelmäßig vollumfänglich gegen Kursschwankungen abgesichert ist<sup>80</sup>, ist er nicht mehr darauf angewiesen, die Aktien zurückzufordern. Muss die AG daher keine eigenen Aktien erwerben, um ihre Rückübertragungspflicht gegenüber dem Verleiher zu erfüllen, ist der für die Preisgrenze der Ermächtigung gem. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG maßgebliche Betrag die im Rahmen des Leihgeschäfts erbrachte Gegenleistung<sup>81</sup> zuzüglich etwaiger Wertausgleichszahlungen infolge gestiegener Aktienkurse<sup>82</sup>.

---

<sup>79</sup> Siehe oben, B.III.

<sup>80</sup> Vgl. § 8 Rahmenvertrag für echte Pensionsgeschäfte (Repos); Nr. 6 Rahmenvertrag für Wertpapierpensionsgeschäfte (Repos).

<sup>81</sup> Das ist bei Ausgestaltung der Leihe als Pensionsgeschäft der Kaufpreis, bei Ausgestaltung als Wertpapierdarlehen der Darlehenszins und die Sicherheitsleistung.

<sup>82</sup> Etwaige Wertausgleichsansprüche, die der AG bei fallenden Kursen gegen den Verleiher zustehen, sind nur in Höhe der darauf zu erwartenden Insolvenzquote vom Erwerbspreis in Abzug zu bringen.

Den so ermittelten Gegenwert für die eigenen Aktien muss die AG aus freien Mittel entrichten können. Der Normzweck des § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG verlangt unabhängig davon Beachtung, ob die Gesellschaft eigene Aktien in ihrer Bilanz ausweist oder ob es dazu schon deswegen nicht kommt, weil Erwerb und Weitergabe innerhalb desselben Geschäftsjahres und vor Bilanzaufstellung erfolgen. Etwas anderes gilt dann, wenn die Gesellschaft bereits bei Abschluss des Leihgeschäfts über ein genehmigtes Kapital mit Ausschluss des Bezugsrechts in ausreichender Höhe verfügt, mit Hilfe dessen sie den Rückerstattungsanspruch des Verleihers erfüllen kann<sup>83</sup>. Unter diesen Umständen besteht das Entgelt für die eigenen Aktien allein in dem für den Erwerb geleisteten Kaufpreis abzüglich dessen, was die Gesellschaft für die Rückübertragung der Aktien an den Verleiher erhält (Rückkaufpreis/Sicherheit) bzw., im Fall der Insolvenz des Pensionsgebers, in dem von der AG geleisteten Kaufpreis. Das ist vor allem bei der Festsetzung der Preisuntergrenze für eine Ermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG zu berücksichtigen.

## **2. Rechte aus den Aktien**

Hinsichtlich der Rechte aus den Aktien gilt dasselbe wie beim herkömmlichen Wertpapierdarlehen<sup>84</sup>.

## **3. Rückübertragung an den Verleiher**

Aus den gleichen Gründen wie beim herkömmlichen Wertpapierdarlehen<sup>85</sup> ist die Rückübertragung der Aktien an den Verleiher auch hier nicht als Veräußerung i.S.v. § 71 AktG zu qualifizieren.

## **4. Kapitalmarktrechtliche Pflichten**

Die kapitalmarktrechtlichen Pflichten der Parteien bei Geschäften sui generis entsprechen denen beim herkömmlichen Wertpapierdarlehen<sup>86</sup>.

---

<sup>83</sup> Dazu oben, II.2.c)bb).

<sup>84</sup> Oben, II. 3.

<sup>85</sup> Oben, II.4.

<sup>86</sup> Oben, II. 5.

## **E. Die Aktiengesellschaft als Verleiherin eigener Aktien**

### **I. Die Aktiengesellschaft als Pensionsgeberin beim herkömmlichen Pensionsgeschäft**

#### **1. Problemstellung**

Auf der Grundlage der gängigen Beurteilung von Pensionsgeschäften ist der pensionsweise Erwerb eigener Aktien für die AG als Pensionsgeberin bilanziell wie folgt abzubilden: Die eigenen Aktien verbleiben im wirtschaftlichen Eigentum der AG und sind dementsprechend in ihrer Bilanz als Vermögensgegenstand auszuweisen und durch die Rücklage für eigene Aktien bilanziell zu neutralisieren. In Höhe des empfangenen Kaufpreises ist eine Verbindlichkeit gegenüber dem Pensionsnehmer zu passivieren<sup>87</sup>. Bis auf einen etwaigen Unterschiedsbetrag zwischen diesem Kaufpreis und dem an den Pensionsnehmer für die Rückübertragung der Aktien zu zahlenden Betrag ist die pensionsweise Überlassung eigener Aktien für die AG bilanziell neutral; sie stellt keine Veräußerung dieser Aktien dar.

Es ist fraglich, ob für die gesellschaftsrechtliche Behandlung einer pensionsweisen Übertragung eigener Aktien das Gleiche gelten kann und sie daher nicht als Veräußerung i.S.v. §§ 71 Abs. 1, 71c AktG zu qualifizieren ist. Wenn das zu bejahen und die Übertragung der Aktien auf den Pensionsnehmer nicht als Veräußerung einzustufen wäre, müsste der Vorstand bei einer solchen Transaktion nicht die Bestimmungen der §§ 53a, 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 3 bis 5 AktG über die Gleichbehandlung und das Erwerbsrecht der Aktionäre im Hinblick auf eigene Aktien beachten. Die Rückübertragung auf die Gesellschaft wäre konsequenterweise kein Erwerb i.S.v. § 71 AktG, der den Anforderungen dieser Vorschrift genügen müsste. Andererseits dürften von diesem Ausgangspunkt her mangels Aufgabe der Aktionärsstellung durch die Gesellschaft dem Pensionsnehmer nach § 71b AktG keine Rechte aus den Aktien zustehen, obwohl er mit der Übertragung der Aktien deren alleiniger Inhaber wird.

#### **2. Vorliegen einer Veräußerung und Rechte aus den Aktien**

Für die fortdauernde Zurechnung der Aktien zur Gesellschaft und damit gegen das Vorliegen einer Veräußerung i.S.v. §§ 71, 71c AktG bei Übertragung der Aktien auf einen Pensionsnehmer scheint zunächst zu sprechen, dass anderenfalls einer Umgehung der Bestimmungen des § 71c AktG Tür und Tor geöffnet wäre, wenn die Gesellschaft ihren Veräußerungspflichten nach dieser Vorschrift durch die vorübergehende Übertragung im Rahmen von Pensionsgeschäften genügen könnte. Dieses Bedenken erweist sich indessen bei

---

<sup>87</sup> A/D/S, Teilband 6, 6. Aufl., 1998, § 246 HGB Rn. 337 ff.



näherem Hinsehen als unbegründet. Wenn man bei der Übertragung der Aktien auf den Pensionsnehmer eine Veräußerung bejahen würde, läge konsequenterweise in der Rückübertragung ein Erwerb, der nur unter den Voraussetzungen des § 71 AktG zulässig wäre. Da die Gesellschaft für die Rückübertragung der Aktien den vereinbarten Kaufpreis zu zahlen hat, würde es sich um einen entgeltlichen Erwerb handeln. Die Aktien dürften daher nur erworben werden, wenn dadurch der Gesamtbestand an eigenen Aktien die 10%-Grenze nach § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG nicht überschreiten würde. Die AG könnte sich also einer Veräußerungspflicht nach § 71c Abs. 2 AktG durch ein Pensionsgeschäft nicht entziehen. Beruht die Veräußerungspflicht dagegen auf § 71c Abs. 1 AktG, weil die AG die eigenen Aktien ursprünglich unter Verstoß gegen § 71 Abs. 1 oder 2 AktG erworben hatte und könnte sie die Aktien nunmehr unter Einhaltung dieser Vorschriften erwerben, bestünden gegen die Zulassung eines Rückerwerbs im Rahmen eines Pensionsgeschäfts keine durchgreifenden Bedenken. Es wäre kein Grund dafür ersichtlich, die AG unter solchen Umständen auf den Erwerb anderer eigener Aktien zu beschränken.

Bedenklich wäre dagegen, dass das Bejahen einer Veräußerung dem Vorstand die Möglichkeit eröffnen würde, durch kurzfristige Ausgabe der Aktien an befreundete Pensionsnehmer zum record date gezielt die Stimmrechtsverhältnisse in der eigenen HV zu beeinflussen. Hierfür bedürfte es keiner nach § 136 Abs. 2 AktG nichtigen Verpflichtung, nach den Weisungen der Verwaltung abzustimmen.

Gegen die Annahme, die Übertragung eigener Aktien auf einen Pensionsnehmer beim herkömmlichen Pensionsgeschäft stelle eine „Veräußerung“ dar, die zum Wiederaufleben aller Rechte führen würde, sprechen aber auch die Folgen im Hinblick auf die Vermögensrechte aus den eigenen Aktien. Wenn die eigenen Aktien durch Übertragung auf einen Pensionsnehmer dividendenberechtigt würden, müsste der Vorstand dafür Sorge tragen, dass während der Vertragslaufzeit angefallene Dividenden der Gesellschaft vergütet würden; anderenfalls würde er dem Pensionsnehmer einen Vorteil zu Lasten der (anderen) Aktionäre zuwenden. Die Vergütung empfangener Dividenden würde den Jahresüberschuss der AG erhöhen, über dessen Verwendung in den Grenzen des § 58 AktG der Vorstand entscheidet. Während ohne das Pensionsgeschäft der rechnerisch auf die eigenen Aktien entfallende Teil des Bilanzgewinns bei entsprechendem Gewinnverwendungsbeschluss der HV an die anderen Aktionäre verteilt würde, könnte der Vorstand zumindest die Hälfte des vom Pensionsnehmer vergüteten Betrages in Rücklagen einstellen. Das Pensionsgeschäft würde damit seinen Spielraum für Thesaurierungen erweitern.

Bei einer Kapitalerhöhung während der Laufzeit des Pensionsgeschäfts schließlich würde ein Bezugsrecht aus den auf den Pensionsnehmer übertragenen Aktien die Bezugsrechte der übrigen Aktionäre schmälern: Wenn der Pensionsnehmer das Bezugsrecht nicht ausüben würde, könnte die AG die nicht bezogenen Aktien Dritten anbieten<sup>88</sup>. Beteiligungsquote und Beteiligungswert der übrigen Aktionäre würden entsprechend verwässert. Diese Wirkung würde aber auch dann eintreten, wenn der Pensionsnehmer das Bezugsrecht für eigene Rechnung ausüben würde. Eine Veräußerung des Bezugsrechts durch den Pensionsnehmer und die Weiterleitung des Erlöses an die AG würden jedenfalls an der Quotenverwässerung nichts ändern. Wenn schließlich der Pensionsnehmer das Bezugsrecht ausüben und die jungen Aktien bei Beendigung des Pensionsgeschäfts auf die AG übertragen würde, käme es jedenfalls insoweit zu einem Erwerb eigener Aktien, der regelmäßig gegen Erstattung der Bezugskosten und damit entgeltlich erfolgen würde. In der Sache würde die AG auf diesem Weg die Einlage finanzieren und damit gegen das Zeichnungsverbot des § 56 Abs. 3 AktG verstoßen.

Umgekehrt sind keine schutzwürdigen Interessen des Pensionsnehmers und der Gesellschaft erkennbar, die dafür sprechen würden, die Übertragung eigener Aktien auf den Pensionsnehmer als eine zum Aufleben der Rechte aus diesen Aktien führende Veräußerung zu qualifizieren. Für den Pensionsnehmer haben die Aktien beim herkömmlichen Pensionsgeschäft lediglich die Funktion einer Sicherheit für seinen Zahlungsanspruch gegen die AG. Er hat daher kein schutzwürdiges Interesse daran, während der Laufzeit des Vertrages Verwaltungs- oder Vermögensrechte aus den Aktien auszuüben. Regelmäßig soll daher der Pensionsgeber so gestellt werden, als sei er Inhaber der Aktien geblieben. Wenn eigene Aktien Gegenstand eines Pensionsgeschäfts sind, würde daraus folgen, dass die Gesellschaft ebenso wenig in den Genuss der Verwaltungs- und Vermögensrechte käme, wie dies der Fall wäre, wenn sie die Aktien selbst hielte. Daraus kann indessen nicht gefolgert werden, dass der Pensionsnehmer die Erträge und sonstige Vorteile aus den Aktien ohne weiteres behalten dürfte, denn damit würde die Gesellschaft ihm einen Vorteil zu Lasten ihrer (übrigen) Aktionäre zuwenden. Daran haben weder sie noch der Pensionsnehmer ein berechtigtes Interesse. Wenn der Pensionsnehmer dagegen das Stimmrecht im Interesse der Verwaltung ausüben würde und Vermögensvorteile, die er aus den Aktien zieht, an die AG herausgeben oder ihr vergüten müsste, würde er die Aktien für Rechnung der Gesellschaft halten. Die

---

<sup>88</sup> Vgl. *Lutter* in KölnKomm AktG, 2. Aufl., 1989, § 186 Rn. 25; *Wiedemann* in Großkomm AktG, 4. Aufl., 1995, § 186 Rn. 97; *Peifer* in MünchKomm AktG, 2. Aufl., 2005, § 186 Rn. 44 m. Nachw.

Aktien wären damit der Gesellschaft nach wie vor zuzurechnen, und zwar nunmehr nach § 71d Satz 1 AktG. Auch in diesem Fall wären alle Rechte aus den Aktien ausgeschlossen.

Die Übertragung eigener Aktien auf einen Pensionsnehmer stellt daher keine Veräußerung, sondern lediglich eine Umplatzierung innerhalb des Zurechnungskreises des § 71d AktG dar, die nicht zum Aufleben der Rechte aus diesen Aktien führt.

Dieses Ergebnis bedarf allerdings noch einer Überprüfung im Hinblick auf das Risiko der Insolvenz des Pensionsnehmers. Macht in der Insolvenz des Pensionsnehmers dessen Insolvenzverwalter den Anspruch auf Zahlung des Kaufpreises gegen den Pensionsgeber geltend, muss er seinerseits die Verpflichtung des Pensionsnehmers zur Rückübertragung der Aktien erfüllen. Das wird er allenfalls dann tun, wenn der (aktuelle) Marktwert der Aktien niedriger ist als der vereinbarte Kaufpreis. Sofern der Wert der Aktien dagegen über den Betrag gestiegen ist, den die AG (Pensionsgeber) für die Rückübertragung der Aktien zu entrichten hat, wird der Insolvenzverwalter den Kaufpreisanspruch des Pensionsnehmers nicht geltend machen. Der Rückübertragungsanspruch der AG (Pensionsgeber) wird in diesem Fall nach § 103 Abs. 2 Satz 1 InsO befriedigt: Sein Wert (also der Marktwert der Aktien) wird gegen den Kaufpreisanspruch des Pensionsnehmers verrechnet. Die Differenz, um die der Wert des Rückübertragungsanspruchs den Kaufpreisanspruch übersteigt, wird nur als Insolvenzforderung, d.h. in Höhe der Insolvenzquote, befriedigt<sup>89</sup>. Die AG ist damit zwar weitgehend gegen das Insolvenzrisiko des Pensionsnehmers gesichert. Unter den geschilderten Umständen kann dessen Insolvenz allerdings dazu führen, dass die Gesellschaft ihre eigenen Aktien nicht nur vorübergehend, sondern endgültig übertragen hat, ohne dass den Aktionären die Möglichkeit zum Erwerb eingeräumt worden wäre.

Dieses Risiko ändert indessen nichts an dem Ergebnis, dass es sich bei der Übertragung eigener Aktien auf einen Pensionsnehmer nicht um eine Veräußerung eigener Aktien i.S.v. §§ 53a, 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 bis 5 AktG handelt. Das zeigt der Vergleich mit dem Erwerb eigener Aktien durch einen für Rechnung der AG handelnden Dritten, etwa einen Beauftragten. Gewährt ihm die Gesellschaft nach §§ 675, 669 BGB einen Vorschuss für den Erwerbspreis, hat sie im Ergebnis den Kaufpreis für eigene Aktien entrichtet, ohne selbst Inhaberin der Aktien zu werden. Bei Insolvenz des Beauftragten erhält sie auf ihren Herausgabeanspruch nach §§ 675, 667 BGB lediglich die Insolvenzquote. Die Aktien können vom Insolvenzverwalter ohne Rücksicht auf den Gleichbehandlungsgrundsatz und das Erwerbsrecht der Aktionäre verwertet werden, obwohl die Gesellschaft hier, anders als bei der

---

<sup>89</sup> Siehe oben Text vor Fn. 37.

Übertragung eigener Aktien auf einen Pensionsnehmer, keinerlei Gegenleistung von dem für ihre Rechnung handelnde Dritten erhalten hat, durch die sie zumindest teilweise gegen dessen Insolvenzrisiko gesichert wäre. Dennoch erfordert die Einschaltung eines für Rechnung der AG handelnden Dritten beim Erwerb und Halten eigener Aktien nicht allein deswegen eine Zustimmung der HV nach §§ 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5, 186 Abs. 3 und 4 AktG zu einer „anderen Veräußerung“, weil der Dritte insolvent werden könnte.

### **3. Rückübertragung als Erwerb eigener Aktien?**

Da die Übertragung der Aktien auf den Pensionsnehmer keine Veräußerung i.S.v. § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 3 bis 5 AktG darstellt, ist die Rückübertragung der Aktien an die AG nicht als „Erwerb“ i.S.v. § 71 AktG zu behandeln, der eines Erwerbsgrundes bedürfte und bei dem nach §§ 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 3, 53a AktG alle Aktionäre die gleiche Möglichkeit erhalten müssten, der Gesellschaft ihre Aktien zu veräußern. Die Rückübertragung stellt lediglich den Zustand wieder her, der vor der Pensionsübertragung bestand; die Interessenlage ist insoweit nicht anders, als wenn die Gesellschaft eigene Aktien verpfändet hätte.

Da die Aktien nach wie vor der Gesellschaft zugerechnet werden, sind sie während der Laufzeit des Pensionsgeschäfts weiterhin auf die 10%-Grenze des § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG anzurechnen. Durch die Rückübertragung der Aktien tritt insoweit keine Änderung ein.

Auf den ersten Blick könnte es zwar scheinen, als sei bei der Rückübertragung die Anwendung der Kapitalgrenze des § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG geboten. Grundlage für die Rückübertragung des Pensionsguts an den Pensionsgeber ist nämlich ein Kaufvertrag. Die AG hat also für die Rückübertragung einen Kaufpreis in Höhe des Betrages, den der Pensionsnehmer anlässlich der Übertragung der Aktien an die AG gezahlt hat, zuzüglich einer etwaigen Pensionsgebühr zu entrichten<sup>90</sup>. Nach § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG darf aber ein Entgelt für eigene Aktien nur aus freien Mitteln gezahlt werden. Entscheidend gegen eine Anwendung von § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG auf den von der AG gegen Rückübertragung der eigenen Aktien zu zahlenden Betrag spricht indessen, dass es sich beim herkömmlichen Pensionsgeschäft in der Sache um ein Darlehen des Pensionsnehmers an den Pensionsgeber handelt, bei dem das Pensionsgut lediglich als Sicherheit für den Rückerstattungsanspruch des Pensionsnehmers dient<sup>91</sup>. Dementsprechend ist die Kaufpreiszahlung, die der Pensionsgeber gegen Rückübertragung des Pensionsguts zu leisten hat, wirtschaftlich eine Rückzahlung der Darlehenssumme zuzüglich eines Entgelts für die Kapitalüberlassung. Ein unbesichertes

---

<sup>90</sup> Vgl. oben, B. I.

<sup>91</sup> Auch dazu bereits oben, B. I.

Darlehen dürfte die AG auch aus gebundenem Vermögen zurückzahlen. Der Umstand, dass eigene Aktien als Sicherheit für einen Kredit dienen, führt zu nicht zu einer Beschränkung der Mittel, die für die Rückerstattung oder für Zinszahlungen verwendet werden dürfen<sup>92</sup>. § 71 AktG besagt nicht, dass eine Kreditrückzahlung nur aus freien Mitteln erfolgen müsste, weil die AG bei Erfüllung der Ansprüche des Kreditgebers eine Kreditsicherheit zurückerhält, die ganz oder teilweise aus eigenen Aktien besteht.

#### **4. Kapitalmarktrechtliche Pflichten**

Da beim herkömmlichen Pensionsgeschäft die Rechte aus den Aktien mit der Übertragung durch die AG als Pensionsgeberin nicht aufleben<sup>93</sup>, ändert sie nichts an den Stimmrechtsverhältnissen. Die Übertragung eigener Aktien auf einen Pensionsnehmer hat daher keine Auswirkungen auf das Erreichen, Über- oder Unterschreiten der Stimmrechtsschwellen, an die §§ 21 f. WpHG Mitteilungspflichten und § 29 Abs. 2 WpÜG die Abgabe eines Pflichtangebots knüpfen.

## **II. Die AG als Darlehensgeberin beim herkömmlichen Wertpapierdarlehen**

### **1. Bilanzielle Abbildung von Wertpapierdarlehen**

Die bilanzielle Abbildung des Wertpapierdarlehens in Aktien, wonach der darlehensweise überlassene Gegenstand beim Darlehensgeber auszubuchen und beim Darlehensnehmer mit dem Verkehrswert zu aktivieren ist, spricht noch eher als beim Pensionsgeschäft dafür, die Überlassung eigener Aktien durch die AG als Veräußerung einzustufen, die den Voraussetzungen der §§ 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 3 bis 5, 71c AktG genügen muss.

### **2. Anwendung der §§ 71 ff. AktG auf die darlehensweise Aktienübertragung?**

Im Gegensatz zum Pensionsgeschäft hält der Darlehensnehmer beim Wertpapierdarlehen die darlehensweise übernommenen Wertpapiere üblicherweise nicht lediglich als Sicherheit. Vielmehr erwirbt er die Wertpapiere typischerweise, um sie weiterzuübertragen. Anders als beim Pensionsgeschäft sind sie daher nach der Übertragung auf den Darlehensnehmer nicht dem Darlehensgeber zuzurechnen.

---

<sup>92</sup> Richtigerweise folgt dies auch nicht daraus, dass die Rückzahlung eines von einem Aktionär gewährten Darlehens stets nur aus freien Mitteln erfolgen dürfte; vgl. dazu etwa *Cahn* Der Konzern 2004, 235, 243 ff. in Auseinandersetzung mit der Entscheidung des BGH v. 24. 11. 2003, II. ZR 171/01, Der Konzern 2004, 196; ebenso die geplante gesetzliche Klarstellung in § 57 Abs. 1 Satz 3 AktG i.d.F. durch Art. 5 Nr. 5 des RegE MoMiG; vgl. dazu etwa *Drygala/Kremer* ZIP 2007, 1289, 1292.

<sup>93</sup> Siehe oben, 2.

Dementsprechend leben bereits mit Übertragung auf den Darlehensnehmer alle Rechte aus den Aktien auf. Damit werden das Stimmrecht und die Vermögensrechte der übrigen Aktionäre im Vergleich zur Lage vor der Weiterübertragung beeinträchtigt: Ihr Anteil am Bilanzgewinn, ihre Stimmrechtsquoten und ihre Bezugsquoten sinken. Die beiden zuletzt genannten Einbußen lassen sich auch nicht dadurch ausgleichen, dass der Darlehensnehmer der AG die auf die darlehensweise übertragenen Aktien entfallenden Dividenden und den Wert der Bezugsrechte vergütet. Derartigen Beeinträchtigungen der Aktionäre infolge einer Veräußerung eigener Aktien sollen der Gleichbehandlungsgrundsatz und das in § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 3 bis 5 AktG normierte Erwerbsrecht<sup>94</sup> vorbeugen. Da folglich bei einer Übertragung eigener Aktien auf einen nicht zum Halten dieser Aktien verpflichteten Darlehensnehmer die gleichen Gefahren drohen können wie bei einer anderweitigen Veräußerung eigener Aktien, sind hier die Anforderungen des Gleichbehandlungsgrundsatzes und das Erwerbsrecht der Aktionäre zu beachten. Das Wertpapierdarlehen bedarf daher der Zustimmung einer qualifizierten Aktionärsmehrheit nach Maßgabe von § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5 Hs. 2 i.V.m. § 186 Abs. 3 und 4 AktG<sup>95</sup>.

### **3. Rückerstattung der Aktien an die AG**

Für die Rückerstattung hat die Gesellschaft keine Gegenleistung zu erbringen. Der Rückerwerb der Aktien erfolgt vielmehr unentgeltlich i.S.v. § 71 Abs. 1 Nr. 4 Alt. 1 AktG und ist daher ohne Rücksicht auf die Anforderungen des § 71 Abs. 2 Satz 1 und 2 AktG zulässig. Die Gesellschaft muss zwar eine vom Darlehensnehmer gestellte Sicherheit Zug um Zug gegen Rückerstattung der Aktien zurückgeben. Darin liegt aber keine Gegenleistung für die Rückerstattung der Aktien. Es besteht auch im Hinblick auf den Normzweck des § 71 AktG kein Grund dafür, die Rückgabe der Sicherheitsleistung als Leistung eines Gegenwerts für die Aktien und damit die Rückerstattung als entgeltlichen Erwerb zu qualifizieren. Bei dem hier erörterten herkömmlichen Wertpapierdarlehen erfolgt die Besicherung des Rückerstattungsanspruchs der Gesellschaft durch Bareinlagen auf Sperrkonten bzw. durch Sicherungsübereignung oder Verpfändung von Wertpapieren. Die Gesellschaft kann über eine solche Sicherheit nicht frei verfügen. Damit ist gewährleistet, dass sie bei Rückerstattung der Aktien vorhanden ist und die Gesellschaft nicht etwa den Gegenwert der Aktien aus ihrem

---

<sup>94</sup> Zu seinem Inhalt i.e. *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 71 Rn. 130 ff.

<sup>95</sup> Eine Ausnahme von diesem Grundsatz gilt, wenn es sich ausschließlich um stimmrechtlose Vorzugsaktien handelt, Dividendenzahlungen während der Vertragslaufzeit vom Darlehensnehmer erstattet werden müssen und eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht während der Laufzeit des Darlehensvertrages ausgeschlossen ist. Unter diesen Voraussetzungen droht den Aktionären durch eine Weiterübertragung der Aktien auf einen Zweiterwerber keine der Beeinträchtigungen, vor denen das Erwerbsrecht auf eigene Aktien sie schützen soll.

eigenen Vermögen erstatten muss. Dem Darlehensnehmer steht in der Insolvenz der Gesellschaft hinsichtlich der Sicherheit ein Aussonderungsrecht zu<sup>96</sup>. Es handelt sich daher nicht um Vermögenswerte, die vorrangig für die Befriedigung der (übrigen) Gesellschaftsgläubiger zu verwenden wären, so dass sichergestellt werden müsste, dass ihre Rückgabe nur aus freien Mitteln erfolgt. Das für eine die Beschränkung des entgeltlichen Erwerbs eigener Aktien nach § 71 Abs. 1 und Abs. 2 Satz 1 und 2 AktG maßgebliche Anliegen, die Auszahlung gebundenen Vermögens an die Aktionäre zu verhindern, ist aus diesen Gründen durch die Rückgabe einer vom Darlehensnehmer gestellten Sicherheit beim herkömmlichen Wertpapierdarlehen nicht betroffen.

#### **4. Kapitalmarktrechtliche Pflichten**

Beim Wertpapierdarlehen hält der Darlehensnehmer die Papiere üblicherweise nicht lediglich als Sicherheit, sondern ist zur Weiterübertragung berechtigt. Sofern nicht ausnahmsweise vereinbart ist, dass der Darlehensnehmer die Aktien für Rechnung der Gesellschaft halten soll, so dass lediglich eine Umplatzierung innerhalb des Zurechnungskreises nach § 71d AktG vorliegt und die Aktien daher nach § 22 Abs. Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG weiterhin der Gesellschaft zuzurechnen sind, stehen die Stimmrechte aus den Aktien nach der Übertragung dem Darlehensnehmer zu. Er hat daher beim Erwerb der Aktien von der AG<sup>97</sup> sowie bei einem etwaigen Erwerb zur Erfüllung seiner Rückerstattungspflicht aus dem Darlehensvertrag das Erreichen oder Überschreiten, bei einer Weiterübertragung der Aktien an Dritte und bei der Erfüllung seiner Rückerstattungspflicht das Erreichen oder Unterschreiten eines Schwellenwertes nach § 21 WpHG zu mitzuteilen. Die AG ist ihrerseits bei der Übertragung der Aktien auf den Darlehensnehmer und bei der Rückerstattung zu einer Veröffentlichung § 26 Abs. 1 Satz 2 WpHG verpflichtet, wenn sie dadurch einen Schwellenwert nach dieser Bestimmung erreicht, über- oder unterschreitet.

Da die im Rahmen des Wertpapierdarlehens übertragenen Aktien nicht mehr der AG zuzurechnen sind, kann der darlehensweise Erwerb eine Pflicht des Darlehensnehmers zur Abgabe eines Angebots nach § 35 WpÜG auslösen<sup>98</sup>. Eine Befreiung vom Pflichtangebot nach § 37 Abs. 1 WpÜG kann hier etwa dann in Betracht kommen, wenn der

---

<sup>96</sup> Siehe oben, Fn. 64.

<sup>97</sup> So auch die Aufsichtspraxis der BaFin, vgl. Jahresbericht 2004, S. 205 f.

<sup>98</sup> Siehe etwa v. Bülow in KölnKomm WpÜG, 2003, § 29 Rn. 102; Diekmann in Baums/Thoma, WpÜG, 2004, § 29 Rn. 53.

Darlehensnehmer die Aktien sogleich weiterüberträgt und dadurch die Kontrollschwelle wieder unterschreitet<sup>99</sup>.

### **III. Die Aktiengesellschaft als Verleiherin bei Leihgeschäften sui generis**

#### **1. Vorliegen einer Veräußerung und Rechte aus den Aktien**

Wertpapierleihgeschäfte sui generis zeichnen sich dadurch aus, dass die Leistungen der Parteien zur freien Verfügung des jeweils anderen Teils stehen: Anders als beim herkömmlichen Pensionsgeschäft haben die Wertpapiere nicht lediglich die Funktion einer Sicherheit für den Zahlungsanspruch des Geldgebers während umgekehrt eine vom Empfänger der Wertpapiere gestellte Geld- oder Wertpapiersicherheit anders als beim herkömmlichen Wertpapierdarlehen nicht nur der Sicherung des Rückerstattungsanspruchs dient, sondern vom Überlasser der Wertpapiere nach Belieben verwendet werden darf<sup>100</sup>. Bei einem solchen Geschäft ist die Übertragung eigener Aktien durch die AG auf einen Entleiher ebenso als Veräußerung zu beurteilen wie bei einem herkömmlichen Wertpapierdarlehen<sup>101</sup>; das gilt auch dann, wenn die Parteien die zugrundeliegende Vereinbarung als Pensionsgeschäft bezeichnen.

Ab der Übertragung auf den Entleiher sind die Aktien nicht mehr auf die 10%-Grenze nach § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG anzurechnen. Die AG kann also zwischenzeitlich eigene Aktien erwerben; in diesem Fall muss sie aber gewährleisten, dass ihr Bestand an eigenen Aktien bei der Rückübertragung nicht über die 10%-Grenze hinaus ansteigt.

Ebenso wie beim herkömmlichen Wertpapierdarlehen<sup>102</sup> leben mit der Übertragung auf den Entleiher alle Rechte aus den Aktien auf.

#### **2. Rückübertragung als Erwerb eigener Aktien**

Da bei Leihgeschäften sui generis die Übertragung der Aktien auf den Entleiher, anders als beim herkömmlichen Pensionsgeschäft nicht lediglich sicherungshalber erfolgt, sondern eine Veräußerung iSv. § 71 AktG darstellt, ist die Rückübertragung ein unter diese Vorschrift fallender Erwerb. Anders als beim herkömmlichen Wertpapierdarlehen ist bei Geschäften sui generis nicht gewährleistet, dass die Gesellschaft im Gegenzug gegen die Rückübertragung der Aktien nur eine vom Entleiher gestellte Sicherheit zurückgewähren muss. Die vom Entleiher übertragenen Vermögenswerte stehen vielmehr zur freien Verfügung der

---

<sup>99</sup> Vgl. etwa *Versteegen* in KölnKomm WpÜG, 2003, § 37 Rn. 46.

<sup>100</sup> Näher dazu oben, B. III.

<sup>101</sup> Dazu oben, II. 2.

<sup>102</sup> Oben, II. 2.



Gesellschaft und werden damit Teil des Vermögens, das zur Befriedigung ihrer Gläubiger zur Verfügung steht. Die Rückübertragung einer „Sicherheitsleistung“ an den Entleiher ist daher bei den hier erörterten Geschäften in der Sache eine Kaufpreiszahlung, die sich im Hinblick auf den Normzweck des § 71 AktG nicht von der Leistung eines Gegenwerts in anderen Fällen des entgeltlichen Erwerbs eigener Aktien unterscheidet.

Auf die Rückübertragung finden folglich die Bestimmungen über den entgeltlichen Erwerb eigener Aktien Anwendung. Der Rückerwerb ist dementsprechend nur zulässig, wenn ein Erwerbsgrund nach § 71 Abs. 1 AktG vorliegt. Insoweit wird regelmäßig allein eine Ermächtigung nach Nr. 8 der Vorschrift in Betracht kommen. Der selektive Erwerb vom Entleiher verstößt dabei nicht gegen das Gleichbehandlungsgebot, weil wegen des Leihvertrages im Verhältnis zum Entleiher einerseits und den übrigen Aktionären andererseits nicht die „gleichen Voraussetzungen“ vorliegen. Die übrigen Aktionäre sind ausreichend dadurch geschützt, dass bereits für das Verleihen der Aktien als „andere Veräußerung“ i.S.v. § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5 AktG ihre Zustimmung mit qualifizierter Mehrheit erforderlich ist. Das Bedenken, dass bei einer solchen rechtlichen Behandlung eine Erwerbsermächtigung nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG durch Leihgeschäfte verbraucht werden könnte, wird künftig dadurch entschärft werden, dass zum Umsetzungstag der Richtlinie zur Änderung der Kapitalrichtlinie<sup>103</sup>, dem 15. April 2008<sup>104</sup>, die gesetzliche 10%-Erwerbsgrenze des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG ersatzlos entfallen muss; ab diesem Zeitpunkt wird allein die HV Erwerbsgrenzen für eine von ihr erteilte Ermächtigung festlegen dürfen, ohne dabei durch gesetzliche Vorgaben beschränkt zu sein<sup>105</sup>.

### **3. Kapitalmarktrechtliche Pflichten**

Die kapitalmarktrechtlichen Pflichten des Entleihers und der AG als Verleiherin entsprechen denen der Beteiligten beim herkömmlichen Wertpapierdarlehen<sup>106</sup>.

## **F. Zusammenfassung**

1. Das herkömmliche Pensionsgeschäft, bei dem der Pensionsnehmer nicht zur Weiterübertragung des Pensionsguts befugt ist, ist trotz des damit verbundenen Kaufs und der Vollrechtsübertragung des Pensionsguts ein Kreditgeschäft, bei dem das Pensionsgut als

---

<sup>103</sup> Richtlinie 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. September 2006 zur Änderung der 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals, ABl. EU L 264 v. 25. 89. 2006, S.32 (Kapitaländerungsrichtlinie).

<sup>104</sup> Art. 2 der Kapitaländerungsrichtlinie.

<sup>105</sup> Vgl. dazu i.e. *Cahn*, Der Konzern 2007, 385, 392 f.; *Merkt* in Großkomm AktG, 4. Aufl., 2007 § 71 Rn. 131.

<sup>106</sup> Siehe dazu oben, II. 4.

Sicherheit für den Rückzahlungsanspruch des Pensionsnehmers/Kreditgebers dient. Der Erwerb eigener Aktien durch eine AG als Pensionsnehmerin ist hier nach den Vorschriften über die Inpfandnahme eigener Aktien zu behandeln. Die Rückübertragung auf den Pensionsgeber stellt die Rückgabe einer Kreditsicherheit, nicht aber eine Veräußerung eigener Aktien dar, bei der das Erwerbsrecht der Aktionäre auf eigene Aktien und der Gleichbehandlungsgrundsatz zu beachten wären. Wie bei der Inpfandnahme eigener Aktien stehen die Vermögensrechte aus pensionsweise erworbenen eigenen Aktien wirtschaftlich weiterhin dem Pensionsgeber zu; § 71b AktG ist insoweit trotz des Vollrechtserwerbs durch die AG nicht anzuwenden. Die AG ist vielmehr wie ein für Rechnung des Pensionsgebers handelnder Rechtsinhaber zu behandeln. Die Ausübung des Stimmrechts durch die AG ist insoweit zulässig, als der Pensionsgeber konkrete Weisungen erteilt.

**2.** Ein Erwerb eigener Aktien aufgrund eines herkömmlichen Wertpapierdarlehens, bei dem eine vom Darlehensnehmer gestellte Sicherheitsleistung nicht zur freien Verfügung des Darlehensgebers steht, ist kein unentgeltlicher Erwerb entsprechend § 71 Abs. 1 Nr. 4 Alt. 1 AktG, obwohl die AG dem Darlehensgeber lediglich den im Verhältnis zum Wert der Aktien geringfügigen Darlehenszins schuldet. Die Aufnahme des Wertpapierdarlehens dient regelmäßig lediglich dem raschen Einsatz für Verwendungszwecke, für die die AG anderenfalls eigene Aktien entgeltlich erwerben müsste. Der Erwerb eigener Aktien aufgrund eines Wertpapierdarlehens und der anschließende Erwerb zur Erfüllung der Rückerstattungsverpflichtung gegenüber dem Darlehensgeber sind daher im Hinblick auf den Erwerbsgrund und auf die von der AG erbrachte Gegenleistung als unselbständige Teilakte eines einheitlichen Erwerbs zu behandeln. Für die Rechte aus den Aktien gilt dasselbe wie beim Erwerb aufgrund eines Pensionsgeschäfts (oben, 1.).

**3.** Beim herkömmlichen Pensionsgeschäft, bei dem der Pensionsnehmer nicht zur Weiterübertragung der Aktien berechtigt ist, stellt die Übertragung eigener Aktien durch eine AG als Pensionsgeberin keine Veräußerung der Aktien i.S.v. §§ 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 3 bis 5, 71c AktG, sondern lediglich eine im Hinblick auf § 71 AktG neutrale Umplatzierung innerhalb des Zurechnungskreises des § 71d AktG dar. § 71b AktG gilt in diesem Fall auch nach der Übertragung der Aktien auf den Pensionsnehmer. Die Rückübertragung der Aktien an die AG stellt trotz der Einkleidung in einen Kaufvertrag keinen entgeltlichen Erwerb eigener Aktien, sondern die nicht an § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG zu messende Rückzahlung eines Kredits nebst Zinsen dar. Sofern der Pensionsnehmer ausnahmsweise die Aktien weiterübertragen darf, ist der Abschluss des Pensionsgeschäfts als „andere“ Veräußerung eigener Aktien i.S.v. § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5 AktG zu qualifizieren, die der Zustimmung

einer qualifizierten Aktionärsmehrheit bedarf, denn mit der Weiterübertragung auf einen Dritten leben die Rechte aus den Aktien wieder auf.

**4.** Beim herkömmlichen Wertpapierdarlehen stellt die Übertragung eigener Aktien an einen Darlehensnehmer eine „andere“ Veräußerung i.S.v. § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5 AktG dar, die der Zustimmung einer qualifizierten Aktionärsmehrheit bedarf. Soll der Darlehensnehmer ausnahmsweise nicht zur Weiterübertragung der Aktien berechtigt sein, liegt hingegen lediglich eine Umplatzierung innerhalb des Zurechnungskreises nach § 71d AktG vor, die nicht zum Aufleben der Rechte aus den Aktien führt.

**5.** In der Praxis ist eine Angleichung der Ausgestaltung und des Einsatzes von Wertpapierpensionsgeschäften und Wertpapierdarlehen zu verzeichnen. Solche Leihgeschäfte sui generis zeichnen sich dadurch aus, dass die Leistungen der Parteien zur freien Verfügung des jeweils anderen Teils stehen. Anders als beim herkömmlichen Pensionsgeschäft haben die Wertpapiere nicht lediglich die Funktion einer Sicherheit für den Zahlungsanspruch des Geldgebers während umgekehrt eine vom Empfänger der Wertpapiere gestellte Geld- oder Wertpapiersicherheit anders als beim herkömmlichen Wertpapierdarlehen nicht nur der Sicherung des Rückerstattungsanspruchs dient, sondern vom Überlasser der Wertpapiere nach Belieben verwendet werden darf. Die rechtliche Behandlung solcher Wertpapierleihgeschäfte im Hinblick auf die Vorschriften über eigene Aktien wird nicht durch ihre Bezeichnung als Darlehen oder Pensionsgeschäft präjudiziert, sondern hat entsprechend ihrem wirtschaftlichen Gehalt zu erfolgen.

**6.** Wertpapierpensionsgeschäfte und Wertpapierdarlehen bieten danach nicht die Möglichkeit, die für eigene Aktien geltenden Erwerbs- und Veräußerungsbeschränkungen oder die Anordnung des Ruhens der Rechte aus eigenen Aktien zu umgehen. Die Wertpapierleihe kann jedoch im Vergleich zu einem Erwerb durch Kauf den Vorteil der schnellen Abwicklung eines geplanten Einsatzes eigener Aktien bieten. Die Übertragung eigener Aktien durch die AG als Verleiherin eröffnet zusätzliche Möglichkeiten der Nutzung als Kreditsicherheit und, bei Vorliegen einer qualifizierten Hauptversammlungszustimmung, den Einsatz als Einkunftsquelle für die Gesellschaft.

WORKING PAPERS

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

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

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

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

- 45 Rick Verhagen A New Conflict Rule for Securitization and other Cross-Border Assignments – A potential threat from Europe (publ. in: Lloyd’s Maritime and Commercial Law Quarterly 2006, p. 270)
- 46 Jochem Reichert/  
Michael Senger Berichtspflicht des Vorstands und Rechtsschutz der Aktionäre gegen Beschlüsse der Verwaltung über die Ausnutzung eines genehmigten Kapitals im Wege der allgemeinen Feststellungsklage (publ. in: Der Konzern 2006, S. 338 ff.)
- 47 Guido A. Ferrarini One Share – One Vote: A European Rule? (publ. in: European Company and Financial Law Review 2006, p. 147)
- 48 Theodor Baums Die Fremdkapitalfinanzierung der Aktiengesellschaft durch das Publikum (publ. in: Bayer/Habersack (eds.), Aktienrecht im Wandel der Zeit, Vol. 2, 2007, 952 ff.)
- 49 Ulrich Segna Anspruch auf Einrichtung eines Girokontos aufgrund der ZKA-Empfehlung „Girokonto für jedermann“? (publ. in: BKR 2006, S. 274 ff.)
- 50 Andreas Cahn Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen (publ. in: Bayer/Habersack [Hrsg.] Aktienrecht im Wandel, Band II, 2007, S. 763 ff.)
- 51 Hannes Klühs/  
Roland Schmidtbleicher Beteiligungstransparenz im Aktienregister von REIT-Gesellschaften (publ. in: ZIP 2006, S. 1805 ff.)
- 52 Theodor Baums Umwandlung und Umtausch von Finanzinstrumenten im Aktien- und Kapitalmarktrecht (publ. in: Festschrift für Canaris, Bd. II, 2007, S. 3 ff.)
- 53 Stefan Simon/  
Daniel Rubner Die Umsetzung der Richtlinie über grenzüberschreitende Verschmelzungen ins deutsche Recht (publ. in: Der Konzern 2006, S. 835 ff.)
- 54 Jochem Reichert Die SE als Gestaltungsinstrument für grenzüberschreitende Umstrukturierungen (publ. in: Der Konzern 2006, S. 821 ff.)
- 55 Peter Kindler Der Wegzug von Gesellschaften in Europa (publ. in: Der Konzern 2006, S. 811 ff.)



- 56 Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie (publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
- 57 Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht (publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
- 58 Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan (publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, 143 ff.)
- 59 Andreas Cahn/  
Jürgen Götz Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung (publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
- 60 Roland Schmidtbleicher/  
Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation? (publ. in: ZBB 2007, 124-129)
- 61 Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien (publ. in: Der Konzern 2007, S. 385)
- 62 Theodor Baums Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
- 63 Theodor Baums The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay (publ. in: Krüger Andersen/Engsig Soerensen [Hrsg.], Company Law and Finance 2008, S. 31 ff.)
- 64 Oliver Stettes Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb? (publ. in: Die AG 2007, S. 611 ff.)
- 65 Theodor Baums/  
Astrid Keinath/  
Daniel Gajek Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie (publ. in: ZIP 2007, S. 1629 ff.)
- 66 Stefan Brass/  
Thomas Tiedemann Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien (publ. in: ZBB 2007, S. 257 ff.)
- 67 Theodor Baums Zur Deregulierung des Depotstimmrechts (publ. in: ZHR 2007 [171], S. 599 ff.)
- 68 David C. Donald The Rise and Effects of the Indirect Holding System: How Corporate America ceded its Shareholders to Intermediaries

- 69 Andreas Cahn Das Wettbewerbsverbot des Vorstands in der AG & Co. KG  
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 716 ff.)
- 70 Theodor Baums/  
Florian Drinhausen Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von  
Hauptversammlungsbeschlüssen  
(publ. in: ZIP 2008, S. 145 ff.)
- 71 David C. Donald Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US-  
Amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC)
- 72 Tim Florstedt Zum Ordnungswert des § 136 InsO  
(publ. in: ZInsO 2007, S. 914 ff.)
- 73 Melanie Döge/  
Stefan Jobst Abmahnung von GmbH-Geschäftsführern in befristeten  
Anstellungsverhältnissen  
(publ. in: GmbHR 2008, S. 527 ff.)
- 74 Roland Schmidtbleicher Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?  
(publ. in: Die AG 2008, S. 73 ff.)
- 75 Theodor Baums Europäische Modellgesetze im Gesellschaftsrecht  
(publ. in: Kley/Leven/Rudolph/Schneider [Hrsg.], *Aktie und  
Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung  
und Finanzplatz*, 2008, S. 525-535)

ILF



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