

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

MELANIE DÖGE /STEFAN JOBST

Aktienrecht zwischen  
börsen- und kapitalmarktorientiertem Ansatz



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 99



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

**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**

**IM HOUSE OF FINANCE DER GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT**

**CAMPUS WESTEND – GRÜNEBURGPLATZ 1**

**D-60323 FRANKFURT AM MAIN**

**TEL: +49 (0)69 / 798-33753**

**FAX: +49 (0)69 / 798-33929**

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

Melanie Döge /Stefan Jobst

Aktienrecht zwischen börsen- und kapitalmarktorientiertem Ansatz

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 99**

**04/ 2009**

# AKTIENRECHT ZWISCHEN BÖRSEN- UND KAPITALMARKTORIENTIERTEM ANSATZ<sup>\*)</sup>

MELANIE DÖGE / STEFAN JOBST<sup>\*\*)</sup>

- I. EINLEITUNG
- II. VORSCHLAG DER WIRTSCHAFTSRECHTLICHEN ABTEILUNG ZUM 67. DEUTSCHEN JURISTENTAG
  1. Darstellung und Begriffsbestimmung
  2. Begründung
- III. BEDEUTUNG DES AUßERBÖRSLICHEN HANDELS IN DEUTSCHLAND
- IV. RECHTSVERGLEICHENDE BETRACHTUNG VON AKTIEN- UND KAPITALMARKTRECHT
  1. Deutschland
    - a) Organisation des Kapitalmarktes
    - b) Differenzierung im Rahmen des Aktienrechts
  2. Großbritannien
    - a) Organisation des Kapitalmarktes
    - b) Differenzierungen im „Companies Act 2006“
  3. USA
    - a) Rechtsquellen des Kapitalgesellschafts- und Kapitalmarktrechts
    - b) Organisation des Kapitalmarktes
    - c) Kapitalgesellschaftsrecht
- V. STELLUNGNAHME
  1. Anknüpfung der vorhandenen Regelungen an die Kapitalmarktorientierung
  2. Verwischung der Grenzen zwischen Aktien- und Kapitalmarktrecht
  3. Missbrauchsgefahr durch selbstbestimmte Wahl der Satzungsstrenge
  4. Bisherige Reformansätze im deutschen Schrifttum
  5. Die Abkehr von einer Differenzierung im Aktienrecht in der aktuellen Reformdiskussion
  6. Ökonomische Analyse des Aktienrechts („Opt-In-Modell“)
- VI. FAZIT

---

<sup>\*)</sup> Die ursprüngliche Fassung vom April 2009 wurde nochmals überarbeitet und durch die vorliegende Version mit Stand vom Juni 2009 ersetzt.

<sup>\*\*)</sup> Mitarbeiter am Institute for Law and Finance (ILF) und Institute for Monetary and Financial Stability (IMFS), Frankfurt am Main.

## **I. EINLEITUNG**

Auf dem 67. Deutschen Juristentag (DJT) in Erfurt wurde über eine Grundfrage des deutschen Aktienrechts diskutiert. Gefordert wurde eine stärkere Differenzierung zwischen börsennotierten und nichtbörsennotierten Aktiengesellschaften. Einzelne Deregulierungsvorschläge bezogen sich auf die Reichweite des Prinzips der Satzungsstrenge, die Vinkulierung von Aktien und das Mehrstimmrecht. Die folgende Ausarbeitung beschäftigt sich mit der Frage, ob eine Differenzierung zwischen börsennotierten und nichtbörsennotierten Aktiengesellschaften insbesondere vor dem Hintergrund einer rechtsvergleichenden und empirischen Betrachtung überzeugt. Im Einzelnen wird zunächst kurz der Vorschlag der wirtschaftsrechtlichen Abteilung an dem 67. DJT dargestellt (II.). Weiter wird die Bedeutung des außerbörslichen Handels in Deutschland untersucht (III.). Im Anschluss werden das deutsche, englische und – kursorisch – das US-amerikanische Aktien- und Kapitalmarktrecht rechtsvergleichend betrachtet (IV.). Darauf aufbauend folgt eine Stellungnahme zur Notwendigkeit einer Differenzierung zwischen börsen- und nichtbörsennotierten Aktiengesellschaften (V.). Ein Fazit schließt die Untersuchung ab (VI.).

## **II. VORSCHLAG DER WIRTSCHAFTSRECHTLICHEN ABTEILUNG ZUM 67. DEUTSCHEN JURISTENTAG**

### **1. Darstellung und Begriffsbestimmung**

Das Gutachten der wirtschaftsrechtlichen Abteilung zum 67. DJT knüpft seine Deregulierungsvorschläge an die Unterscheidung der Aktiengesellschaften in börsennotierte und nichtbörsennotierte Gesellschaften an. Dabei legt es die bereits bestehende Legaldefinition des § 3 Abs. 2 AktG zugrunde. Börsennotiert sind demnach nur diejenigen Gesellschaften, deren Aktien zum Handel im organisierten Markt i.S. des § 2 Abs. 5 WpHG zugelassen sind. Gesellschaften, deren Aktien im Freiverkehr gehandelt werden, sind hingegen nichtbörsennotiert.<sup>1</sup> Ebenfalls nichtbörsennotiert sind diesem Ansatz zufolge Gesellschaften, deren Aktien im Inter-Banken-Handel (sog. OTC-Handel), im Telefonhandel sowie mittels alternativer Transaktionssysteme (sog. ATS) gehandelt werden.<sup>2</sup> Der Reformvorschlag findet im Hinblick auf die Trennlinie entlang der Börsennotierung auch weiterhin Zuspruch im Schrifttum<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> *Bayer*, Empfehlen sich besondere Regeln für börsennotierte und für geschlossene Gesellschaften? Gutachten E zum 67. Deutschen Juristentag, 2008, E 13.

<sup>2</sup> *Bayer*, Gutachten DJT (o. Fn. 1), E 12 f.

<sup>3</sup> *Habersack AG* 2009, 1 (11); *Bayer/Hoffmann AG* 2008, R379 (R382); nur teilweise Bedenken äußert *Windbichler JZ* 2008, 840 (846).

## 2. Begründung

Der Vorschlag verspricht sich von der angestrebten Deregulierung für nichtbörsennotierte Aktiengesellschaften Vorteile für die mittelständische Wirtschaft.<sup>4</sup> Für börsennotierte Gesellschaften sei hingegen bei Zusammenführung von Aktien- und Kapitalmarktrecht zu einem „Börsengesellschaftsrecht“ eine bessere Anpassung an die Besonderheiten des Kapitalmarktes und die Bedürfnisse der Anleger zu erwarten.<sup>5</sup> Somit steige auch die Attraktivität der deutschen Aktiengesellschaft im internationalen Wettbewerb. Letztlich werde vor allem der „Rechtswirklichkeit“ in Bezug auf die unterschiedlichen Strukturen der überwiegenden Aktiengesellschaften Genüge getan.<sup>6</sup>

Die Abgrenzung zwischen börsennotierten und nichtbörsennotierten Aktiengesellschaften wird insbesondere auch damit begründet, dass eine trennscharfe Differenzierung nur an der Stelle „Börsennotierung“ möglich sei<sup>7</sup> und im Weiteren auch nur so ein Börsengesellschaftsrecht geschaffen werden könne<sup>8</sup>. Aus Gründen der Rechtssicherheit und Praktikabilität sei diese Trennlinie demnach erstrebenswert.<sup>9</sup>

### III. BEDEUTUNG DES AUßERBÖRSLICHEN HANDELS IN DEUTSCHLAND

Die Tragweite des Reformvorschlags lässt sich anhand der Rechtswirklichkeit der deutschen Aktiengesellschaften erkennen.<sup>10</sup> Seit Ende der 1990er Jahre kann eine massive Zunahme deutscher Aktiengesellschaften festgestellt werden. Der Höchststand wurde mit 16.147<sup>11</sup> Aktiengesellschaften im Juli 2005 erreicht. Die Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank aus Dezember 2008 weist eine aktuelle Gesamtzahl von 14.184<sup>12</sup> Aktiengesellschaften auf. Betrachtet man nun die Anzahl der Aktiengesellschaften, die an der Börse notiert sind, ist festzustellen, dass diese derzeit nur etwa 4 % aller Aktiengesellschaften ausmachen.<sup>13</sup> Auch kann festgehalten werden, dass ca. weitere 3 % sämtlicher Aktiengesellschaften im Oktober 2008 am Handel im Freiverkehr teilnahmen.<sup>14</sup> Diese Daten lassen jedoch nicht den Schluss zu, dass es sich bei dem Großteil der deutschen Aktiengesellschaften um familiengeprägte oder kapitalmarktferne Kapitalgesellschaften handelt. So umfasst der außerbörsliche Handel noch weitere kapitalmarktorientierte Marktsegmente (Telefon-

<sup>4</sup> Bayer, Gutachten DJT (o. Fn. 1), E 86.

<sup>5</sup> Bayer, Gutachten DJT (o. Fn. 1), E 86, 99.

<sup>6</sup> Bayer, Gutachten DJT (o. Fn. 1), E 87.

<sup>7</sup> Für eine solche Trennlinie haben sich bereits *Kals/Schauer*, Die Reform des Österreichischen Kapitalgesellschaftsrechts, in: Verhandlungen des 16. Österreichischen Juristentages, Bd. II/1, 2006, S. 65 ff. ausgesprochen.

<sup>8</sup> Bayer, Gutachten DJT (o. Fn. 1), E 91 ff.

<sup>9</sup> Bayer, Gutachten DJT (o. Fn. 1), E 93 ff.

<sup>10</sup> Der Terminus „Aktiengesellschaft“ umfasst im Folgenden jeweils auch die KGaA.

<sup>11</sup> Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik Dezember 2008, S. 46.

<sup>12</sup> Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik Dezember 2008, S. 46.

<sup>13</sup> DAI-Factbook, 2008, Übersicht 02-1-1-2.

<sup>14</sup> DAI-Factbook, 2008, Übersicht 02-1-1-2.

handel, Xetra, OTC-Handel etc.).<sup>15</sup> Wegen der privatrechtlich verfassten und dezentralen Ausgestaltung des außerbörslichen Sekundärmarktes gibt es jedoch keine zuverlässigen empirischen Daten zu dessen Handelsvolumen. Allerdings hat sich der außerbörsliche Sekundärmarkt vor allem im Bereich des vor- und nachbörslichen Wertpapierhandels und bei Transaktionen mit umfangreichen Wertpapierpaketen behaupten können, so dass von einem großen, zumindest aber stetig steigenden, prozentualen Anteil des kapitalmarktorientierten außerbörslichen Handels ausgegangen werden muss.<sup>16</sup> Wollte man nun dem Reformvorschlag folgen, würde dies wegen des vergleichsweise geringen Anteils börsennotierter Aktiengesellschaften dazu führen, dass nur noch eine geringe Anzahl von Aktiengesellschaften den zwingenden Regelungen des derzeit geltenden Aktienrechts unterläge.

#### **IV. RECHTSVERGLEICHENDE BETRACHTUNG VON AKTIEN- UND KAPITALMARKTRECHT**

Das deutsche Aktien- und Kapitalmarktrecht sieht sich infolge der wechselseitigen Öffnung der Kapitalmärkte dem Wettbewerb mit anderen Rechtsordnungen ausgesetzt. So ist geboten, bestehende Differenzierungsansätze ausländischer Rechtsregime herauszuarbeiten. Die gewonnenen Erkenntnisse stellen wiederum die Grundlage für eine anschließende Gegenüberstellung der Vor- und Nachteile der Differenzierungsansätze dar, um letztlich auf den überzeugendsten Ansatz schließen zu können.

##### **1. Deutschland**

###### **a) Organisation des Kapitalmarktes**

Mit der Novellierung des Börsengesetzes (BörsG) mit Wirkung zum 21.12.2007<sup>17</sup> ging eine Änderung der Organisation des Kapitalmarktes einher. Das BörsG unterscheidet nunmehr zwischen reguliertem Markt (sog. „regulated market“)<sup>18</sup> und Freiverkehr (sog. „open market“). Der regulierte Markt umfasst die vor der Gesetzesänderung noch getrennten Marktsegmente des „amtlichen Handels“ (§§ 30 ff. BörsG a.F.) und des „geregelten Marktes“ (§§ 49 ff. BörsG a.F.). Der regulierte Markt stellt einen Teil des öffentlich-rechtlichen Börsenbetriebes dar<sup>19</sup> und entspricht somit der

<sup>15</sup> Siehe oben II., 1.; vgl. auch *Fehr*, Recht des außerbörslichen Aktienhandels vor dem Hintergrund des Rechts des börslichen Aktienhandels, 2006, S. 56 f.

<sup>16</sup> In diesem Sinne auch FAZ, v. 10.11.2008, S. 21; *Liersch*, WM 2003, 473 ff.; *Spindler* WM 2002, 1325 (1326 f.); vgl. auch *Fehr* (o. Fn. 15), S. 62 f.; *Krause*, Alternative Wertpapierhandelssysteme unter besonderer Berücksichtigung von Regulierungs- und Aufsichtsproblemen im Internet, 2005, S. 25, 70 ff.

<sup>17</sup> BörsG v. 16.7.2007 „FRUG“ (BGBl. I, S. 1330, 1351), geändert durch Art. 11 d. G. v. 21.12.2007 (BGBl. I, S. 3089).

<sup>18</sup> Der Begriff „regulated markets“ ist aus der „Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente“ (MiFID) übernommen; siehe zur MiFID ausführlich *Gomber/Hirschberg* AG 2006, 777 ff.; *Hirschberg* AG 2006, 398 ff.

<sup>19</sup> Zu weiteren Differenzierungsmerkmalen vgl. *Bröcker*, in: Claussen (Hrsg.), Bank- und Börsenrecht, 4. Aufl. 2008, § 6 Rdn. 46.

Definition des organisierten Marktes i.S. des § 2 Abs. 5 WpHG. Bei diesem handelt es sich um ein System, das durch staatliche Stellen, namentlich die Börsen als teilrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts, genehmigt, geregelt und überwacht wird. Der Freiverkehr ist nunmehr in § 48 BörsG n.F. geregelt. Er fällt nicht unter den Begriff des organisierten Marktes, da dieser nach herrschender Ansicht privatrechtlich organisiert ist.<sup>20</sup> Dennoch ist der Freiverkehr den Börsen angegliedert.

Die Zulassungsvoraussetzungen für Wertpapiere zum Handel am regulierten Markt ergeben sich aus den §§ 32 ff. BörsG. Erfüllt ein Unternehmen die in § 32 Abs. 3 BörsG aufgeführten Voraussetzungen, besteht ein Zulassungsanspruch. Bei den Voraussetzungen handelt es sich um Maßnahmen zum Schutze des Publikums und des Börsenhandels sowie um das Erfordernis der Veröffentlichung eines Wertpapierprospektes nach Maßgabe des Wertpapierprospektgesetzes (WpPG). Weitere Anforderungen, die für die Zulassung der Wertpapiere erfüllt sein müssen, ergeben sich aus der Börsenzulassungsverordnung (BörsZulV).

Der Handel mit Wertpapieren im Freiverkehr unterliegt weniger strengen Anforderungen, insbesondere im Hinblick auf Anlegerschutzregelungen.<sup>21</sup> Eine Ausnahme enthält § 48 Abs. 3 S. 2 BörsG, der vor allem die in §§ 30, 31 BörsG enthaltenen Bestimmungen zur Vorhandels- und Nachhandelstransparenz entsprechend auf den Freiverkehr erstreckt. Auch müssen Wertpapiere, die in dem im Jahr 2005 als Teilsegment des Freiverkehrs eingeführten Entry Standard gehandelt werden, erhöhte Informations- und Transparenzanforderungen erfüllen.<sup>22</sup>

## b) Differenzierung im Rahmen des Aktienrechts

Infolge der in § 23 Abs. 5 AktG normierten Satzungsstrenge ist das deutsche Aktienrecht weitgehend zwingend und auf jede Aktiengesellschaft anzuwenden. Nur in engen Grenzen kann die Satzung ergänzend autonom gestaltet werden oder vom Gesetz abweichen. Aktiengesellschaften können abweichende Regelungen insbesondere im Hinblick auf „andere Mehrheiten“ und „weitere Erfordernisse“ bei Hauptversammlungsbeschlüssen treffen.<sup>23</sup> Sonstige Abweichungsmöglichkeiten sind im Übrigen breit gefächert.<sup>24</sup> Anknüpfend an die Börsennotierung lassen sich im Aktienrecht zudem differenzierende Vorschriften für börsen- und nichtbörsennotierte Gesellschaften finden.<sup>25</sup>

<sup>20</sup> Assmann, in: Assmann/Schneider, WpHG-Komm., 4. Aufl. 2006, § 15 Rn. 43; Gomber/Hirschberg AG 2006, 777 (779); Schlitt/Schäfer AG 2006, 147 (147 f.); vgl. zum Meinungsstand nur Bröcker (o. Fn. 19), § 6 Rdn. 63; Grunewald/Schlitt, Einführung in das Kapitalmarktrecht, 2007, S. 207 f.

<sup>21</sup> Grunewald/Schlitt (o. Fn. 20), S. 208; Schlitt/Schäfer AG 2006, 147 (148).

<sup>22</sup> Ausführlich zum Entry Standard Bacher/Keppler, Der Entry Standard der Deutschen Börse, 2006, S. 25 ff.

<sup>23</sup> Zur Übersicht vgl. nur Pentz, in: MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2008, § 23 Rdn. 155; Hüffer, AktG-Komm., 8. Aufl. 2008, § 23 Rdn. 35.

<sup>24</sup> Eine detaillierte Übersicht findet sich etwa bei Röhrich, in: Großkomm. AktG, 4. Aufl. 1996, § 23 Rdn. 177 ff.

<sup>25</sup> Eingehend zu den „statusrechtlichen“ Änderungen einer Börsennotierung Ekkenga/Maas in: Kümper/Hammen/Ekkenga, Kapitalmarktrecht, Bd. 1, Loseblattausgabe, Lfg. 7/05, 055 Rdn. 238 ff.



Aber auch diesbezüglich ist anzumerken, dass es sich um eine überschaubare, kleine Zahl von Regelungen handelt.

## 2. Großbritannien

Der Kapitalmarkt Großbritanniens hat im europäischen Vergleich eine herausragende Stellung. Zu Recht wird angenommen, dass sich wertvolle Hinweise für eine Deregulierung des Aktienrechts aus der britischen Rechtsordnung ergeben.<sup>26</sup> Im Folgenden wird daher ein Überblick über das Aktien- und Kapitalmarktrecht Großbritanniens gegeben.

### a) Organisation des Kapitalmarktes

Der Markt für börsengehandelte Aktien in Großbritannien ist in zwei Börsensegmente unterteilt: in den „Main Market“, insbesondere die „official list“, und in den „Alternative Investment Market“ (AIM).<sup>27</sup> Beide Marktsegmente sind der London Stock Exchange (LSE) angegliedert.<sup>28</sup> Wegen der gemeinsamen Basis der MiFID findet sich die im deutschen Börsenrecht anzutreffende, oben dargestellte Differenzierung auch in der britischen Börsenorganisation. Demzufolge entspricht der Main Market weitgehend dem regulierten Markt, und der AIM dem von der Deutschen Börse zwischen 1997 und 2003 als Teilsegment des Freiverkehrs<sup>29</sup> betriebenen „Neuen Markt“.

Die Zulassung von Wertpapieren eines Unternehmens zum Wertpapierhandel an der Börse ist im Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA 2000) geregelt. Einem Unternehmen steht grundsätzlich die Entscheidung frei, an welchem Marktsegment es teilnehmen möchte. Die Aufnahme der Wertpapiere in die *official list* ist jedoch Grundvoraussetzung für die Zulassung der Wertpapiere zum Main Market.<sup>30</sup> Die Aufnahme erfordert die Erfüllung gewisser Sicherheits- und Transparenzanforderungen, die viele Unternehmen von diesem Schritt abhalten. Ein Anreiz, die Zulassung zur *official list* anzustreben, ergibt sich für die Unternehmen jedoch in der Regel daraus, dass die *official list* wegen der hohen Anforderungen ein Qualitätssiegel für die Wertpapiere darstellt.<sup>31</sup> Die Qualität wird durch die Aufsicht der Financial Services Authority (FSA) gesichert, indem sie überprüft,

<sup>26</sup> Bayer, Gutachten DJT (o. Fn. 1), E 10. Siehe vertiefend auch E 66 ff.; M. Roth AnwBl. 2008, 580 (580).

<sup>27</sup> Ein Überblick über die Entwicklungen des Kapitalmarkts bei Rasch, Aktienmarkt für kleine und mittelgroße Unternehmen, 1996, S. 129 ff.; zur historischen Entwicklung des AIM Baums, Mittelständische Unternehmen und Börse, in: Festschrift für Mestmäcker, 1996, S. 815 ff., 822 ff.

<sup>28</sup> Davies, in: Gower and Davies' Principles of Modern Company Law, 8. Aufl. 2008, Chap. 25-5. Ausführlich zum Verfahren Mayson/French/Ryan, Company Law, 2003-2004, S. 214 ff.

<sup>29</sup> Ähnlich zur alten Rechtslage Rasch (o. Fn. 27), S. 129; Bäumer, Das englische Börsenrecht, 1989, S. 481 f.; vgl. auch Gower and Davies' (o. Fn. 28), Chap. 25-6. Zum Neuen Markt vgl. ausführlich Plückelmann, Der Neue Markt der Deutsche Börse AG, 2000.

<sup>30</sup> Gower and Davies' (o. Fn. 28), Chap. 1-11.

<sup>31</sup> Güthoff, Gesellschaftsrecht in Großbritannien, 3. Aufl. 2004, S. 33; Gower and Davies' (o. Fn. 28), Chap. 1-11, 25-3, 25-4, 25-8. Zu weiteren Vorteilen Mayson/French/Ryan (o. Fn. 28), S. 215.

ob die Anforderungen der Listing Rules<sup>32</sup> eingehalten werden. Infolge dessen entscheidet die FSA über die Zulassung zum Wertpapierhandelssegment.<sup>33</sup>

## b) Differenzierungen im „Companies Act 2006“

Das britische Kapitalgesellschaftsrecht ist im Companies Act 2006 (CA UK 2006) geregelt. Anders als das deutsche Recht sieht das britische Recht ein einheitliches Kapitalgesellschaftsrecht vor.<sup>34</sup> Das britische Gesellschaftsrecht kennt als Kapitalgesellschaften die sog. „private company“, die „public company“ und die „quoted company“. Sec. 4 (2) CA UK 2006 definiert die *public company* als eine Gesellschaft, deren Haftung nach den jeweils vorgesehenen Alternativen des Companies Act beschränkt ist<sup>35</sup>, deren Satzung die Gesellschaft als *public company* bezeichnet<sup>36</sup>, und welche die Voraussetzungen des Part 20 des CA UK 2006 erfüllt<sup>37</sup>. Sec. 755 (1) CA UK 2006 grenzt so dann die *private company* negativ von der *public company* ab. Eine *private company* ist danach gegeben, wenn diese ihre (verbrieften) Eigenkapitalanteile („securities“)<sup>38</sup> in keiner Weise der Öffentlichkeit unmittelbar<sup>39</sup> oder mittelbar<sup>40</sup> anbietet („public offer“).<sup>41</sup> Wird diese Voraussetzung nicht erfüllt, handelt es sich zwangsläufig um eine *public company*.<sup>42</sup> Die *quoted company* ist in Sec. 385 (2) CA UK 2006 geregelt und umfasst nur Unternehmen, deren (verbrieft) Eigenkapitalanteile unter den Voraussetzungen des Part 6 des FSMA 2000 entweder in die *official list* aufgenommen wurden, in einer amtlichen Liste eines Mitgliedstaates der Einheitlichen Europäischen

<sup>32</sup> Zu den durch die Listing Rules geregelten Bereiche vgl. Gower and Davies' (o. Fn. 28), Chap. 1-11.

<sup>33</sup> Gower and Davies' (o. Fn. 28), Chap. 1-11, 25-8.

<sup>34</sup> Bayer, Gutachten DJT (o. Fn. 1), E 71; Just, Die englische Limited in der Praxis, 2005, Rdn. 11. Zur historischen Entwicklung des Kapitalgesellschaftsrechts *Birds*, Die britische Private Company, in: Roth (Hrsg.), Das System der Kapitalgesellschaften im Umbruch – ein internationaler Vergleich, 1990, S. 138 ff., 139 ff., 150, 154 f.; auch Gower and Davies' (o. Fn. 28), Chap. 1-10; *Mayson/French/Ryan* (o. Fn. 28), S. 57 ff. Allerdings hat es in der Vergangenheit Überlegungen gegeben, die verschiedenen Gesellschaften in separaten Gesetzen zu normieren, vgl. *Sealy*, Cases and Materials in Company Law, 7. Aufl. 2001, S. 18.

<sup>35</sup> Der CA UK 2006 sieht dabei als Möglichkeit der Haftungsbeschränkung die Alternativen „limited by shares“ (Sec. 3 [2]) und „limited by guarantee“ (Sec. 3 [3]) vor. Ausführlich dazu *Güthoff* (o. Fn. 31), S. 4 f.; *Sealy* (o. Fn. 34), S. 17; *Mayson/French/Ryan* (o. Fn. 28), S. 49 f.

<sup>36</sup> Sec. 4 (2)(a).

<sup>37</sup> Vgl. Sec. 4 (2)(b), 4 (4) CA UK 2006.

<sup>38</sup> Eine Legaldefinition des Begriffs der „securities“ findet sich in Sec. 755 (5) CA UK 2006 und umfasst „shares“ und „debentures“. „Shares“ i.S.d. Sec. 540 ff. CA UK 2006 sind aufgrund des einheitlichen Kapitalgesellschaftsrechts nicht lediglich als Aktien, sondern als Gesellschaftsanteile zu verstehen, wobei eine reiche Fülle an Ausgestaltungen möglich ist. Debentures i.S.d. Sec. 738 ff. CA UK 2006 entsprechen Schuldverschreibungen im deutschen Recht, wobei deren Ausgestaltung – wie bei den Geschäftsanteilen – ebenfalls vielfältig variieren kann. Eine Einordnung der einzelnen Finanzinstrumente in die verschiedenen Kategorien ist dementsprechend kaum möglich, vgl. Gower and Davies' (o. Fn. 28), Chap. 23-1 ff.

<sup>39</sup> Sec. 755 (1)(a).

<sup>40</sup> Sec. 755 (1)(b).

<sup>41</sup> Das Kriterium der öffentlichen Emission wurde als einziges zur Abgrenzung von public und private companies aufrechterhalten (Sec. 755 ff. CA UK 2006); vgl. ebenfalls *Birds* (o. Fn. 34), S. 146; Gower and Davies' (o. Fn. 28), Chap. 1-10; *Mayson/French/Ryan* (o. Fn. 28), S. 56, 58.

<sup>42</sup> Vgl. Sec. 755 (1) CA UK 2006.

Akte (EEA) geführt werden oder zum Handel an der New York Stock Exchange Euronext oder dem NASDAQ zugelassen sind.<sup>43</sup>

Im Hinblick auf das Rangverhältnis der *companies* untereinander wird mitunter angenommen, das britische Kapitalgesellschaftsrecht knüpfe als wesentliches Unterscheidungskriterium für Deregulierungen an die Börsennotierung an („quoted“ versus „unquoted“), unterscheide zumindest aber zwischen *public*, *private* und *quoted companies* als *gleichwertige* Gesellschaftsformen.<sup>44</sup> Diese Differenzierung entspricht jedoch nicht der in Großbritannien geltenden Rechtslage. Aus Sec. 4 (4) CA UK 2006 lässt sich entnehmen, dass das britische Kapitalgesellschaftsrecht auf der grundsätzlichen Unterscheidung zwischen *private* und *public companies* beruht<sup>45</sup>, die *quoted company* hingegen nur eine untergeordnete Rolle einnimmt. Dies ergibt sich daraus, dass Sec. 4 (2) CA UK 2006 die *quoted company* nicht einmal erwähnt.<sup>46</sup> Darüber hinaus knüpft die Definition der *quoted company*<sup>47</sup> an die Aufnahme von Eigenkapitalanteilen in die *official list* an und impliziert somit begriffsnotwendig ein öffentliches Angebot der Wertpapiere eines Unternehmens. Denn die *official list* stellt nur einen Teil des regulierten Marktes dar<sup>48</sup>, der namentlich dem früheren amtlichen Handel in Deutschland entspricht. Der Begriff des *public offer* umfasst somit einen weitaus größeren Anwendungsbereich. Der Aktionsspielraum der *quoted company* ist also stets mit dem der *public company* identisch, so dass die *quoted company* als Spezialform der *public company* anzusehen ist.

Das britische Kapitalgesellschaftsrecht knüpft somit zur Differenzierung an das Vorliegen eines öffentlichen Angebotes der Wertpapiere an. Der Begriff umfasst alle Angebote an jeden Teil der Öffentlichkeit, unabhängig von Begrenzungen, der Auswahl oder der Art.<sup>49</sup>

Der Companies Act stellt für viele Bereiche unterschiedliche Anforderungen an die *private company* und an die *quoted company*. Daher enthält er umfangreiche Spezialregelungen für die betreffenden Gesellschaften. Diese wurden in den jeweiligen Einzelnormen ergänzt, was dazu geführt hat, dass die Spezialregelungen über den gesamten Companies Act verteilt sind. Im Ergebnis lässt sich somit festhalten, dass zwar die kapitalmarktrechtlichen Rahmenbedingungen Deutschlands und Großbritanniens weitgehend übereinstimmen, hingegen das Kapitalgesellschaftsrecht die *companies* entlang der Kapitalmarktorientierung trennt.

<sup>43</sup> Sec. 385 (2)(a-c) CA UK 2006. Entgegen der Annahme von *Bayer* im Gutachten zum 67. DJT kannte bereits der CA UK 1985 den Begriff der *quoted company* in Sec. 262 (1), vgl. *Morse/Davies* (u.a.), in: *Palmer's Company Law: Annotated Guide to the Companies Act 2006, 2007*, S. 309.

<sup>44</sup> *Bayer*, Gutachten DJT (o. Fn. 1), E 71 f.

<sup>45</sup> So spricht Sec. 4 (4) CA UK 2006 von „the two major differences“.

<sup>46</sup> Auch in der Literatur wird eine systematische Einordnung der unterschiedlichen Gesellschaftsformen an den Kriterien „liability“, „share capital“ und „public“ bzw. „private“ vorgenommen; vgl. *Mayson/French/Ryan* (o. Fn. 28), S. 46 f.

<sup>47</sup> Sec. 385 (2) CA UK 2006.

<sup>48</sup> Vgl. oben IV. 2. a).

<sup>49</sup> Vgl. Sec. 756 (2) CA UK 2006; siehe auch *Güthoff* (o. Fn. 31), S. 32. Ebenso sollen Umgehungsgeschäfte jeglicher Art zur Einordnung als *public company* führen, vgl. *Palmer's* (o. Fn. 43), S. 579 f.

### 3. USA

Nicht zuletzt sind vom US-amerikanischen Kapitalgesellschafts- und Kapitalmarktrecht in der Vergangenheit wichtige Impulse für die deutsche Gesetzgebung ausgegangen.<sup>50</sup> Die folgende Darstellung kann freilich nur einen kurzen Überblick über die für die vorliegende Ausarbeitung relevanten Aspekte geben.

#### a) Rechtsquellen des Kapitalgesellschafts- und Kapitalmarktrechts

Das amerikanische Kapitalgesellschafts- und Kapitalmarktrecht speist sich aus verschiedenen Rechtsquellen.<sup>51</sup> Die Kompetenz zum Erlass gesellschafterrechtlicher Normen steht den einzelnen Bundesstaaten zu, was dazu geführt hat, dass jeder Bundesstaat ein eigenes Kapitalgesellschaftsrecht kodifiziert hat. Allerdings kommt den einzelnen Rechtsregimen aufgrund der in den USA geltenden Gründungstheorie unterschiedlich große Bedeutung zu. Diese einzelstaatlichen *corporation statutes* sind zudem in erheblichem Umfang durch „case law“ beeinflusst.

Neben diesem „Kernrecht“ wird das amerikanische Kapitalgesellschaftsrecht maßgeblich durch Bundesrecht („securities laws“), namentlich den Securities Act von 1933 (SA 1933)<sup>52</sup> und den Securities Exchange Act von 1934 (SEA 1934)<sup>53</sup>, beeinflusst und überlagert. Konkretisiert werden die meist generalklauselartig gefassten Bestimmungen durch von der Securities Exchange Commission (SEC) erlassene Verordnungen. Auf Ebene der Bundesstaaten wird diese Struktur durch deren wertpapierbezogenen Gesetze („blue sky laws“) ergänzt.

#### b) Organisation des Kapitalmarktes

Der amerikanische Wertpapiermarkt stellt sich im Vergleich mit den oben dargestellten europäischen Beispielen als weitaus komplexer dar. Er kann grundsätzlich in vier Marktsegmente eingeteilt werden. Diese unterscheiden sich zum einen in der Art der gehandelten Wertpapiere (börsennotierte oder nichtbörsennotierte Werte) und zum anderen hinsichtlich des Ortes des Wertpapierhandels (börslicher oder außerbörslicher Handel).<sup>54</sup> Der „First Market“ erfasst den Börsenhandel von bör-

<sup>50</sup> *Fleischer ZIP* 2006, 451 (453).

<sup>51</sup> Vgl. ausführlich *Merkt/Göthel*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 2006, S. 153 ff.; *Lotze*, US-amerikanisches Kapitalmarktrecht und Internet, 2002, S. 59; *Hutter*, in: Semler/Volhard, Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen, Bd. 1, 2001, § 23 Rdn. 144 ff.

<sup>52</sup> Der SA 1933 könnte mit „Gesetz über die Wertpapiere“ übersetzt werden. Er regelt hauptsächlich das öffentliche Angebot von Wertpapieren, insbesondere die Emission von Aktien durch Emittenten und Emissionsfirmen.

<sup>53</sup> Der SEA 1934 regelt die Wertpapiermärkte, den Wertpapierhandel, die Registrierung von Wertpapieren bei der Securities Exchange Commission (SEC) und gewisse (Informations-)Pflichten von Gesellschaften gegenüber ihren Aktionären und potentiellen Anlegern. Man könnte den SEA von 1934 auch als „Wertpapierhandelsgesetz“ bezeichnen.

<sup>54</sup> Siehe dazu ausführlich: *Schwartz*, Reshaping the equity markets, 1991, S. 22 ff.; SEC-Division of Market Regulation, Market 2000 – An Examination of Current Equity Market Developments, 1994, II-1 ff., <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/market2000.pdf>; *Rasch* (o. Fn. 27), S. 144 ff.; *Stoll* Journal of Financial

sennotierten Wertpapieren und entspricht somit dem europäischen regulierten Markt. Der Wertpapierhandel des First Market findet sowohl an den Börsen des Finanzzentrums New York, d.h. der New York Stock Exchange Euronext (NYSE Euronext)<sup>55</sup> und der New York Stock Exchange Alternext U.S. (NYSE Alternext U.S.)<sup>56</sup> als auch an Börsen außerhalb des Finanzzentrums („regional stock exchanges“)<sup>57</sup> statt.

Der „Second Market“ kommt dem europäischen Freiverkehrshandel gleich. Den wesentlichen Teil des Second Market bildet der OTC-Handel („over-the-counter“) von nicht börsennotierten Wertpapieren. Dabei handelt es sich um einen im Vergleich zum Börsenhandel weniger formellen Handel, an dem Händler („dealer“) als Intermediäre für institutionelle Investoren teilnehmen.<sup>58</sup> Insgesamt setzt sich der Second Market wiederum aus vier Untersegmenten zusammen. Das bekannteste Untersegment ist die NASDAQ.<sup>59</sup> Durch die Annäherung der Zulassungsbedingungen von NASDAQ und NYSE Alternext U.S. sind die Grenzen zwischen reguliertem Markt und Freiverkehr heute jedoch fließend.<sup>60</sup> Der „Third Market“ umfasst den außerbörslichen Handel zwischen institutionellen Anlegern mit börsennotierten Wertpapieren, der ebenfalls durch die Vermittlung spezieller Handelsintermediäre zustande kommt. Der „Fourth Market“ stimmt grundsätzlich mit dem Third Market überein. Er unterscheidet sich von diesem nur dadurch, dass der Handel im Fourth Market keiner speziellen Handelsintermediäre bedarf, also direkt zwischen institutionellen Anlegern stattfindet.

Auch in den USA steht es den Unternehmen grundsätzlich frei, an welchem Marktsegment sie ihre Wertpapiere zulassen wollen. Die Zulassung zum First Market oder Second Market erfordert allerdings die Erfüllung weitreichender Zulassungsvoraussetzungen. Maßgeblich werden diese durch den Securities Act von 1933 und den Securities Exchange Act von 1934 aufgestellt. Geregelt werden zum einen die sog. „initial listing requirements“, z.B. der Nachweis der wirtschaftlichen Profitabilität, einer Mindestkapitalisierung und Größe des Aktionärskreises des Unternehmens, und die sog. „continued listing requirements“, wozu v.a. der Nachweis einer Mindestverfügbarkeit von Ak-

---

Services Research 1992, 75 (93 ff.); vgl. auch zu einzelnen Marktsegmenten *Hutter* (o. Fn. 51), § 23 Rdn. 144 ff.; *Metzger*, US-Börsen, Beiträge zur Theorie der Finanzmärkte Nr. 7, 1994, S. 6 ff.

<sup>55</sup> Die NYSE Euronext entstand am 4.4.2007 durch die Fusion der NYSE mit der Euronext.

<sup>56</sup> Die NYSE Alternext U.S. entstand am 1.10.2008 durch Fusion der AMEX mit der NYSE Euronext.

<sup>57</sup> Zu den Regionalbörsen gehören namentlich die Boston Stock Exchange (BSE), übernommen durch die NASDAQ im Jahre 2007, die Chicago Board Options Exchange Stock Exchange (CBSX), die Chicago Stock Exchange (CHX), die National Stock Exchange (NSE) [früher Cincinnati Stock Exchange (CSE)], der NYSE Arca, Inc. [früher: Pacific Stock Exchange (PSE)] und die Philadelphia Stock Exchange, ebenfalls übernommen durch die NASDAQ im Jahre 2007.

<sup>58</sup> *Hutter* (o. Fn. 51), § 23 Rdn. 152; *Schwartz*, (o. Fn. 54), S. 47, 53 f.; SEC-Division of Market Regulation (o. Fn. 54), II-10 f.

<sup>59</sup> Die NASDAQ setzt sich aus dem NASDAQ National Market (NASDAQ-NMS) und dem NASDAQ Small Cap Market zusammen. Weitere Marktsegmente sind der sog. Pink Sheet Market, ein Markt für umsatzschwache OTC-Aktien, und das sog. OTC Bulletin Board, einer weiteren elektronischen Handelsplattform für Aktien, die nicht am NASDAQ zugelassen sind, vgl. dazu ausführlich <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrotc.shtml>; *Rasch* (o. Fn. 27), S. 145 f.

<sup>60</sup> Bereits zum Verhältnis von NASDAQ und AMEX *Rasch* (o. Fn. 27), S. 148 f.

tien des Unternehmens und damit eine Mindestliquidität am Sekundärmarkt gehören.<sup>61</sup> Die Anforderungen unterscheiden sich je nach den einzelnen Marktsegmenten, wobei die höchsten Anforderungen an den Handel am First Market gestellt werden.

### c) Kapitalgesellschaftsrecht

Wie das britische Rechtsregime sehen auch die Einzelstaaten in den USA jeweils ein einheitliches Kapitalgesellschaftsrecht vor.<sup>62</sup> Es gibt eine einheitliche Grundform – die „corporation“ – mit zwei Varianten, der „public corporation“ und der „close corporation“.<sup>63</sup> Anknüpfungspunkt der einzelstaatlichen Regelungen ist stets die *public corporation*. Subtypen der *public corporation* ergeben sich aus den *securities laws*, namentlich dem SA 1933 und dem SEA 1934, selbst. Zentraler Anknüpfungspunkt dieser Regelungen ist das öffentliche Angebot von Wertpapieren<sup>64</sup>, wobei die Regelungen unterschiedslos auf sämtliche Marktsegmente anzuwenden sind<sup>65</sup>. Die SEC legt den Begriff „öffentliches Angebot“ sehr weit aus und schließt sämtliche Veröffentlichungen ein, die geeignet sind, den Markt zu beeinflussen oder ein öffentliches Interesse an den Wertpapieren zu wecken.<sup>66</sup> Daraus ergibt sich also auch für das US-amerikanische Rechtsregime, dass dieses die Trennlinie zwischen *private* und *public corporations* entlang der Kapitalmarktorientierung, und nicht an der Notierung und dem Handel an einem öffentlich geregelten Markt, zieht.

Das US-amerikanische Rechtsregime weist somit – nicht nur im Hinblick auf seine Rechtsquellen – erhebliche Unterschiede zum deutschen und englischen Rechtssystem auf. So stellt sich die Organisation des Kapitalmarkts als weitaus komplexer dar. Lediglich das Kapitalgesellschaftsrecht beinhaltet Übereinstimmungen mit dem englischen Recht, da beide grundsätzlich zwischen *private* und *public corporations* bzw. *companies* differenzieren.

## V. STELLUNGNAHME

Nach der rechtsvergleichenden Umschau kann nunmehr untersucht werden, ob die Notwendigkeit besteht, zwischen börsen- und nichtbörsennotierten Aktiengesellschaften zu differenzieren oder aber die Trennlinie entlang der Kapitalmarktorientierung – vergleichbar dem britischen und US-amerikanischen Rechtsregime – vorzugswürdig erscheint.

<sup>61</sup> Rasch (o. Fn. 27), S. 146.

<sup>62</sup> Die folgende Darstellung orientiert sich am Revised Model Business Corporation Act (R.M.B.C.A.), einem Modell-Aktienrecht, das von der American Bar Association entworfen wurde. Einzelheiten dazu bei Merkt/Göthel (o. Fn. 51), S. 144 ff.

<sup>63</sup> Merkt/Göthel (o. Fn. 51), S. 144.

<sup>64</sup> Lotze (o. Fn. 51), S. 60; Hutter (o. Fn. 51), § 23 Rdn. 150; Baums/Hutter, Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO), in: Festschrift für Ulmer, 2003, S. 779 ff., 781; Fredebeil, Aktienemission, 2002, S. 34.

<sup>65</sup> Hutter (o. Fn. 51), § 23 Rdn. 162.

<sup>66</sup> Baums/Hutter (o. Fn. 64), S. 782.

## 1. Anknüpfung der vorhandenen Regelungen an die Kapitalmarktorientierung

Der Differenzierung entlang der Kapitalmarktorientierung könnte entgegen gehalten werden, dass der Gesetzgeber selbst die Trennlinie zwischen kapitalmarktorientierten und kapitalmarktfernen Gesellschaften bislang immer mit Hilfe des Merkmals der Börsennotierung gezogen hat. Aus Sicht des Gesetzgebers sollen nur börsennotierte Gesellschaften i.S. des § 3 Abs. 2 AktG als kapitalmarktorientiert gelten. Damit unterfielen zumindest Unternehmen, deren Aktien im Freiverkehr gehandelt werden, nicht den kapitalmarktrechtlichen Sonderregelungen.<sup>67</sup> Auch dieser Verweis auf die bisherige Haltung des Gesetzgebers überzeugt kaum. So differenziert der Gesetzgeber selbst der Sache nach zwischen „public“ und „private“, was sich anschaulich an den §§ 121 ff. AktG, die sich mit der Einberufung der Hauptversammlung befassen, verdeutlichen lässt. So fordert § 121 Abs. 4 S. 1 AktG, dass sämtliche Aktionäre der Gesellschaft namentlich bekannt sind. Im Ergebnis stellt der Gesetzgeber damit für private, kapitalmarktferne Aktiengesellschaften besondere Regelungen auf, die für börsennotierte, aber auch für sonstige kapitalmarktoffene Aktiengesellschaften mit einem wechselnden, anonymen Anlegerkreis nicht in Betracht kommen.

Auch im Kapitalmarktrecht finden sich Normen, die bereits heute nicht an eine Börsennotierung, sondern bereits an das Vorliegen eines öffentlichen Angebotes anknüpfen und so diesen Begriff auch rechtlich greifbar machen.<sup>68</sup> Nach § 1 Abs. 1 WpPG muss ein Unternehmen einen Prospekt für Wertpapiere erstellen, die öffentlich angeboten *oder* zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen. Der Wortlaut zeigt deutlich, dass davon auch Emissionen im Freiverkehr oder sonstige öffentliche Angebote (auf dem grauen Kapitalmarkt) erfasst werden. Den Anlegern soll nach der Konzeption dieses Gesetzes also – sobald der Weg zum Kapitalmarkt gesucht wird – weitgehend derselbe Schutz zugute kommen.

Letztlich entspricht dieser kapitalmarktorientierte Ansatz sowohl gegenwärtigen nationalen Gesetzesvorhaben<sup>69</sup> als auch den aktuellen Entwicklungen im europäischen Gesellschaftsrecht.<sup>70</sup> Letzten Endes haben sich drei Formen von Kapitalgesellschaften herausgebildet: die kapitalmarktorientierte Aktiengesellschaft, die kapitalmarktferne Aktiengesellschaft und die GmbH.<sup>71</sup> Auch enthält der

<sup>67</sup> Bayer, Gutachten DJT (o. Fn. 1), E 92.

<sup>68</sup> So sind in diesem Zusammenhang auch die Melde- und Publizitätspflichten (§§ 9, 15, 15a WpHG), die Regelung zum Insiderrecht (§ 12 WpHG) und die Regelung zum Manipulationsverbot (§ 20a WpHG) zu nennen.

<sup>69</sup> Insbesondere das Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz (BilMoG) erweitert in §§ 100 Abs. 5, 107 Abs. 4 AktG-E i.V.m. § 264d HGB-E den Kreis der Gesellschaften, die erhöhte Bilanzierungsstandards erfüllen müssen, auf solche, die in sonstigen multilateralen Handelssystemen außerhalb organisierter Märkte i.S.d. § 2 Abs. 5 WpHG agieren. Ebenfalls erweitert § 161 Abs. 1 S. 2 AktG-E den Anwendungsbereich für Entsprechenserklärungen betreffend den Deutschen Corporate Governance Codex auf kapitalmarktorientierte Aktiengesellschaften.

<sup>70</sup> Vgl. z.B. Grundmann, der von einer kapitalmarktorientierten Gesellschaft als eigenem Gesellschaftstyp spricht, Europäisches Gesellschaftsrecht, 2004, § 1 Rdn. 6, 26; vgl. auch Fleischer, ZIP 2006, 451 (454).

<sup>71</sup> Siehe statt vieler Grundmann (o. Fn. 70), § 1 Rdn. 6.

Aktionsplan der Kommission vom 21. Mai 2003<sup>72</sup> die Forderung, dass für „börsennotierte Gesellschaften und Gesellschaften, die *öffentlich* Kapital aufgenommen haben“ strengere Rahmenbedingungen gelten sollen.

Auch das Argument, die Teilnahme am Kapitalmarkt erfolge häufig ohne Mitwirkung der AG als Emittentin der Aktien<sup>73</sup>, spricht nicht gegen eine kapitalmarktorientierte Trennung. Es ist ohne weiteres möglich, die Kapitalmarktorientierung als Anknüpfungspunkt gesellschaftsrechtlicher Vorschriften so abzugrenzen, dass nur eine Öffnung zum Kapitalmarkt mit Zustimmung der Gesellschaft erfolgen würde.

## 2. Verwischung der Grenzen zwischen Aktien- und Kapitalmarktrecht

Vereinzelt wird vertreten, dass allein die Börsennotierung trennscharf zwischen kapitalmarktorientierter und kapitalmarktferner AG unterscheiden könne und dass allein dieser Differenzierungsansatz die Zusammenführung eines grundsätzlich streng getrennten Aktien- und Kapitalmarktrechts zu einem „Börsengesellschaftsrecht“ ermögliche<sup>74</sup>. Auch dieses Argument wird den aktuellen Entwicklungen im Aktien- und Kapitalmarktrecht kaum gerecht. So hat sich das ursprünglich einheitliche Aktienrecht heute in ein Sammelbecken verschiedener Normen mit unterschiedlichem Anwendungsbereich gewandelt.<sup>75</sup> Dies zeigen beispielsweise die §§ 305, 320 b AktG, die zur Bestimmung der Abfindungshöhe auf den Börsenkurs zurückgreifen, sowie der vereinfachte Bezugsrechtsausschluss nach § 186 Abs. 3 S. 4 AktG, der sich an den Funktionsmechanismen des Kapitalmarktes orientiert.<sup>76</sup>

Auf der anderen Seite obliegt dem Kapitalmarktrecht zwar grundsätzlich der Schutz der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte und damit auch die Stärkung des Vertrauens der Anleger in die Ordnungsmäßigkeit, Fairness und Integrität der Kapitalmärkte. Doch bezieht sich ein Teil der kapitalmarktrechtlichen Normen auch auf einen individuellen Anlegerschutz.<sup>77</sup> Ein anschauliches Beispiel stellt § 27 WpÜG dar, dessen Rechtsnatur von einer rein kapitalmarktrechtlichen über eine gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Doppelnatur hin zu einer rein aktienrechtlichen Einordnung

<sup>72</sup> Mitteilungen der Kommission an den Rat und das Europäische Parlament, Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union – Aktionsplan, 21.5.2003, KOM(2003) 284, Ziff. 2.1.

<sup>73</sup> Bayer, Gutachten DJT (o. Fn. 1), E 94; Windbichler JZ 2008, 840 (846).

<sup>74</sup> Bayer, Gutachten DJT (o. Fn. 1), E 91; ebenfalls Kalss/Schauer (o. Fn. 7), S. 65 ff.

<sup>75</sup> Fleischer ZIP 2006, 451 (456); ihm folgend Windbichler JZ 2008, 840 (842). Auch Bayer/Hoffmann haben unlängst eingeräumt, dass die Trennlinie zwischen Börsen-AG und Nichtbörsen-AG primär außerhalb des Aktienrechts im Bilanz-, Kapitalmarkt- und Übernahmerecht zu finden ist, AG 2008, R379 (R380).

<sup>76</sup> Fleischer ZIP 2006, 451 (455). Zur Problematik ebenfalls Claussen AG 1995, 163 (171).

<sup>77</sup> Richter ZHR 172 (2008), 419 (429 f.); Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2007, S. 30 f.; vgl. aus der monografischen Literatur Cramer, Grauer Kapitalmarkt und UWG, Diss. Osnabrück 2001, S. 63 ff.



reicht.<sup>78</sup> Letztlich verdeutlichen vor allem zahlreiche Publikationen, dass eine Trennung von Aktien- und Kapitalmarktrecht alles andere als konturiert möglich ist.<sup>79</sup> Wenn aber bereits eine klare Trennung zwischen Aktien- und Kapitalmarktrecht nicht möglich ist, sich diese Regelungskomplexe vielmehr durchdringen und ergänzen, scheint es nur konsequent, nicht auf die Börsennotierung als Trennlinie abzustellen, sondern die vom Kapitalmarktrecht vorgegebene Trennlinie entlang der Kapitalmarktteilnahme zu übernehmen. Dass dies ohne Schwierigkeiten möglich ist, zeigen zum einen die Definition des öffentlichen Angebotes in § 2 Nr. 4 WpPG, zum anderen das oben dargestellte US-amerikanische Rechtsregime<sup>80</sup>.

### 3. Missbrauchsgefahr durch selbstbestimmte Wahl der Satzungsstrenge

Die Differenzierung entlang der Börsennotierung birgt auch erhebliche Risiken. So ist der Begriff der Börsennotierung zu eng. Gesellschaften, deren Aktien im Freiverkehr oder im OTC-Handel, im Telefonhandel oder mittels sonstiger alternativer Transaktionssysteme gehandelt werden, wären nicht erfasst.<sup>81</sup> Aktuelle Entwicklungen am Kapitalmarkt zeigen zudem, dass die dem regulierten Markt zuzurechnenden Handelsplätze zunehmend von alternativen Handelssystemen, insbesondere wegen ihrer schnellen und günstigen Orderausführung, sowie dem vor- und nachbörslichen Handel und Blockhandel unter Druck gesetzt werden.<sup>82</sup> Es lässt sich somit festhalten, dass der Börsenhandel nur einen Teilausschnitt des Kapitalmarktes darstellt, der zunehmend kleiner wird.<sup>83</sup>

Sowohl regulierter Markt als auch Freiverkehr stellen multilaterale Handelssysteme dar, die sich nur im Hinblick auf die staatliche Überwachung und die Publizitätsanforderungen unterscheiden.<sup>84</sup> Diese Unterschiede rechtfertigen es indes nicht, dass kapitalmarktorientierte, aber nicht an der Börse zugelassene Gesellschaften in den Genuss von Deregulierungsmöglichkeiten für private, auf einen mehr oder weniger konstanten Kreis von Aktionären beschränkte Gesellschaften, kommen sollten. Vielmehr verdeutlichen die geringeren Transparenz- und Informationspflichten einen Bedarf an stärkerer, zumindest aber gleichwertiger Regulierung. Wie gezeigt, steht es einem Unternehmen grundsätzlich frei, an welchem Markt es seine Wertpapiere anbieten und handeln möchte. Würde man also – wie erwogen – die Trennlinie entlang der Börsennotierung ziehen, würde dies dazu führen, dass es einer Gesellschaft möglich ist, sich *selbstbestimmt* den strengeren Regulierungsmaß-

<sup>78</sup> Harbarth, in: Baums/Thoma (Hrsg.), WpÜG-Komm., Loseblattausgabe, Stand: November 2008, § 27 Rdn. 20 f.; Krause/Pötzsch, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG-Komm., 2005, § 27 Rdn. 18 f.; Ekkenga, in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler, WpÜG-Komm., 2003, § 27 Rdn. 5; Schwennicke, in: Geibel/Süßmann, WpÜG-Komm., 2. Aufl. 2008, § 27 Rdn. 7; Röh, in: Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl. 2008, § 27 Rdn. 16.

<sup>79</sup> Vgl. dazu ausführlich nur Richter, ZHR 172 (2008), 419 (429 ff.) m.w.N.; Ekkenga ZGR 1999, 165 (179 ff.); Hommelhoff ZGR 2000, 748 (754 ff.).

<sup>80</sup> Vgl. oben IV., 3.; Spindler bezeichnet das amerikanische Recht sogar als „Paradebeispiel“, AG 2008, 598 (601).

<sup>81</sup> Bayer, Gutachten DJT (o. Fn. 1), E 12 f.

<sup>82</sup> FAZ, v. 10.11.2008, S. 21; vgl. auch Krause (o. Fn. 16), S. 42 f., 70 ff.

<sup>83</sup> So auch Fleischer ZIP 2006, 451 (455); vgl. dazu auch bereits oben III.

<sup>84</sup> Vgl. oben IV. 1. a).

nahmen sowohl des Aktien- als auch des Kapitalmarktrechts zu entziehen, und das, obwohl in beiden Fällen das breite Anlegerpublikum angesprochen wird und dieselben Anlegerschutzprobleme auftreten. Denn die Börsennotierung ist primär Entscheidung des Vorstandes, auch wenn die Verwaltung hierfür der Zustimmung der Hauptversammlung bedarf.<sup>85</sup> Einem damit einhergehenden latenten „Missbrauchsrisiko“, das sich in der Vergangenheit auch bereits verwirklicht hat<sup>86</sup>, kann somit nur durch die Anknüpfung an die Kapitalmarktorientierung entgegen gewirkt werden.<sup>87</sup>

#### 4. Bisherige Reformansätze im deutschen Schrifttum

Auch in den letzten zwei Jahrzehnten wurden immer wieder Reformansätze zur Deregulierung und Modernisierung des Aktienrechts entwickelt.<sup>88</sup> Einzelne Vorschläge hat der Gesetzgeber bereits übernommen. Auch aus diesen Reformansätzen lassen sich wichtige Erkenntnisse gewinnen, die gegen die Trennlinie entlang der Börsennotierung sprechen.

So differenziert das Drei-Stufen-Modell von *Albach/Lutter*<sup>89</sup> zwischen der „privaten AG“, der „offenen AG“ und der „großen AG“.<sup>90</sup> Der Ansatz zeichnet sich maßgeblich dadurch aus, dass er die erforderliche Differenzierung zwischen privaten und kapitalmarktorientierten Aktiengesellschaften erkannt hat. Auch zeigt er zu Recht, dass kapitalmarktorientierte Aktiengesellschaften höhere Anforderungen als die privaten Aktiengesellschaften erfüllen sollen.<sup>91</sup> Dies wird damit gerechtfertigt, dass „offene“ Aktiengesellschaften, auch wenn ihre Anteile nicht am regulierten Markt gehandelt werden, bereits den Weg zum Kapitalmarkt zur erleichterten Akquisition von Kapital nutzen können.

*Roth* hat in seinem Vorschlag diese Trennlinie ebenfalls befürwortet und sich für eine Differenzierung zwischen kapitalmarktorientierten und kapitalmarktfernen Gesellschaften ausgesprochen.<sup>92</sup> Bei

<sup>85</sup> Die Pflicht zur Vorlage an die Hauptversammlung entsprechend § 119 Abs. 2 AktG wurde grundlegend in der „Holzmüller“-Entscheidung des BGH festgestellt, BGHZ 83, 122 ff.; vgl. ferner BGHZ 146, 288 (296) = AG 2001, 261 (263) = ZIP 2001, 416 (418); siehe auch *Damrau*, Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, 2003, S. 219 ff.; lediglich die Herleitung aus § 119 Abs. 2 AktG ist derzeit umstritten, siehe *Kubis*, in: MünchKomm. AktG, 2. Aufl. 2004, § 119 Rdn. 36 m.w.N. und Rdn. 80; für den umgekehrten Fall des Delisting siehe *Zillmer*, Going Private, 2003, S. 56.

<sup>86</sup> Vgl. dazu *Schlitt/Schäfer* AG 2008, 525 (526); *Krause* (o. Fn. 16), S. 73.

<sup>87</sup> Das Missbrauchsrisiko wird auch nicht durch das Argument entkräftet, dass sich das „Delisting“ in einer entsprechenden Absenkung des Wertpapierpreises niederschlägt. Dies wird vor allem durch die auf den deutschen Kapitalmarkt vorherrschende Marktineffizienz verhindert; vgl. unten V., 5.

<sup>88</sup> Ein Überblick zu den Reformansätzen bei *Bayer*, Gutachten DJT (o. Fn. 1), E 39 ff.

<sup>89</sup> *Albach/Lutter* (u.a.), Deregulierung des Aktienrechts: Das Drei-Stufen-Modell, 1988, S. 1 ff.

<sup>90</sup> *Hommelhoff* selbst hat, nachdem sein Vorschlag zunehmend kritisiert worden war (*Reuter*, Welche Maßnahmen empfehlen sich, insbesondere im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, um die Eigenkapitalausstattung der Unternehmen langfristig zu verbessern?, Gutachten B für den 55. DJT [1984], B 35 ff., B 38; vgl. weiter *Schauer* ZGR, Sonderheft 12 [1994], 112 [114 ff.]), später seine Ansicht revidiert und sich dem Drei-Stufen-Modell angeschlossen, vgl. *Hommelhoff* AG 1995, 529 (538).

<sup>91</sup> Siehe zu den einzelnen Anforderungen *Albach/Lutter* (o. Fn. 89), S. 36 ff.

<sup>92</sup> Die Unterscheidung entlang der kapitalmarktorientierten Trennlinie sehen *Doralt/Diregger*, in: MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2008, § 3 Rdn. 40 bereits mit dem Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts vom 2.8.1994 (BGBl. I, S. 1961) umgesetzt. Doch ziehen die Autoren daraus den nicht zwingenden

diesem Vorschlag stand jedoch weniger die erleichterte Akquisition von Kapital im Vordergrund. Vielmehr hat sich *Roth* an der bereits im englischen und US-amerikanischen Kapitalgesellschaftsrecht vorherrschenden Differenzierung zwischen „private“ und „public“ orientiert.<sup>93</sup>

Auch der Ansatz *Hommelhoff*<sup>94</sup> verdeutlicht im Ergebnis, dass der Begriff der Börsennotierung zu eng gefasst ist. So zeigt er, dass außerhalb der Börsennotierung eine Vielzahl anderer Anlagemöglichkeiten besteht.<sup>95</sup> Die Problematik des zu engen Börsenbegriffs hat sich durch aktuelle Entwicklungen auf dem Kapitalmarkt und die Schaffung neuer (Anlage-)Produkte sogar verschärft.<sup>96</sup>

## 5. Die Abkehr von einer Differenzierung im Aktienrecht in der aktuellen Reformdiskussion

Auch die aktuelle Reformdiskussion um die Verlagerung der Deregulierungsmechanismen in das Kapitalmarktrecht spricht gegen eine Trennlinie entlang der Börsennotierung. Dieser Reformansatz<sup>97</sup> basiert auf der Grundannahme, dass das Instrument der Satzungsstrenge im deutschen Aktienrecht entbehrlich sei. Der mit der Satzungsstrenge verbundene Zweck des Anlegerschutzes sei – bei entsprechender Ausgestaltung – durch hinreichende Informations-, Publizitäts- und somit Transparenzvorschriften erreichbar. Die gegen diesen Ansatz sprechenden Bedenken sollen an dieser Stelle nur cursorisch dargestellt werden.<sup>98</sup> Bereits die Grundannahme dieses Ansatzes ist zweifelhaft.<sup>99</sup> So ist zwingendes Aktienrecht erst dann entbehrlich, wenn kein Marktversagen vorliegt.<sup>100</sup> Marktversagen meint jede Abweichung vom Idealzustand vollkommener Selbstregulierung eines Marktes.<sup>101</sup> Ein solches Marktversagen kann vor allem aus der durch das Marktgefüge hervorgerufenen Infor-

---

Schluss, dass dies gleichbedeutend mit der Unterscheidung zwischen börsennotierten und nichtbörsennotierten Gesellschaften sei.

<sup>93</sup> Die weitere Forderung, die GmbH als Rechtsform für kleine und mittelständische Unternehmen abzuschaffen, ist hingegen nach einhelliger Ansicht abzulehnen und braucht an dieser Stelle nicht weiter verfolgt zu werden. Vgl. dazu *Bayer*, Gutachten DJT (o. Fn. 1), E 89 f. m.w.N.

<sup>94</sup> *Hommelhoff* ZHR 153 (1989), 181 (213 ff.); *ders.* ZGR, Sonderheft 12 (1994), 65 (72 ff.).

<sup>95</sup> So wohl auch *Baums* (o. Fn. 27), S. 818.

<sup>96</sup> Vgl. dazu oben III.

<sup>97</sup> Vgl. dazu *Richter* ZHR 172 (2008), 419 (448); *Spindler* AG 2008, 598 (602); *ders.* AG 1998, 53 (53 ff.); *ders.*, Die Entwicklung der Satzungsfreiheit und Satzungsstrenge im deutschen Aktienrecht, in: *Bayer/Habersack* (Hrsg.), Aktienrecht im Wandel, 2007, Bd. II, S. 993 (1025 f.); *Pleßke*, Die Satzungsstrenge im Aktienrecht, 2007, S. 133 ff.

<sup>98</sup> So sei nur auf den Bericht der Regierungskommission „Corporate Governance“ hingewiesen, der zu Recht eine pauschale Aufhebung des Grundsatzes der Satzungsstrenge ablehnt, vielmehr eine individuelle Prüfung jeder aktienrechtlichen Vorschrift auf deren Deregulierungsfähigkeit präferiert, vgl. BT-Drs. 14/7515, S. 27 (Abdruck bei *Baums* [Hrsg.], Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, S. 47 f.).

<sup>99</sup> Dabei muss zunächst darauf hingewiesen werden, dass ökonomische Preis-Leistungs-Modelle grundsätzlich auch auf einzelne Satzungsklauseln angewendet werden können. Denn ist der Anleger mit einzelnen Satzungsklauseln nicht zufrieden, wirkt sich dies – bei entsprechender Information des Anlegers – unmittelbar auf dessen Kaufentscheidung aus; vgl. auch *Bak*, Aktienrecht zwischen Markt und Staat, 1. Aufl. 2003, S. 17; *Spindler* AG 1998, 53 (59).

<sup>100</sup> *Baums* JITE 155 (1999), 119 (119); *Cooter/Ulen*, Law and Economics, 4. Aufl. 2004, S. 47; *Bak* (o. Fn. 99), S. 18 f., 29; *Kress*, Effizienzorientierte Kapitalmarktregulierung, 1996, S. 80 f. m.w.N., S. 89 m.w.N.

<sup>101</sup> *Cooter/Ulen*, Law and Economics, 4. Aufl. 2004, S. 44.

mationsasymmetrie resultieren.<sup>102</sup> Der Anleger muss sich mangels zwingender Anlegerschutznormen über das jeweils im konkreten Unternehmen verwirklichte Schutzniveau informieren. Damit ist der Markt jedoch überfordert.<sup>103</sup> Die Informationsasymmetrie hemmt wiederum die Bereitschaft der Anleger, in ein Unternehmen zu investieren, was sich unmittelbar negativ im Wertpapierpreis widerspiegelt. Dem wirkt in gewissem Ausmaß entgegen, dass die Informationsasymmetrie durch Informationspflichten abgemildert und dadurch die Markteffizienz verbessert wird. Markteffizienz meint dabei im Idealfall, dass sämtliche Informationen unmittelbar im Wertpapierpreis abgebildet werden<sup>104</sup>, sich der Anleger letztlich nicht mehr über das Unternehmen informieren muss, dessen Aktien er erwerben will. Markteffizienz wird jedoch auf der anderen Seite vor allem durch irrationales Verhalten der Marktteilnehmer konterkariert. Irrationales Verhalten tritt auf Seiten der Anleger vor allem infolge von sog. Verhaltensanomalien auf.<sup>105</sup> Hinzu kommt aber insbesondere, dass das Marktmodell, das bei Abwesenheit von Marktversagen zur Markteffizienz führen soll, auf die Verhältnisse der Aktiengesellschaft nicht wirklich passt. Dem Marktmodell liegt ein Wechselspiel zwischen zwei Marktseiten, Anbieter und Nachfrager, zugrunde. Im Fall der Aktiengesellschaften haben wir es aber mit (mindestens) drei Spielern zu tun: Den Investoren als Nachfrager anlegerfreundlicher Satzungen; den Emittenten der Aktien und – als dritte Partei – den Vorständen der Gesellschaften, die unter Umständen in ihrem Interesse liegende Satzungsklauseln mit Hilfe des Verwaltungsstimmrechts und des Vollmachtsstimmrechts der Banken durchsetzen können. Der Marktmechanismus wird insoweit außer Kraft gesetzt, weil die negative Reaktion der Anleger die Vorstände nicht unmittelbar persönlich nachteilig trifft, und überdies schlechte Sekundärmarktpreise auch den Emittenten selbst nur mittelbar nachteilig berühren. So kann das Argument, der Markt sorge im Wege der Selbstregulierung dafür, dass sich „schlechte“ Satzungen in einem entsprechend niedrigeren Wertpapierpreis niederschlagen, zumindest bezweifelt werden.<sup>106</sup> Das legt zumindest nahe, dass auf zwingendes Aktienrecht nicht verzichtet werden kann.<sup>107</sup>

<sup>102</sup> Zur Informationsasymmetrie auf dem Kapitalmarkt *Ross/Westerfield/Jaffe*, Corporate Finance, 7. Aufl. 2005, S. 445 ff.; *Cooter/Ulen* (o. Fn. 101), S. 47.

<sup>103</sup> Vgl. auch *Habersack*, AG 2009, 1 (9); *Spindler* AG 1998, 53 (60); *Bak* (o. Fn. 99), S. 29 f.

<sup>104</sup> *S. Schulte*, Internationaler Aktienemissionsmarkt, 1992, S. 18; *Bak* (o. Fn. 99), S. 30 ff.; vgl. auch: *Kress* (o. Fn. 100), S. 39 f.

<sup>105</sup> So werden u.a. der „Dispositionseffekt“ und das „Herdenverhalten“ diskutiert. Der Dispositionseffekt entsteht dann, wenn die Anleger vor dem Hintergrund fallender Börsenpreise zu lange mit einem Verkauf ihrer Wertpapiere warten, da sie ihre (Des-)investitionsentscheidungen davon abhängig machen, zu welchem Einstandspreis sie ihre Wertpapiere erworben haben. Herdenverhalten bezeichnet die nachahmende Anlage in Wertpapieren. Vgl. *Grinblatt/Titman/Wermers*, American Economic Review 85 (1995), 1088 ff.; *Brealey/Myers/Allen*, Principles of Corporate Finance, 9. Auflage 2008, S. 369 ff., 370.

<sup>106</sup> Ebenso *Schäfer* NJW 2008, 2536 (2538 f.), der jedoch daraus nicht den Schluss auf eine Marktineffizienz zieht, vielmehr die Informationsasymmetrie mit den entsprechend steigenden Informationskosten begründet.

<sup>107</sup> Die Annahme der Marktineffizienz könnte zukünftig auf Bedenken stoßen. Oftmals wurde die Marktineffizienz aus einem Vergleich mit dem US-amerikanischen Recht, insbesondere den Rechnungslegungsstandards, gefolgert. Der US-amerikanische Rechnungslegungsstandard US-GAAP zielt auf eine wahrheitsgemäße Darstellung der wirtschaftlichen Lage eines Unternehmens („True and Fair View“) ab, das HGB hingegen wird vor allem durch das Vorsichtsprinzip (§ 252 Abs. 1 Nr. 4 HGB) geprägt. US-GAAP diene somit besser der Befriedigung von Informa-

Würde man sich gleichwohl für völlige Satzungsfreiheit aussprechen, hätte dies zur Konsequenz, dass die derzeit im Aktienrecht gezogene Trennlinie entlang der Börsennotierung entfielen. Dies würde im Ergebnis dazu führen, dass die im Kapitalmarktrecht vorgezeichnete Differenzierung zwischen kapitalmarktorientierten und kapitalmarktfernen Gesellschaften, wie sie bereits in §§ 1 Abs. 1, 2 Nr. 4 WpPG anzutreffen ist<sup>108</sup>, sich auch darüber hinaus als die maßgebliche Trennlinie im Anlegerschutzrecht durchsetzen würde.

## 6. Ökonomische Analyse des Aktienrechts („Opt-In-Modell“)

Der Verzicht auf zwingende Anlegerschutznormen scheitert – wie gezeigt – unter anderem an der unzureichenden Informationsbeschaffung und -auswertung durch den Anleger. Zu einem solchen Missstand würde es jedoch nicht kommen, würde man dem Anleger das Informationserfordernis auf andere Weise als durch eigene Information oder durch „Einpreisung“ der Information in den Börsenkurs ersparen. Dies könnte durch ein „Opt-In-Modell“ erreicht werden.<sup>109</sup> Danach kann sich die Aktiengesellschaft freiwillig einem Regime zwingender Anlegerschutznormen unterstellen, wodurch sie sich gegenüber dem Markt verpflichtet, ein gewisses Anlegerschutzniveau zu gewährleisten. Der Markt muss sich somit nicht über die konkrete Ausgestaltung des Schutzniveaus informieren, sondern hat vielmehr – wie im Falle eines Gütesiegels – die Gewissheit, dass die Gesellschaft anlegerschutzorientiert agiert, was sich entsprechend im Wertpapierpreis niederschlägt<sup>110</sup>. Anlegerschutzorientierte Gesellschaften würden sich somit auf dem Kapitalmarkt positiv von sonstigen Aktiengesellschaften absetzen.

Ein solches Modell würde jedoch dazu führen, dass sich die Aktiengesellschaft nur entscheiden kann, die für das „Gütesiegel“ erforderlichen Anforderungen zu erfüllen oder nicht. Das führt dazu, dass die Aktiengesellschaft zur Erlangung des „Gütesiegels“ stets eine Mindestanzahl an zwingenden Anlegerschutznormen erfüllen muss. Dies würde im Ergebnis wieder zu einem „Prokrustesbett“ aus zwingenden Anlegerschutznormen führen, so dass keine wesentlichen Neuerungen im Vergleich zur gegenwärtigen Rechtslage vorlägen. Diese Konsequenz wäre nur durch die Schaffung mehrerer „Gütesiegel“ mit unterschiedlicher Ausprägung des Schutzniveaus erreichbar. Konsequenz davon wäre aber, dass sich der Anleger über die konkrete Ausgestaltung des Anlegerschutzes

---

tionsbedürfnissen der Anleger, woraus die Markteffizienz folge. Seit 2005 ist jedoch mit dem Rechnungslegungsstandard IFRS in Europa ein Bilanzrecht umgesetzt, das in seiner Intention der US-amerikanischen Rechnungslegung entspricht. Eine entsprechende Bilanzierung ist für kleine und mittlere Unternehmen („IFRS for PE“) bis zum Jahr 2010 geplant.

<sup>108</sup> Vgl. oben V. 1.

<sup>109</sup> Als Vorlage eines solchen „Opt-In-Modells“ könnten die §§ 33a, b WpÜG dienen, die es einer Aktiengesellschaft ermöglichen, die Geltung des deutschen übernahmerechtlichen Verhinderungsgebotes nach § 33 WpÜG auszu-schließen und sich stattdessen dem strikten europäischen Verhinderungsgebot zu unterwerfen.

<sup>110</sup> *Steinmeyer/Häger*, WpÜG-Komm., 2. Aufl. 2007, § 33a Rdn. 5; auch *Kiem*, in: Baums/Thoma (Hrsg.), WpÜG-Komm., Loseblattausgabe, Stand: November 2008, § 33a Rdn. 8 mit weiteren Motiven, sich freiwillig schärferen Regelungen zu unterwerfen.

informieren müsste, sich mithin erneut Informationsasymmetrie einstellen könnte. Demnach stößt auch das Opt-In-Modell im Ergebnis auf die Probleme, die dem Reformansatz einer Verlagerung der Deregulierungsmechanismen in das Kapitalmarktrecht entgegengehalten werden können.

## VI. FAZIT

Der Deregulierungsansatz, der eine Differenzierung zwischen börsen- und nichtbörsennotierten Aktiengesellschaften vorsieht, ist nicht zu befürworten. Vor dem Hintergrund der rechtsvergleichenden Betrachtung der Beispiele Großbritannien und der USA stellt sich vielmehr eine kapitalmarktorientierte Differenzierung der Anlegerschutzbestimmungen des Aktienrechts als vorzugswürdig dar.

Die Anknüpfung von Deregulierungsmaßnahmen an das Kriterium der Kapitalmarktorientierung findet sich im Ansatz auch im bereits geltenden deutschen Recht. So enthält sowohl das Aktienrecht als auch das Kapitalmarktrecht entsprechend differenzierende Regelungen. Zudem weisen auch aktuelle nationale Gesetzesvorhaben und die Entwicklungen im europäischen Gesellschaftsrecht Tendenzen zu einer Abgrenzung nach dem Kriterium der Kapitalmarktferne oder -offenheit auf.

Auch birgt der enge Anwendungsbereich der zwingenden Anlegerschutznormen des Aktienrechts auf börsennotierte Aktiengesellschaften erhebliche Missbrauchsrisiken. Aktiengesellschaften könnten in den außerbörslichen Handel wechseln, um in den Genuss von Deregulierungen und geringeren Transparenz- und Anlegerschutzanforderungen zu kommen.

Letztlich folgt der Vorzug einer kapitalmarktorientierten Differenzierung auch aus der aktuellen Diskussion um Reformansätze zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts. Die in diesem Zusammenhang geforderte Aufhebung der Satzungsstrenge bei gleichzeitiger Normierung entsprechender Informations- und Anlegerschutzpflichten im Kapitalmarktrecht würde dazu führen, dass an bestehende Differenzierungen des Kapitalmarktrechts angeknüpft werden könnte.

WORKING PAPERS

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

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



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

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

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

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

- 69 Andreas Cahn Das Wettbewerbsverbot des Vorstands in der AG & Co. KG  
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 716 ff.)
- 70 Theodor Baums/  
Florian Drinhausen Weitere Reform des Rechts der Anfechtung von  
Hauptversammlungsbeschlüssen  
(publ. in: ZIP 2008, S. 145 ff.)
- 71 David C. Donald Die Übertragung von Kapitalmarktpapieren nach dem US-  
Amerikanischen *Uniform Commercial Code* (UCC)
- 72 Tim Florstedt Zum Ordnungswert des § 136 InsO  
(publ. in: ZInsO 2007, S. 914 ff.)
- 73 Melanie Döge/  
Stefan Jobst Abmahnung von GmbH-Geschäftsführern in befristeten  
Anstellungsverhältnissen  
(publ. in: GmbHR 2008, S. 527 ff.)
- 74 Roland Schmidbleicher Das „neue“ acting in concert – ein Fall für den EuGH?  
(publ. in: Die AG 2008, S. 73 ff.)
- 75 Theodor Baums Europäische Modellgesetze im Gesellschaftsrecht  
(publ. in: Kley/Leven/Rudolph/Schneider [Hrsg.], *Aktie und  
Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung  
und Finanzplatz*, 2008, S. 525-535)
- 76 Andreas Cahn/  
Nicolas Ostler Eigene Aktien und Wertpapierleihe  
(publ. in: Die AG 2008, S. 221 ff.)
- 77 David C. Donald Approaching Comparative Company Law
- 78 Theodor Baums/  
Paul Krüger Andersen The European Model Company Law Act Project
- 79 Theodor Baums « Lois modèles » européennes en droit des sociétés  
(publ. in : *Revue des Sociétés* 2008, S. 81 ff.)
- 80 Ulrich Segna Irrungen und Wirrungen im Umgang mit den §§ 21 ff.  
WpHG und § 244 AktG  
(publ. in : Die AG 2008, S. 311 ff.)
- 81 Börsenkooperationen im Labyrinth des Börsenrechts
- Reto Francioni Börsen im internationalen Wettbewerb: Konsolidierung als  
Teilaspekt einer globalen Wachstumsstrategie
- Roger Müller Kooperationen und Zusammenschlüsse von Börsen als  
Bewährungsprobe für das Börsenrecht
- Horst Hammen Verschmelzung von Börsen?

- 82 Günther M. Bredow/  
Hans-Gert Vogel Kreditverkäufe in der Praxis – Missbrauchsfälle und aktuelle Reformansätze
- 83 Theodor Baums Zur AGB-Kontrolle durch die BaFin am Beispiel des Bausparrechts
- 84 José Engrácia Antunes The Law of Corporate Groups in Portugal
- 85 Maike Sauter Der Referentenentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)
- 86 James D. Cox,  
Randall S. Thomas,  
Lynn Bai There are Plaintiffs and... There are Plaintiffs : An Empirical Analysis of Securities Class Action Settlements
- 87 Michael Bradley,  
James D. Cox,  
Mitu Gulati The Market Reaction to Legal Shocks and their Antidotes : Lessons from the Sovereign Debt Market
- 88 Theodor Baums Zur monistischen Verfassung der deutschen Aktiengesellschaft. Überlegungen de lege ferenda
- 89 Theodor Baums Rücklagenbildung und Gewinnausschüttung im Aktienrecht
- 90 Theodor Baums Die gerichtliche Kontrolle von Beschlüssen der Gläubigerversammlung nach dem Referentenentwurf eines neuen Schuldverschreibungsgesetzes
- 91 Tim Florstedt Wege zu einer Neuordnung des aktienrechtlichen Fristensystems
- 92 Lado Chanturia Aktuelle Entwicklungen im Gesellschaftsrecht der GUS
- 93 Julia Redenius-Hövermann Zur Offenlegung von Abfindungszahlungen und Pensionszusagen an ein ausgeschiedenes Vorstandsmitglied
- 94 Ulrich Seibert,  
Tim Florstedt Der Regierungsentwurf des ARUG – Inhalt und wesentliche Änderungen gegenüber dem Referentenentwurf
- 95 Andreas Cahn Das Zahlungsverbot nach § 92 Abs. 2 Satz 3 AktG – aktien- und konzernrechtliche Aspekte des neuen Liquiditätsschutzes (publ. in :Der Konzern 2009, 7-17)
- 96 Thomas Huertas Containment and Cure: Some Perspectives on the Current Crisis

- 97 Theodor Baums,  
Maïke Sauter                   Anschleichen an Übernahmeziele mittels Cash Settled  
Equity Derivaten – ein Regelungsvorschlag
- 98 Andreas Cahn                   Kredite an Gesellschafter – zugleich eine Anmerkung zur  
MPS-Entscheidung des BGH  
(publ. in : Der Konzern 2009, 67-80)

ILF



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