

Johann Wolfgang Goethe-Universität
Frankfurt am Main

Theodor Baums

Das Zinsverbot im Aktienrecht

Nr. 126 (1/2006)



Institut für Bankrecht

Arbeitspapiere

Das Zinsverbot im Aktienrecht

- I. Einführung
- II. Kodifikationsgeschichte
- III. Festverzinsung und Corporate Governance
 1. Die finanzwissenschaftliche Theorie
 2. Aktienzinsen, „Aushungern“ von Aktionären und *free cash flow*
- IV. Aktienzinsen im Verhältnis der Aktionäre untereinander
 1. „Bauzinsen“ bei Gründungsfinanzierung
 2. Verzinsung als Einzahlungsanreiz
 3. Schutz der Minderheitsaktionäre bei Thesaurierung und im Konzern
 4. Liquiditätsbedürfnisse der Anleger
- V. Aktienzinsen und Gläubigerschutz
 1. Die historische Entwicklung
 2. Überschießender Gläubigerschutz?

Das Zinsverbot im Aktienrecht

Theodor Baums

I. Einführung

„Den Aktionären dürfen Zinsen weder zugesagt noch ausgezahlt werden“ (§ 57 Abs. 2 AktG). Uns scheint dieses Zinsverbot heute selbstverständlich und geradezu dem Wesen der Aktie eigen. So heißt es hierzu etwa bei *Lutter*: „Der Aktionär ist risikotragender Mitunternehmer. Seine Einlage ist nie ein Darlehen im Sinne eines zu verzinsenden Fremdkapitals der AG. „Zinsen“ auf seine Einlagen sind deshalb ein Widerspruch in sich selbst...“¹. Danach lassen sich Fremdkapital und Eigenkapital zwar nicht so voneinander unterscheiden und daran erkennen, daß der Fremdkapitalgeber immer nur einen gewinnunabhängigen „Zins“, der Eigenkapitalgeber einen Gewinnanteil als Dividende erhält. Denn die Vergütung des Fremdkapitalgebers kann, wie etwa die Zwischenform des partiarischen Darlehens belegt, auch nach dem Gewinn des Schuldnerunternehmens bemessen werden². Zum Wesen der Eigenkapitalfinanzierung dagegen scheint, jedenfalls im Fall der Aktiengesellschaft³, das Verbot der gewinnunabhängigen Verzinsung zu gehören. Das Zinsverbot ist heute in leicht veränderter Form auch im europäischen Recht und damit im Recht der Mitgliedstaaten der Union fest verankert⁴ und gehört dort zum ehernen Bestand, dessen Änderung jedenfalls derzeit nicht beabsichtigt ist⁵.

Ein Blick in die Rechtsgeschichte und auf andere Rechtsordnungen belehrt uns freilich darüber, daß die Zusage von Zinsen auf die Einlagen der Aktionäre nicht immer und überall als unzulässig angesehen wurden und werden. Im deutschen Recht wurden bis zur Mitte des

¹ *Lutter*, in: Kölner Kommentar zum AktG, Bd. 1, 2. Aufl., 3. Lieferung, 1988, § 57 Rdz. 49; ähnlich sämtliche eingehenderen Kommentierungen zu § 57 AktG. Aus der monografischen Literatur hierzu grundlegend *Lutter*, Kapital, Sicherung der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung in den Aktien- und GmbH-Rechten der EWG, 1964, S. 417 ff.

² Dagegen unterscheidet die betriebswirtschaftliche Finanzierungstheorie zwischen idealtypischem oder reinem Eigenkapital und Fremdkapital; Unterscheidungskriterien hierfür sollen jeweils auch die Ergebnisabhängigkeit bzw. -unabhängigkeit der Vergütung sein; vgl. etwa *Drukarczyk*, Finanzierung, 9. Aufl. 2003, S. 262 ff. Diese zu Analyse Zwecken vorgenommene Bildung von Idealtypen ist für eine am positiven Recht ausgerichtete Begriffsbildung nicht maßgeblich.

³ Diese Einschränkung ist schon im Hinblick auf die abweichende Rechtslage im Personengesellschaftsrecht geboten, wo die gewinnunabhängige Verzinsung der Einlagen vereinbart werden kann (§§ 109, 121, 163, 168 Abs. 1 HGB; vgl. aber für den Kommanditisten § 172 Abs. 4 S. 1 HGB). Nach dem ADHGB (Artt. 106 Abs. 1, 161 Abs. 1) war die gewinnunabhängige Verzinsung der Einlage sogar der gesetzliche Regelfall. Auch im GmbH-Recht wird im Hinblick auf § 30 GmbHG nicht die Vereinbarung, sondern nur die Auszahlung gewinnunabhängiger Zinsen ohne Rücksicht auf die Vermögensbindung des § 30 GmbHG für unzulässig gehalten; s. etwa *Hueck/Fastrich* in: *Baumbach/Hueck, GmbHG*, 17. Aufl. 2000, § 29 Rdz. 62 m. Nachw.; vgl. auch Entwurf eines Gesetzes betr. die GmbH, Amtl. Ausgabe, 1891, S. 80.

⁴ Art. 15 (1) a) und d) der Zweiten Richtlinie 77/91/EWG des Rates vom 13. 12. 1976 (Kapitalrichtlinie), Abl. EG Nr. L 026 vom 31. 1. 1977, 1 ff. Allerdings schließt Art. 15 nicht die Vereinbarung von Zinsen, sondern lediglich deren Bedienung aus dem gebundenen Kapital aus; vgl. noch unten V.

⁵ Vgl. den „Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG“ vom 21. 9. 2004 KOM (2004) endg. als Reaktion auf die Vorschläge der SLIM-Arbeitsgruppe zur Vereinfachung der Ersten und Zweiten gesellschaftsrechtlichen Richtlinie vom September 1999. Weder der Vorschlag der SLIM-Arbeitsgruppe noch derjenige der Kommission sehen Änderungen des Verbots von Aktienzinsen vor.

19. Jahrhunderts die Finanzierungstitel „Aktie“ und „Obligation“ terminologisch häufig vermengt⁶, und zwar wohl nicht zuletzt deshalb, weil sich das Verbot, die eingezahlten Einlagen gewinnunabhängig zu verzinsen, erst um diese Zeit in der Gesetzgebung durchgesetzt hat. Aktienzinsen während der Gründungsphase („Bauzinsen“) waren sogar bis zur Umsetzung der Zweiten gesellschaftsrechtlichen Richtlinie⁷ 1979 zulässig. Die nachstehende Studie zeichnet die historische Entwicklung des Zinsverbots im deutschen Recht nach und entfaltet das eingehend erwogene Für und Wider hierzu.

II. Kodifikationsgeschichte

Erstmals wurde ein Zinsverbot wohl im holländischen Handelsgesetzbuch von 1838 formuliert⁸. Dieses Vorbild machte umgehend auch in Deutschland Schule; die älteren in den Staaten des Deutschen Bundes geltenden handelsrechtlichen Bestimmungen oder Entwürfe⁹ hatten ein Zinsverbot noch nicht gekannt. Bereits 1839 erließ Sachsen eine „Verordnung, die Verzinsung bei Actienvereinen für gewerbliche Unternehmen betreffend“¹⁰, und das preußische Aktiengesetz von 1843 sah ebenso ein Verbot der Vereinbarung und Zahlung von Zinsen an Aktionäre vor¹¹ wie die späteren Handelsrechtsentwürfe¹², die schließlich ins Allgemeine Deutsche Handelsgesetzbuch von 1861 mündeten¹³. Von dort ist das Zinsverbot über das HGB von 1900 und das Aktiengesetz von 1937 in das geltende Aktiengesetz gelangt¹⁴. Deshalb wären nach heute geltendem Recht Bestimmungen der Satzung einer Gesellschaft, die man in älteren, vor Einführung des ADHGB abgefaßten Statuten durchaus häufig findet¹⁵, daß die eingezahlten Einlagen jährlich gewinnunabhängig mit einem bestimmten Prozentsatz zu verzinsen sind, unzulässig und nichtig (§§ 23 Abs. 5, 241 Nr. 3 AktG).

⁶ H. J. Vogel, Die Vergemeinschaftung der Anleihegläubiger und ihre Vertretung nach dem Schuldverschreibungsgesetz, 1998, S. 33 m. Nachw.; Albrecht, Aktienzinsen. Eine rechtsgeschichtliche Studie, 1913, S. 9 ff.

⁷ Durch das Gesetz vom 13. 12. 1978, BGBl. I, 1978, S. 1959 ff.

⁸ Wetboek van Koophandel, eingeführt durch kgl. Erlaß vom 10. April 1838, Gbl. Nr. 12, Art. 49 Satz 1: „Bij de akte mogen geene vaste renten worden bedongen“. Zur Entstehungsgeschichte des HGB eingehend Kohler u.a. (Hrsg.), Die Handelsgesetze des Erdballs, 3. Aufl., Bd. XII Abt. 2, 1908, Einleitung; speziell zum Aktienzinsverbot Albrecht, a.a.O. (Fn. 6), S. 50 ff.; zum Zinsverbot im französ. Aktiengesetzentwurf vom 15. 2. 1838 ders., S. 60 ff.

⁹ Überblick bei Baums, Einleitung in: ders. (Hrsg.), Entwurf eines allgemeinen HGB für Deutschland (1848/49), 1982, S. 11 f.; speziell zum Aktienrecht Baums, in: ders. (Hrsg.), Preuß. Gesetz über die Aktiengesellschaften, 1981, Einführung S. 37 f.; zu Österreich Kalss/Burger/Eckert, Die Entwicklung des österreichischen Aktienrechts. Geschichte und Materialien, 2003, S. 47 ff.

¹⁰ Gesetz- und Verordnungsblatt für das Königreich Sachsen, Dresden 1839, S. 182 f (Nr. 62); Abdruck auch bei Pöhls, Das Recht der Actiengesellschaften mit besonderer Rücksicht auf Eisenbahngesellschaften, 1842, Anhang S. 425 – 427 sowie bei Albrecht, a.a.O. (Fn. 6), S. 13 f.

¹¹ Gesetz über die Actiengesellschaften vom 9. 11. 1843, Gesetz-Sammlung für die Königlichen Preußischen Staaten 1843, Nr. 31, § 17 Abs. 2.

¹² Entwurf eines HGB für das Königreich Württemberg, 1839, Art. 261 Abs. 3; Entwurf eines allg. HGB für Deutschland, 1849, Art. 95; Entwürfe eines HGB für die Preuß. Staaten, 1856, § 185 und 1857, Art. 179 Abs. 2; vgl. auch Entwurf eines bürgerlichen Gesetzbuches für das Königreich Sachsen, 1852, § 1363 S. 2.

¹³ Art. 217 ADHGB.

¹⁴ § 215 HGB a.F.; § 54 AktG 1937; § 57 Abs. 2 AktG (der frühere § 57 Abs. 3 AktG, der die sog. Bauzinsen betraf, wurde mit der Umsetzung der 2. gesellschaftsrechtlichen Richtlinie [vgl. Fn. 7] aufgehoben; dazu noch unten IV.1.).

¹⁵ Nachweise solcher Statutenbestimmungen bei Meili, Die Lehre der Prioritätsaktien, 1874, S. 16 ff.; Keyßner, in: (Buschs)Archiv für dt. Handels- und Wechselrecht, 32, 1875, S. 99, 100 ff.; Renaud, Das Recht der Actiengesellschaften, 2. Aufl. 1875, § 74; Albrecht, a.a.O. (Fn. 6), S. 5 f. und passim; vgl. auch Bösselmann, Die Entwicklung des deutschen Aktienwesens im 19. Jahrhundert, 1939, S. 132, 155 f.

Die wissenschaftlichen Erörterungen des 19. Jahrhunderts zum Zinsverbot bemühen sich zunächst um die begrifflich trennscharfe Abgrenzung zwischen Obligation und Aktie, von Zins und Dividende¹⁶, und stellen in diesem Zusammenhang Erwägungen zur Rechtsnatur der Aktiengesellschaft an. So soll die Einordnung der Aktiengesellschaft als juristische Person zutreffend erfassen und bekräftigen, daß der Aktionär wie der Fremdkapitalgeber einem Dritten, der Gesellschaft, Geld als Anlage anvertraut, für dessen Überlassung er füglich auch eine Mindestverzinsung erwarten und vereinbaren können sollte. Die abweichend hiervon befürwortete Einordnung der Aktiengesellschaft als modifizierte Eigentümersozietät soll demgegenüber verdeutlichen, daß der Aktionär nicht wie ein dritter (Fremd-)Kapitalgeber der Gesellschaft gegenübertritt, sondern daß die Verhältnisse hinsichtlich des durch Einlagen aufgebrauchten Eigenkapitals der Gesellschaft im Grunde nicht anders zu sehen sind als im Fall des Einzelunternehmers, der von sich selbst gleichfalls keinen festen Zins beanspruchen kann, sondern ausschließlich auf einen erwirtschafteten Überschuß verwiesen ist¹⁷. Diese Debatte, die mit mehr oder weniger passenden Begriffen und Bildern mehr beschreibt als begründet, können wir hier auf sich beruhen lassen. Von größerem Interesse sind für uns die sachlichen Erwägungen, die für und gegen das Zinsverbot angeführt worden sind. Diese Erwägungen beziehen sich auf das Verhältnis zwischen Eigenkapitalgebern und Management (dazu unten III.), auf das Verhältnis der Gesellschafter untereinander (dazu unten IV.), und vor allem auf das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern (unten V.). Dem ist im Folgenden nachzugehen.

III. Festverzinsung und Corporate Governance

1. Die finanzwissenschaftliche Theorie

In welchem Ausmaß die Finanzierungsstruktur eines Unternehmens, also das Verhältnis der Finanzierungsinstrumente zueinander, und die Ausstattung der gewählten Finanzierungsinstrumente Auswirkungen auf das Verhalten der Unternehmensleiter, die „Corporate Governance“, haben, ist heute seit langem Gegenstand finanzwissenschaftlicher Forschung¹⁸. Der Fremdkapitalgeber hat, wenn keine Gewinnbeteiligung vereinbart ist, einen gewinnunabhängigen Anspruch auf einen festen Zins und auf Rückzahlung des überlassenen

¹⁶ Unter „Zins“ wurde gelegentlich derjenige Anteil der Dividende verstanden, den die Aktionäre bei alternativem Einsatz am Markt erzielen können, der Mehrerlös wurde als „Superdividende“ bezeichnet; vgl. *Just*, Die Bedeutung des Wortes „Aktienzinsen“ in den Vorschriften über die Besteuerung der Aktiengesellschaften, *Holdheims Monatsschrift* 1908, S. 113, 115. Nach heutigem Verständnis unterscheidet sich der Zins dadurch von der Dividende, daß er unabhängig von einem erzielten Gewinn geschuldet und zu zahlen ist. Dagegen ist die Festlegung eines fixen Betrages kein geeignetes Unterscheidungskriterium. Typischerweise wird zwar als Zins ein bestimmter Prozentsatz des zu verzinsenden Kapitals vereinbart. Das ist aber nicht notwendig so (*floating rate*), und andererseits kann als Dividende ein fester Betrag des eingesetzten Kapitals vereinbart werden, der nur zu zahlen ist, wenn Gewinn erzielt wird (vgl. auch § 60 Abs. 2 S. 1 AktG).

¹⁷ S. dazu nur *Pöhls*, a.a.O. (Fn. 10), S. 233 ff.; *Weiske*, in: *Neue Jahrbücher der Geschichte und Politik*. Erster Band, 1842, S. 244, 272 ff.; *Jolly*, *Zeitschrift für deutsches Recht und deutsche Rechtswissenschaft*, Bd. 11, 1847, S. 317 ff.; v. *Savigny*, *Das Obligationenrecht als Teil des heutigen römischen Rechts*, Bd. 2, 1853, S. 112 ff.; *Auerbach*, *Das Gesellschaftswesen in juristischer und volkswirtschaftlicher Hinsicht unter bes. Berücksichtigung des allg. dt. Handelsgesetzbuchs*, 1861, S. 341 ff.; *Bekker*, *ZHR* 16 (1871), S. 32, 35 ff.; *Keyßner*, a.a.O. (Fn. 15), S. 99 ff.; *Renaud*, a.a.O. (Fn. 15), S. 681 ff.; ältere Lit. bei *Albrecht*, a.a.O. (Fn. 6), S. 8.

¹⁸ Vgl. nur – als keineswegs repräsentative Auswahl – *Williamson*, *Corporate Finance and Corporate Governance*, *Journal of Finance* 43, 1988, S. 567 ff.; *Aghion/Bolton*, *The Financial Structure of the Firm and the Problem of Control*, *European Econ. Review* 33, 1989, S. 286 ff.; *Berglöf*, in: *Aoki* (Hrsg.), *The Firm as a Nexus of Treaties*, 1990, S. 37 ff. sowie einzelne Beiträge in: *Kopcke/Rosengren* (Hrsg.), *Are the Distinctions between Debt and Equity Disappearing?*, 1989; Überblick etwa bei *Milgrom/Roberts*, *Economics, Organization and Management*, 1992, S. 448 ff.

Kapitals. Der mit diesem Zwang für die Unternehmensleitung, die im Fall der Insolvenz aus ihrer Position ausscheiden müßte, verbundene Anreiz geht dahin, daß das Unternehmen jedenfalls zur Kapitalrückzahlung imstande bleibt und mindestens diejenigen Mittel erwirtschaftet, die für den Zinsdienst aufzubringen sind. Da es sich hierbei, anders als bei den „Restbetragsansprüchen“ oder Residualansprüchen, auf die die Aktionäre verwiesen sind, um einklagbare „Festbetragsansprüche“¹⁹ handelt, wirken Fremdverbindlichkeiten als Disziplinierungsinstrument²⁰. Die Verbindung eines ergebnisunabhängigen Zinsanspruchs mit einem ergebnisabhängigen Dividendenanspruch in einer Aktie mit einer festgelegten Mindestverzinsung scheint daher im Vergleich mit der „reinen“ Aktie ohne Mindestverzinsung einen Effizienzvorteil zu bieten. Zwar mag der im Eigeninteresse handelnde Manager, der einem festen Auszahlungszwang unterliegt, tendenziell risikoarme Projekte bevorzugen und Projekte mit hohem Risiko trotz positiven Erwartungswerts unterlassen²¹. Dieser Effekt würde aber dadurch abgemildert, daß der Kapitalgeber, der an der Erzielung einer die feste Mindestverzinsung übersteigenden Dividende interessiert ist, eben hierauf hinwirken könnte. Auch als Alternative zu einer reinen, ergebnisunabhängig zu verzinsenden Obligation oder zu einem festverzinslichen Kredit scheint eine mit einer Zinszusage ausgestattete Aktie Vorteile zu bieten: Die mit der Eigenkapitalgeberposition verbundenen gesellschaftsrechtlichen Informations- und Einflußmöglichkeiten könnten die mit der reinen Fremdkapitalvergabe verbundenen Risiken senken²². Daß solche synthetischen Papiere mit Mindestverzinsung tatsächlich, vor Einführung des Zinsverbots, emittiert worden sind²³, könnte belegen, daß auch der Kapitalmarkt diesen Papieren Vorteile beigemessen hat.

Diese von der modernen finanzwissenschaftlichen Literatur erörterten Fragen sind hier nicht zu entscheiden. Eine ganz andere Frage ist freilich, ob das vornehmlich aus Gläubigerschutzgründen eingeführte Zinsverbot (dazu unten V.) mit der Zerstörung einer Form, die sich ohne Regulierung im Wettbewerb der Finanzierungsinstrumente vielleicht behauptet hätte, die angedeuteten Effizienzvorteile beseitigt hat, und diese Effizienzvorteile auf anderem Wege nicht zu erzielen sind. Das ist zu bezweifeln. So erfordert die Disziplinierung des Managements im Interesse der Eigenkapitalgeber nicht die Kombination von Dividenden- und Zinsanspruch in einem Papier, sondern kann durch entsprechende Kontrollrechte der Eigenkapitalgeber und Anreizsysteme wie z.B. eine entsprechend gestaltete Vergütung angestrebt werden. Was die angedeuteten Vorteile einer mit gewinnunabhängiger Mindestverzinsung ausgestatteten Aktie mit dementsprechenden Kontrollrechten im Vergleich zur reinen Fremdkapitalgeberposition anbetrifft, so muß gesehen werden, daß gerade im deutschen System der Finanzierung von Aktiengesellschaften institutionelle Arrangements gefunden worden sind (Aufsichtsratsmandate, Eigenkapitalbeteiligungen und Depotstimmrechte der Kreditinstitute), die im Ergebnis zu einer Kombination von Eigenkapitalgeberbefugnissen und Fremdkapitalgeberposition geführt

¹⁹ Die Unterscheidung zwischen „Restbetragsansprüchen“ und „Festbetragsansprüchen“ geht zurück auf *Stützel*, Die Aktie und die volkswirtschaftliche Risiken-Allokation, in: Jung/Lucius/Seifert (Hrsg.), Geld und Versicherung, 1981, S. 193 ff.

²⁰ „Equity is soft, debt is hard“, *Milgrom/Roberts*, a.a.O. (Fn. 18), S. 496; eingehend *Easterbrook/Fischel*, The Economic Structure of Corporate Law, 1991, S. 46.

²¹ Vgl. *Brealey/Myers*, Principles of Corporate Finance, 7. Aufl. 2003, S. 317.

²² Nachweise zur finanzwissenschaftlichen Literatur zur Kombination von Eigen- und Fremdkapitalgeberposition bei *Baums*, Verbindungen zwischen Banken und Unternehmen im amerikanischen Wirtschaftsrecht, 1992, S. 77 ff.; *ders.*, The German Banking System and its Impact on Corporate Finance and Governance, in: Aoki/Patrick (Hrsg.), The Japanese Main Bank System, 1994, S. 409 ff.; *Edwards/Fischer*, Universal Banking in Germany, 1996.

²³ Vgl. Fn. 15.

haben²⁴, ohne daß das Verbot des synthetischen Finanzierungsinstruments der Aktie mit Festzinsanspruch dies behindert hätte.

2. Aktienzinsen, „Aushungern“ von Aktionären und *free cash flow*

Die Literatur des 19. Jahrhunderts, die sich mit den Vor- und Nachteilen eines Zinsverbots für Aktien befaßt, geht auf diese in der modernen Finanzwissenschaft behandelten Fragen nicht ein. Gleichwohl wird die Bedeutung der Ausstattung des Finanzierungsinstruments Aktie mit einem festen Zinsanspruch für das Verhältnis zwischen Anlegern und Management keineswegs übersehen. In den Protokollen der Beratungen zum ADHGB von 1861 findet sich zur Rechtfertigung von Aktienzinsen vielmehr der modern anmutende Gedanke, „es sei sehr häufig die Absicht, mit solchen Zinsversprechen nur die Verwaltung in der Weise zu binden, daß sie auf Beschaffung der Mittel zur Bezahlung der Zinsen vorzüglich Bedacht nehmen und sich somit enthalten solle, etwa disponibel gewordene Gelder, statt sie als Gewinn zu verteilen, auf Errichtung neuer Gebäude, Erweiterung des Betriebes etc. zu verwenden“²⁵. Die Motive sprechen damit im Ansatz zwei verschiedene Probleme an: Das Problem des „Aushungerns“ der Aktionäre, deren Liquiditätsbedürfnisse von der Verwaltung nicht in dem möglichen und vertretbaren Umfang berücksichtigt werden, und das Problem der unprofitablen Verwendung von „free cash flow“. Für die Lösung beider Probleme erscheint die Vereinbarung fester gewinnunabhängiger Zinsen aber wenig geeignet.

Unter „Aushungern“ wird in der Regel der Sachverhalt bezeichnet, daß in einer Gesellschaft, deren Anteile nicht an einem liquiden Sekundärmarkt gehandelt werden, ein ausschüttungsfähiger Überschuß entweder durch bilanzielle Gestaltungen versteckt oder ein Bilanzgewinn zwar ausgewiesen, aber nicht ausgeschüttet, sondern zur Gänze einbehalten wird, obwohl dies aus kaufmännischer Sicht nicht notwendig wäre. Zur Lösung dieses Problems ist die Vereinbarung eines gewinnunabhängigen Aktienzinses ungeeignet, da sie auch dann eingreift, wenn kein ausschüttungsfähiger Überschuß erzielt worden ist²⁶. Insoweit hat die aktienrechtliche Institutionenbildung, von der Regulierung der Bilanzaufstellung und -prüfung über die Regelung der Ausschüttungskompetenzen (§ 58 AktG) bis hin zum Anfechtungsrecht wegen Aushungerns (§ 254 AktG), inzwischen paßgerechtere Instrumente des Anlegerschutzes entwickelt²⁷.

Von *free cash flow* spricht man, wenn ein Unternehmen über liquide ausschüttungsfähige Mittel, nicht aber über im Marktvergleich profitable Investitionsmöglichkeiten verfügt²⁸. Nach geltendem deutschem Aktienrecht hat die Hauptversammlung es im Regelfall (vgl. aber § 173 Abs. 2 AktG) nicht in der Hand, freiwillig gebildete Rücklagen aufzulösen und auszuschütten, selbst dann nicht, wenn solche Rücklagen aufgrund einer Satzungsbestimmung oder einer Entscheidung der Hauptversammlung nach § 58 Abs. 3 AktG gebildet worden sind²⁹. Auch zur Lösung dieses Problems ist die Vereinbarung von Aktienzinsen nicht geeignet, schon weil sie zu einem Zeitpunkt festgelegt werden, in dem der konkrete Betrag an

²⁴ Vgl. dazu die in Fn. 22 zitierte Literatur sowie zuletzt Krahn/Schmidt (Hrsg.), *The German Financial System*, Oxford 2003.

²⁵ Zitat aus Lutz (Hrsg.), *Protokolle zur Berathung eines allgemeinen deutschen Handelsgesetzbuches*. I. Theil, 1858, S. 312; vgl. auch den erneuten Antrag in Lutz (Hrsg.), *Protokolle zur Berathung eines allgemeinen deutschen Handelsgesetzbuches*. III. Theil, 1858, S. 1053 f.

²⁶ Zum Interesse des Anlegers an *gewinnunabhängigen* Zahlungen zu festen Terminen s. noch unten IV. 4.

²⁷ Zur weitergehenden Kontrolle von Rücklageentscheidungen des Managements nach US-amerikanischem Recht etwa Clark, *Corporate Law*, 1986, S. 602 ff.

²⁸ Grundlegend dazu und zu den Gründen, weshalb Manager „free cash flow“ nicht ausschütten, Jensen, *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, *American Economic Review* 76, 1986, S. 323 ff.; vgl. auch Milgrom/Roberts, a.a.O. (Fn. 18), S. 492 f., 496.

²⁹ S. nur Adler/Düring/Schmaltz (Hrsg.), *Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen*, 6. Aufl. 1997, § 58 AktG Rdz. 143; Kropff, in: *Münchener Kommentar zum AktG*, 2. Aufl. 2003, § 171 Rdz. 34; § 172 Rdz. 15; vgl. auch dens., in: Gebler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), *AktG*, Bd. III, 1973, § 151 Rdz. 115 ff.

„free cash flow“, der an die Aktionäre zurückgezahlt werden sollte, damit diese das Geld profitableren Investments zuführen können, nicht feststeht. Auch insoweit haben die aktienrechtliche Institutionenbildung und die Entwicklung der Finanzmärkte heute, insbesondere mit Rekapitalisierungen einschließlich Aktienrückkäufen und letzten Endes auch mit feindlichen Übernahmen, besondere Instrumente entwickelt und zur Verfügung gestellt, mit deren Hilfe „free cash flow“ an die Aktionäre ausgezahlt, und die Unternehmensverwaltungen notfalls hierzu sogar gezwungen werden können.

IV. Aktienzinsen im Verhältnis der Aktionäre untereinander

In der Diskussion um die Zulässigkeit von Aktienzinsen sind allerdings in erster Linie nicht Erwägungen zum Verhältnis zwischen Anlegern und Verwaltung angestellt worden. Eingehender haben sich die Gesetzesverfasser und die wissenschaftliche Literatur des 19. Jahrhunderts vielmehr mit dem Einfluß von Aktienzinsen auf das Verhältnis der Aktionäre untereinander befaßt. Dabei war rasch klargestellt, daß die Zusage von festen Zinsen an *alle* Aktionäre, die gleichbedeutend gewesen wäre mit einem Liquiditätsabfluß bei der Gesellschaft ungeachtet dessen, ob das gemeinsame Unternehmen hinreichend mit Eigenkapital finanziert war, die Verwirklichung des Unternehmensgegenstands und die gemeinsam bezweckte Erzielung von Gewinn vorzeitig in Frage stellen konnte. Dies, so wurde geltend gemacht, stelle einen Widerspruch zum Förderversprechen der Aktionäre dar³⁰. Aktienzinsen wurden daher immer nur für besondere Situationen oder als Ausstattung einzelner Aktienklassen erwogen und eingesetzt: Als Mittel, mit dessen Hilfe die Gründer eines Unternehmens das Anlegerpublikum dazu bewegen können sollten, Aktien zu zeichnen, obwohl vorerst keine Gewinne und damit keine Dividenden zu erwarten waren (dazu 1.); als Anreiz, mittels dessen die Aktionäre dazu angehalten werden sollten, ihre Einlagen einzuzahlen (dazu unten 2.); als Mittel der Sicherung außenstehender Aktionäre in einer von einem Großaktionär oder einem herrschenden Unternehmen dominierten Gesellschaft (unten 3.); und schließlich als Instrument, die Attraktivität der Aktienanlage durch Schaffung einer besonderen Aktiegattung mit einer auf ein spezifisches Anlegerprofil zugeschnittenen Ausstattung zu steigern (dazu unten 4.).

1. „Bauzinsen“ bei Gründungsfinanzierung

Gegen das vor allem aus Gläubigerschutzgründen (dazu unten V.) eingeführte Verbot von Aktienzinsen ist früh eingewandt worden, damit werde das Gewinnen von Anlegern durch Unternehmensgründer vereitelt oder doch erschwert. Insbesondere kleinere Anleger würden sich von der Zeichnung von Aktien zurückhalten, wenn feststehe, daß sie für einen längeren Zeitraum weder Dividenden noch, wie bei einer alternativen Anlage, jedenfalls eine feste Mindestverzinsung erwarten könnten³¹. Erstmals im preußischen Aktiengesetz von 1843 findet sich deshalb als Ausnahme von dem Verbot, gewinnunabhängig Zinsen auf Aktien zu zahlen, folgende Bestimmung: „Die Stipulation von Zinsen zu bestimmter Höhe ist nur für diejenigen, im Statute anzugebenden, Zeitraum zulässig, welchen die Vorbereitung des Unternehmens bis zum Anfange des vollen Betriebes erfordert“³². Diese Ausnahme vom Zinsverbot für sog. Bauzinsen ist in die späteren Entwürfe und aktienrechtlichen Vorschriften

³⁰ Vgl. Lutz, Protokolle, I. Teil (Fn. 25), S. 312.

³¹ Gutachten der Vereinigten Abteilungen des Königl. Staatsrats für die Finanzen und für die Justiz vom 16. 3. 1843; Abdruck bei Baums, (Hrsg.), Preuß. Gesetz über die Aktiengesellschaften, 1981, S. 153 f.

³² § 17 Abs. 2 S. 1 preuß. AktG (Fn. 11).

aufgenommen³³ und erst 1979 aufgehoben worden³⁴, weil die Zweite gesellschaftsrechtliche Richtlinie³⁵ diese Ausnahme nicht mehr zuließ³⁶.

„Bauzinsen“ scheinen praktische Bedeutung freilich nur in eng begrenzten Ausnahmefällen gehabt zu haben. Das hing zum einen wohl mit der engen Formulierung dieser Ausnahmenvorschrift zusammen, die die Gewährung von Bauzinsen auf den Zeitraum der „Vorbereitung“ eines Unternehmens beschränkte, also keineswegs auch die Phase umfaßte, in der der Betrieb bereits aufgenommen, wegen der Anlaufkosten aber Gewinne noch nicht zu erzielen waren³⁷. Dabei hatte der Gesetzgeber offenbar vornehmlich Unternehmensgründungen wie Eisenbahngesellschaften mit einem langen Zeitraum der Vorbereitung bis zur endgültigen Betriebsaufnahme vor Augen³⁸. Zum anderen wird als eines der Probleme, das gerade junge Unternehmen haben, die nicht als derivative Gründungen bereits etablierter Unternehmen wie z.B. Gemeinschaftsunternehmen, Ausgründungen oder Abspaltungen, sondern als selbständige Gründungen entstehen, hervorgehoben, daß häufig nicht ausreichend Betriebskapital zur Verfügung steht, um die mit einer stetigen Zinszahlung verbundene Liquiditätsbelastung zu tragen³⁹. Dies dürfte für Unternehmen mit langer „Vorbereitungsphase“ ebenso gelten wie für Unternehmen, die zwar bereits den ersten Marktauftritt bewältigt, aber einen verteilbaren Jahresüberschuß noch nicht in Aussicht haben, und auch diese Phase mag gerade bei schnell wachsenden jungen Unternehmen lange dauern. Möglicherweise war darin, daß eine Zahlung hoher Bauzinsen wegen der Liquiditätsbelastung nicht in Betracht kam oder jedenfalls nicht hinreichend glaubwürdig erschien, der Grund dafür zu sehen, daß der preußische Staat 1842, um die Anleger zur Bereitstellung der erforderlichen Gründungskapitalien zu veranlassen, einerseits staatliche Garantien für Zinsen auf Eisenbahnaktien in Aussicht stellte⁴⁰, andererseits seine zu 4% verzinslichen Staatsschuldscheine auf 3,5% heruntersetzte⁴¹ und darüber hinaus bald darauf Eisenbahnaktien mit staatlich garantiertem Aktienzins für mündelsicher erklärte⁴². Dieser staatliche Eingriff löste ein wahres Spekulationsfieber in Eisenbahnaktien an der Berliner Börse aus, und die damit verbundene Lenkung des privaten Anlagekapitals mußte später durch administrative Maßnahmen wieder korrigiert werden⁴³.

³³ Entwurf eines allg. HGB für Deutschland, 1849, Art. 95 Abs. 2; Entwürfe eines HGB für die Preuß. Staaten, 1856, § 185 Abs. 2, und 1857, Art. 179 Abs. 3; Art 217 Abs. 2 ADHGB; § 215 Abs. 2 HGB a.F.; § 54 Abs. 2 AktG 1937; § 57 Abs. 3 AktG 1965. – Seit dem HGB von 1900 enthielten die Vorschriften über Bauzinsen den Zusatz, daß die Satzung den Zeitpunkt bezeichnen müsse, mit dem die Zahlung von Zinsen spätestens aufhöre (Bestätigung von ROHGE 22, 12 ff.). Das AktG von 1965 stellte ferner klar, daß Bauzinsen nur in der ursprünglichen Satzung, also bei Gründung der Gesellschaft, festgelegt werden durften.

³⁴ Vgl. Fn. 7.

³⁵ Vgl. Fn. 4.

³⁶ Dazu Ganske, DB 1978, S. 2461, 2462 f.

³⁷ S. nur Flechtheim, in: Düringer/Hachenburg, Das Handelsgesetzbuch, III. Bd., 1. Teil, 3. Aufl. 1934, § 215 Anm. 15, 16. – Die finanzwissenschaftliche Literatur zur Wagniskapitalfinanzierung (*Venture Finance*) unterscheidet heute zwischen „Early Stage“ und „Expansion Stage“ - Finanzierungen und rechnet zur ersteren nicht nur die Seed- und die Start-up - Phase, sondern auch die „First Stage“ - Phase, in der das Unternehmen seinen Marktauftritt bereits hinter sich hat. Erst im Verlauf dieser Phase können Überschüsse erwartet werden. Vgl. Hochgesand, *Venture Capital*, in: Hommel/Knecht (Hrsg.), *Wertorientiertes Start-up Management*, 2002, S. 370, 375.

³⁸ Vgl. dazu die bei Keyßner, a.a.O. (Fn. 15), S. 110 ff., und Albrecht, a.a.O. (Fn. 6), S. 27 ff. angeführten Statuten sowie die in ROHGE 13, 126 und ROHGE 22, 12 behandelten Fälle.

³⁹ S. nur Hochgesand, a.a.O. (Fn. 37), S. 372.

⁴⁰ Vgl. die Kabinettsorder vom 22. 11. 1842, Gesetz-Sammlung für die Kgl. Preuß. Staaten 1842 S. 307 ff. Eingehend zu staatlichen Aktienzinsgarantien Stammeler, AcP 69 (1886), S. 82, 84 ff.; Joh. A. Meyer, *Die Dividenden- und Zinsgarantien bei Aktiengesellschaften*, 1915.

⁴¹ Gömmel, *Entstehung und Entwicklung der Effektenbörsen im 19. Jahrhundert bis 1914*, in: Pohl (Hrsg.), *Deutsche Börsengeschichte*, 1992, S. 133, 140.

⁴² Kabinettsorder vom 22. 12. 1843, Gesetz-Sammlung für die Kgl. Preuß. Staaten 1844 S. 45.

⁴³ Vgl. R. Ehrenberg, *Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung, 1883*, S. S. 70 ff.; Gömmel, a.a.O. (Fn. 41), S. 140 f.

Die besonderen Informations- und Anreizprobleme, denen sich Unternehmensgründer bei der Finanzierung ihrer Projekte gegenübersehen, sind heute in der finanzwissenschaftlichen Literatur eingehend analysiert⁴⁴, und die Wagniskapitalindustrie hat spezielle Finanzierungsinstrumente und -gestaltungen entwickelt, die Gründungsfinanzierungen ermöglichen sollen⁴⁵. Das Instrument einer verzinslichen Aktie gehört wohl aus den angedeuteten praktischen Gründen offenbar auch dort nicht dazu, wo es – wie im amerikanischen Gesellschaftsrecht – zulässig und einsetzbar wäre⁴⁶.

2. Verzinsung als Einzahlungsanreiz

Aktienzinsen sind auch als Anreiz, die gezeichneten Einlagen einzuzahlen, erwogen und eingesetzt worden. So wurde vor Einführung des Zinsverbots in einzelnen Gesellschaftsstatuten ein Zins erst in Aussicht gestellt, wenn die fällige Einlage voll eingezahlt sein würde; zum Teil sollten bereits eingezahlte Teilbeiträge verzinst, und dieser Zins zunächst von der Resteinlageschuld abgezogen werden; zum Teil sollten die Zinsen auf Teileinlagen auch ausgezahlt werden⁴⁷. Im englischen Joint Stock Companies Act von 1844 findet sich in diesem Zusammenhang – als Ausnahme von dem erstmals im englischen Recht formulierten allgemeinen Verzinsungsverbot – die Bestimmung, daß Zinsen solchen Aktionären bewilligt werden könnten, die vor Fälligkeit ihrer Einlagen freiwillig hierauf an die Gesellschaft gezahlt hätten⁴⁸. Nachdem das Zinsverbot des ADHGB im Gebiet des Deutschen Bundes eingeführt war, wurden solche älteren statutarischen Zinszusagen in der Literatur als Zusage von Prioritätsdividenden ausgelegt oder umgedeutet, also der Anspruch auf Verzinsung des auf die Einlage eingezahlten Betrages unter den Vorbehalt gestellt, daß der hierzu erforderliche Reingewinn eine Zahlung gestatten würde, und neuere Statuten wurden in diesem Sinne formuliert⁴⁹. Die Bezeichnung als „Zins“ hielt man für unschädlich („falsa demonstratio non nocet“), solange damit gemeint war, daß der Zins nur aus dem zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden Bilanzgewinn entnommen werden sollte⁵⁰. Der Gesetzgeber des Handelsgesetzbuches von 1897 führte dem entsprechend die – heute noch geltende, § 60 Abs. 2 AktG – dispositive Bestimmung ein, daß bei unterschiedlichen

⁴⁴ Vgl. etwa *Sahlman*, The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations, *Journal of Financial Economics* 27, 1990, S. 473, 503 ff.; *Gomper*, Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital, *Journal of Finance* 1995, S. 1461 ff. sowie die Nachweise bei *Möller*, Rechtsformen der Wagnisfinanzierung. Eine rechtsvergleichende Studie zu den USA und Deutschland, 2003, und *Gilson*, Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience, *Stanford Law Review*, Vol. 55, 2003, S. 1067 ff.

⁴⁵ Rechtsvergleichend dazu *Gilson* und *Möller*, vorige Fn.; zum deutschen Recht ebenfalls *Möller*, a.a.O. sowie *Baums/Möller*, Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht, in: Baums/Hopt/Horn (Hrsg.), *Corporations, Capital Markets and Business in the Law. Liber Amicorum Richard M. Buxbaum*, 2000, S. 33 ff.; *dies.*, Vertragsgestaltung zwischen Start-up Unternehmen und Investoren (Contracting), in: *Hommel/Knecht*, a.a.O. (Fn. 37), S. 396 ff.

⁴⁶ Zur Ausgestaltung der Aktien der Wagniskapitalfinanziers einerseits und der Gründerunternehmer andererseits im amerikanischen Recht *Möller*, a.a.O. (Fn. 44), S. 33 ff. – § 6.40 des US-amerikanischen Revised Model Bus. Corporation Act schließt nicht aus, daß die Gesellschaft sich zu festen Zahlungen an die Aktionäre verpflichtet, sondern stellt die Erfüllung solcher Vereinbarungen unter den Vorbehalt, daß der Insolvenzttest und der Überschuldungstest des § 6.40 (c) RMBCA positiv ausfallen. Hinzu treten die Anforderungen des Rechts der Gläubigerbenachteiligung (*fraudulent conveyance law*); s. nur *Clark*, a.a.O. (Fn. 27), S. 623 ff. In einzelnen Gesellschaftsrechten der USA sind Ausschüttungen allerdings an engere Voraussetzungen geknüpft; vgl. z.B. § 500 California Corp. Code, der u. a. fordert, daß nach der Ausschüttung die Aktiva das 1 ¼ fache der Verbindlichkeiten ausmachen.

⁴⁷ Vgl. die bei *Renaud*, a.a.O. (Fn. 15), S. 682 mitgeteilten Satzungsbestimmungen.

⁴⁸ S. *Albrecht*, a.a.O. (Fn. 6), S. 64 f.; vgl. auch S. 67.

⁴⁹ Vgl. *Keyßner*, a.a.O. (Fn. 15), S. 105 f., 108 f. sowie *Renaud*, a.a.O. (Fn. 15), S. 686 f.

⁵⁰ *Thöl*, Das Handelsrecht, Erster Band, 1879, S. 505 f.

Einlageleistungen zunächst aus dem verteilbaren Gewinn 4% auf die geleisteten Einlagen zu zahlen, und der Rest nach den jeweiligen Anteilen am Grundkapital zu verteilen sei.

Praktisch erscheint diese Möglichkeit, einen positiven Anreiz zur Einzahlung der Einlagen bieten zu können, von beschränktem Wert, gleich, ob es sich bei diesem Anreiz um eine Prioritätsdividende im Sinne des § 60 Abs. 2 AktG oder um eine – nach heutigem Recht unzulässige – echte Verzinsungszusage handelt. Der wichtigste Fall, in dem es zu unterschiedlichen Einzahlungen auf die Einlagen kommt, ist der, daß einzelne Aktionäre trotz der Aufforderung des Vorstands (§ 63 Abs. 1 AktG) nicht rechtzeitig einzahlen. Die Aussicht, bei Einzahlung eine Prioritätsdividende von zB 4% auf die Einlage zu erhalten (vgl. § 60 Abs. 2 AktG), wirkt nur dann als positiver Anreiz, wenn (a) die Opportunitätskosten⁵¹ nicht höher liegen und (b) hinreichende Aussicht besteht, daß überhaupt ein verteilbarer Bilanzgewinn in der erforderlichen Höhe anfällt. Anders formuliert nützt allein die Zusage von 4% vorab auf die eingezahlte Einlage wenig, wenn der säumige Zahler am Markt einen höheren Zins als 4% erzielen kann⁵² oder wenn er davon ausgehen muß, daß ein entsprechender Bilanzgewinn gar nicht anfällt, etwa weil das Unternehmen sich noch in der Gründungs- oder in einer Verlustphase befindet und gerade deshalb jetzt die Einlagen eingefordert werden. Wäre eine gewinnunabhängig von der Gesellschaft zu erfüllende Zinszusage zulässig, dann würden ähnliche Erwägungen gelten müssen: Der gebotene Zinssatz müßte mindestens die Opportunitätskosten decken, und dies würde je nach der Lage der Gesellschaft vielleicht eine nicht wünschenswerte Liquiditätsbelastung für die Gesellschaft darstellen, die ja typischerweise eine solche Belastung gerade vermeiden will, wenn sie, statt Fremdkapital aufzunehmen, zur Einzahlung der Einlagen auffordert. Wichtiger als die Zusage einer Prioritätsdividende oder ein Zinsversprechen für pflichtgemäß rechtzeitig eingezahlte Einlagen erscheinen deshalb Vorkehrungen gegen den säumigen Zahler, also negative Anreize, die das Gesetz denn auch vorsieht (Fälligkeitszinsen; Schadensersatz; Vertragsstrafen; Kaduzierung; vgl. §§ 63, 64 AktG).

Der zweite Fall, den der Gesetzgeber bei Erlaß des § 60 Abs. 2 AktG vor Augen hatte, betraf die ungleichmäßige Einforderung von Einlagen bei nur einem Teil der Aktionäre⁵³. Es ist fraglich, ob diesem Fall heute, in Anbetracht der strikten Verpflichtung des Vorstands auf den Gleichbehandlungsgrundsatz (§ 53a AktG), der gerade auch bei Einzahlungsaufforderungen an die Aktionäre zu beachten ist⁵⁴, noch eine besondere praktische Bedeutung zukommt. Ist aber im Einzelfall nur ein Teil der Einlagen unter Beachtung des Gleichbehandlungsgrundsatzes eingefordert und einbezahlt worden, dann überzeugt es kaum, hierauf deshalb einen festen Zins zu zahlen, obwohl doch die Aktie, auf die eingezahlt worden ist, nur einen Anspruch auf Gewinnbeteiligung vermittelt und die Einforderung der Zahlung zu Recht erfolgt ist. Insoweit erscheint die Regelung des § 60 Abs. 2 AktG, die eine Prioritätsdividende vorsieht, im Vergleich mit einer gewinnunabhängigen Mindestverzinsung als die überzeugendere Lösung.

⁵¹ Opportunitätskosten sind die entgangenen potentiellen Erträge, die bei der nächstbesten Verwendung der eingesetzten Finanzmittel zu erzielen wären. Nach dem Opportunitätsprinzip wird dasjenige Geschäft gewählt, das einen höheren Opportunitätszinssatz erwirtschaftet. S. etwa *Gerke*, Börsenlexikon, 2002, sub Opportunitätskosten; Opportunitätszins.

⁵² Den historischen Zusammenhang der Zinssatzbestimmungen des HGB und des BGB mit den damaligen Marktzinsen hat *Kindler*, Gesetzliche Zinsansprüche im Zivil- und Handelsrecht, 1996, S. 201 ff., herausgearbeitet. Im vorliegenden Zusammenhang dürfte bei der Zusage eines risikogerechten Zinssatzes naturgemäß nicht auf einen Kreditmarktzins abgestellt, sondern müßte berücksichtigt werden, daß es um die Vergütung für Eigenkapital geht, die wegen des höheren Risikos sehr viel höher liegt.

⁵³ Nach der Rechtslage nach dem HGB war § 214 HGB a.F., der § 60 Abs. 2 AktG entspricht, sogar ausschließlich für diesen Fall gedacht, nicht für den Fall der ungleichmäßigen Einzahlung wegen Säumigkeit einzelner Aktionäre; streitig, vgl. *Flechtheim*, a.a.O. (Fn. 34), § 214 Anm. 3 m. Nachweisen. Dies wurde durch die Neufassung der Vorschrift durch das AktG 1937 (§ 53 Abs. 2 AktG 1937) ausdrücklich korrigiert.

⁵⁴ Vgl. *Bayer*, in: Kropff/Semler (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 2, § 63 Rdz. 29 f. m. Nachweisen.

3. Schutz der Minderheitsaktionäre bei Thesaurierung und im Konzern

Oben, bei der Erörterung des Verhältnisses zwischen Anlegern und der Verwaltung, ist bereits ausgeführt worden, daß eine feste Mindestverzinsung kein geeignetes Instrument ist, die Gefahr des Aushungerns der Anleger auszuschalten, die trotz eines an sich ausschüttungsfähigen Überschusses weder eine Dividende erhalten noch auf einen liquiden Sekundärmarkt ausweichen können, um ihre Liquiditätsbedürfnisse befriedigen zu können⁵⁵. In einer von Großaktionären oder von einem Mehrheitsaktionär, insbesondere einem herrschenden Unternehmen, kontrollierten Gesellschaft kann sich ein vergleichbarer Konflikt zwischen Mehrheit und Minderheit ergeben. Auch hier ist die Zusage einer festen Mindestverzinsung an die Minderheit kein geeignetes Instrument, die widerstreitenden Interessen der Minderheit an verfügbarer Liquidität und der Mehrheit an Thesaurierung auszugleichen, da die feste Mindestverzinsung auch dann eingreift, wenn kein ausschüttungsfähiger Gewinn erzielt worden ist. Die aktienrechtliche Institutionenbildung hat insoweit zum Anfechtungsrecht wegen übermäßiger Rücklagenbildung geführt (§ 254 AktG); die Vertragspraxis hat daneben die Zusage eines Dividendenvorzugs entwickelt, der – je nach Satzungsgestaltung – in späteren Jahren, sobald der Bilanzgewinn hierfür ausreicht, nachgezahlt werden muß, wenn er mangels hinreichenden oder mangels ausgewiesenen Gewinns ganz oder teilweise ausgefallen ist (vgl. § 140 Abs. 2 AktG). Ob sich insoweit auch aus der Treuepflicht des Großaktionärs Schranken entwickeln lassen, ist bisher für das deutsche Recht noch nicht ausgelotet⁵⁶.

Eine feste gewinnunabhängige Verzinsung ist nur dann angezeigt, wenn es sich nicht lediglich um übermäßige Reserven- oder Rücklagenbildung ohne Rücksicht auf die Liquiditätsbedürfnisse der Minderheit handelt, sondern wenn es um breitflächige nachteilige Eingriffe der Mehrheit in die Ertragslage der Gesellschaft geht, die nicht mehr einzeln nachzuverfolgen und durch Ausgleich einzelner Nachteile zu kompensieren sind. Während dies in der älteren aktienrechtlichen Literatur zunächst noch nicht thematisiert wird, bilden sich insoweit spätestens in der Praxis der Unternehmensverträge in den zwanziger Jahren des letzten Jahrhunderts entsprechende Rentenversprechen oder gewinnunabhängige „Dividenden“garantien des herrschenden Unternehmens (bei Unternehmenspacht: des Pächters) an die außenstehenden Aktionäre einer abhängigen Gesellschaft (bzw. der Unternehmensverpächterin) heraus⁵⁷. Technisch werden sie als Leistungsversprechen zugunsten Dritter zwischen herrschendem Unternehmen und der Gesellschaft zugunsten von deren außenstehenden Aktionären ausgestaltet⁵⁸. Heute ist ein solcher gewinnunabhängiger Zinsanspruch in § 304 AktG zugunsten der außenstehenden Aktionäre einer abhängigen Gesellschaft im Vertragskonzern gesetzlich verankert, wobei sich dieser Anspruch nach herrschender Meinung nicht gegen die Gesellschaft selbst, sondern, ähnlich wie bei einem Vertrag zugunsten Dritter, unmittelbar gegen den anderen Vertragsteil richtet⁵⁹.

4. Liquiditätsbedürfnisse der Anleger

Die Differenzierung der Finanzmarkttitel „Aktie“ und „Obligation“, die um die Mitte des 19. Jahrhunderts auch terminologisch nachvollzogen wird, und die Entwicklung der zahlreichen hybriden Zwischenformen zwischen diesen beiden Endpolen ist auf die verschiedenen Bedürfnisse der Emittenten einerseits und der Anleger andererseits zurückzuführen. Die Bedürfnisse des anlagewilligen Publikums und das Interesse des

⁵⁵ Vgl. oben Text nach Fn. 25.

⁵⁶ Zum US-amerikanischen Recht insoweit *Clark*, a.a.O. (Fn. 27), S. 604 ff.

⁵⁷ Vgl. etwa *Haußmann*, Das Recht der Unternehmensverträge, 2. Teil, Die Praxis, 1932, S. 118 und passim.

⁵⁸ S. nur *Wolff*, in: Festschrift für Pinner, 1932, S. 656 ff.

⁵⁹ Nachweise bei *Hüffer*, AktG, 6. Aufl. 2004, § 304 Rdz. 4.

Kapitalmarkts an einem Dividendenpapier mit Mindestverzinsung und der damit nach festen Zeitabschnitten zu erwartenden Mindestausschüttung waren denn auch Gegenstand der Debatte um das Aktienzinsverbot. So wurde bei der Erörterung des Zinsverbots darauf hingewiesen, daß die Attraktivität der Aktie gesteigert werden könne, wenn Anleger mit entsprechenden Liquiditätsbedürfnissen im Laufe des Geschäftsjahres mit festen Zinszahlungen rechnen könnten⁶⁰. Die bezogenen Zinsen könnten von einer sich ergebenden Dividende abgezogen oder aus einem hierfür zu bildenden Reservefonds gedeckt werden; entsprechende Satzungen seien in der Praxis anzutreffen⁶¹. Dagegen wurde eingewandt, Zinsen, deren Zahlung von einem verteilbaren Überschuß abhängig gemacht werde, seien in Wahrheit Dividenden; soweit aber ein verteilbarer Überschuß oder Reservefonds zur Bedienung der Zinsen nicht vorhanden sei, dürften Zinsen im Interesse der Gesellschaftsgläubiger nicht gezahlt werden⁶². Die in der Praxis verbreitet anzutreffende Ausgabe von Aktien mit Zinscoupons sei daher geeignet, die Anleger irrezuführen⁶³. Erst das Aktiengesetz 1965 versuchte, dem Liquiditätsbedürfnis der Anleger Rechnung zu tragen, indem es Abschlagszahlungen auf den Bilanzgewinn als „Zwischendividenden“ zuließ (§ 59 AktG). Solche Abschlagszahlungen hängen freilich, anders als ein Festzinsanspruch, vom Ermessen der Verwaltung und davon ab, ob ein vorläufiger Zwischenabschluß einen hinreichenden Jahresüberschuß ergibt.

Ob der Schutz der Gläubigerinteressen ein umfassendes Verzinsungsverbot für Aktien erfordert, mag hier dahinstehen⁶⁴. Wenn man dies bejaht, bleibt zu fragen, ob dem Bedürfnis nach einem Dividendenpapier kombiniert mit einer in regelmäßigen Zeitabständen erfolgenden festen Mindestverzinsung auf andere Weise Rechnung getragen werden kann.

Bereits *Eugen Schmalenbach* hat darauf hingewiesen, daß es die Aufgabe und Leistung des Kapitalmarkts ist, divergierende Fristigkeiten zu überbrücken: Der Aktionär kann seine Aktie am Sekundärmarkt veräußern und dadurch seinen Liquiditätsbedarf befriedigen, ohne daß es auf die Ertragssituation der Gesellschaft ankommt, und ihr von ihr benötigtes Kapital entzogen werden muß⁶⁵. Damit ist freilich nur demjenigen Aktionär geholfen, dem diese Möglichkeit zu Gebote steht, der also tatsächlich seine Aktie (oder einen Teil seiner Aktien) an einem liquiden Sekundärmarkt verkaufen und so seine Liquiditätsbedürfnisse befriedigen kann. Zudem können steuerliche Effekte, Transaktionskosten und der Wunsch, eine bestimmte Aktienquote zu behalten, die Wahl dieser Alternative beschränken.

Eine andere Möglichkeit, ein Dividendenpapier mit einem festen Zinsanspruch zu kombinieren, besteht in der Emission von Gewinnschuldverschreibungen (vgl. § 221 Abs. 1 AktG) oder Genußrechten (vgl. § 221 Abs. 3 AktG). Ein solches Wertpapier kann so ausgestaltet werden, daß der Gläubiger eine feste Verzinsung und eine von der Dividende abhängige Zusatzzahlung erhält⁶⁶, und diese Ausgestaltung findet sich denn durchaus auch in der Praxis⁶⁷. Allerdings haben diese Papiere im Vergleich zur Aktie den Nachteil, daß ihnen die Kontrollrechte des Aktionärs, insbesondere das Stimmrecht als Korrelat der bloßen

⁶⁰ Lutz, a.a.O., III. Teil (Fn. 25), S. 1044.

⁶¹ Lutz, a.a.O., I. Teil (Fn. 25), S. 312 f.

⁶² Lutz, a.a.O., I. Teil (Fn. 25), S. 313; vgl. dazu auch Lutz, a.a.O., III. Teil (Fn. 25), S. 1053 ff.

⁶³ Vgl. Lutz, a.a.O., I. Teil (Fn. 25), S. 313 f.; s. auch bereits preuß. Staatsrat, a.a.O. (Fn. 31), S. 153.

⁶⁴ S. dazu noch unten V.

⁶⁵ *Schmalenbach*, Die Aktiengesellschaft, 7. Aufl. 1950, S. 13.

⁶⁶ S. nur *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 59), § 221 Rdz. 8, Rdz. 25; zur Abgrenzung von Gewinnschuldverschreibung und Genußrecht *Karollus*, in: Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff (Hrsg.), AktG, Bd. IV, 1994, § 221 Rdz. 248 ff. m. Nachw.

⁶⁷ S. die praktischen Beispiele bei *Drukarczyk*, a.a.O. (Fn. 2), S. 312 f.

Überschußbeteiligung⁶⁸, nicht zu Gebote stehen und nach deutschem Recht⁶⁹ auch nicht eingeräumt werden können⁷⁰.

Eine weitere denkbare Lösung schließlich, ein Dividendenpapier mit einem festen Zinsanspruch zu kombinieren, bestände in der Koppelung einer Aktie mit einer Schuldverschreibung nach dem Vorbild der sog. Verbundaktien („stapled stock“)⁷¹. Diese Kombination scheint aber, wohl wegen der nicht unerheblichen praktischen Probleme und rechtlichen Zweifelsfragen, die dieses Modell aufwirft, in der Praxis bisher nicht vorzukommen.

Die erwähnten Einschränkungen und Schwierigkeiten belegen, daß der Gesetzgeber an Stelle der Abschlagszahlungen (§ 59 AktG), ausländischen Vorbildern folgend, die Zahlung echter Zwischendividenden ermöglichen sollte⁷². Dies wäre mit den gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben vereinbar; ein ausgearbeiteter Vorschlag hierzu liegt vor⁷³. Will sich der Anleger nicht darauf verlassen, daß der für die Ausschüttung von Zwischendividenden erforderliche Gewinn erzielt wird, so bleibt er darauf angewiesen, zusätzlich zu seiner Aktie eine Anlage zu wählen, die einen stetigen Zahlungsstrom erzeugt, also etwa eine festverzinsliche Schuldverschreibung, und so selbst durch eine entsprechende Zusammenstellung seines Portfolios die Kombination von Aktie und verzinslichem Wertpapier herzustellen.

V. Aktienzinsen und Gläubigerschutz

1. Die historische Entwicklung

Aktienzinsen mögen, wie die voranstehenden Überlegungen gezeigt haben, wenig geeignet sein, die mit ihnen verfolgten Ziele zu erreichen, oder diese Ziele mögen auch auf anderem Wege erreichbar sein. Gleichwohl rechtfertigt diese Erkenntnis allein kein Verbot, wie dies § 57 Abs. 2 AktG vorsieht. Der historische Gesetzgeber hat das Verbot von Aktienzinsen denn auch aus anderen Gründen, namentlich aus Erwägungen des Gläubigerschutzes, geschaffen. Mit dem weitreichenden Verbot, Aktienzinsen (mit Ausnahme von Bauzinsen⁷⁴) zu vereinbaren und zu zahlen, hat der Gesetzgeber frühzeitig einen der Basispfeiler im kunstvollen Gebäude des Gläubigerschutzsystems des deutschen Aktienrechts gesetzt, das im übrigen erst nach und nach errichtet worden ist. Das kann im Einzelnen an dieser Stelle nicht nachgezeichnet werden; eine eingehende Darstellung der Entwicklung des Gläubigerschutzsystems im deutschen Aktienrecht steht bisher noch aus⁷⁵ und kann auch hier nicht gegeben werden.

⁶⁸ Selbst bei der stimmrechtlosen (Vorzugs-)Aktie lebt das Stimmrecht wieder auf, wenn die Vorzugsdividende nicht gezahlt werden kann, § 140 Abs. 2 AktG. Zur Bedeutung des Stimmrechts als Korrelat der bloßen Überschubeteiligung *Easterbrook/Fischel*, a.a.O. (Fn. 20), S. 67 ff.

⁶⁹ S. dagegen z.B. § 221 Del. General Corp. Law, wonach Anleihegläubigern aktionärsgleiche Stimmrechte eingeräumt werden können. In der Praxis scheint dies aber nicht verbreitet vorzukommen (frdl. Mitteilung von Prof. Marcel Kahan, New York University Law School).

⁷⁰ *Hüffer*, a.a.O. (Fn. 59), § 221 Rdz. 26; eingehend zum Anlegerschutz in diesen Fällen *Karollus*, a.a.O. (Fn. 66), § 221 Rdz. 376 ff.

⁷¹ Eingehend dazu *Bornscheid*, Stapled Stock (Verbundaktien). Frankfurter wirtschaftsrechtliche Studien Bd. 74, 2004.

⁷² Empfehlung der Regierungskommission Corporate Governance; vgl. Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rdz. 201 f.

⁷³ *Siebel/Gebauer*, Interimsdividende, Die Aktiengesellschaft 1999, S. 385, 402.

⁷⁴ Dazu oben IV. 1.

⁷⁵ Wesentliche Schritte sind: die in mehreren Etappen erreichte Ausprägung von Vorschriften zur Aufbringung der Einlagen und der Erhaltung des statutarisch festgesetzten Kapitals; die Unterscheidung von Grundkapital und Vermögen und die Entwicklung des Begriffs des Gewinns; die Einführung eines gesetzlich fixierten

Aufschlußreich für unseren Zusammenhang sind insbesondere die Beratungen zum preußischen Aktiengesetz von 1843. Der Entwurf dieses Gesetzes sah zwar einerseits vor, daß das statutenmäßige Grundkapital durch Rückzahlung an die Aktionäre nicht verkleinert werden dürfe, ließ aber andererseits ausdrücklich Zinszahlungen an die Aktionäre zu, soweit diese im Statut festgesetzt waren⁷⁶. Dies wird im Gutachten des hierzu angehörtten Staatsrats kritisiert. Dort heißt es, die Vereinbarung und Zahlung von Zinsen an die Aktionäre mache die „in hohem Grade angemessene“ Vorschrift, daß das statutenmäßige Grundkapital nicht durch Rückzahlung an die Aktionäre verkleinert werden dürfe, in vielen Fällen illusorisch: „Wenn eine Gesellschaft in ihrem Statut den Aktionären 5% jährlicher Zinsen versprochen hat, aber nur 4% jährlich verdient, so wird nach den Regeln der zusammengesetzten Zinsrechnung das Gesellschaftskapital in 41 Jahren aufgezehrt sein, und da ...die Aktionäre zur Herausgabe früher erhobener Zinsen nicht verpflichtet sind, so bleibt ... den Gläubigern das leere Nachsehen“⁷⁷. Dementsprechend ließ das Aktiengesetz nur die Stipulation von Bauzinsen zu⁷⁸ und verbot eine Verteilung von mehr als dem Bilanzüberschuß an die Aktionäre, sei es in Form von Zinsen oder von Dividenden⁷⁹. Das ADHGB von 1861 formulierte diesen Grundsatz in Art. 217 Abs. 1 noch deutlicher, indem es festlegte, daß „Zinsen von bestimmter Höhe ... für die Aktionäre nicht bedungen noch ausgezahlt werden [dürfen]“. Bei diesem Grundsatz hat es das deutsche Aktienrecht bis heute belassen⁸⁰. Die europäischen Vorgaben gehen nicht ganz so weit wie das deutsche Recht, da sie nicht die *Vereinbarung* von Zinsen, sondern nur deren *Bedienung* aus dem gebundenen Kapital oder über den erzielten Gewinn des abgeschlossenen Geschäftsjahres hinaus ausschließen⁸¹. Das US-amerikanische Recht hat dagegen die Begründung des Zinsverbots damit, daß eine uneingeschränkte Zulassung von Zinsen das gesetzliche oder statutarische Grundkapital aufzehren und deshalb in Widerspruch mit der Gläubigerschutzfunktion des Grundkapitals treten könne, sogar ganz aufgeben, weil die Gläubigerschutzvorschriften des amerikanischen Rechts heute nicht mehr an ein „legal“ oder an das „stated“ capital anknüpfen⁸².

Mindestkapitals und einer gesetzlichen Rücklage; die Behandlung der von den Aktionären zusätzlich zu den Einlagen geleisteten Zuzahlungen (Agio); die für die Gewinnermittlung und für die Beschränkung der Auszahlungen an die Aktionäre maßgebliche Fortbildung des Rechts der Rechnungslegung einschließlich der Überprüfung durch Aufsichtsrat und unabhängige Abschlußprüfer.

⁷⁶ § 15 Abs. 1 und 2 des Entwurfs eines Aktiengesetzes nach den Beschlüssen des kgl. Staatsministeriums, Abdruck bei Baums, a.a.O. (Fn. 31), S. 95 ff.

⁷⁷ A.a.O. (vorige Fn.), S. 153.

⁷⁸ Dazu oben IV. 1.

⁷⁹ § 17 pr. AktG (Fn. 11).

⁸⁰ Vgl. Fn. 14.

⁸¹ In Art. 15 der Zweiten Richtlinie (Fn. 4) heißt es: „(1) a) Ausgenommen in den Fällen der Kapitalherabsetzung darf keine Ausschüttung an die Aktionäre erfolgen, wenn bei Abschluß des letzten Geschäftsjahres das Nettoaktivvermögen, wie es der Jahresabschluß ausweist, den Betrag des gezeichneten Kapitals zuzüglich der Rücklagen, deren Ausschüttung das Gesetz oder die Satzung nicht gestattet, durch eine solche Ausschüttung unterschreitet oder unterschreiten würde. ... c) Der Betrag einer Ausschüttung an die Aktionäre darf den Betrag des Ergebnisses des letzten abgeschlossenen Geschäftsjahres, zuzüglich des Gewinnvortrags und der Entnahmen aus hierfür verfügbaren Rücklagen, jedoch vermindert um die Verluste aus früheren Geschäftsjahren sowie um die Beträge, die nach Gesetz oder Satzung in Rücklagen eingestellt worden sind, nicht überschreiten. d) Der Begriff „Ausschüttung“ unter den Buchstaben a) und c) umfaßt insbesondere die Zahlung von Dividenden und von Zinsen für Aktien.“ Das europäische Recht läßt daher eine Zinsvereinbarung zu, die einen bloßen Aufschub, nicht aber einen Wegfall der Zinszahlungspflicht vorsieht, wenn das gebundene Vermögen der Gesellschaft angegriffen werden müßte (der Zinslauf wäre dadurch nicht gehindert, sondern die Zinsen wären gutzuschreiben, bis die Ertragslage der Gesellschaft die Bedienung der aufgelaufenen Zinslast gestattet).

⁸² Vgl. Fn. 46.

2. Überschießender Gläubigerschutz?

Das im Gläubigerinteresse eingeführte Verbot des deutschen Aktienrechts, Zinsen auf Aktien statutarisch zu vereinbaren und auszuzahlen, hat drei verschiedene und verschieden zu beurteilende Folgen. Erstens führt dieses Verbot dazu, daß ein solcher Zinsanspruch in der Insolvenz der Gesellschaft nicht gleichberechtigt neben den Gläubigerforderungen angemeldet und gleiche Befriedigung verlangt werden kann. Zweitens sieht sich der Vorstand infolge dieses Verbots jeder Prüfung entledigt, ob die Vermögens- und Liquiditätslage der Gesellschaft die Zahlung an die Aktionäre (noch) gestattet, oder ob die Auszahlung absehbar die Befriedigung von Fremdkapitalgeberforderungen in Frage stellt. Drittens schützt das Zinsverbot das gebundene Vermögen der Gesellschaft im Interesse der Fremdkapitalgeber vor einer Auszahlung an die Aktionäre.

Soweit das Zinsverbot bewirkt, daß ein Zinsanspruch der Aktionäre nicht gleichberechtigt neben den Fremdkapitalgeberforderungen geltend gemacht werden kann, schießt es jedenfalls über das Ziel des Fremdkapitalgeberschutzes hinaus, da der Gesetzgeber es insoweit bei der Anordnung der Nachrangigkeit (vgl. §§ 271 Abs. 1 AktG; 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO) eines Zinsanspruchs hätte belassen können, statt ein generelles Verbot auszusprechen. – Wäre es dagegen Zweck des Zinsverbots, im Vorfeld der Insolvenz zu verhindern, daß die Gesellschaft wegen der Zahlungen an ihre Aktionäre voraussichtlich ihre Zahlungspflichten gegenüber ihren Gläubigern bei Fälligkeit nicht mehr erfüllen kann, dann wäre diese Regelung einerseits zu rigoros, andererseits unzulänglich. Insoweit bedürfte es nämlich keines Verbots der Vereinbarung von Aktienzinsen, sondern eines allgemeinen Verbots von Auszahlungen jeder Art an die Eigenkapitalgeber, wenn die Auszahlung zur Überschuldung der Gesellschaft führt oder wenn ein „Solvenzttest“, wie ihn ausländische Rechtsordnungen vorsehen⁸³, negativ ausfällt.

Letzten Endes läßt sich das Zinsverbot daher nur begründen, wenn man es, wie dies bereits in den erwähnten Erwägungen des preußischen Staatsrats hierzu geschieht, als konsequente Durchführung des Kapitalerhaltungsgebots begreift. Das „statutenmäßige Grundkapital“ soll nicht durch laufende feste Zinszahlungen an die Aktionäre verkleinert werden dürfen⁸⁴. Allerdings verzichten die Motive zum preußischen Aktiengesetz darauf, näher zu erläutern, weshalb es sich dabei um eine „in hohem Grade angemessene Vorschrift“ handeln soll. Die moderne Finanzökonomie bietet uns heute dafür, daß die Eigenkapitalgeber einen angemessenen „Selbstbehalt“ aufbringen und erhalten sollten, die Erklärung, daß anderenfalls die Gefahr von Fehlallokationen wachse, da Eigenkapitalgeber bei beschränkter Haftung und abnehmendem Selbstbehalt einerseits einen zunehmenden Anreiz hätten, auf Kosten der Gläubiger zu spekulieren, also unter Umständen Projekte mit höheren Risiken zu bevorzugen und sogar Projekte mit negativem Erwartungswert zu wählen, und andererseits lohnende Projekte unterließen⁸⁵. Ob das deutsche Kapitalgesellschaftsrecht diesen mit unzureichendem Selbstbehalt der Eigenkapitalgeber verbundenen Gefahren hinreichend wehrt, und ob sie mit

⁸³ Eingehende rechtsvergleichende Nachweise dazu bei Rickford (ed.), *Reforming Capital. Provisional Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, London 2004, Anhang C.; zu Ansätzen, auch nach deutschem Kapitalgesellschaftsrecht eine Pflicht der Geschäftsleiter zur Solvenzprüfung vor Auszahlungen an die Anteilseigner anzunehmen, K. Schmidt, in: K. Schmidt/Uhlenbruck (Hrsg.), *Die GmbH in Krise, Sanierung und Insolvenz*, 3. Aufl. 2003, Rz. 80.

⁸⁴ Vgl. Text zu Fn. 77.

⁸⁵ Vgl. *Brealey/Myers*, a.a.O. (Fn. 21), S. 504 f. mit Beispielen; Nachweise zur deutschen Lit. bei *Kuhner*, ZGR 2005, S. 753, 766 ff., 769 ff.; eingehend bereits *Adams*, *Eigentum, Kontrolle und Beschränkte Haftung*, 1991, S. 33 ff., 56 ff. – Die Literatur unterstellt, daß die Eigenkapitalgeber und nicht die Manager über die Projekte entscheiden, geht also von einem bestimmten Typus der Kapitalgesellschaft aus, und sieht ferner davon ab, daß einzelne Fremdkapitalgebergruppen (Bankkreditgeber; Anleihegläubiger) auch mit Wirkung für dritte Fremdkapitalgeber Vorkehrungen treffen könnten, die das beschriebene Verhalten der Eigenkapitalgeber beschränken.

Hilfe anderer Mechanismen, etwa mit Haftungsvorschriften, effektiver oder unkomplizierter bekämpft werden könnten, ist bekanntlich derzeit Gegenstand einer lebhaften Debatte, die hier nicht aufgenommen werden kann⁸⁶. Auch wenn man am geltenden Kapitalschutzsystem im Grundsatz festhalten möchte, bleibt doch zu konstatieren, daß das deutsche Recht in dem uns interessierenden Punkt über den europarechtlich gebotenen Mindeststandard hinausgeht, da es nicht lediglich Auszahlungen aus dem gebundenen Vermögen (gezeichnetes Kapital zuzüglich der Rücklagen, deren Ausschüttung Gesetz oder Satzung⁸⁷ nicht gestatten) und über das erzielte Jahresergebnis hinaus untersagt, sondern jede Zusage und Auszahlung von Aktienzinsen verbietet. Diese starke Betonung des Gläubigerschutzes und die damit verbundene Einschränkung der statutarischen Gestaltungsfreiheit der Gesellschaften sollte der Gesetzgeber bei Gelegenheit überprüfen. Allerdings ist ein dringender Korrekturbedarf, wie unsere Überlegungen unter III. und IV. gezeigt haben, insoweit nicht erkennbar. Denn die Wirkungen, die mit der Ausstattung einer Aktie mit Mindestverzinsung erzielt werden sollen, lassen sich durchweg in gleicher Weise auch mit anderen Gestaltungen erreichen.

⁸⁶ Grundlegend in der deutschen Literatur *Kübler*, Aktie, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, 1989; umfassende Nachweise bei *Mülbert* Der Konzern 2004, S. 151 ff.; *Schön* Der Konzern 2004, S. 162 ff.; zuletzt die Vorträge auf der Konferenz „Efficient Creditor Protection in European Company Law“ München 2005 (im Erscheinen).

⁸⁷ Kritisch zur Bindung auch der satzungsmäßigen Rücklagen *Lutter*, EuR 1975, S. 44, 57.

Arbeitspapiere

(internet: <http://www.jura.uni-frankfurt.de/ifawz1/baums/index.html> /)

(bis Heft Nr. 85 einschließlich erschienen als Arbeitspapiere
Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück)

- 1 Theodor Baums Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany
(publ. in: Prentice/Holland [Hrsg.],
Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford 1993, S. 151 ff.)
- 2 Theodor Baums Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1993, S. 1 ff.)
- 3 Theodor Baums Should Banks Own Industrial Firms? Remarks from the German Perspective.
(publ. in: Revue de la Banque/Bank-en Financiewezen 1992, S. 249 ff.)
- 4 Theodor Baums Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen aus
deutscher Sicht
- 5 Theodor Baums The German Banking System and its Impact on Corporate Finance and
Corporate Governance
(publ. in: Aoki/Patrick [Hrsg.], The Japanese Main Bank System, Oxford
1994, S. 409 ff.)
- 6 Theodor Baums Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli vs. Continental AG
- 7 Theodor Baums/
Michael Gruson The German Banking System - System of the Future?
(publ. in: XIX Brooklyn Journal of International Law 101-129 [1993])
- 8 Philipp v. Randow Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994, S. 23 ff.)
- 9 Theodor Baums Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1994, S. 1 ff.)
- 10 Markus König Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung.
Eine empirische Untersuchung
- 11 Theodor Baums Foreign Financial Investments in German Firms - Some Legal and Policy
Issues
- 12 Christian Fraune Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA
(publ. in: Recht der Internationalen Wirtschaft 1994, S. 126 ff.)
- 13 Theodor Baums Macht von Banken und Versicherungen - Stellungnahme für den
Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages -
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 86 ff.)
- 14 Theodor Baums Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen
("earn-outs")
(publ. in: Der Betrieb 1993, S. 1273 ff.)
- 15 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Recent Developments
(publ. in: Isaksson/Skog [Hrsg.], Aspects of Corporate Governance
[Stockholm 1994] S. 31 ff.)
- 16 Theodor Baums Asset Securitization in Europe
(publ.: Forum Internationale, lecture No. 20, Den Haag 1995)
- 17 Theodor Baums/
Philipp v. Randow Shareholder Voting and Corporate Governance:
The German Experience and a New Approach
(publ. in: Aoki/Kim [Hrsg.], Corporate Governance in Transitional
Economies [Washington, D.C. 1995] S. 435 ff.)

- 18 Johannes Stawowy The Repurchase of Own Shares by Public Companies and Aktiengesellschaften
(publ. in: Elsa Law Review 1996 No. 1, S. 59 ff.)
- 19 Theodor Baums Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten
(publ. in: Festschrift für Raisch [1995] S. 211 ff.)
- 20 Theodor Baums/
Christian Fraune Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft.
Eine empirische Untersuchung
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 97 ff.)
- 21 Theodor Baums Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen
(publ. in: ZIP 1995, S. 11 ff.)
- 22 Theodor Baums/
Philipp v. Randow Der Markt für Stimmrechtsvertreter
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 145 ff.)
- 23 Michael Gruson/
William J. Wiegmann Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen nach
amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 173 ff.)
- 24 Theodor Baums Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG
(publ. in: Rengeling [Hrsg.], Europäisierung des Rechts [1996] S. 91 ff.)
- 25 Philipp v. Randow Rating und Regulierung
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995, S. 140 ff.)
- 26 Theodor Baums Universal Banks and Investment Companies in Germany
(publ. in: Saunders/Walter [Hrsg.], Financial System Design:
Universal Banking Considered [Homewood 1996] S. 124 ff.)
- 27 Theodor Baums Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht
(publ. in: Festschrift für Boujong [1996] S. 19 ff.)
- 28 Helmut Siekmann Corporate Governance und öffentlich-rechtliche Unternehmen
(publ. in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 15. Bd. 1996, S. 282 ff.)
- 29 Theodor Baums Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1996, S. 11 ff.)
- 30 Theodor Baums Mittelständische Unternehmen und Börse. Eine rechtsvergleichende
Betrachtung
(publ. in: Immenga/Möschel/Reuter [Hrsg.], Festschrift für Mestmäcker
[1996] S. 815 ff.)
- 31 Hans-Gert Vogel Das Schuldverschreibungsgesetz. Entstehung, Inhalt und Bedeutung
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 321 ff.)
- 32 Philipp v. Randow Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und
kapitalmarktrechtliche Studie -
(publ. in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1996,
S. 594 ff.)
- 33 Michael Gruson/
Herbert Harrer Rechtswahl und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie Bedeutung des
AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem deutschen Markt
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 37 ff.)
- 34 Markus König Aktie und Euro
(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1996, S. 156 ff.)
- 35 Theodor Baums Personal Liabilities of Company Directors in German Law
(publ. in: International Company and Commercial Law Review 7 [1996]
S. 318 ff.)
- 36 Philipp v. Randow Rating und Wettbewerb

- (publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 85 ff.)
- 37 Theodor Baums Corporate Governance Systems in Europe - Differences and Tendencies of Convergence - Crafoord Lecture -
- 38 Georg F. Thoma Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996, S. 1725 ff.)
- 39 Theodor Baums The New Draft Proposal for a Directive on Takeovers - the German Perspective
(publ. in: European Financial Services Law 1996, S. 302 f.)
- 40 Markus König Risiko-Lebensversicherungen als Kapitalanlage - Rechtliche Rahmenbedingungen von Viatical Settlements -
(publ. in: Versicherungsrecht 1996, S. 1328 ff.)
- 41 Theodor Baums Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder
(publ. in: Festschrift für Carsten Peter Claussen [1997], S. 3 ff.)
- 42 Theodor Baums/
Markus König Universalbanken und Investmentfonds: Rechtstatsachen und aktuelle Reformfragen
(publ. in: „Aktien- und Bilanzrecht“, Festschrift für Bruno Kropff [1997], S. 3 ff.)
- 43 Theodor Baums/
Bernd Frick Co-determination in Germany: The Impact on the Market Value of the Firm
(publ. in: Economic Analysis Vol. 1 [1998], S. 143 ff. sowie in: Blair/Roe [Hrsg.], Employees and Corporate Governance, 1999, S. 206 ff.)
- 44 Michael Gruson Altwährungsforderungen vor US-Gerichten nach Einführung des Euro
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1997, S. 699 ff.)
- 45 Theodor Baums Kontrolle und Transparenz in Großunternehmen - Stellungnahme für den Rechtsausschuß des Deutschen Bundestages
(publ. in: "Die Aktienrechtsreform 1997", Sonderheft der Zeitschrift Die Aktiengesellschaft 1997, S. 26 ff.)
- 46 Markus König Der Anleger als "Rückversicherer" - Alternativer Risikotransfer mittels "Katastrophen-Anleihen" nach deutschem Recht -
(publ. in: Versicherungsrecht 1997, S. 1042 ff.)
- 47 Christoph Engel Die öffentliche Hand zwischen Innen- und Außensteuerung
(publ. in: Hennecke [Hrsg.], Organisation kommunaler Aufgabenerfüllung [1998], S. 145 ff.)
- 48 Theodor Baums Verbesserung der Risikokapitalversorgung/Stärkung des Finanzplatzes Deutschland
Stellungnahme für den Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1942 ff.)
- 49 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes über öffentliche Übernahmeangebote
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1310 ff.)
- 50 Theodor Baums Rechenschaftsbericht des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht
- 51 Theodor Baums/
Hans-Gert Vogel Rechtsfragen der Eigenkapitalfinanzierung im Konzern
(publ. in: Lutter/Scheffler/U.H. Schneider [Hrsg.], Handbuch der Konzernfinanzierung [1998], S. 247 ff.)
- 52 Ulrich Segna Bundesligavereine und Börse
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1997, S. 1901 ff.)
- 53 Theodor Baums Shareholder Representation and Proxy Voting in the European Union: A Comparative Study

- (publ. in: Hopt u. a. [Hrsg.], Comparative Corporate Governance - The State of the Art and Emerging Research -, Oxford 1998, S. 545 ff.)
- 54 Theodor Baums Der Entwurf eines 3. Finanzmarktförderungsgesetzes. Stellungnahme für den Finanzausschuß des Deutschen Bundestages
- 55 Michael Rozijn "Wandelanleihe mit Wandlungspflicht" - eine deutsche equity note? (publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1998, S. 77 ff.)
- 56 Michael Gruson Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen - Zugleich ein Beitrag zum deutschen Gesetz zur Umstellung von Schuldverschreibungen - (publ. in.: Wertpapier-Mitteilungen 1998, S. 1474 ff.)
- 57 Kai-Uwe Steck "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des "kalten Delisting" (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1998, S. 460 ff.)
- 58 Theodor Baums Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften (publ. in: Festschrift für W. Zöllner, Bd. 1, 1999, S. 65 ff.)
- 59 Malte Schindhelm/
Klaus Stein Der trust im deutschen Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht
- 60 Carsten Hoppmann Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht (publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1999 S. 204 ff.)
- 61 Theodor Baums GWB-Novelle und Kartellverbot (publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998 S. 233 ff.)
- 62 Markus König Vom Options-Fonds zur Fonds-Option (publ. in: Anlagepraxis 1998 S. 24 ff.)
- 63 Malte Schindhelm/
Ingo Rogge Transportrechtsreform 1998 - Ein Überblick -
- 64 Malte Schindhelm/
Ingo Rogge/
Matthias Wanke Transportrechtsreform 1998 - Kurzkomentierung -
- 65 Theodor Baums/
Ulrich Segna Börsenreform
- 66 Theodor Baums/
Erik Theissen Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen (publ. in: Hof/Lübbe-Wolff [Hrsg.], Wirkungsforschung zum Recht I, Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat, 10, Sammelband VW-Stiftung [1999], S. 65 ff.; Abdruck auch in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 125 ff.)
- 67 Theodor Baums/
Kai-Uwe Steck Bausparkassen als Konzerntöchter (publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 2261 ff.)
- 68 Theodor Baums Corporate contracting around defective regulations: The Daimler-Chrysler case (publ. in: Journal of Institutional and Theoretical Economics [JITE] 1999, Vol. 115, No. 1, S. 119 ff.)
- 69 Marco Becht/
Ekkehart Boehmer Transparency of Ownership and Control in Germany (publ. u.d.T. „Ownership and Voting Power in Germany“ in: Barca/Becht [Hrsg.], The Control of Corporate Europe, 2001, 128)
- 70 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Current Developments - (publ. u.d.T. "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi recenti sviluppi" in: Rivista delle Società, 44. Jg. 1999, S. 1 ff.)

- 71 Ekkehart Boehmer Who controls Germany? An exploratory analysis
- 72 Carsten Hoppmann/
Fleming Moos Rechtsfragen des Internet-Vertriebs von Versicherungsdienstleistungen
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Versicherungswesen 1999 S. 1994 ff. und
Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht 1999 S. 197 ff.)
- 73 Michael Adams Reform der Kapitallebensversicherung
(publ. u.d.T. „Vorschläge zu einer Reform der kapitalbildenden
Lebensversicherungen“
in: Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht, 2000, S. 49 ff.)
- 74 Carsten Hoppmann Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen
(publ. in: Versicherungsrecht 1999 S. 673 ff.)
- 75 Ulrich Segna Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur
Reformdiskussion -
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 144 ff.)
- 76 Theodor Baums/
Rainer Schmitz Shareholder Voting in Germany
(publ. in Baums/Wymeersch [Hrsg.], Shareholder Voting Rights
and Practices in Europe and the United States, 1999, S. 109 ff.)
- 77 Markus König Auflösung und Übertragung von Publikumsfonds in Deutschland
- 78 Ekkehart Boehmer Corporate governance in Germany:
Institutional background and empirical results
- 79 Theodor Baums Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung
(publ. in: von Rosen/Seifert [Hrsg.], Die Übernahme börsennotierter
Unternehmen [Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 2], 1999, S. 165 ff.)
- 80 Theodor Baums Globalisierung und deutsches Gesellschaftsrecht: Der Fall Daimler-Chrysler
(publ. in: Künzel u. a. [Hrsg.], Profile der Wissenschaft. 25 Jahre Universität
Osnabrück [1999], S. 235 ff.)
- 81 Mark Latham The Road to Shareowner Power
- 82 Kai-Uwe Steck US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2000, S. 112 ff.)
- 83 Theodor Baums/
Matthias Möller Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht
(publ. in: Baums et al. (Hrsg.), Corporations, Capital Markets and
Business in the Law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum, 2000, S. 33 ff.)
- 84 Ursula Lenzen Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation
(publ. u.d.T. „Reform des Rechts zur Verhinderung der
Börsenkursmanipulation
in: Wertpapier-Mitteilungen 2000, S. 1131 ff.)
- 85 Theodor Baums Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen
- 86 Theodor Baums/
Hans-Gert Vogel/
Maja Tacheva Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000 S. 1649 ff.)
- 87 Michael Gruson Global Shares of German Corporations and Their Dual
Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges
(publ. in: University of Pennsylvania Journal of International
Economic Law 2001 [Vol. 22], 185 ff.)
- 88 Government Panel on Corporate Governance
– Summary of Recommendations –

- 89 Theodor Baums Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte
(publ. in: Corporate Governance, Hrsg. Hommelhoff/Lutter/Schmidt/
Schön/Ulmer – Gemeinschaftssymposium der Zeitschriften ZHR/ZGR,
Heidelberg 2002, S. 13 ff.)
- 90 Theodor Baums/
Mathias Stöcker Rückerwerb eigener Aktien und WpÜG
(publ. in: Festschrift für Herbert Wiedemann, 2002, S. 703 ff.)
- 91 Stefan Berg/
Mathias Stöcker Anwendungs- und Haftungsfragen zum
Deutschen Corporate Governance Kodex
(publ. in aktualisierter Vers. in: Wertpapier-Mitteilungen 2002, S. 1569 ff.)
- 92 Michael Gruson Foreign Banks and the Regulation of Financial Holding Companies
- 93 Theodor Baums/
Stephan Hutter Die Information des Kapitalmarkts beim Börsengang (IPO)
(publ. in: Festschrift für Peter Ulmer, 2003, S. 779 ff.)
- 94 Michael Gruson Supervision of Financial Holding Companies in Europe: The Proposed
EU Directive on Supplementary Supervision of Financial Conglomerates
(publ. in: The International Lawyer, Vol. 36, 2002, S. 1229 ff.)
- 95 Ulrich Segna Vereinsrechtsreform
(publ. in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2002, S. 1048 ff.)
- 96 Michael Adams Vorstandsvergütungen
(publ. in: Festschrift für Carl Christian von Weizsäcker, 2003, S. 295 ff.)
- 97 Hans-Gert Vogel Finanzierung von Übernahmeangeboten – Testat und Haftung des
Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 13 WpÜG
(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2002, S. 1421 ff.)
- 98 Jeffrey N. Gordon Das neue deutsche „Anti“-Übernahmegesetz aus amerikanischer Perspektive
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 2002, S. 670 ff.)
- 99 Theodor Baums Anlegerschutz und Neuer Markt
(publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
2002, S. 375 ff.)
- 100 Theodor Baums Company Law Reform in Germany
(publ. in: The Corporate Law Studies, Vol. 3, 2003, S. 181 ff.)
- 101 Ursula Lenzen Das neue Recht der Kursmanipulation
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2002, S. 279 ff.)
- 102 Theodor Baums Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe:
the Example of Germany
(publ. in: Giurisprudenza Commerciale, Vol. 30, 2003, 53-69)
- 103 Theodor Baums General Meetings in Listed Companies – New Challenges and Opportunities
- 104 David C. Donald US-amerikanisches Kapitalmarktrecht und Corporate Governance
nach Enron
(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 2003, S. 705 ff.)
- 105 Theodor Baums Die Corporate Governance-Empfehlungen des Winter II-Papiers
aus deutscher Perspektive
- 106 Alessandra Daccò Die Zentralisierung des Konzern-Cash-Managements in Italien
- 107 Ronald J. Gilson Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American
Experience
(publ. in: Stanford Law Review, Vol. 55, 2003, S. 1067 ff.)
- 108 Jeffrey N. Gordon An International Relations Perspective on the Convergence of Corporate

- Governance: German Shareholder Capitalism and the European Union, 1990-2000
- 109 Jan Liersch Nachteile für den Finanzplatz durch außerbörsliche Wertpapiergeschäfte (publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 2003, S. 473 ff.)
- 110 Wolfgang Drobetz/
Andreas Schillhofer/
Heinz Zimmermann Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany
- 111 Mark Devlin/
Stephan Hutter U.S. Laws and Regulations Applicable to Research Reports
- 112 Theodor Baums Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes (publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 167 (2003), S. 139 ff.)
- 113 Michael Gruson/
Matthias Kubicek Der Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht (publ. in: Die Aktiengesellschaft 2003, S. 337 ff.)
- 114 Hanno Berger/
Kai-Uwe Steck Regulierung von Hedge Fonds in Deutschland – Bestandsaufnahme, praktische Erkenntnisse und Ausblick (publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2003, S. 192 ff.)
- 115 Theodor Baums/
Christian Fischer Haftung des Prospekt- und des Abschlussprüfers gegenüber den Anlegern (publ. auszugsweise in: Baetge/Lutter [Hrsg.], Abschlußprüfung und Corporate Governance, 2003, S. 23 ff.)
- 116 Mario Hecker Die Beteiligung der Aktionäre am übernahmerechtlichen Befreiungsverfahren – Zugleich Besprechung von OLG Frankfurt am Main, Beschl. vom 27.5.2003 - WpÜG 01/03 („ProSiebenSat.1/Haim Saban“) –
- 117 Mathias Stöcker Widerruf und Rücktritt von Ankündigungen eines Übernahmeangebots (publ. in: NZG Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2003, S. 993 ff.)
- 118 Theodor Baums/
Roger Kiem Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital (publ. in: Festschrift für Walther Hadding, 2004, S. 741 ff.)
- 119 Theodor Baums/
Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany
- 120 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Transparenz von Vorstandsvergütungen (publ. in: ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2004, S. 1877 ff.)
- 121 Theodor Baums Anerkennungsprämien für Vorstandsmitglieder
- 122 Theodor Baums Zur Offenlegung von Vorstandsvergütungen
- 123 Arne Klüwer/
Fabian Marschall "*Whole Business Securitisation*" Die Verbriefung eines Unternehmenscashflows (publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2005, S. 255 ff.)
- 124 Hannes Klühs Präsenzboni für die Teilnahme an der Hauptversammlung – Ein Vorschlag zur Steigerung der Hauptversammlungspräsenz bei Aktiengesellschaften –
- 125 Ulrich Segna Die wirtschaftliche Betätigung von Idealvereinen im Lichte des Entwurfs zur Änderung des Vereinsrechts vom 25. August 2004
- 126 Theodor Baums Das Zinsverbot im Aktienrecht