

# Rückerwerbbarere Aktien

## Eine rechtsvergleichende Betrachtung mit Berichten aus England, Spanien und Italien

Die Diskussion um das angelsächsische Finanzierungsinstrument der rückerwerbbareren Aktien wurde durch deren Aufnahme in die Rechtsordnungen Spaniens und Italiens neu angeregt. Für das deutsche Recht fordern nicht nur Vertreter der Lehre, sondern auch die Regierungskommission Corporate Governance ihre Einführung. Die Selbständigkeit und Flexibilität der rückerwerbbareren Anteile wird anhand der spezifischen Ausprägungen in den Ländern England, Spanien und Italien dargestellt und mit den österreichischen und deutschen Äquivalenzvorschriften verglichen. Dabei zeigt sich, dass die rückerwerbbareren Aktien als einheitliches Finanzierungsinstrument über die Möglichkeiten des österreichischen und deutschen Aktiengesetzes hinausgehen.

Von Kristoffel Grechenig, Eva-Désirée Lembeck und Janine Oelkers

ZfRV 2004/22

Art 39 2. GesRL  
§ 192 öAktG  
(§ 237 dAktG),  
§§ 65 ff öAktG  
(§§ 71 ff dAktG)

Redeemable  
Shares;  
Variables Kapital;  
Eigene Anteile;  
Zwangsein-  
ziehung;  
Optionsrechte  
Kapitalerhaltung

### Inhaltsübersicht:

- A. Einleitung
- B. Rückerwerbbarere Anteile im Rechtsvergleich
  - 1. Redeemable shares in England
    - a) Rechtsgrundlage und Konzeption
    - b) Ausgestaltung der rückerwerbbareren Aktien
    - c) Voraussetzungen und Auswirkungen des Rückkaufs durch die Gesellschaft
  - 2. Acciones rescatables in Spanien
    - a) Konzeption – Finanzierungsmaßnahme für börsennotierte Gesellschaften
    - b) Die Ausgestaltung des Rückwerbs
    - c) Voraussetzungen und Auswirkungen des Rückkaufs
  - 3. Azioni riscattabili in Italien
    - a) Konzeption – Einführung der azioni riscattabili im Zuge der Reform des italienischen Gesellschaftsrechts
    - b) Die Ausgestaltung des Rückwerbs
    - c) Voraussetzungen und Auswirkungen des Rückkaufs
- C. Rückerwerbbarere Anteile im funktionalen Vergleich zu Österreich und Deutschland
  - 1. Die umfangreicheren Möglichkeiten der rückerwerbbareren Anteile
    - a) Rückerwerbbarere Aktien und Zwangseinziehung
    - b) Rückerwerbbarere Aktien und Erwerb eigener Anteile
    - c) Rückerwerbbarere Aktien versus schuldrechtliche Verkaufsoption des Gesellschafters
  - 2. Rückerwerbbarere Aktien versus schuldrechtliche Kaufoption der Gesellschaft
- D. Ausblick
- E. Tabellarische Übersicht

### A. Einleitung

Rückerwerbbarere Aktien stellen ein Rechtsinstitut dar, das aus dem angelsächsischen Raum kommend, sich zunehmend auch in den Mitgliedstaaten der EU verbreitet. Die Anteile werden von der Gesellschaft mit dem Zweck ausgegeben, sie – je nach gesetzlicher Regelung und privatautonomer Gestaltung – auf Antrag des Aktionärs oder der Gesellschaft wieder zurückzuerwerben.

Die steigende Beliebtheit der rückerwerbbareren Aktien gründet va auf ihrer Flexibilität als Finanzierungsinstrument. Sie bieten Gesellschaft und Investoren die Möglichkeit der temporären Eigenkapitalbeteiligung. Aus Sicht des Investors spiegelt sich dies in einem mit den Anteilen verbundenen Andienungsrecht, wirkungsgleich einem Austrittsrecht ohne wichtigen Grund, wider. Der Gesellschaft kommt ein an die Anteile geknüpftes Erwerbsrecht, wirkungsgleich einem Ausschussrecht ohne wichtigen Grund, zugute.<sup>1)</sup>

Nicht übersehen werden dürfen jedoch mögliche Gefahren, die das Institut der rückerwerbbareren Aktien für Gesellschafter und Gesellschaftsgläubiger mit sich bringen kann. Zu denken ist an das Gleichbehandlungsgebot (insb mit Blick auf den Handel in eigenen Aktien) und die Gefährdung der Gläubiger durch die mit dem Rückwerb verbundene – unter Umständen zu hohe – Ausschüttung von Gesellschaftsvermögen.

Das österreichische und deutsche Recht sehen verschiedene Instrumente vor, die den rückerwerbbareren Anteilen zwar nahe kommen, nicht aber deckungsgleich sind. Dies betrifft insb die Zwangseinziehung (§ 192 öAktG bzw § 237 dAktG), den Rückwerb eigener Anteile sowie schuldrechtliche Vereinbarungen (Kauf- oder Verkaufsoptionen). Sonstige Ausschuss- und Austrittsrechte ergänzen diese Möglichkeiten. →

1) Vgl Lewis in *Butterworths Corporate Law Service*, Corporate Administration: Corporate Finance, 22.21 f.

Ein Blick auf England, Spanien und Italien zeigt, dass das österreichische und deutsche Recht somit zwar für die einzelnen Elemente der rückerwerbbarer Aktien funktional äquivalente Einrichtungen besitzen,<sup>2)</sup> die rückerwerbbarer Aktien allerdings in ihrer Gesamtheit über deren Möglichkeiten hinausgehen, da sie die Zwangseinziehung, den Rückerwerb eigener Anteile und schuldrechtliche Vereinbarungen in einer Weise verbinden, die weder das österreichische noch das deutsche Aktienrecht zulässt.<sup>3)</sup>

Im Unterschied zu eigenen Aktien ist bei den rückerwerbbarer Anteilen ihr Rückkauf durch die Gesellschaft bereits im Zeitpunkt ihrer Ausgabe angelegt. Zudem setzt der Rückkauf eigener Aktien eine auf maximal 18 Monate befristete Genehmigung der Hauptversammlung voraus und ist an strenge Beteiligungsgrenzen gebunden.

Zur Darstellung der rechtsvergleichenden Zusammenhänge werden wir zunächst die Regelungen im englischen, spanischen und italienischen Recht untersuchen, um im Anschluss diesen Rechtsordnungen die österreichischen und deutschen Äquivalente funktional gegenüberzustellen.

## B. Rückerwerbbarer Anteile im Rechtsvergleich

### 1. Redeemable shares in England

#### a) Rechtsgrundlage und Konzeption

Noch bevor in England der Erwerb eigener (Stamm-) Aktien durch die Gesellschaft im Rahmen der Novellierung des *Companies Act 1981* (CA 1981) erlaubt wurde, bestand die Möglichkeit, eine eigene Aktiengattung sog. *redeemable shares* auszugeben.<sup>4)</sup> Diese wurden 1929<sup>5)</sup> in das englische Gesellschaftsrecht zunächst als Vorzugsaktien eingeführt und erfreuen sich seither – nicht zuletzt wegen ihrer flexiblen Einsatzmöglichkeiten in Unternehmen unterschiedlicher Größe – hoher Beliebtheit.<sup>6)</sup> Seit 1981 können auch Stammaktien als *redeemable shares* ausgestaltet werden.

Ihre Rechtsgrundlage finden die rückerwerbbarer Aktien (wie der Erwerb eigener Aktien) in den *sections* 159 ff CA 1985: Die *sections* 159–170 CA 1985 enthalten zunächst die allgemeinen Regelungen, welche für *public companies* gelten. Die Sondernormen für die von der Kapitalrichtlinie<sup>7)</sup> nicht erfasste *private company* finden sich in den *sections* 171–177 CA 1985.

#### b) Ausgestaltung der rückerwerbbarer Aktien

Voraussetzung der Ausgabe von *redeemable shares* durch eine englische Kapitalgesellschaft ist eine entsprechende Ermächtigung in der Satzung.<sup>8)</sup> Die Mustersatzung<sup>9)</sup> Table A erlaubt die Ausgabe rückerwerbbarer Aktien als Normalfall.<sup>10)</sup> Weichen die Gesellschafter von der Mustersatzung ab, so muss sich die Satzungsermächtigung ausdrücklich auf die Ausgabe rückerwerbbarer statt gewöhnlicher Aktien beziehen: Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass der Rückerwerb dieser Anteile schon ab ihrer Ausgabe angelegt ist.<sup>11)</sup> Funktional tritt somit die Ermächtigung zur *Ausgabe* rückerwerbbarer Aktien in der Satzung an die Stelle der Ermächtigung des Vorstandes zum *Erwerb* (gewöhnlicher)

eigener Aktien. Der Schutz der Anleger vor den spezifischen Gefahrlagen rückerwerbbarer Aktien muss daher an dieser Stelle ansetzen; deshalb stellt die Richtlinie strengere Anforderungen an den Satzungsinhalt als beim Erwerb eigener Aktien.<sup>12)</sup>

Die Ausgabe von *redeemable shares* ist nur dann möglich, wenn die Gesellschaft zumindest eine als nicht rückerwerbbar ausgestaltete Aktie begeben hat.<sup>13)</sup> Jenseits dieser Grenze können die Anteile entweder als Optionsrecht der Gesellschaft (*call*) oder des Gesellschafters (*put*) oder beider (kombinierte *call-put-Option*) ausgestaltet werden.<sup>14)</sup> Die Modalitäten und Bedingungen des Rückerwerbs sind in der Satzung festzulegen.<sup>15)</sup> Aus diesem Grund sollte schon in der Satzung der Inhalt des Optionsrechts genau bestimmt werden, insb. zu welchem Zeitpunkt oder innerhalb welcher Frist die Option ausgeübt werden kann. Der Vereinbarung

2) So kann der im Voraus festgesetzte Rückerwerb durch die Gesellschaft im Wege der Zwangseinziehung vorgenommen werden.

3) Zwar verwendet das Investmentmodernisierungsgesetz, die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital regelnd, den Begriff der „rückerwerbbarer Aktie“, doch handelt es sich hierbei nicht um die in diesem Aufsatz behandelten und in der rechtspolitischen Diskussion stehenden echten rückerwerbbarer Aktien (*redeemable shares*). Der Inhaber der rückerwerbbarer Aktien einer Investmentaktiengesellschaft verfügt zwar über eine *put-Option*, die Gesellschaft jedoch nicht über einen korrespondierenden *call*: Gem § 105 Abs 2 und 3 InvG kann der Aktionär von der Gesellschaft die Rücknahme der Aktien gegen Zahlung eines Betrags fordern, der dem Inventarwert abzüglich eines in der Satzung festzulegenden Abschlags für die Transaktionskosten entspricht. Die Aktien sind demzufolge für die Gesellschaft nicht rückerwerbbar, sondern vielmehr rückerwerbspflichtig. Vgl *Hermanns*, Die Investmentaktiengesellschaft nach dem Investmentmodernisierungsgesetz, ZIP 28/2004, 1300; s ferner *Baums*, Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital in *Hadding-FS* (2004) 751 f.

4) *Davies, Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*<sup>7</sup> (2003) 248.

5) *Davies, Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*<sup>7</sup>, 248.

6) *Habersack*, Rückerwerbbarer Aktien auch für deutsche Gesellschaften! in *Lutter-FS* (2000) 1336, spricht von einem „althergebrachte [n] und bewährte[n] Institut speziell des englischen Gesellschaftsrechts“.

7) Zweite RL 77/91/EWG des Rates vom 13. 12. 1976 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 58 Absatz 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten.

8) *Section* 159 f CA 1985.

9) Sie gilt dispositiv immer dann, wenn die Gesellschaft in ihrer Satzung keine andere Regelung vorsieht: *Davies*, Introduction to Company Law (2002) 16. Gesellschaften, die noch auf frühere Mustersatzungen zurückgreifen, müssen sich vor der Emission versichern, dass ihre Satzung die Ausgabe auch von rückerwerbbarer Stammaktien erlaubt: Zulässig war unter den Vorläuferbestimmungen nur die Ausgabe von rückerwerbbarer Vorzugsaktien. Nötigenfalls muss vor der Emission eine Satzungsänderung nach den allgemeinen Vorschriften, dh insb mit einer ¾-Mehrheit in der Gesellschafterversammlung (*special resolution*), durchgeführt werden.

10) Art 3 Table A: „[...] shares may be issued which are to be redeemed or are to be liable to be redeemed at the option of the company or the holder on such terms and in such manner as may be provided by the articles.“

11) Es ist daher auch verboten, Stammaktien nach ihrer Ausgabe in rückerwerbbarer Aktien umzuwandeln (*section* 159 CA 1985). Vgl *Ferran*, Company Law and Corporate Finance (1999) 450.

12) *Habersack*, Rückerwerbbarer Aktien in *Lutter-FS*, 1340.

13) *Section* 159 (2) CA 1985; *Lewis* in *Butterworths Corporate Law Service* Nr 22.46; *Davies, Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*<sup>7</sup>, 248. Vgl die 50 %-Grenze bei *Baums*, Regierungskommission Rn 236, krit *Hoffmann-Becking* in *Hommelhoff/Lutter/Schmidt/Schön/Ulmer*, Corporate Governance, 231. *Hoffmann-Becking* sieht in der relativ hohen Grenze die Gefahr eines zu hohen Kapitalabflusses bei Ausübung der Option durch die Aktionäre.

14) *Section* 159 (1) CA 1985.

15) *Section* 160 (3) CA 1985.

eines präzisen Ruckerwerbstermins schon bei der Emission steht im englischen Recht nichts entgegen; desgleichen ist es möglich, die jederzeitige Aufforderung zum Erwerb durch die Gesellschaft oder zur Rückübertragung durch den Aktionär zu vereinbaren.<sup>16)</sup> Ein weitergehendes Ermessen des Vorstands hinsichtlich der Festlegung der genauen Konditionen des Ruckerwerbs wird weitgehend abgelehnt.<sup>17)</sup> So ist eine Satzungsbestimmung, die den Direktoren einer *plc* ein Ermessen für den Zeitpunkt oder den Ruckerwerbspreis einräumt, ungültig.<sup>18)</sup>

### c) Voraussetzungen und Auswirkungen des Rückkaufs durch die Gesellschaft

Der Ruckerwerb voll eingezahlter<sup>19)</sup> Aktien kann entweder (i) aus dem Bilanzgewinn oder (ii) aus dem Erlös einer zu diesem Zweck erfolgten Neuemission vorgenommen werden. Der Ruckerwerbspreis ist sofort zu leisten.<sup>20)</sup> Der Vorgang ist der Registerbehörde<sup>21)</sup> (*Registrar*) und im Fall der Börsennotierung auch der *Financial Services Authority* (FSA)<sup>22)</sup> zu melden. Unterlässt die Gesellschaft die Mitteilung an die Registerbehörde, ist sie und jeder Direktor oder Manager, dem das Unterbleiben der Mitteilung angelastet werden kann, zur Zahlung einer täglichen Strafe verpflichtet.<sup>23)</sup>

(i) Finanzierung des Ruckerwerbs aus dem Bilanzgewinn: Aus Gründen des Gläubigerschutzes wird anlässlich des Ruckerwerbs der *redeemable shares* eine Rücklage<sup>24)</sup> in Höhe des Betrags, um den das gezeichnete Kapital (*issued share capital*) herabgesetzt wurde, gebildet. Diese Rücklage ist jedoch selbst Teil des Kapitals der Gesellschaft<sup>25)</sup> und unterliegt denselben Ausschüttungssperren.<sup>26)</sup> Das Gesellschaftskapital insgesamt wird durch den Ruckerwerb der *redeemable shares* nicht herabgesetzt.<sup>27)</sup>

(ii) Finanzierung des Ruckerwerbs aus dem Erlös einer Neuemission: Diese zweite Möglichkeit ist etwa dann interessant für die Gesellschaft, wenn sie von ihr ausgegebene Vorzugsaktien mit hohem Dividendenbezug durch Aktien mit einer niedrigeren Dividende austauschen möchte. Das Nennkapital wird von dieser Transaktion nicht berührt, so dass es zu keiner Beeinträchtigung von Gläubigerinteressen kommt.

Für *private companies* bestehen Sondervorschriften, denen zufolge der Erwerb von ruckerwerbzbaren Aktien auch „*out of capital*“, dh aus anderen Mitteln als dem verteilungsfähigen Bilanzgewinn oder dem Erlös einer Neuemission, zulässig ist. So ist die Zahlung aus gebundenem Vermögen (*permissible capital payment*) möglich, wenn weder der Bilanzgewinn noch der Erlös aus einer Neuemission den für den Ruckerwerb erforderlichen Betrag erreichen<sup>28)</sup> – in diesem Fall darf die Differenz *out of capital* ergänzt werden. Übersteigt dabei die Summe der Nennwerte der ruckerworbenen Aktien den Betrag, der aus dem gebundenen Vermögen ausgezahlt wurde, so führt dies zu einer effektiven Kapitalherabsetzung um die Differenz und nicht zu einer bloßen Umschichtung des Gesellschaftskapitals.<sup>29)</sup> Für diesen Fall sieht der CA 1985 etliche Maßnahmen zum Schutz der Gläubiger und Gesellschafter vor.<sup>30)</sup> So müssen die Direktoren eine Erklärung (*statutory declaration*) abgeben, dass trotz der Zahlung aus gebundenem Vermögen zu erwarten ist, dass die Gesellschaft im

Folgejahr als *going concern* erhalten und in der Lage bleibt, ihre Verbindlichkeiten zu begleichen.<sup>31)</sup> Der Erklärung ist ein Bericht des Rechnungsprüfers der Gesellschaft anzuschließen, der die Zulässigkeit der Zahlung aus gebundenem Vermögen und das Vorgehen der Direktoren bestätigt.<sup>32)</sup> Beide Dokumente müssen der Gesellschafterversammlung zur Einsicht vorliegen.<sup>33)</sup> Die Gesellschafter können in der Folge binnen einer Woche die Zahlung mit qualifizierter Mehrheit auf Basis einer entsprechenden Satzungsbestimmung<sup>34)</sup> genehmigen.<sup>35)</sup> Die vom Ruckerwerb betroffenen Ge-

16) *Ferran*, Company Law, 329.

17) Ablehnend *Davies*, Gower and Davies' Principles of Modern Company Law<sup>7</sup>, 248; mit Verweis auf Art 39 der Kapitalrichtlinie *Ferran*, Company Law, 329. Auch ein Vorstoß des Gesetzgebers 1989 zur Klarstellung und Flexibilisierung der Rechtslage blieb ohne Erfolg, da die vorgeschlagene Novelle nie in Kraft gesetzt wurde. Siehe dazu auch *DTI*, Terms and Manner of Redemption of Redeemable Shares, Consultative Document on Section 159 A and Section 160 (3) of the Companies Act 1985 (1993) 1, 3 ff: „Any attempt to relax section 160 (3) for public companies is unlikely to succeed in providing greater flexibility or certainty and may be incompatible with Article 39 of the Second Directive. No substantive amendment is therefore proposed for public companies.“

18) *Ferran*, Company Law, 330. Auch eine in der Satzung festgelegte Formel zur Berechnung des korrekten Preises dürfte den Anforderungen an die satzungsmäßige Determinierung des Ruckerwerbs dann nicht entsprechen, wenn den Direktoren oder Rechnungsprüfern ein Rest an Ermessen verbleibt – so etwa, wenn der Ruckerwerbspreis zwar an den Börsenkurs gebunden ist, die Bestimmung des maßgeblichen Börsentags aber den Direktoren überlassen wird.

19) Section 159 (3) CA 1985. Diese Bestimmung soll sicherstellen, dass sich die Gesellschafter nicht ihrer persönlichen Haftung hinsichtlich der noch nicht geleisteten Einlage durch den Ruckerwerb entziehen. Vgl auch *Davies*, Gower and Davies' Principles of Modern Company Law<sup>7</sup>, 248.

20) Section 159 (3) CA 1985.

21) Section 122 (1) (e) und (f) CA 1985.

22) Listing Rules, chapter 9, para 9.10 (d).

23) Section 122 (1) (e) CA 1985. Zur Höhe der zu verhängenden Strafe siehe Schedule 24.

24) *Capital redemption reserve* gemäß section 170 CA 1985.

25) Das Kapital der Gesellschaft setzt sich daher aus (1) der Summe der geleisteten Nominale (*issued share capital*), (2) der auf die Aktien geleisteten Aufgelder (*share premium account*) und (3) der *share redemption reserve* zusammen. Keinesfalls ist das Gesellschaftskapital mit dem *issued share capital* zu verwechseln.

26) Es kann jedoch zur Emission von Bonusaktien verwendet werden (section 170 4 CA 1985).

27) Section 160 (4) CA 1985. Vgl auch *Davies*, Gower and Davies' Principles of Modern Company Law<sup>7</sup>, 253: „One type of capital is substituted for another“, *Ferran*, Company Law, 444.

28) Section 171 (3) CA 1985.

29) Werden Aktien hingegen ruckerworben, deren Nennwerte insgesamt eine geringere Summe erreichen als die Zahlung aus dem gebundenen Vermögen, so muss die Differenz in die Rücklage (*capital redemption reserve*) eingestellt werden: Es kommt hier lediglich zu einer Umschichtung innerhalb des Gesellschaftskapitals.

30) S section 173 (1) CA 1985: Der Ruckerwerb ist nicht gültig, wenn diese Bestimmungen nicht eingehalten werden.

31) Handeln die Direktoren ohne „*reasonable care*“, so haften sie für die Schäden, die der Gesellschaft aus dem Ruckerwerb der *redeemable shares* entstehen. Gerät die Gesellschaft binnen eines Jahres nach Zahlung in die Insolvenz und reicht das vorhandene Gesellschaftsvermögen nicht aus, um die Verbindlichkeiten und Kosten des Insolvenzverfahrens zu begleichen, so haften der verkaufende (ehemalige) Gesellschafter und die Direktoren, die die *statutory declaration* abgegeben haben, persönlich, gemeinsam und solidarisch (section 76 *Insolvency Act* 1986). Die Haftung des Gesellschafters ist nach oben mit dem an ihn geleisteten Ruckerwerbspreis begrenzt. Können die Direktoren beweisen, dass ihre Erklärung auf „*reasonable grounds*“ gegründet war, so entkommen sie der Haftung. Vgl *Pennington*, Pennington's Company Law<sup>6</sup> (2001) 232.

32) Section 173 (5) CA 1985. Sämtliche Unterlagen müssen den Gesellschaftern vor der Beschlussfassung bei sonstiger Nichtigkeit zur Einsichtnahme zur Verfügung stehen (section 174 CA 1985).

33) Section 174 (4) CA 1985. Liegt die Erklärung der Direktoren und der Bericht des Rechnungsprüfers nicht vor, so kann kein gültiger Beschluss über den Ruckerwerb gefasst werden.

34) Section 171 (1) CA 1985. Siehe auch Table A, Artikel 35 für eine entsprechende Bestimmung in der Modellsatzung.

sellschafter sind bei sonstiger Nichtigkeit von der Abstimmung ausgeschlossen.<sup>36)</sup> Umfangreiche Offenlegungsvorschriften sichern zudem den Schutz der Gesellschaftsgläubiger.<sup>37)</sup>

Die durch die Offenlegung verständigten Gläubiger können binnen fünf Wochen nach der Beschlussfassung durch die Gesellschafter bei Gericht einen Antrag auf Verbot der Zahlung aus gebundenem Vermögen einbringen.<sup>38)</sup> Alternativ steht ihnen – wie auch jedem Gesellschafter, der an der Abstimmung entweder nicht teilgenommen oder gegen die Maßnahme gestimmt hat – das Recht zu, bei Gericht die Aufhebung des Gesellschafterbeschlusses zu beantragen.<sup>39)</sup> Dem Gericht steht es dabei zunächst offen, den Parteien eine letzte Frist zur außergerichtlichen Einigung<sup>40)</sup> einzuräumen. Im Streitfall kann das Gericht entscheiden, die Zahlung zu erlauben, zu untersagen oder mit zusätzlichen Bedingungen zu verknüpfen.<sup>41)</sup> Jedenfalls darf die Zahlung des Rückerwerbspreises frühestens fünf Wochen nach Beschluss der Gesellschafterversammlung vorgenommen werden.<sup>42)</sup> Den Gesellschaftern steht darüber hinaus der allgemeine Minderheitenschutz nach section 459 CA 1985 zu, mit dem sie geltend machen können, durch den Rückerwerb in unfaier Weise benachteiligt (*unfair prejudice*) worden zu sein.<sup>43)</sup>

Sieht sich eine – *private* oder *public* – *company* in Ermangelung freier Mittel nicht imstande, die von ihr ausgegebenen *redeemable shares* zurückzuerwerben, so kommt section 178 CA 1985 zur Anwendung. Section 178 Abs 2 CA schließt eine Schadenersatzpflicht der Gesellschaft gegenüber dem den Rückerwerb begehrenden Aktionär aus; Abs 3 verneint den Erfüllungsanspruch (*specific performance*) des Gesellschafters unter der Voraussetzung, dass die Gesellschaft belegen kann, dass ihr der Erwerb der Anteile aus ausschüttungsfähigen Mitteln unmöglich ist. Sonstige Rechte des veräußerungswilligen Gesellschafters bleiben davon unberührt. Insb kann er im Insolvenzfall seine Ansprüche geltend machen, die zwar nachrangig im Verhältnis zu Gesellschaftsgläubigern, jedoch mit Vorrang gegenüber den Ansprüchen der anderen Gesellschafter befriedigt werden.<sup>44)</sup> Dies gilt allerdings nur unter der Voraussetzung, dass das bedungene Kaufdatum vor der Einleitung des Insolvenzverfahrens lag und nicht bewiesen werden kann, dass die Gesellschaft an keinem Zeitpunkt zwischen dem bedungenen Kaufdatum und der Einleitung der Insolvenz in der Lage gewesen wäre, den Kaufpreis zu bezahlen.<sup>45)</sup>

Gemäß section 160 (4) CA 1985<sup>46)</sup> müssen die rückerworbenen Anteile als eingezogen (*cancelled*) betrachtet und muss der Betrag des gezeichneten Kapitals (*issued capital*) um den Nennbetrag der rückerworbenen Aktien herabgesetzt werden.<sup>47)</sup> Das *authorised capital* der Gesellschaft wird jedoch nicht herabgesetzt: So kann eine Gesellschaft zeitgleich zu dem Rückkauf rückerwerbbarer Aktien neue Anteile bis zur Höhe der Summe der Nennbeträge der rückerworbenen Aktien emittieren. Die rückerworbenen Aktien verschaffen der Gesellschaft somit ein genehmigtes Kapital.<sup>48)</sup>

Die *Companies (acquisition of own shares) Regulations 2003* lockern zugunsten börsennotierter Gesellschaften<sup>49)</sup> das Gebot, nach dem eine Gesellschaft verpflichtet ist, eigene rückerworbene Anteile einzuziehen.

Seit dem 1. Dezember 2003 ist es diesen Unternehmen möglich, ihre eigenen Anteile nicht nur zurückzuerwerben, sondern diese als Verwaltungsaktien (*treasury shares*) ohne zeitliche Beschränkung im Portefeuille zu halten, sie weiterzuverkaufen, sie zu einem (besser) geeigneten Moment einzuziehen oder sie als Arbeitnehmer-Aktien an die Mitarbeiter weiterzugeben. Zahlreiche Sondervorschriften begleiten diese Konstruktion: So wird etwa das Stimmrecht aus *treasury shares* ausgeschlossen. Die Absicht hinter der Novelle des CA 1985 besteht darin, den Gesellschaften eine größere Flexibilität bei der Gestaltung ihrer Eigen-/Fremdkapitalquote einzuräumen. Beabsichtigt eine Gesellschaft, neue Anteile auszugeben, ist dazu keine – langwierige und aufwendige – Neuemission erforderlich, stattdessen können die im Portefeuille gehaltenen Anteile verkauft werden.<sup>50)</sup> In dem Maße, in dem die beim Weiterverkauf erlösten Mittel über den gezahlten Kaufpreis hinausgehen, werden sie als nicht ausschüttungsfähiges Kapital in die *Capital Redemption Reserve* gebucht; ansonsten werden sie als schlichte Einnahmen der Gesellschaft behandelt.

35) Die Abstimmung kann mündlich oder im schriftlichen Umlaufverfahren erfolgen. Der Beschluss muss binnen einer Woche nach Abgabe der Erklärung der Direktoren gefasst werden. Die eigentliche Zahlung zum Rückerwerb der Aktien darf wiederum frühestens fünf Wochen, spätestens jedoch sieben Wochen nach der Beschlussfassung geleistet werden (section 174 CA 1985).

36) Section 164 CA 1985.

37) Der Beschluss über die Zahlung aus gebundenem Vermögen bedarf jedenfalls der Veröffentlichung in der *Gazette* und in einer national erscheinenden Tageszeitung, wenn nicht sämtliche Gläubiger individuell und schriftlich von der geplanten Maßnahme in Kenntnis gesetzt werden (section 175 CA 1985). Auch der Registerbehörde (*registrar*) müssen Kopien der Erklärung der Direktoren, des Berichts des Rechnungsprüfers und des Gesellschafterbeschlusses übermittelt werden. Sämtliche Dokumente müssen fünf Wochen lang am Sitz (*registered office*) der Gesellschaft zur Einsicht durch Gesellschafter und Gläubiger aufliegen.

38) Section 175 CA 1985.

39) Section 176 CA 1985.

40) ZB durch Auskauf der widersprechenden (Minderheits-)Gesellschafter oder durch Besicherung der Interessen der Gläubiger (section 177 CA 1985).

41) Section 177 CA 1985: So kann es den Auskauf der widersprechenden Gesellschafter anordnen, Satzungsänderungen vornehmen oder auch eine Kapitalherabsetzung verfügen.

42) Section 174 (1) CA 1985: Damit soll die Möglichkeit der Eröffnung eines Verfahrens sichergestellt werden. Jedenfalls muss die Zahlung binnen sieben Wochen nach Beschlussfassung erfolgt sein.

43) Vgl. Ferran, *Company Law*, 453.

44) Davies, Gower and Davies' *Principles of Modern Company Law*<sup>7</sup>, 256 f.

45) Keene, *Company Law*, 152. Die Forderung eines Gesellschafters ist den Forderungen sämtlicher anderer Gesellschaftsgläubiger nachrangig (*deferred debt*), desgleichen den Ansprüchen von Vorzugsaktionären und anderen Gesellschaftern mit einem Anrecht auf vorzeitige Befriedigung (*prior right to return of capital*). Seine Forderung geht aber wiederum den Ansprüchen anderer Gesellschafter auf ihren Anteil am Liquidationserlös voraus.

46) "Shares redeemed under this section shall be treated as cancelled upon redemption, and the amount of the company's issued share capital shall be diminished by the nominal value of those shares accordingly (...)."

47) Section 160 (4) CA 1985.

48) Die rückerworbenen Aktien fallen damit in das Stadium eines *authorised but unissued share* zurück. Dies bedeutet, dass sie erst dann wieder als vollwertiges Wertpapier aufleben, wenn sie als junge Aktien erneut ausgegeben werden.

49) Begünstigt sind in England (LSE, AIM) oder an einem anderen regulierten Markt des EWR gelistete Unternehmen.

50) Ferran, *Company Law*, 443.

## 2. Acciones rescatables in Spanien

### a) Konzeption – Finanzierungsmaßnahme für börsennotierte Gesellschaften

Die Bestimmungen über rückerwerbzbare Aktien wurden 1998 in das spanische Aktiengesetz (*Ley de sociedades anónimas*) eingefügt.<sup>51)</sup> Die Einführung eines variablen Kapitals war bereits 1988 im Entwurf zum Aktiengesetz vorgesehen, wurde aber nicht realisiert. Den Anstoß zur Einführung gab schließlich eine Novelle zum Wertpapiermarktgesetz (*Ley del mercado de valores*)<sup>52)</sup>. Die Zulässigkeit der Emission wurde jedoch, anders als ursprünglich beabsichtigt, auf börsennotierte Gesellschaften beschränkt.<sup>53)</sup>

Nach der Konzeption des Gesetzgebers steht bei börsennotierten Gesellschaften das Investorenelement der Aktionärsstellung im Vordergrund, weshalb der Verlust der mitgliedschaftlichen Stellung weniger gravierend empfunden wird als bei geschlossenen Gesellschaften.<sup>54)</sup> Zudem unterliegt nur die kapitalmarktorientierte Gesellschaft umfangreichen Offenlegungsvorschriften, welche geeignet sind, einen Missbrauch rückerwerbbarer Anteile zu unterbinden.<sup>55)</sup> Insgesamt soll die Ausgabe von rückerwerbzbaren Aktien den börsennotierten Gesellschaften eine flexiblere Eigenkapitalfinanzierung ermöglichen.<sup>56)</sup>

Die rückerwerbzbaren Aktien können bis zu einem Nominalbetrag von 25 % des gezeichneten Grundkapitals ausgegeben werden.<sup>57)</sup> Im Zeitpunkt der Emission müssen die Einlagen zur Gänze aufgebracht worden sein.<sup>58)</sup> Die Bildung einer Rücklage ist nicht vorgeschrieben – vorgesehen ist vielmehr, den Rückerwerb aus ungebundenem Kapital zu finanzieren. Die Möglichkeit der Ausgabe rückerwerbbarer Aktien muss nach spanischem Recht nicht vorweg in der Satzung angelegt sein,<sup>59)</sup> da die allgemeinen Vorschriften über die Kapitalerhöhung zur Anwendung kommen, die ohnehin zwingend eine Satzungsänderung voraussetzen.<sup>60)</sup> Die Hauptversammlung beschließt die Ausgabe mit den entsprechenden Quoren, das heißt mit einfacher Mehrheit und erhöhtem Anwesenheitsanfordernis.<sup>61)</sup> Sind mehrere Aktiengattungen vorhanden, so ist für jede ein Sonderbeschluss zu fassen.<sup>62)</sup> Altaktionären steht ein Bezugsrecht zu, ferner ist die Kapitalmaßnahme im Handelsregister einzutragen.<sup>63)</sup> Sonstige Voraussetzungen sind für die Ausgabe nicht vorgesehen.<sup>64)</sup>

Die Festlegung des Zeitpunkts der Ausgabe kann im Rahmen des genehmigten Kapitals<sup>65)</sup> an das Verwaltungsorgan übertragen werden.<sup>66)</sup> Für den Rückerwerb ist eine solche Delegationsmöglichkeit nicht ausdrücklich vorgesehen; der Rückerwerb kann allerdings gemeinsam mit der Ausgabe beschlossen und die weitere Durchführung an die Verwalter übertragen werden.<sup>67)</sup> Dabei sind die Modalitäten und Kriterien des Aktienrückkaufs bereits im Hauptversammlungsbeschluss zu bestimmen. Dies umfasst sowohl die Frage, ob alle Aktien oder nur ein bestimmter Prozentsatz eines Pakets zurückerworben werden, sowie die Festsetzung des Preises. Dieser kann etwa an den Börsenkurs gekoppelt werden, möglich ist es aber ebenso, einen zuvor bestimmten Prozentsatz auf den Nominalbetrag aufzuschlagen.

### b) Die Ausgestaltung des Rückerwerbs

Rückerwerbzbare Aktien bilden eine eigene Aktiengattung.<sup>68)</sup> Sie können mit einem Stimmrecht versehen oder auch als stimmrechtslose Vorzugsaktien ausgegeben werden, was angesichts ihrer spezifischen Finanzierungsfunktion – vielfach – sinnvoll erscheint.<sup>69)</sup> Ebenso kann das Bezugsrecht bei der Ausgabe neuer Aktien ausgeschlossen werden.<sup>70)</sup> →

- 51) S Grechenig, Das Spanische Kapitalgesellschaftsrecht im Funktionalen Vergleich Dissertation Universität Wien, (in Druck), Novelle Ley 37/1998 zur *Ley de Sociedades Anónimas*, *Real Decreto Legislativo*, 1564/1989 vom 22. 12. 1989, BOE 310/1989 vom 27. 12. 1989; Art 92bis und 92ter LSA. Zur Entstehungsgeschichte *Zubiri de Salinas* in José A. García-Cruces González, *Las reformas*, 107 ff.
- 52) LMV, Ley 24/1988, de 28 de julio, reguladora del Mercado de Valores, BOE vom 29. 7. 1988, idF Ley 53/2002.
- 53) *Zubiri de Salinas* in José A. García-Cruces González, *Las reformas*, 115. In den USA können die Aktien von *public* und *private limited companies* emittiert werden. In Portugal ist die Ausgabe ebenso nicht auf börsennotierte Gesellschaften beschränkt, vgl *Alonso Ledesma*, RdS 12/1999, 31.
- 54) *Zubiri de Salinas* in José A. García-Cruces González, *Las reformas*, 116; *García-Cruces* in *Arroyo/Embid*, *Comentarios SA*, I 927 f.
- 55) *García-Cruces* in *Arroyo/Embid*, *Comentarios SA*, I 927 f. *García-Cruces* hält allerdings die Beschränkung auf börsennotierte Gesellschaften im Ergebnis nicht für ausreichend gerechtfertigt.
- 56) *Zubiri de Salinas* in José A. García-Cruces González, *Las reformas*, 124. Zu einem weiteren Zweck (etwa zur Einflussnahme auf die Aktionärsverhältnisse) dürfen die rückerwerbzbaren Aktien nicht ausgegeben werden. *Oechsler* stellt den praktischen Einsatzbereich des vergleichbaren deutschen Instituts der eigenen Aktien mit der folgenden Aufzählung dar: Nutzung der eigenen Aktien als Akquisitionswährung, zur Veränderung der Kapitalstruktur, zur Ausschüttung überflüssiger Liquidität; in untergeordnetem Maße: zur Abwehr feindlicher Übernahmen sowie zur Kurspflege; *Oechsler*, in *Münchener-Komm* § 71 Rz 243.
- 57) *García-Cruces* in *Arroyo/Embid*, *Comentarios SA*, I 928. Im Entwurf war noch keine Beschränkung vorgesehen, s *Alonso Ledesma*, RdS 12/1999, 31 f.
- 58) Der Gesetzesentwurf sah noch vor, dass die Einlage erst im Zeitpunkt des Rückerwerbs voll aufgebracht sein musste; dies entsprach auch den europarechtlichen Vorgaben. Zum Entwurf der *Comisión de Expertos* vgl *Alonso Ledesma*, RdS 12/1999, 32. So auch der portugiesische Art 345.3 *Código de sociedades comerciais* und Art 39 der 2. FL. Zur 2. GesRL s *Benckendorff*, *Eigene Aktien*, 198 f.
- 59) Vgl allerdings Art 39 lit a der 2. GesRL.
- 60) *Alonso Ledesma*, RdS 12/1999, 33. Vgl auch *García-Cruces* in *Arroyo/Embid*, *Comentarios SA*, I 930.
- 61) *Zubiri de Salinas* in José A. García-Cruces González, *Las reformas*, 116; *Alonso Ledesma*, RdS 12/1999, 33.
- 62) *Alonso Ledesma*, RdS 12/1999, 33. Das gilt auch für stimmrechtslose Anteile, soweit die Rechte dieser Aktionäre beeinträchtigt werden, *Fernández-Albor* in *Arroyo/Embid*, *Comentarios SA*, I 900.
- 63) Zur Anwendung der übrigen Bestimmungen über die Kapitalerhöhung s *García-Cruces* in *Arroyo/Embid*, *Comentarios SA*, I, 930; *Alonso Ledesma*, RdS 12/1999, 33.
- 64) *Alonso Ledesma*, RdS 12/1999, 33, 35. *Zubiri de Salinas* in José A. García-Cruces González, *Las reformas*, 118 f, weist darauf hin, dass die Ausgabe nach Art 25.2 lit b LMV vom Wirtschafts- und Finanzminister bzw von der Staatlichen Wertpapierkommission (CNMV) genehmigt werden muss. Die zuständige Behörde kann die Genehmigung verweigern, wenn durch die Bedingungen der Ausgabe die Interessen der Investoren verletzt werden oder eine Ungleichbehandlung implizieren.
- 65) Art 153 LSA. Innerhalb eines Jahres bei bereits beschlossener Kapitalerhöhung (das Verwaltungsorgan darf auch weitere Modalitäten der Ausgabe bestimmen) oder binnen 5 Jahren bei Ermächtigung bis zur Hälfte des Grundkapitals; vgl § 169 öAktG.
- 66) *Zubiri de Salinas* in José A. García-Cruces González, *Las reformas*, 116 f; *Alonso Ledesma*, RdS 12/1999, 34.
- 67) *Alonso Ledesma*, RdS 12/1999, 34 f, 37; *Zubiri de Salinas* in José A. García-Cruces González, *Las reformas*, 116 f; Entwurf 2002 V.3 (S 25). Die Gegenansicht geht von einer uneingeschränkten Hauptversammlungszuständigkeit aus; s *García-Cruces González* in *Arroyo/Embid*, *Comentarios SA*, I 919, 925 (mwN zur Gegenmeinung).
- 68) *Zubiri de Salinas* in José A. García-Cruces González, *Las reformas*, 131.
- 69) *Zubiri de Salinas* in José A. García-Cruces González, *Las reformas*, 132. Der Entwurf der *Comisión de Expertos* sah ein privilegiertes Dividendenbezugsrecht vor, *Alonso Ledesma*, RdS 12/1999, 29.
- 70) *Zubiri de Salinas* in José A. García-Cruces González, *Las reformas*, 132. S auch *Alonso Ledesma*, RdS 12/1999, 29.

Das Gesetz sieht als Gestaltungsmöglichkeiten (i) eine Rückwerbsoption der Gesellschaft, (ii) eine Verkaufsoption des Aktionärs und (iii) eine einvernehmliche Rückübertragung vor.<sup>71)</sup>

(i) Als Hauptanwendungsfall hatte der spanische Gesetzgeber den Rückwerb seitens der Gesellschaft (*call*) vor Augen.<sup>72)</sup> Die Gesellschaft kann die Befugnis zum Aktienrückkauf nach ihrem Ermessen wahrnehmen: Sie kann aus der Menge der rückerwerbbaaren Aktien alle oder nur einen Teil – etwa einen bestimmten Prozentsatz jedes Aktienpakets – kaufen.<sup>73)</sup> Lediglich die Gleichbehandlung der Aktionäre muss gewahrt bleiben.<sup>74)</sup>

(ii) Die zweite Möglichkeit – ein Verkaufsrecht (*put*) zugunsten des Aktionärs vorzusehen – erscheint vor allem dann interessant, wenn sich die Gesellschaft in der Krise befindet.<sup>75)</sup> Der Kreditgeber kann die Finanzhilfe nicht nur von einer Beteiligung an der Gesellschaft abhängig machen, sondern sie zudem an ein – durch das unbedingte Verkaufsrecht bewirkte – Austrittsrecht ohne wichtigem Grund knüpfen.<sup>76)</sup> Unter diesem Blickwinkel stellt die Verkaufsoption für den Aktionär einen antizipierten Anspruch auf den Liquidationserlös dar,<sup>77)</sup> wobei das Rückverkaufsrecht des Aktionärs als Austrittsrecht – nicht als Recht zur Auflösung der Gesellschaft – charakterisiert ist. Der Bestand der Gesellschaft wird nicht beeinflusst.<sup>78)</sup> Das Recht des Aktionärs ist kein Kollektivrecht und bedarf daher nicht der Mehrheitsentscheidung der Inhaber rückerwerbbarer Anteile; vielmehr kann das Recht von jedem einzelnen Aktionär unabhängig von der Entscheidung der übrigen ausgeübt werden.<sup>79)</sup> Die Gesellschaft muss den Betrag ihres Grundkapitals nicht kontinuierlich ändern; vielmehr ist es ihr gestattet, rückerwerbbaare Anteile als eigene Aktien in Höhe von bis zu 5 % des Nennkapitals ohne Beschränkungen zu halten.<sup>80)</sup>

(iii) Die dritte Variante besteht darin, den Rückwerb einvernehmlich auszuüben, wobei die Gesellschaft fixe Zeitpunkte festlegen kann, zu denen die Aktionäre die Möglichkeit haben, ihre Aktien an die Gesellschaft zu übertragen.<sup>81)</sup>

### c) Voraussetzungen und Auswirkungen des Rückkaufs

Rückerwerbbaare Aktien stellen – wie bereits erwähnt – für die Gesellschaft eine flexible Finanzierungsmöglichkeit dar. Da der Zeitpunkt des Rückkaufs generell frei gewählt werden kann,<sup>82)</sup> ist eine rasche Anpassung an die veränderte Marktlage möglich.<sup>83)</sup>

Dieser Vorteil birgt – aufgrund der Informationsasymmetrie zwischen Gesellschaft und Gesellschaftern – zugleich eine Gefahr für die Aktionäre; insb befürchtete der spanische Gesetzgeber, dass die Gesellschaft die Anteile zu Spekulationszwecken verwenden könnte.<sup>84)</sup> Aus diesem Grund sehen die aktienrechtlichen Bestimmungen für den Fall, dass die Möglichkeit des Rückwerbs ausschließlich der Gesellschaft zusteht, eine dreijährige Sperre vor, innerhalb derer die Gesellschaft das Rückkaufsrecht nicht wahrnehmen darf.<sup>85)</sup> Die Frist sichert außerdem eine Mindeststabilität der Investition und bringt die gesetzliche Ausrichtung auf längerfristige Anlagen zum Ausdruck.<sup>86)</sup>

Als Rückwerbstatbestände nennt das Gesetz (i) den Rückkauf, der aus Gewinnen oder freien Rücklagen finanziert wird, sowie (ii) den Rückkauf, der durch eine zu diesem Zweck beschlossene Neuemission realisiert wird.<sup>87)</sup> Bei der Erwerbsfinanzierung durch Neuemission wird der Zeitpunkt des Kapitalabflusses aus Gläubigersicht hinausgeschoben, ihre Interessen werden so – auch ohne Bildung einer neuen Rücklage – nicht beeinträchtigt. Die Finanzierung des Rückwerbs durch die Ausgabe junger Aktien umfasst eine Kapitalherabsetzung und Kapitalerhöhung in gleichem Ausmaß.<sup>88)</sup> Die Nennkapitalziffer bleibt somit unverändert.<sup>89)</sup> Sind (iii) weder Gewinne noch freie Rücklagen vorhanden und ist auch nicht beabsichtigt, weitere Anteile zu emittieren, sind die Aktien unter Berücksichtigung der Bestimmungen über eine ordentliche Kapitalherabsetzung einzuziehen.<sup>90)</sup>

Die Gesellschaft kann schließlich bereits bei der Ausgabe statutarisch<sup>91)</sup> vorsehen, dass die Aktien nach dem Rückwerb in normale Anteile umgewandelt werden.<sup>92)</sup> In diesem Fall sind die allgemeinen Beschränkungen über den Erwerb eigener Aktien zu beachten.

71) Dadurch soll die Willkür der Gesellschaft bzw der Verwalter eingeschränkt werden. Andernfalls wird der Erwerbspreis de facto von den Verwaltern festgelegt, *Fernández Pérez*, *Protección* 127.

72) Sie bildet den Normalfall im angloamerikanischen Rechtsraum, *Alonso Ledesma*, *RdS* 12/1999, 36.

73) *Alonso Ledesma*, *RdS* 12/1999, 37.

74) *Alonso Ledesma*, *RdS* 12/1999, 37, ist der Ansicht, dass die *redeemable shares* der Finanzierung der Gesellschaft dienen müssen und nicht zu sonstigen Zwecken eingesetzt werden dürfen. Sie weist auf die besondere Gefahr der Verletzung von Aktionärsinteressen hin. Vgl zudem *García-Cruces González* in *Arroyo/Embid*, *Comentarios SA*. I 914.

75) *Alonso Ledesma*, *RdS* 12/1999, 38, erwähnt außerdem die Sättigung des Marktes.

76) *Alonso Ledesma*, *RdS* 12/1999, 38; s auch *García-Cruces González* in *Arroyo/Embid*, *Comentarios SA*. I 914.

77) *García-Cruces* in *Arroyo/Embid*, *Comentarios SA*. I 909.

78) Das portugiesische Recht sieht für den Fall der Nichterfüllung der Rückkaufspflicht das Recht des Aktionärs auf Auflösung der Gesellschaft vor. Dies scheint keine übertriebene Rechtsfolge zu sein, da die Gesellschaft sich in diesem Fall bereits in einer bedrohlichen Lage befinden muss; s *Alonso Ledesma*, *RdS* 12/1999, 40.

79) *Zubiri de Salinas* in *José A. García-Cruces González*, *Las reformas*, 120; *Fernández Pérez*, *Protección*, 126. Für eine Mehrheitsentscheidung der Inhaber rückerwerbbarer Anteile *García-Cruces* in *Arroyo/Embid*, *Comentarios SA*. I, 936 f.

80) *García-Cruces* in *Arroyo/Embid*, *Comentarios SA*. I 928 f; *Alonso Ledesma*, *RdS* 12/1999, 44 f; *disposición adicional* 1.2 LSA.

81) *Zubiri de Salinas* in *José A. García-Cruces González*, *Las reformas*, 121.

82) IdR werden die Aktien mit einer *call*-Option (der Gesellschaft) verknüpft. S oben B.2.b) zu anderen Möglichkeiten.

83) *Alonso Ledesma*, *RdS* 12/1999, 30.

84) *Alonso Ledesma*, *RdS* 12/1999, 36.

85) *Alonso Ledesma*, *RdS* 12/1999, 36.

86) *Alonso Ledesma*, *RdS* 12/1999, 36; *Fernández Pérez*, *Protección*, 126 f.

87) Vgl 2. GesRL Art 39 lit d und f.

88) *Alonso Ledesma*, *RdS* 12/1999, 44. In diesem Fall werden Gläubigerinteressen nicht beeinträchtigt.

89) *Alonso Ledesma*, *RdS* 12/1999, 44; *García-Cruces González* in *Arroyo/Embid*, *Comentarios SA*. I 917, 925.

90) Zu den drei – im Gesetz vorgesehenen – Möglichkeiten s *Zubiri de Salinas* in *José A. García-Cruces González*, *Las reformas*, 124 ff; *García-Cruces González* in *Arroyo/Embid*, *Comentarios SA*. I, 939 ff; *Fernández Pérez*, *Protección*, 127 f.

91) Siehe dazu *García-Cruces* in *Arroyo/Embid*, *Comentarios SA*. I 930.

92) *Alonso Ledesma*, *RdS* 12/1999, 44 f; für eine zwingende Einziehung *Zubiri de Salinas* in *José A. García-Cruces González*, *Las reformas* 124; *García-Cruces González* in *Arroyo/Embid*, *Comentarios SA*. I, 916 ff, 922 ff, 925. *García-Cruces González* meint, dass dafür eigene komplexe Regelungsmechanismen geschaffen werden müssten.

### 3. Azioni riscattabili in Italien

#### a) Konzeption – Einführung der azioni riscattabili im Zuge der Reform des italienischen Gesellschaftsrechts

Im Zuge der umfassenden Reform des italienischen Gesellschaftsrechts<sup>93)</sup>, welche am 1. Januar 2004 in Kraft trat<sup>94)</sup>, haben die rückerwerbzbaren Aktien als *azioni riscattabili* in Art 2437-*sexies* neben weiteren innovativen Finanzierungsinstrumenten<sup>95)</sup> Eingang in den *Codice Civile* (in der Folge c.c.) gefunden.<sup>96)</sup> Die Ausgabe der rückerwerbzbaren Aktien steht sowohl börsennotierten als auch kapitalmarktfernen Aktiengesellschaften offen.<sup>97)</sup>

Bei der Einführung der *azioni riscattabili* hatte der italienische Gesetzgeber – ebenso wie der spanische –

als Hauptanwendungsfall den Rückerwerb der Aktien durch die Gesellschaft vor Augen (*call*). Dieser steht stets unter aufschiebender Bedingung<sup>98)</sup> und kann in jenen Situationen verwirklicht werden, die die Satzung als den Rückkauf auslösende Momente definiert.<sup>99)</sup> In der Praxis ist vor allem an die folgenden vier Kategorien zu denken:

1. Der Rückerwerbsfall tritt ein, sobald der Aktionär bestimmte persönliche Eigenschaften – wie etwa eine zur Aktionärserschaft parallele Arbeitnehmerstellung – verliert. Scheidet ein Dienstnehmer aus, der zugleich Aktien hält, ist regelmäßig auch seine Gesellschafterstellung nicht länger erwünscht.<sup>100)</sup> So können die *azioni riscattabili* verwendet werden, um die Auflösung eines Arbeitsverhältnisses ökonomisch leichter abzuwickeln.<sup>101)</sup> Auch im Erbfall ermöglichen die rückerwerbzbaren Aktien die Aufrechterhaltung eines geschlossenen Gesellschafterkreises: Scheidet ein Aktionär durch Tod aus,<sup>102)</sup> kann die Gesellschaft den Eintritt eines unerwünschten Erben verhindern, indem sie das Aktienpaket des Erblassers erwirbt.<sup>103)</sup>

2. Die Ausübung des Rückerwerbs ist durch das Verhalten der Aktionäre bedingt: Verletzen sie ihre Treuepflichten gegenüber der Gesellschaft, so ist diese berechtigt, die „illoyalen Gesellschafter“ auszukaufen.

3. Überschreitet der Aktionär eine bestimmte Beteiligungsschwelle, kann die Gesellschaft die darüber liegenden Aktien zurückkaufen.<sup>104)</sup>

4. Der Rückerwerb wird mit Ablauf einer zuvor festgelegten Frist wirksam. Auf diese Weise ermöglichen die *azioni riscattabili* der Gesellschaft, kurzfristig zusätzliche Eigenmittel aufzunehmen, ohne einen dauernden Eingriff in die bestehende Aktionärsstruktur vornehmen zu müssen.<sup>105)</sup> →

93) Die Neufassung des fünften, allgemein die Unternehmen betreffenden Buches des *Codice Civile* stand unter der Zielsetzung, durch eine Flexibilisierung des Rechts und eine Stärkung der Privatautonomie das Wachstum und die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen zu fördern, s Art 2 lit a des Ermächtigungsgesetzes/Legge 3 ottobre 2001, n 366 – *Delega al Governo per la riforma del diritto societario*, veröffentlicht in der *Gazzetta Ufficiale* Nr 234 vom 8. 1. 2001. Vgl *Santosuosso*, La Riforma del diritto societario (2003); *Campobasso*, La riforma delle società di capitali e delle cooperative (2003). Erste Korrekturen der Reform erfolgten bereits durch das *Decreto Legislativo 6 febbraio 2004*, n 37; veröffentlicht in der *Gazzetta Ufficiale* Nr 37 vom 14. 2. 2004.

94) Am 3. 10. 2001 wurde das von der Mirone-Kommission erarbeitete Ermächtigungsgesetz erlassen, welches drei ausführenden Gesetzesdekretten als Basis diente. Die Neufassung des Aktien- und GmbH-Rechts erfolgte durch das *Decreto Legislativo 17 gennaio 2003*, n 6. Dazu *Vietti* als Vorsitzender der ausführenden *Commissione di riforma del diritto societario*, Le linee guida della riforma del diritto societario, *Le Società* 2 bis/2003, 266 ff; *Tombari*, The New Italian Company Law: An Emerging European Model? in *Jayme-FS* (2004) 1589 ff; *Steinhauer*, Die Reform des Gesellschaftsrechts in Italien, *EuZW* 12/2004, 364 ff; *Buenger*, Die Reform des italienischen Gesellschaftsrechts, *RIW* 04/2004, 249 ff.

95) Vgl exemplarisch *Colavolpe*, La nuova disciplina delle categorie di azioni, *Le Società* 12/2003, 1591 ff; *Magliulo*, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova spa (2004), 27 ff; *Bartalena*, I patrimoni destinati ad uno specifico affare, *Rivista del diritto commerciale* gennaio-aprile 2004, 83 ff.

96) *Calvosa* bejahte bereits vor der Aufnahme der *azioni riscattabili* in den Gesetzestext die Zulässigkeit der statutarischen Verankerung von Rückerwerbsklauseln im Rahmen der Privatautonomie, La clausola di riscatto nella società per azioni (1995) 3 ff. *Magliulo* bestätigt diese Ansicht: „Peraltro il fenomeno delle azioni riscattabili non era sconosciuto alla prassi societaria anteriore all' advento della riforma.“ Er ergänzt, dass die rückerwerbzbaren Aktien im Zusammenhang mit Nebenleistungsaktien eingesetzt wurden. Erfüllte der Aktionär die vereinbarte Nebenpflicht nicht, machte die Gesellschaft von ihrem Rückkaufsrecht Gebrauch: *Magliulo*, Le categorie di azioni, 109 f. Gedeckt war dieses Vorgehen von Art 2345 cc, der für die Nebenleistungsaktien „particolari sanzioni per il caso di inadempimento“ vorsah und nach wie vor vorsieht. Vgl *Partesotti*, Le operazioni sulle azioni in *Colomba/Portale*, Trattato delle società per azioni (1991) 464 ff. Gegen die Zulässigkeit der rückerwerbzbaren Aktien wurde bisweilen vorgebracht, dass diese den Kreis der gesetzlich vorgesehenen Gründe für die Kaduzierung eines Gesellschafters über die Nichterbringung seiner Einlage hinaus unzulässig erweiterten: *Cassazione civile*, 5 luglio 1978 sentenza n 3319; *Tribunale di Milano*, 17 aprile 1982.

97) Die Anwendbarkeit sowohl auf börsennotierte als auch börsenferne Aktiengesellschaften leitet sich bereits aus der Regelung der *azioni riscattabili* innerhalb des fünften Buches des *Codice Civile* ab; Bestimmungen, welche ausschließlich für kapitalmarktorientierte Aktiengesellschaften gelten, sind hingegen im Sondergesetz für börsennotierte Gesellschaften (Gesetzesdekret vom 24. 2. 1998, Nr 58/II *Testo Unico della intermediazione finanziaria*) zu finden. Durch die 1942 in Italien vorgenommene Vereinheitlichung von bürgerlichem Recht und Handelsrecht erhielten die Gesellschaften im *Codice Civile* eine einheitliche Regelung. Die Zweckmäßigkeit, das bürgerliche Recht und das Handelsrecht zu vereinen, war seitdem wiederholt Gegenstand von Diskussionen. Mit dem In-Kraft-Treten des Sondergesetzes für börsennotierte Gesellschaften im Jahre 1998 rückte der Gesetzgeber vom Prinzip der Einheitlichkeit des Privatrechts wieder ab; vgl *Weigmann*, Aspekte des italienischen Gesellschaftsrechts unter besonderer Berücksichtigung der börsennotierten Aktiengesellschaft als neuen Gesellschaftstyps in *Lutter-FS* (2000) 203 ff; *Schioppa*, Saggi di storia del diritto commerciale (1992) 205 ff.

98) *Carmignani* in *Sandulli/Santoro*, La riforma delle società (2003), 903.  
99) *Campobasso*, La riforma, 62.

100) Für diese Einschätzung spricht der traditionell sehr hohe Anteil der Familienunternehmen in Italien, die einen eng begrenzten Gesellschafterkreis bevorzugen. Auch große Kapitalgesellschaften werden in Italien noch als reine Familienunternehmen geführt. Im Jahr 1993 wurden 99 % der italienischen Gesellschaften als Familienunternehmen betrieben, der durchschnittliche Prozentsatz in Europa betrug 85 %, *Corbetta*, Le imprese familiari faticano a superare la terza generazione, *Il Sole-24 Ore*, n 287 v 22. 10. 1993; *Girello*, Le scelte di corporate governance nelle aziende familiari, *Le Società* 01/2004, 29 ff. Allgemein zu Mitarbeiterbeteiligungsmodellen vgl *Laßmann/Schwark*, Beteiligung der Arbeitnehmer am Produktivvermögen, *ZGR Sonderheft* 5 (1985).

101) So kann vereinbart werden, dass der Gesellschaft gegenüber einem (zumeist wohl leitenden) Arbeitnehmer ein Rückkaufsrecht bei Erreichen des Pensionsalters oder im Falle des Ausscheidens aus dem Betrieb zusteht – auf diese Weise behält sich die Gesellschaft das Recht vor, die Verbindung zu einem ehemaligen Dienstnehmer zur Gänze zu lösen; vgl *Grosso*, Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari: Le novità della riforma, *Le Società*, 10/2003, 1310.

102) *Calvosa*, Clausola di riscatto delle azioni in favore dei soci superstiti e divieto dei patti successori, *Banca, borsa, tit cred*, 1996, II, 164.

103) *Campobasso*, La riforma delle società di capitali e delle cooperative (2003), 62 f.

104) Die Rechtsprechung akzeptiert derartige, den Aktienbesitz beschränkende, Klauseln. Vgl *Trib Milano*, 6 febbraio 1992, in *Riv dir comm* 1993, II, 131. Lediglich das für eine Verankerung erforderliche Konsensquorum ist strittig. Während das *Trib Bologna* Einstimmigkeit verlangte (*Trib Bologna* 10 giugno 1985, in *Giurisprudenza commerciale* 1986, 481), ließ das *App Bologna* (*App Bologna* 18 luglio 1985 in *Giurisprudenza commerciale* 1986, 481) einen Mehrheitsbeschluss zu.

105) In diesem Zusammenhang übernehmen die *azioni riscattabili* eine den Wandelschuldverschreibungen entgegengesetzte Funktion. Zu beachten ist jedoch das Verbot des *Patto Leonino* (Art 2265 cc), welches der Gestaltungsfreiheit Grenzen setzt: Ein Festlegen

Dem Aktionär hingegen, dem das Verkaufsrecht zusteht, wird auf diesem Wege ein rascher und durchführbarer *exit* in jenen Fällen ermöglicht, die nicht vom Tatbestand des Austritts gem Art 2437 c.c. erfasst sind<sup>106)</sup> und in denen auch ein Verkauf der Anteile über den Markt nur schwer realisierbar ist.

### b) Die Ausgestaltung des Ruckerwerbs

Die *azioni riscattabili* sind als eigene Aktiengattung konzipiert.<sup>107)</sup> Sie können sowohl in Form stimmrechtsloser Anteile begeben als auch mit Stimmrecht versehen werden.<sup>108)</sup>

Zur Absicherung des Kapitalerhaltungsprinzips greift der italienische Gesetzgeber bei der Ausgestaltung der neuen Aktiengattung auf zwei bekannte Rechtsinstitute zurück:

Die Bestimmungen über den (i) freiwilligen Gesellschafteraustritt (*recesso*) finden Anwendung und die Ausgabe der ruckerwerbzbaren Aktien ist nur innerhalb der für (ii) eigene Aktien geltenden Grenzen zulässig.<sup>109)</sup>

(i) Der Verweis in Art 2437-*sexies* c.c. auf den Gesellschafteraustritt<sup>110)</sup> stellt sicher, dass sich der Ruckerwerb nicht zu einem Instrument entwickelt, das die Gesellschaft in die Lage versetzt, unerwünschte Minderheiten ohne angemessene Gegenleistung auszuschließen und diese so gewissermaßen zu „enteignen“. Stünde die Festsetzung der Vergütung im Rahmen des Ruckerwerbs im freien Ermessen der Gesellschaft, so könnte die Ausübung des Rückkaufs ohne spürbare Auswirkungen auf das Kapital vorgenommen werden.<sup>111)</sup> Der Verweis auf die Ermittlung des Aktienwerts beim Austritt wahrt – zumindest in finanzieller Hinsicht – die Interessen der vom Ruckerwerb betroffenen Gesellschafter.

(ii) Gleichzeitig birgt der Rückkauf der Anteile eine Gefahr für den Erhalt des Gesellschaftskapitals. Daher greift Art 2437-*sexies* c.c. auf die Schutzmechanismen des Erwerbs eigener Aktien zurück und gestattet die Ausgabe ruckerwerbbarer Aktien nur bis zu einem Nominalwert, der ein Zehntel des Gesellschaftskapitals nicht übersteigt. Obwohl Art 20 Abs 2 lit a der Kapitalrichtlinie<sup>112)</sup> die zentralen Schutzvorschriften betreffend den Erwerb eigener Aktien auf den Rückkauf ruckerwerbbarer Aktien nicht überträgt,<sup>113)</sup> macht der italienische Gesetzgeber die Ausgabe der *azioni riscattabili* nicht nur von dem entsprechenden Beschluss der Hauptversammlung abhängig, sondern zieht durch die 10 %-Grenze eine weitere Beschränkung ein.

### c) Voraussetzungen und Auswirkungen des Rückkaufs

Der Zeitpunkt des Ruckerwerbs kann im Gesellschaftsvertrag frei gewählt werden. Wurde der Gesellschaft statutarisch eine Option zum Rückkauf eingeräumt, so entscheidet die Hauptversammlung (*assemblea*) zum vereinbarten Zeitpunkt über deren Wahrnehmung, somit über die tatsächliche Ausübung des Rückkaufrechts.

Bei der Verwirklichung des Ruckerwerbs findet kraft Verweis Art 2437-*ter* c.c. Anwendung, der die Ermittlung des Aktienwerts beim freiwilligen Gesellschafteraustritt regelt.<sup>114)</sup> Die maßgeblichen Bewertungsregeln wurden in der Novelle 2004 ebenfalls neu gestaltet und sind vierstufig aufgebaut.<sup>115)</sup>

→ Art 2437-*ter* c.c. sieht vor, dass der Verwaltungsrat (*consiglio d' amministrazione*)<sup>116)</sup> die Vergütung un-

des Rückkauf-Preises bereits bei Ausgabe der Aktien, könnte die Nichtigkeit dieser Klausel, aber auch der ganzen Beteiligung des Aktionärs nach sich ziehen, da der gänzliche Ausschluss einzelner Gesellschafter von der Gewinn- oder Verlustbeteiligung unzulässig ist.

106) Während Art 2437 cc in der früheren Fassung wenig Raum für eine privatautonome Gestaltung rücktritts auslösender Sachverhalte beileiß („È nullo ogni patto che esclude il diritto di recesso o ne renda più gravoso l'esercizio“), lassen sich die Austrittsmöglichkeiten des Gesellschafters seit In-Kraft-Treten der Reform in drei Gruppen gliedern: zwingende Austrittsgründe, gesetzlich vorgesehene, aber dispositive Austrittsgründe sowie vertraglich zu verankernde. Das Gesetz stellt nicht mehr nur auf grundlegende Veränderungen der Gesellschaftsstruktur ab, sondern beinhaltet auch den Fall einer nicht geringfügigen Änderung der Satzung, die Streichung von Austrittsgründen sowie die Abänderung der Bewertungsmaßstäbe, die beim Austritt zur Anwendung kommen. Vgl ausführlich *Rordorf*, Il recesso del socio di società di capitali: Prime osservazioni dopo la riforma, *Le Società*, 07/2003, 923 ff; *Magliulo*, Le categorie di azioni, 82; *Vietti* in *Lo Cascio/Muscolo/Platanio/Quararo/Saggio/Vietti*, Società per azioni (2003), 425 ff; *Buonocore*, La riforma delle società, *Giurisprudenza commerciale* 2003, 91; *Busani*, Spa al rush finale sul recesso, *Il Sole-24 Ore* v. 6. 6. 2004, 17.

107) Art 2437-*sexies* cc spricht von „azioni o categorie di azioni, per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto“. Die Unterscheidung ist im Zusammenhang mit Art 2376 cc von Bedeutung, der bei Vorhandensein mehrerer Aktienkategorien, welche ihren Inhabern Verwaltungsrechte einräumen, eine Beschlussfassung durch *assemblee speciali* vorschreibt. Gem Art 2348 cc liegt eine eigene Aktienkategorie vor, wenn sie dem Aktionär spezielle Rechte (*diritti diversi*) einräumt. Steht das Ruckerwerbsrecht der *azioni riscattabili* dem Gesellschafter zu, ist dieses Tatbestandselement jedenfalls gegeben. Schwieriger ist die Grenzziehung, sofern die Gesellschaft über das Rückkaufrecht verfügt, doch auch in diesem Fall sind die Aktien mit einer speziellen Option verknüpft, die ihre Qualifikation als eigene Kategorie mE rechtfertigt. Vgl *Calvosa*, La clausola di riscatto, 228.

108) Die automatische Verknüpfung der stimmrechtslosen Aktie mit der Eigenschaft als Vorzugsaktie wurde durch die Reform gelöst und den nicht börsennotierten Gesellschaften die Möglichkeit eingeräumt, Aktien ohne Vermögensvorteile mit Stimmrechtsausschluss und -beschränkung auszugeben sowie Aktien mit gestaffeltem Stimmrecht zu emittieren. Um eine Machtkonzentration in den Händen der Gesellschafter mit vollem Stimmrecht zu verhindern, darf der Nennwert der Aktien mit eingeschränktem Stimmrecht jedoch in Summe die Hälfte des Grundkapitals nicht überschreiten; vgl Art 2351 cc.

109) Art 2357 cc.; Art 2357-*bis* cc.

110) Vgl zum Austritt *Crosta*, La Riforma del Diritto Societario (2003) 148 ff; *Granelli*, Il recesso del socio nella società di capitali alla luce della riforma societaria, *Le Società* 02/2004, 143 ff sowie zur parallelen Bestimmung bei der GmbH (srl): *Lanzio*, Il recesso del socio di srl, *Le Società* 02/2004, 150 ff.

111) *Calvosa*, Sulle cc.dd. clausole di riscatto, *Banca, borsa, tit cred*, 1991, II, 115 ff.

112) RL 77/91/EWG vom 13. 12. 1976 zur Koordination der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Art 58 Abs 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten, *AbI Nr L 26/1*.

113) *Habersack*, Ruckerwerbbarer Aktien in *Lutter-FS*, 1336.

114) Ausführlich *Rordorf*, Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma, *Le Società*, 07/2003, 923 ff; ebenso *Crosti/Vitali* in *Belleza/Gubitosi*, La nuova disciplina del diritto societario (2003) 237 ff.

115) Der Gesellschafter hat das Recht, den Wert seiner Quote vor der Ausübung des Rückkaufs zu kennen. Vgl *Cappiello*, Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell' autonomia statutaria, *Quad ric giur Banca d'Italia*, 54/2001, 25.

116) Die Aktiengesellschaft (*società per azioni/spa*) besitzt nach dem klassischen italienischen Modell drei Organe: die Gesellschafterversammlung (*assemblea*, Art 2363–2379 cc), die Geschäftsführer (*amministratori* Art 2380–2396 cc) sowie ein Kontrollorgan (*collegio sindacale*, Art 2397–2409 cc). Gem Art 2380 II cc hat die Gesellschaft zumindest einen Geschäftsführer zu bestellen. Im Regelfall wird die Geschäftsführung jedoch mehreren Personen übertragen, die in ihrer Gesamtheit den Verwaltungsrat (*consiglio d' amministrazione*) bilden. Die organschaftliche Vertretungsmacht kommt dennoch den einzelnen Verwaltungsratsmitgliedern (*consiglieri*) zu, nicht dem Verwaltungsrat als Kollegialorgan; vgl *Kindler*, Italienisches Handels- und Wirtschaftsrecht (2002), 254 f. Die Reform



ter Berücksichtigung des aktuellen Unternehmenswerts und der Ertragsaussichten festzusetzen hat. Seine Freiheit, eine Ermessensentscheidung zu treffen, wird durch die Pflicht eingeschränkt, zuvor ein Gutachten des Kontrollorgans *collegio sindacale*<sup>117)</sup> einzuholen sowie den Rechnungsprüfer anzuhören. Weichen die Verwalter (*amministratori*) von den Empfehlungen des *collegio sindacale* und des Rechnungsprüfers ab, so haben sie gegenüber dem Aktionär nicht nur die genauen Kriterien der Wertbestimmung, sondern auch die Gründe für ihre abweichende Bewertung darzulegen.<sup>118)</sup>

- Erstmals eröffnet die Reform 2004 die Möglichkeit, im Gesellschaftsvertrag eigene Maßstäbe der Bewertung aufzunehmen.<sup>119)</sup> Die gesetzlich vorgesehenen Kriterien der Bewertung können ergänzt oder ersetzt werden – Beschränkungen ist die Gesellschaft hierbei nicht unterworfen. Offenbar teilt der Gesetzgeber nicht die Befürchtung,<sup>120)</sup> dass die Gesellschaften versuchen werden, unerwünschte Austritte durch nachteilige Bewertungsmaßstäbe und entsprechend geringe Vergütungen zu verhindern. Ein Korrektiv stellt jedenfalls die Möglichkeit der Anfechtung durch den Gesellschafter dar:<sup>121)</sup>
- Akzeptiert der Gesellschafter den festgesetzten Wert nicht, können beide Seiten die gerichtliche Bestellung eines unabhängigen Sachverständigen zur Festsetzung des wahren Werts beantragen.<sup>122)</sup>
- Nimmt der Sachverständige nicht binnen 90 Tagen eine Bewertung vor, ist diese lückenhaft oder erkennbar unrichtig, so kann sie angefochten werden, wodurch die Kompetenz zur Festlegung einer angemessenen Abfindung endgültig auf das Gericht übergeht.<sup>123)</sup>

Insgesamt ist die Festlegung des Gegenwerts für die veräußerten Aktien als privatrechtliche Vereinbarung konzipiert, für die das Gesetz zwar Bewertungskriterien anbietet, diese aber letztlich der Privatautonomie preisgibt.

Den börsennotierten Gesellschaften kommt das mehrstufige Bewertungssystem nicht zugute: Für sie wird nach wie vor der durchschnittliche Kurswert der letzten sechs Monate vor Bekanntgabe des Beschlusses der Hauptversammlung herangezogen.

Zwar ist der Aktienkurs, der stark von äußeren Einflüssen geprägt ist, sicherlich nicht uneingeschränkt geeignet, den tatsächlichen Wert der Anteile widerzuspiegeln<sup>124)</sup>, die Rechtfertigung dieser benachteiligenden Behandlung wird aber in dem geringeren Schutzbedürfnis jener Aktionäre gesehen, deren Anteile durch die Börsenplatzierung leichter veräußerbar sind. Manipulationsmöglichkeiten durch die Gesellschaft im Vorfeld des Rückkaufs nimmt der Gesetzgeber in Kauf.

Die *amministratori* haben die Aktien den verbleibenden Gesellschaftern im Verhältnis ihrer Beteiligung, das heißt dem Grundsatz der Gleichbehandlung entsprechend, zum Kauf anzubieten. Das Angebot ist binnen 15 Tagen nach der Bewertung der Anteile im Handelsregister (*registro delle imprese*) zu verlautbaren.<sup>125)</sup> Die Veräußerung selbst darf frühestens am 31. Tag nach der Bekanntgabe des Angebots vollzogen werden. Findet sich innerhalb des Gesellschafterkreises kein Käufer für die Anteile, steht der Erwerb auch Dritten offen. Bei

börsennotierten Aktien bietet sich der Verkauf über den Markt an.

Konnten die Anteile nicht innerhalb von 180 Tagen<sup>126)</sup> auf die eben beschriebene Weise veräußert werden, ist die Gesellschaft berechtigt, sie selbst zu halten. In diesem Fall kommt die Bestimmung des Art 2357 c.c.<sup>127)</sup> zur Anwendung:<sup>128)</sup> Die Gesellschaft darf rückerworbene Aktien nur im Ausmaß der – von der jüngsten ordnungsgemäß genehmigten Bilanz ermittelten – verteilbaren Gewinne und verfügbaren Rücklagen erwerben. Der Nennwert der erworbenen Aktien darf zudem den zehnten Teil des Grundkapitals nicht übersteigen. Wird diese Grenze nicht eingehalten, sind die überzäh-

2004 eröffnete den Gesellschaften die Möglichkeit, alternativ zum traditionell italienischen Modell statutarisch das monistische oder das dualistische (sog deutsche) System vorzusehen. Im monistischen System wird die Geschäftsführung wie im italienischen Konzept von einem Verwaltungsrat wahrgenommen. Die Überwachung der Geschäftsführung jedoch erfolgt durch einen Ausschuss, der innerhalb des Rates gebildet wird (Art 2409-*sexiesdecies* cc). Das dualistische System entspricht der in Österreich und Deutschland praktizierten Trennung in Aufsichtsrat und Vorstand. Dem Aufsichtsrat kommt neben einer Kontrollfunktion auch die Ernennung des Verwaltungsrats (Vorstands) und die Feststellung des Jahresabschlusses zu (Art 2409-*terdecies* cc); *Padovini*, Die neueste Gesetzesnovelle des Italienischen Gesellschaftsrechts, ZfRv 2003, 142; *Galvano*, Diritto commerciale<sup>13</sup> (2003), 333 f.; *Fortunato*, I controlli nella riforma delle società, Le Società 2bis/2003, 303 ff.

- 117) Dem *collegio sindacale* obliegt die Überwachung der Rechtmäßigkeit und Richtigkeit der Geschäftsführung (Art 2403 cc). Die Einrichtung des Kontrollorgans ist in der *spa* obligatorisch. Im Gegensatz zum Aufsichtsrat ist die Arbeitnehmerschaft im *collegio sindacale* nicht vertreten. Ebenso ist weder die Ernennung der Geschäftsführer noch die Vertretung der Gesellschaft gegenüber den Geschäftsführern Aufgabe des Kollegiums. Siehe *Colombo*, Die Buchführungskontrolle über die notierten Gesellschaften in Italien nach Erlass des T.U.F. 1998 in Lutter-FS (2000) 343. Dennoch wird vereinzelt für das *collegio sindacale* in deutscher Übersetzung der Begriff Aufsichtsrat verwendet, vgl *Kindler*, Italienisches Handels- und Wirtschaftsrecht (2002) 254.
- 118) Obwohl die Reform 2004 den Gesellschaften die Möglichkeit eröffnet, sich in Form des monistischen oder dualistischen Systems zu konstituieren, greift Art 2437 cc lediglich das klassische Modell der Organisation in Verwaltungsrat und *collegio sindacale* auf. Würden stattdessen Vorstand und Aufsichtsrat eingerichtet, so wird der Vorstand berufen sein, auf Grundlage einer Empfehlung des Aufsichtsrats, die Vergütung festzusetzen. Im monistischen System hingegen kommt diese Aufgabe wiederum dem Verwaltungsrat zu, der sie gemeinsam mit dem internen Prüfungsausschuss wahrzunehmen hat.
- 119) Vor der Reform sah Art 2437 cc eine Vergütung im Verhältnis zu dem Gesellschaftsvermögen, welches im jüngsten Jahresabschluss ermittelt wurde, vor. *Cappiello* hält die frühere Regelung für verfehlt, da sie ungeeignet ist, den Gesellschaftern Aufschluss über die Vergütung im Falle ihres Rücktritts zu geben und somit Investitionen nicht zu fördern vermag: Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell' autonomia statutaria, Quad ric giur Banca d'Italia, 54/2001, 25.
- 120) *Carmignani* in *Sandulli/Santorò*, La riforma, 891.
- 121) *Leiter*, Der Schutz des Minderheitsgesellschafters in *Hilpold*, Die Reform des italienischen Gesellschaftsrechts im europäischen Kontext (in Druck); der Beitrag ist in Audioversion unter [www.regione.taa.it/giunta/conv/cooperazione\\_dicembre\\_2003/index\\_coop.htm](http://www.regione.taa.it/giunta/conv/cooperazione_dicembre_2003/index_coop.htm) verfügbar.
- 122) Der Sachverständige ist befugt, auch die Kostentragung zu entscheiden.
- 123) Ein umfassendes gerichtliches Überprüfungsverfahren gem § 9, § 11 SpaltG, § 13 SEG oder §§ 29 ff dUmwG kennt das italienische Recht nicht. Aufgrund des auf wenige Sachverhalte beschränkten gerichtlichen Schutzes stellt *Rordorf* die Verfassungsmäßigkeit des italienischen Bewertungsverfahrens in Frage: *Rordorf*, Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma, Le Società 07/2004, 930.
- 124) *Carmignani* in *Sandulli/Santorò*, La riforma, 892.
- 125) Art 2437-*quater* cc.
- 126) Die Frist wurde erst durch das Decreto Legislativo 6 febbraio 2004, n 37 eingefügt.
- 127) Vgl *Proto* in *Caratozzolo/Di Amato/Dimundo/Lo Cascio/Muscolo/Proto*, Società per azioni (2003), 165 ff.
- 128) *Leiter*, Minderheitsgesellschafters, [www.regione.taa.it/giunta/conv/cooperazione\\_dicembre\\_2003/index\\_coop.htm](http://www.regione.taa.it/giunta/conv/cooperazione_dicembre_2003/index_coop.htm).

ligen Aktien innerhalb eines Jahres ab Erwerb zu veräußern. Andernfalls müssen die Aktien eingezogen und das Kapital herabgesetzt werden.<sup>129)</sup> Die Kapitalherabsetzung ist somit als *ultima ratio* anzusehen.

### C. Rückwerbbarer Anteile im funktionalen Vergleich zu Österreich und Deutschland

#### 1. Die umfangreicheren Möglichkeiten der rückwerbbarer Anteile

Drei Rechtsinstitute des österreichischen und deutschen Aktienrechts laden zu einem Vergleich mit den rückwerbbarer Aktien ein: die Zwangseinziehung, der Rückwerb eigener Anteile und die Vereinbarung schuldrechtlicher Optionen zugunsten der Gesellschaft und/oder der Aktionäre. Rückwerbbarer Aktien bilden eine Kombination der genannten Einrichtungen, gehen in ihrer Wirkung aber über die Gestaltungsmöglichkeiten der österreich-deutschen Bestimmungen hinaus.

##### a) Rückwerbbarer Aktien und Zwangseinziehung

Grundsätzlich können anhand rückwerbbarer Aktien ähnliche Effekte erzielt werden wie im österreichischen und deutschen Recht durch die zwangsweise Einziehung von Aktien zur Kapitalherabsetzung gem § 192 öAktG bzw § 237 dAktG.<sup>130)</sup>

Die Bestimmungen über rückwerbbarer Aktien in den untersuchten Rechtsordnungen unterscheiden sich davon jedoch in mehrfacher Hinsicht: Während die Zwangseinziehung in Österreich und Deutschland grundsätzlich eines Hauptversammlungsbeschlusses bedarf, kann der Erwerb von rückwerbbarer Anteilen – jedenfalls in England und Spanien – ohne Mitwirkung der Hauptversammlung vorgenommen werden. Selbst wenn im österreichischen und deutschen Recht ein Hauptversammlungsbeschluss nicht erforderlich ist (gestattete Zwangseinziehung),<sup>131)</sup> muss die Satzung die Einzelheiten der Durchführung so weit konkretisieren, dass dem Vorstand im Ergebnis kein Ermessensspielraum verbleibt.<sup>132)</sup> Die rückwerbbarer Aktien unterscheiden sich von der Zwangseinziehung auch mit Blick auf die Möglichkeit zur Weiterveräußerung der Aktien. Während nach österreichischem und deutschem Recht die Zwangseinziehung zwingend zur Kapitalherabsetzung führt,<sup>133)</sup> können rückwerbbarer Anteile in den genannten Rechtsordnungen wiederveräußert werden.

Ähnlich wie durch rückwerbbarer Anteile kann nach österreichischem und deutschem Aktienrecht mittels der Zwangseinziehung ein statutarisches Ausschussrecht vorgesehen werden.<sup>134)</sup> Der Aktionär ist von vornherein Inhaber eines weniger bestandfesten Mitgliedschaftsrechts, wobei das Einziehungsrecht der Gesellschaft aus Sicht des Aktionärs eine inhaltliche Beschränkung darstellt.<sup>135)</sup> Der Ausschluss bedarf allerdings nach österreichischem und deutschem Recht zwingend einer sachlichen Rechtfertigung<sup>136)</sup>, was für rückwerbbarer Anteile in den untersuchten Rechtsordnungen gerade nicht erforderlich ist.

##### b) Rückwerbbarer Aktien und Erwerb eigener Anteile

Stellt man auf die Zuständigkeit hinsichtlich der Verwendung des Finanzinstruments ab, bietet sich der Vergleich zum Erwerb eigener Aktien an. Nach österreichischem und deutschem Recht bedarf der Erwerb eigener Aktien nach einmaliger Genehmigung innerhalb von achtzehn Monaten keines weiteren Hauptversammlungsbeschlusses. Dem Vorstand kann für den Erwerb eigener Aktien zum Zwecke der Einziehung ein Ermessen eingeräumt werden.<sup>137)</sup> Die Einziehung durch den Erwerb eigener Aktien bietet eine größere Flexibilität gegenüber der schlichten Einziehung nach § 192 öAktG bzw § 237 dAktG.<sup>138)</sup> In Kombination mit dem genehmigten Kapital (§ 169 öAktG, § 202 dAktG) kann daher – auch in Österreich und Deutschland – zumindest in beschränktem Ausmaß von einem variablen Kapital gesprochen und insofern den rückwerbbarer Anteilen gleichgesetzt werden.<sup>139)</sup> Die Möglichkeit zur Einziehungsermächtigung im österreichischen und deutschen Aktienrechts scheint allerdings europarechtlich bedenklich, da die Kapitalrichtlinie für die Kapitalherabsetzung stets einen Beschluss der Hauptversammlung verlangt und eine Ausnahme nur bei der Einziehung von rückwerbbarer Anteilen vorsieht.<sup>140)</sup>

129) *Notari in Abriani/Calvosa/Ferr/ Giannelli/Guerrera/Guizzi/ Notari/Paciello/Rescio/Rosapepe/Richter/Tofoletto*, Diritto delle società di capitali (2003), 73 ff.

130) Siehe auch Grechenig, Das Spanische Kapitalgesellschaftsrecht im Funktionalen Vergleich Dissertation Universität Wien, (in Druck); *Habersack*, Rückwerbbarer Aktien in Lutter-FS, 1330; *Baums*, Regierungskommission Rz 235.

131) Zur Systematik des § 237 dAktG (ebenso die österreichische Parallelbestimmung § 192 öAktG) s *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup> § 237 Rz 12 ff.

132) *Nagele* in *Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>4</sup> § 192 Rz 7; *Lutter* in KölnKomm AktG<sup>2</sup> § 237 Rz 44, 116; *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup>, § 237 Rz 28; *Martens*, AG 1996, 343 f. Auch wenn die Hauptversammlung (bei der zugelassenen Zwangseinziehung) entscheidet, kann dem Vorstand kein Entscheidungsermessen eingeräumt werden; s *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup> § 237 Rz 113.

133) *Lutter* in KölnKomm AktG, § 237 Rz 4 ff, 13, 22; *Hüffer*, AktG<sup>5</sup> § 237 Rz 4; *Bachner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, Kommentar zum Aktiengesetz (2003) § 192 Rz 4.

134) *Lutter* in KölnKomm AktG, § 237 Rz 13; *Reinisch*, Ausschluss, 20; *Hüffer*, AktG<sup>5</sup>, § 237 Rz 4; *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup>, § 237 Rz 2.

135) *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup>, § 237 Rz 16; *Bachner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, Kommentar zum Aktiengesetz (2003) § 192 Rz 4.

136) *Reinisch*, Ausschluss, 23; *Lutter*, KölnKomm AktG, § 237 Rz 38, 47. *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup> § 237 Rz 16, 44; mit Bezug zur zugelassenen bzw gestatteten Zwangseinziehung, die das primäre Äquivalent zu rückwerbbarer Anteilen darstellt. Bei der angeordneten Zwangseinziehung ist eine sachliche Rechtfertigung nicht erforderlich, da die Mitgliedschaft von vornherein an den Eintritt bestimmter Voraussetzungen gebunden ist und daher kein Ermessensspielraum besteht. Zur Beachtung des Gleichbehandlungsgebots s *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup> § 237 Rz 46 ff; vgl zur österreichischen Rechtslage *Bachner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, Kommentar zum Aktiengesetz (2003) § 192 Rz 8.

137) § 65 Abs 1 Z 8 letzter Satz öAktG; § 71 Abs 1 Z 8 letzter Satz dAktG; dazu *Kalss*, GesRZ Sonderheft 2001, 45; *Kalss*, in *Doralt/Nowotny/Kalss* Kommentar zum Aktiengesetz (2003) § 65 Rz 57; *Hüffer*, AktG<sup>5</sup> § 71 Rz 19 m; *van Aerssen*, *Erwerb eigener Aktien und Wertpapierhandelsgesetz*, WM 2000, 394. Die Bestimmung soll ähnlich wie die rückwerbbarer Aktien „größere Flexibilität“ schaffen, s *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup> § 71 Rz 232.

138) Siehe *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup> § 71 Rz 233 zur Begründung der deutschen Materialien (RegBegr. BT-Druck. 13/9712, S 13).

139) „*Floating des Grundkapitals*“ *Mertens*, AG 1996 345; *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup> § 71 Rz 242. *Oechsler* macht außerdem auf die praktische Relevanz aufmerksam: 77 von 260 der befragten Aktiengesellschaften haben im Jahr 1999 eine solche Ermächtigung erteilt; weitere 56 Unternehmen beabsichtigen, dies zu tun. Vgl zu Österreich, *Kalss* in MünchenerKomm<sup>2</sup> § 71 Rz 330.

Auch wenn man von der Zulässigkeit der österreichischen und deutschen Ermächtigungsbestimmung ausgeht, besteht der grundlegende Unterschied zu den untersuchten Rechtsordnungen in der Freiwilligkeit der Vertragsparteien. Während der Rückwerb eigener Anteile nach österreichischem und deutschem Recht mit individueller Zustimmung des Aktionärs vorgenommen wird, können rückerwerbbarere Anteile – je nach ihrer Ausgestaltung – gerade auch ohne Einverständnis des Aktionärs zurückerworben werden.<sup>141)</sup> Unter diesem Blickwinkel sind rückerwerbbarere Anteile als Verbindung von Zwangseinziehung und Erwerb eigener Anteile anzusehen. Die rückerwerbbareren Aktien reichen über die österreichischen und deutschen Gestaltungsmöglichkeiten allerdings hinaus, da Zwangseinziehung und Ermächtigung des Vorstands gerade nicht kombiniert werden können.

Die Zuständigkeitsregelungen gehen noch weiter auseinander: Nach österreichischem und deutschem Recht kann die Genehmigung für maximal 18 Monate erteilt werden,<sup>142)</sup> während der Erwerb rückerwerbbarer Aktien durch das Verwaltungsorgan keiner gesetzlichen Höchstfrist unterliegt.<sup>143)</sup> Der Rückwerb muss iSd Gleichbehandlungsgebots grundsätzlich an alle Aktionäre gerichtet sein,<sup>144)</sup> während nach englischem, spanischem und italienischem Recht primär die Aktionäre der jeweiligen Aktiengattung, hier also der Gattung der rückerwerbbareren Anteile, gleich zu behandeln sind. Die Ermächtigung ist nach österreichischem und deutschem Recht auf höchstens 10 % beschränkt<sup>145)</sup> – eine Grenze, die nur das italienische Recht für rückerwerbbarere Aktien vorsieht. In Spanien können dagegen bis zu 25 % der Aktien als rückerwerbbar ausgegeben werden. Nach englischem Recht muss gar nur eine einzige nichtrückerwerbbarere Aktie gehalten werden.<sup>146)</sup>

### c) Rückwerbbarere Aktien versus schuldrechtliche Verkaufsoption des Gesellschafters

Die rückerwerbbareren Anteile spanischer, englischer und italienischer Aktiengesellschaften können nicht nur mit einer Kaufoption der Gesellschaft (*call*), sondern auch mit einer Verkaufsoption der Aktionäre gegenüber der Gesellschaft verknüpft sein (*put*). Die Gesellschaft kann den Gesellschaftern somit ein Andienungsrecht, das einem Austrittsrecht ohne wichtigen Grund gleichkommt, einräumen. Dagegen ist im österreichischen Aktienrecht strittig, ob die Satzung ein Austrittsrecht ohne wichtigen Grund gewähren kann.<sup>147)</sup> Gleichzeitig kann die Gesellschaft nach österreichischem und deutschem Recht nicht durch eine schuldrechtliche Vereinbarung zum Rückwerb gezwungen werden, da der zweckfreie Erwerb stets eines Hauptversammlungsbeschlusses bedarf.<sup>148)</sup> Auch soweit bei börsennotierten Gesellschaften eine Genehmigung der Hauptversammlung erteilt wurde, ist diese zeitlich gebunden und die Gültigkeit einer zeitlich darüber hinausreichenden schuldrechtlichen Vereinbarung zivilrechtlich nicht gesichert.<sup>149)</sup> Das Rechtsgeschäft über den Rückwerb muss sich – bei sonstiger Nichtigkeit – an die Grenzen des Erwerbs eigener Anteile halten.<sup>150)</sup> Das Geschäft ist – unabhängig von dessen Erfüllung<sup>151)</sup> – unter anderem unwirksam, wenn die Gesellschaft bei dessen Abschluss bereits 10 % eigene Aktien besaß.<sup>152)</sup> Soweit die Hauptversammlung eine Genehmigung zum

zweckfreien Rückwerb erteilt hat, darf die Laufzeit der Option 18 Monate nicht übersteigen.<sup>153)</sup> Die Gesellschaft kann – anders als anhand rückerwerbbarer Anteile in den untersuchten Rechtsordnungen – nicht durch eine rechtsgeschäftliche *put*-Option des Aktionärs gegenüber der Gesellschaft zur Umgehung der Bestimmungen über den Erwerb eigener Anteile verpflichtet werden.<sup>154)</sup> Diese Probleme treten bei rückerwerbbareren Aktien nicht auf. Vielmehr ist die Gültigkeit der rückerwerbbareren Anteile kraft ausdrücklicher gesetzlicher Ermächtigung gesichert. Soweit die Grenzen über eigene Anteile überschritten wurden, muss die Gesellschaft das Kapital herabsetzen. In jedem Fall kann der Aktionär seine *put*-Option gegenüber der Gesellschaft durchsetzen, da die Erwerbsverpflichtung der Gesellschaft gültig zustande kommt.<sup>155)</sup>

## 2. Rückwerbbarere Aktien versus schuldrechtliche Kaufoption der Gesellschaft

Soweit statutarische Ausschlussbestimmungen unzulässig sind,<sup>156)</sup> können sie als schuldrechtliche Verpflichtungen wirksam sein.<sup>157)</sup> Eine (schuldrechtliche) *call*-Option der Gesellschaft ist – anders als die *put*-Option

140) Vgl Art 37 der 2. GesRL. Auch *Habersack*, Rückwerbbarere Aktien in Lutter-FS, 1345, zweifelt an der europarechtlichen Konformität des deutschen Bestimmung. Für die europarechtliche Zulässigkeit *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup> § 71 Rz 232, da die Kapitalschutzrichtlinie keine *nachträgliche* Entscheidung der Hauptversammlung erfordert; *Martens*, AG 1996, 345.

141) Siehe auch *Reinisch*, Ausschluss, 21.

142) *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup> § 71 Rz 238 ist dagegen der Ansicht, dass die 18-Monats-Grenze nur für den Erwerb, nicht aber für die Ermächtigung zu Einziehung gilt.

143) Vgl hier allerdings die spanische Mindestfrist, die darauf abzielt, den Handel mit eigenen Anteilen zu hemmen. In dieser Hinsicht ist das spanische Recht unflexibler als das deutsche Recht.

144) *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup> § 71 Rz 198 ff, 200; *Paefgen*, Eigenkapitalderivate bei Aktienrückkäufen und Managementbeteiligungsmodellen, AG 02/1999, 67 f. Beide sprechen von einem „umgekehrten Bezugsrecht“. (S dort auch zum Ausschluss des umgekehrten Bezugsrechts bzw Andienungsrechts).

145) *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup> § 71 Rz 237.

146) Für das deutsche Recht schlägt die Regierungskommission Corporate Governance eine Höchstgrenze von 50 % vor, vgl *Baums* (Hrsg), Bericht, 248 ff.

147) *Kalss*, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 366, mit Bezug auf die aktienrechtliche Satzungsstrenge.

148) Der Erwerb zur Abfindung von Minderheitsaktionären (§ 65 Abs 1 Z 5 öAktG) gilt nur für „gesetzlich“ vorgesehene Fälle; s auch § 71 Abs 1 Z 3 dAktG; *Hüffer*, AktG<sup>5</sup> § 71 Rz 14 f. § 65 Abs 1 Z 6 öAktG geht nur innerhalb der Vorschriften über die Kapitalherabsetzung.

149) *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup> § 71 Rz 75 f.

150) *Paefgen*, Eigenkapitalderivate, AG 1999, 73; *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup> § 71 Rz 75. Beide mit Bezug zur *put*-Option eines Gesellschafters; *Lutter* in KölnKomm AktG, § 71 Rz 75; *Hüffer*, AktG<sup>5</sup> § 71 a Rz 24. Anders verhält sich die Rechtslage bei Derivaten, die nicht auf einen tatsächlichen Erwerb, sondern nur auf ein *Cash Settlement* gerichtet sind; s *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup> § 71 Rz 77 ff.

151) Die Erfüllung einer solchen Nichtschuld würde eine verbotene Einlagenrückgewähr darstellen; *Lutter* in KölnKomm AktG § 71 Rz 81; *Hüffer*, AktG<sup>5</sup> § 71 a Rz 24.

152) *Paefgen*, Eigenkapitalderivate, AG 1999, 73 f; *Lutter* in KölnKomm AktG § 71 Rz 75.

153) *Paefgen*, Eigenkapitalderivate, AG 1999, 74.

154) *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup> § 71 Rz 75.

155) Siehe dazu auch die Ausführungen zu Section 178 CA 1985, die den Fall regeln, in dem die Gesellschaft ihrer Zahlungsverpflichtung nicht nachkommen kann.

156) Siehe oben C.1.a).

157) *Lutter* in KölnKomm AktG § 237 Rz 11, 41; *Reinisch*, Ausschluss, 32.

eines Gesellschafters – grundsätzlich wirksam.<sup>158)</sup> Zwar kann es sein, dass der Vorstand aufgrund der Bestimmungen über den Erwerb eigener Anteile im konkreten Fall zum Rükckerwerb nicht befugt ist. Dabei handelt es sich aber um eine Frage der internen Willensbildung der Gesellschaft, welche die Gültigkeit des Rechtsgeschäfts nicht beeinträchtigt.<sup>159)</sup> Die *call*-Option der Gesellschaft würde – ebenso wie bei Erwerb rükckerwerbbarer Aktien – auch nicht zwingend zur Einziehung der Aktien führen.<sup>160)</sup>

Eine schuldrechtliche Kaufoption der Gesellschaft gewährleistet allerdings nicht, dass die Rückverkaufsverpflichtung des Aktionärs bei der Veräußerung des Anteils an einen Dritten mitübertragen wird. Die schuldrechtliche Verpflichtung des Aktionärs zur Übertragung an die Gesellschaft müsste eigens an den Erwerber übertragen werden.<sup>161)</sup> Andernfalls würde der Dritte die Anteile dinglich unbelastet erwerben. Die Gesellschaft könnte nur vom ursprünglichen Aktionär die Neubeschaffung von Anteilen und Rückübertragung fordern. In den untersuchten Rechtsordnungen ist hingegen die – in den rükckerwerbbaaren Anteilen verbrieft – Rückübertragungsverpflichtung des Gesellschafters untrennbar mit dem Anteil verknüpft und wird jedenfalls auf Dritte mitübertragen.

#### D. Ausblick

Für das deutsche Recht fordern mittlerweile nicht nur Vertreter der Lehre<sup>162)</sup>, sondern auch die *Regierungskommission Corporate Governance*<sup>163)</sup> die Einführung der rükckerwerbbaaren Anteile. Die zunehmende Verbreitung rükckerwerbbarer Aktien in den europäischen Rechtsordnungen belegt die Eigenständigkeit dieses Rechtsinstruments, dessen Einsatzmöglichkeiten vom

österreichischen und deutschen Recht nicht vollkommen nachgebildet werden können. In stringenter Form bedeuten rükckerwerbbaare Anteile einen entscheidenden Schritt weg von zwingender Kompetenzverteilung und Gläubigerschutz durch das Nennkapitalsystem – dessen Effektivität aber generell in Frage zu stellen ist<sup>164)</sup> – hin zur verstärkten Selbstregulierung der Gesellschaft. Als „variables“ Kapital wird den Gläubigern vorweg das Vertrauen auf einen Teil des Haftungsfonds genommen. Soweit eine Kapitalbindung das Vertrauen in Höhe des gesamten Nennkapitals auch im Bereich rükckerwerbbarer Aktien schützen soll, läuft das der Flexibilität der Eigenkapitalfinanzierung und damit der Idee der rükckerwerbbaaren Aktien entgegen.

Die Bedeutung rükckerwerbbarer Anteile liegt va in ihrer Rolle für die Gestaltung mitgliedschaftlicher Rechte. Die Spannung zur grundsätzlichen Zweckgebundenheit des Rükckerwerbs von Anteilen durch die Gesellschaft wird bei rükckerwerbbaaren Aktien zugunsten der Privatautonomie gelöst.

158) *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup> § 71 Rz 76.

159) *Oechsler* in MünchenerKomm<sup>2</sup> § 71 Rz 76.

160) *Lutter* in KölnKomm AktG § 237 Rz 41.

161) *Reinisch*, Ausschluss, 32.

162) *Escher-Weingart/Kübler*, Erwerb eigener Aktien. Deutsche Reformbedürfnisse und europäische Fesseln? ZHR 162 (1998) 537; *Baums*, Aktienrecht für globalisierte Märkte – Generalbericht, in *Hommelhoff/Lutter/Schmidt/Schön/Ulmer*, Corporate Governance (ZHR Beiheft 71) (2002), 21. Auch im Schweizer Aktienrecht, das „redeemable non-voting“ shares in Form von Partizipationsscheinen bis 1991 zuließ, wird die Wiedereinführung derzeit diskutiert. Vgl *Böckli* Schweizer Aktienrecht<sup>3</sup> (2004), 545 ff.

163) *Baums* (Hrsg), Bericht, 248 ff.

164) Zur beschränkten Wirksamkeit des Nennkapitals als Gläubigerschutzinstrument s zB *Oelkers*, Mindestkapital und Nennkapital – Leistungskraft für den Gläubigerschutz, GesRZ 06/2004 sowie 01/2005 (in Druck); vgl aber *Schön*, Die Zukunft der Kapitalaufbringung/-erhaltung, Der Konzern 03/2004, 165 ff.

#### E. Tabellarische Übersicht

	England	Spanien	Italien
Welche Gesellschaften	Alle Kapitalgesellschaften	Börsennotierte Gesellschaften	Alle Kapitalgesellschaften
Zulässige Höchstgrenze	Alles bis auf einen Anteil	25 % des Grundkapitals	10 % des Grundkapitals
Rükckerwerbbaare Aktien als eigene Aktiengattung	Ja	Ja	Ja
Einräumung des Stimmrechts	Ja	Ja	Ja
Kompetenzverteilung	HV: Entscheidung über Ausgabe/Board: Restliche Entscheidungen	HV: Ausgabe/Verwaltung: Delegation möglich	HV: Satzung/Verwaltung: Restliche Entsch.
Option (a) zugunsten der Gesellschaft (b) zugunsten des Gesellschafters (c) zugunsten beider	a, b, c	a, b, c	a, b, c,
Sperrfrist vor dem Rükckerwerb	Nein	Grundsätzlich nein (3 Jahre, wenn Option zugunsten der Gesellschaft)	Nein
Finanzierung	Bilanzgewinn, Neuemission, bei private companies auch Zahlung aus gebundenem Kapital	Bilanzgewinn, Neuemission	Bilanzgewinn, Neuemission
Kapitalherabsetzung als Resultat (als zwingendes Ergebnis)	Nein	Nein	Nein

	England	Spanien	Italien
Preisbestimmung	Satzung	Satzung	Gesetzliches Bewertungsverfahren (Art 2374-ter cc)
Minderheitenrechte (a) Höhe des Entgelts (b) In Zusammenhang mit der Kapitalherabsetzung	(a) allgemeines Recht des „unfair prejudice“ gem s 459 CA 1985 (b) ja	–	(a) Bewertungskontrolle (b) ja
Verwaltungsaktien	Ja bei börsennotierten Gesellschaften	Ja nach der Umwandlung in normale Aktien.	Ja
Umwandlung in normale Stammaktien	Nein	Ja	Ja

### → In Kürze

Rückerwerbende Aktien stellen je nach Ausgestaltung ein Rückkaufsrecht der Gesellschaft oder ein Verkaufsrecht des Gesellschafters dar. Aus österreichischer und deutscher Sicht bilden sie eine Kombination aus Zwangseinziehung, Erwerb eigener Anteile, schuldrechtlichen Kaufs- oder Verkaufsoptionen und Austritts- bzw Ausschlussrechten. Als einheitliches Finanzierungsinstrument gehen sie über die österreichischen und deutschen Gestaltungsmöglichkeiten hinaus und können jedenfalls nicht zur Gänze nachgebildet werden.

### → Zum Thema

#### Über die Autoren:

Mag. Kristoffel Grechenig LL.M. (Columbia), Mag. Eva-Désirée Lembeck LL.M. (Brügge) sowie Mag. Janine Oelkers sind Mitarbeiter des START-Forschungsprojekts des Fonds zur Förderung der wissenschaftlichen Forschung (FWF) „Organisation und Vermögensordnung im Recht der Kapitalgesellschaften“, Wirtschaftsuniversität Wien, das von Professor Dr. Susanne Kalss geleitet wird. Für weitere Informationen s <http://www.start-law.at/>.

#### Von den Autoren erschienen:

*Art/Bervoets/Grechenig/Kalss*, Die europäische Corporate Governance-Bewegung, GesFZ Sonderheft 2002, 64–80.  
*Art/Bervoets/Grechenig/Kalss*, The Societas Europaea in Relation to the Public Corporation of Five Member State (France, Italy, Netherlands, Spain, Austria), EBOR 2002, 733–764.  
*Art/Bervoets/Grechenig/Kalss*, The Status of the Law on Stock Corporations of Central and Eastern Europe: Facing the Challenge to enter the European Union and to implement the European Company, EBOR 2003, 245–272.  
*Art/Grechenig/Kalss*, Austria, in: *Teichmann/Oplustil*, The European Company – all over Europe 1–23 (2004 De Gruyter).  
*Berger/Eckert/Grechenig*, Regelungsschwerpunkte der Minderheitsvertretung im Aufsichtsrat aus rechtsvergleichender Sicht, ZfRV 05/2002, 163–176.  
*Bervoets/Lembeck*, Die „GmbH-Light“ – Ein Trend in Europa?, SWI 7/2004, 355–363.  
*Grechenig*, Die Übertragung von Geschäftsanteilen einer spanischen GmbH: in *Kalss* (Hrsg), Die Übertragung von GmbH-Geschäftsanteilen (2003 Linde Verlag).  
*Grechenig/Morillas*, La administración de la Sociedad Anónima Europea en el Reglamento (CE) de 8 de octubre de 2001. El sistema dualista austriaco y alemán y la adaptación del derecho español, Derecho de los Negocios, Núm 145, octubre 2002, 1–27.  
*Lembeck*, Die Übertragung von Anteilen an einer irischen *private company*, in: *Kalss* (Hrsg), Die Übertragung von GmbH-Geschäftsanteilen in 14 europäischen Rechtsordnungen (2003 Linde Verlag), 253–262.  
*Lembeck*, Die Übertragung von Anteilen an englischen *private companies*, in: *Kalss* (Hrsg), Die Übertragung von GmbH-Geschäftsanteilen in 14 europäischen Rechtsordnungen (2003 Linde Verlag) 223–251.  
*Lembeck*, UK Company Law Reform – ein Überblick, NZG 20/2003, 956–965.  
*Oelkers*, Mindestkapital und Nennkapital – Leistungskraft für den Gläubigerschutz, GesRZ 06/2004 sowie 01/2005 (in Druck).



## Vökl Corporate Governance Enforcement

Welche Pflichten treffen die Leitungsorgane eines Unternehmens, wie sind diese organisationsrechtlich zu erfüllen und wie können Pflichtverletzungen vom Unternehmen, seinen Aktionären, seinen Konkurrenten und Anlegern im Allgemeinen durchgesetzt und sanktioniert werden?

Das vorliegende Buch untersucht den **Umfang der Informationspflichten und deren Erfüllung**, sowie **Fragen der Informationshaftung** in kapitalmarkt-, gesellschafts- und insbesondere zivilrechtlicher Hinsicht eingehend. Schließlich erfolgt eine Prüfung der einzelnen Ansprüche, wobei in diesem Zusammenhang erstmals auch die Societas Europaea (SE) Berücksichtigung findet.

2004. XXII, 150 Seiten. EUR 34,- ISBN 3-214-02549-X

MANZ