

# INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE

STEFAN BRASS/ THOMAS TIEDEMANN

DIE ZENTRALE GEGENPARTEI BEIM  
UNZULÄSSIGEN ERWERB EIGENER AKTIEN



INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE  
JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT FRANKFURT

WORKING PAPER SERIES No. 66



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

**INSTITUTE FOR LAW AND FINANCE**

**JOHANN WOLFGANG GOETHE-UNIVERSITÄT**

**SENCKENBERGANLAGE 31**

**D-60054 FRANKFURT AM MAIN**

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

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

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

Stefan Brass/ Thomas Tiedemann

**Die zentrale Gegenpartei beim  
unzulässigen Erwerb eigener Aktien**

Institute for Law and Finance

**WORKING PAPER SERIES NO. 66**

**08/ 2007**

**Die zentrale Gegenpartei beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien**

*Die Konsequenzen eines unzulässigen Erwerbs eigener Aktien auf ein Rechtsgeschäft zwischen zwei Handelspartnern sind hinreichend bekannt. Die Einführung einer zentralen Gegenpartei hat jedoch zu grundlegenden Veränderungen der Vertrags- und Abwicklungsstruktur im Börsenhandel geführt. Ein wirtschaftlich einheitlicher Kauf wird juristisch aufgeteilt in zwei Rechtsgeschäfte mit der CCP. Der folgende Beitrag zeigt, wie sich ein unzulässiger Erwerb eigener Aktien in diesem System auswirkt und welche Risiken für den zentralen Kontrahenten damit einhergehen.*

## **I. Grundlagen**

### **1. Der zentrale Kontrahent an der Frankfurter Wertpapierbörse**

Im Jahr 2003 wurde an der Frankfurter Wertpapierbörse für den Aktienhandel auf Xetra und dem Parketthandel ein zentraler Vertragskontrahent (CCP) eingeführt.<sup>1</sup> Seitdem ist die EUREX CLEARING AG, eine 100 %ige Tochter der Eurex Frankfurt AG, zentrale Gegenpartei für an der Frankfurter Wertpapierbörse abgeschlossene Börsengeschäfte. Das Konzept einer zentralen Gegenpartei ist für den Börsenhandel nicht neu. Börsen im europäischen Ausland, sowie einige Börsen im Inland verfügen bereits seit längerem über einen zentralen Kontrahenten, so etwa die Eurex Deutschland als Nachfolgerin der Deutschen Terminbörse und die Strombörse European Energy Exchange. Gleiches gilt für die Eurex Zürich, die London Stock Exchange, die Helsinki Stock Exchange und die Euronext.

Durch den zentralen Kontrahenten werden die Aktienkaufverträge nicht mehr unmittelbar zwischen den Handelsteilnehmern, sondern zwischen den Handelsteilnehmern und der zentralen Gegenpartei geschlossen. Nach der automatisierten Zusammenführung von Aufträgen (sogenanntes *Matching*) entstehen somit mindestens zwei Vertragsverhältnisse und in der Folge eine Vertragskette. Zu Stande kommt sowohl ein Kaufvertrag zwischen Veräußerer und CCP als auch zwischen CCP und Erwerber. Damit ist die CCP Käufer für

---

\* Rechtsanwalt *Stefan Brass* ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institute for Law and Finance (ILF) der Johann Wolfgang Goethe Universität in Frankfurt am Main. Ref. jur. *Thomas Tiedemann* ist Rechtsreferendar am LG Frankfurt. Die Autoren danken *Prof. Dr. Dr. h.c. Theodor Baums*, Direktor des Institute for Law and Finance, und *Juniorprof. Dr. Ulrich Segna*, Institut für Arbeits- Wirtschafts- und Zivilrecht der Johann Wolfgang Goethe Universität in Frankfurt am Main für ihre wertvollen Hinweise und Anregungen.

<sup>1</sup> CCP = Central Counterparty. Die Begriffe zentrale Gegenpartei, zentraler Kontrahent, Central Counterparty oder die Abkürzung CCP werden synonym verwendet und bezeichnen die Eurex Clearing AG in ihrer Funktion im Aktienhandel; vgl. [www.deutsche-boerse.com](http://www.deutsche-boerse.com).

jeden Verkäufer und Verkäufer für jeden Käufer (Kap. I 1.2.1 Abs. 1 CB).<sup>2</sup> Allerdings können gemäß Kap. I 1.2.1 Abs. 1 CB nur solche Handelsteilnehmer Vertragspartner der CCP werden, die über eine Clearing-Lizenz verfügen (sog. Clearing-Mitglieder - CM). Ein Handelsteilnehmer, der keine Clearing-Lizenz besitzt (sog. Nicht-Clearing-Mitglied - NCM), kann aber als Vertreter eines Clearing-Mitglieds eine Order im System platzieren. In diesem Fall treten die Clearing-Mitglieder als Verkaufs- oder Einkaufskommissionäre auf. Zugleich kommt ein Vertrag zwischen dem Nicht-Clearing-Mitglied und dem Clearing-Mitglied zu Stande, sodass sich die Vertragskette auf der Erwerber- und/oder Veräußererseite um mindestens ein Glied verlängert (Kap. I 1.2.1 Abs. 2 CB, vgl. auch unten III).

## 2. Sinn und Zweck eines zentralen Kontrahenten

Auf den ersten Blick leuchtet nicht ein, dass eine zentrale Gegenpartei die Effizienz des Marktes zu steigern vermag. *Ein* wirtschaftlich einheitliches Geschäft wird juristisch in *zwei Rechtsgeschäfte* aufgeteilt. Der zentrale Kontrahent erhöht aber die Markteffizienz, indem er im Wesentlichen folgende Aufgaben erfüllt:

Für die Handelsteilnehmer wird das Gegenparteirisiko besser kalkulierbar. Ein effizienteres Risiko-Management wird ermöglicht, da das Insolvenz- bzw. Bonitätsrisiko der Kontrahenten auf die zentrale Gegenpartei verlagert wird. Das Bonitätsrisiko des kaufenden Handelsteilnehmers trägt nicht wie im alten System das verkaufende Handelsmitglied, denn zwischen diesen Parteien besteht keine vertragliche Beziehung. Damit trägt in dem neuen System immer die EUREX CLEARING AG das Bonitätsrisiko als Vertragspartner von Käufer und Verkäufer. Zudem werden offene Positionen auf einer Nettobasis berechnet, was zu einer Reduzierung der Eigenmittelunterlegungen<sup>3</sup> und Sicherheitsleistungen führt (Kap. I 1.2.3 CB). Ebenso bleiben durch diese Konstruktion Veräußerer und Erwerber anonym.<sup>4</sup>

Die CCP trägt folglich grundsätzlich das Bonitätsrisiko des liquiditätsschwachen Erwerbers. Dabei bedient sich der zentrale Kontrahent einer mehrfachen Absicherung. Schon die Vergabe der Clearing-Lizenz (Kap. V 1.1.2 CB) dient einer Risikobegrenzung, da hierdurch nur liquiditätsstarke Handelsteilnehmer Vertragspartner werden können. Zudem werden

---

<sup>2</sup> Clearing-Bedingungen der Eurex Clearing AG (im Folgenden: CB), abrufbar unter [www.eurexchange.com/download/documents/regulations/clearing\\_conditions\\_de.pdf](http://www.eurexchange.com/download/documents/regulations/clearing_conditions_de.pdf) (Stand: 2.07.2007).

<sup>3</sup> Gemäß § 49 II Nr. 7 SolvV (KSA) bzw. § 100 X (IRBA) wird die Bemessungsgrundlage bei Verträgen mit einer CCP mit 0 angesetzt.

<sup>4</sup> Sogenannte *Post-Trade-Anonymity*. Im alten System waren Veräußerer und Erwerber mit dem Matching-Vorgang namentlich bekannt. Die Einführung einer CCP führt dazu, dass die Namen der Parteien nach dem Matching nicht ersichtlich sind. In jeglicher Dokumentation wird der zentrale Kontrahent als Vertragspartner geführt. Für die Parteien ist der wirtschaftliche Kontrahent daher nicht ersichtlich. Eine solche Anonymität wird als Vorteil angesehen, da hierdurch Marktverzerrungen vermieden werden können. Vgl. hierzu *Hess*, Die zentrale Gegenpartei im Effektenhandel, S. 11, abrufbar unter [www.wengerviel.ch](http://www.wengerviel.ch) = AJP 2004, 687 ff.

offene Positionen mit Sicherheitsleistungen in Geld oder Wertpapieren besichert.<sup>5</sup> Eine kollektive Sicherheit stellt der von den Clearing-Mitgliedern finanzierte Clearing-Fonds dar, welcher beispielsweise bei Verzug einer Vertragspartei beansprucht werden kann (Kap. I 1.6.2 CB).

### 3. Problemstellung und Gang der Untersuchung

Fraglich ist allerdings, ob die zentrale Gegenpartei neben dem wirtschaftlichen Bonitätsrisiko auch rechtliche Risiken zu tragen hat, welche sich aus der Unwirksamkeit eines der beiden Rechtsgeschäfte ergeben. Das wird am Beispiel eines unzulässigen Erwerbs eigener Aktien gemäß §§ 71 ff. AktG überprüft.

Aus der Systematik der Verbotsausnahmen des § 71 Absatz 1 AktG ergibt sich, dass grundsätzlich ein Erwerbsverbot eigener Aktien besteht.<sup>6</sup> Entspricht ein Erwerb eigener Aktien nicht den Voraussetzungen der §§ 71 Absatz 1, 2 AktG, ist das Verpflichtungsgeschäft gemäß § 71 Absatz 4 Satz 2 AktG nichtig. Aufgrund des nichtigen Kausalgeschäfts bestehen keine Erfüllungsansprüche und bei Leistung kein Rechtsgrund.<sup>7</sup>

Die Nichtigkeit des Kausalgeschäfts führt somit dazu, dass der CCP kein Kaufpreisanspruch gegen den Erwerber zusteht. Damit stellt sich die Frage, ob die CCP einem wirksamen Zahlungsanspruch des Verkäufers auf der Gegenseite ausgesetzt ist, obwohl die CCP diese Verpflichtung gerade nicht aus dem spiegelbildlichen Vertrag mit dem Erwerber erfüllen kann. Zu untersuchen ist daher, ob die Unwirksamkeit des Rechtsgeschäfts mit dem Erwerber Auswirkungen auf das spiegelbildliche Geschäft mit dem Veräußerer hat.

Bei der rechtlichen Bewertung ist aufgrund der unterschiedlichen Vertragsbeziehungen zwischen zwei Fällen zu differenzieren. Zunächst wird der Fall erörtert, in dem das mit dem CCP unmittelbar kontrahierende Clearing-Mitglied eigene Aktien erwirbt (II.). Im Anschluss wird auf den praktisch bedeutsameren Fall eingegangen, dass ein Nicht-Clearing-Mitglied, welches nicht mit der CCP unmittelbar in Vertragsbeziehung steht, eigene Aktien erwirbt (III.).

---

<sup>5</sup> Kap. I 1.3 CB; *Kümpel*, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., 2004, Rn. 267.

<sup>6</sup> *MünchKomm-Oechsler*, AktG, 2. Aufl., 2003, § 71 Rn. 61; *Beck AG-HB-Zätsch/Maul*, § 4 Rn. 143 f.; *KK-Lutter*, AktG, 2. Auflage, 1988, § 71 Rn. 3; *Hüffer*, AktG, 7. Aufl., 2006, § 71 Rn. 3; *AnwK-AktienR-Block*, Kap. 1 § 71, Rn. 1.

<sup>7</sup> *Beck AG-HB-Zätsch/Maul*, § 4 Rn. 168 ff.; *Hüffer* (Fußn. [6615](#)), § 71 Rn. 24; *MünchKomm-Oechsler* (Fußn. [6615](#)), § 71 Rn. 298; *AnwK-AktienR-Block*, Kap. 1 § 71 Rn. 97 ff.

## II. Unzulässiger Erwerb eigener Aktien durch ein Clearing-Mitglied

In dieser Konstellation erwirbt ein Clearing-Mitglied unzulässigerweise eigene Aktien an der Frankfurter Wertpapierbörse über eine CCP.

### 1. Kaufpreiszahlungsanspruch der CCP gegenüber dem Erwerber

Das nichtige Verpflichtungsgeschäft wird insbesondere durch Zahlung des Erwerbers nicht geheilt.<sup>8</sup> Der CCP steht damit gegenüber dem erwerbenden Clearing-Mitglied kein Anspruch auf Kaufpreiszahlung aus § 433 Absatz 2 BGB zu.

### 2. Kaufpreiszahlungsanspruch des Veräußerers gegenüber der CCP

Zu überprüfen ist, ob die CCP trotzdem gegenüber dem veräußernden Clearing-Mitglied zur Kaufpreiszahlung verpflichtet ist. Gemäß § 433 Absatz 2 BGB muss hierfür ein wirksamer Kaufvertrag zwischen den Parteien vorliegen, bestehend aus zwei inhaltlich übereinstimmenden Willenserklärungen.<sup>9</sup>

#### 2.1 Angebot

Das Angebot zum Verkauf der Wertpapiere an die CCP wird mit der Eingabe einer Order in das System erklärt.<sup>10</sup> Aus jeder Order ist ersichtlich, ob es sich um eine Kauf- oder Verkauforder handelt und wie viele Wertpapiere zu welchem Preis gehandelt werden sollen. Die Order enthält die essentialia negotii und damit alle Voraussetzungen eines wirksamen Angebotes i. S. d. § 145 BGB.

#### 2.2 Annahme

Durch ein Matching führt das elektronische System übereinstimmende Orders zusammen. Zugleich werden damit der Börsenpreis ermittelt und im Normalfall die vertraglichen Verpflichtungen begründet.<sup>11</sup> Allerdings führt dies nicht zu einem unmittelbaren Vertrag

---

<sup>8</sup> MünchKomm-Oechsler (Fußn. [6615](#)), § 71 Rn. 298; AnwK-AktienR-Block, Kap. 1 § 71 Rn. 99.

<sup>9</sup> Für das Xetra-Vorgängersystem IBIS wurde vertreten, dass sich der Vertragsschluss nicht nach den Regeln der §§ 145 ff. BGB, also durch Angebot und Annahme vollzieht, sondern durch beiderseitige Zustimmung zu einem Vertragstext. Vgl. hierzu Kümpel, *Zur Aufnahme des elektronischen Handels an der Frankfurter Wertpapierbörse*, WM 1991, Sonderbeil. 4, S. 5.

<sup>10</sup> Die Vertragskonstruktion ist insbesondere bezüglich Angebotszugang und Annahmeerklärung umstritten, jedoch für das Untersuchungsergebnis ohne Belang. Vgl. hierzu Alfes, *Central Counterparty – zentraler Kontrahent – zentrale Gegenpartei: über den Vertragsschluss an der Frankfurter Wertpapierbörse mittels des elektronischen Handelssystems Xetra unter Einbeziehung einer Central Counterparty*, 2005, S. 103 ff.; *Hammen*, *Börsengeschäft und allgemeines Privatrecht*, ZBB 2000, 293.

<sup>11</sup> Alfes (Fußn. [101019](#)), S. 36; *Kindermann*, , WM 1989, Sonderbeil. 2, S. 17; *Kümpel*, WM 1991, Sonderbeil. Nr. 4, S. 7.



zwischen den Handelsteilnehmern, deren Eingaben das Matching ausgelöst haben<sup>12</sup>, sondern zu spiegelbildlichen Verträgen zwischen dem veräußerndem Clearing-Mitglied und der CCP sowie zwischen dem erwerbenden Clearing-Mitglied und der CCP. Mit einem Matching erklärt die CCP damit grundsätzlich auf beiden Seiten des Geschäfts die Annahme.<sup>13</sup>

Möglich wäre, dass die Annahme der CCP gemäß § 158 BGB nur unter der aufschiebenden oder auflösenden Bedingung erklärt wird, dass das Gegengeschäft nicht an einem Wirksamkeitsmangel leidet. Mit einer derartigen Konstruktion würde man das Risiko eines unzulässigen Erwerbs eigener Aktien auf den Veräußerer übertragen. In den Clearing-Bedingungen finden sich allerdings hierfür keine Anhaltspunkte. Zudem ist Kennzeichen eines bedingten Geschäfts der Zustand objektiver Ungewissheit, der sich darauf bezieht, ob der als Bedingung gesetzte Umstand auch tatsächlich eintreten wird.<sup>14</sup> Veräußerer und Erwerber von Aktien könnten auch nach Erhalt einer Transaktions- bzw. Matchingbestätigung nicht mit Sicherheit von einem wirksamen Rechtsgeschäft ausgehen und müssten immer mit einer möglichen Stornierung oder Rückabwicklung rechnen. Eine solche Vorgehensweise würde dem Zweck der Funktionalität der Märkte und der Rechtssicherheit widersprechen und wäre damit kontraproduktiv und praxisfern. Mithin scheidet die Erklärung einer auflösenden Bedingung auf Seiten der CCP aus. Festzustellen ist daher, dass weder eine Bedingung vereinbart wurde noch wünschenswert wäre.

Der eingegebene Auftrag auf Erwerberseite führt folglich unabhängig von der Wirksamkeit des beabsichtigten Rechtsgeschäfts zu einer Annahme der CCP gegenüber dem Veräußerer.

### 2.3 Qualifizierung als Mistrade

Sofern eine auf Abschluss eines unwirksamen Rechtsgeschäfts gerichtete Order einen Mistrade darstellen sollte, könnte der Erwerber gemäß § 12 Abs. 1 FWB-GB<sup>15</sup> Glattstellung des Geschäfts verlangen. Da die Auftragseingabe durch den Erwerber, welche auf einen unzulässigen Erwerb eigener Aktien gerichtet ist, keinen technischen Fehler im System oder einen objektiv erkennbaren groben Irrtum bei der Auftragseingabe darstellt, scheidet jedoch eine Qualifikation als Mistrade i. S. d. § 12a Abs. 1 FWB-GB aus.

---

<sup>12</sup> Bezüglich der DTB *Kindermann*, WM 1989, Sonderbeil. 2, S. 11.

<sup>13</sup> Das elektronische Handelssystem Xetra hat zur Aufgabe, die eingegebenen Orders zu matchen. Geschäfte die über Xetra zustande kommen, sind Börsengeschäfte. Ob die Annahmeerklärung unter der Bedingung des Matching antizipiert oder anderweitig erklärt wird, ist umstritten, hat jedoch auf das Untersuchungsergebnis keine Auswirkung. Ausführlich hierzu *Alfes* (Fußn. ~~1010~~19), S. 117 ff.

<sup>14</sup> *Larenz/Wolf*, Allgemeiner Teil des deutschen Bürgerlichen Rechts, 9. Aufl., 2004, § 50 Rn. 3.

<sup>15</sup> Bedingungen für Geschäfte an der Frankfurter Wertpapierbörse (8FWB-GB), abrufbar unter [www1.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/spd.nsf/KIR+Web+Publikationen/HAMN-52CEZ4/\\$FILE/FWB04-07-07-01.pdf?OpenElement](http://www1.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/spd.nsf/KIR+Web+Publikationen/HAMN-52CEZ4/$FILE/FWB04-07-07-01.pdf?OpenElement) (Stand 1.7.2007).



## **2.4 Rücktrittsrecht der CCP**

Damit liegt auch im Falle eines unzulässigen Erwerbs eigener Aktien ein wirksamer Vertrag zwischen der CCP und dem Veräußerer vor. In Frage steht, ob dieser Vertrag zu Fall gebracht werden kann. Ein vertragliches Rücktrittsrecht, welches sich die CCP für den Fall vorbehält, dass das Gegengeschäft nicht wirksam zu Stande kommt, ist in den Clearing-Bedingungen der Eurex Clearing AG nicht vorgesehen. Ein solches Rücktrittsrecht der CCP würde wie die Erklärung einer Bedingung einer Funktionalität der Märkte widersprechen und wäre daher nicht markteffizient.

## **2.5 Störung der Geschäftsgrundlage gemäß § 313 BGB**

Würde das nichtige Rechtsgeschäft zwischen Erwerber und CCP zu einer Störung der Geschäftsgrundlage zwischen Veräußerer und CCP führen, so könnte die CCP nach § 313 Absatz 3 Satz 1 BGB von dem Kaufvertrag zurücktreten. Selbst wenn das spiegelbildliche Vertragsverhältnis zwischen CCP und Veräußerer Geschäftsgrundlage des Vertrages der CCP mit dem Erwerber sein sollte und man der CCP unterstellt, dass sie bei Unwirksamkeit des einen Vertrages auch keinen spiegelbildlichen Vertrag geschlossen hätte, bedarf es darüber hinaus einer normativen Bewertung des Einzelfalls. Unter Berücksichtigung aller Umstände muss untersucht werden, ob es dem Vertragspartner unzumutbar ist, an dem Vertrag festzuhalten.<sup>16</sup> Hierbei muss insbesondere die Risikoverteilung zwischen den Vertragsparteien beachtet werden. Bei der Einführung einer CCP spielten auch Erwägungen bezüglich einer allgemeinen Systemstabilisierung der Kapitalmärkte eine Rolle.<sup>17</sup> Eines der wichtigen Ziele des zentralen Kontrahenten ist es zudem, das Risiko-Management der Teilnehmer zu erleichtern und damit zu verbessern. Da die Clearing-Mitglieder lediglich mit der CCP kontrahieren, sind sie auch nur dem Bonitätsrisiko des zentralen Kontrahenten ausgesetzt. Dieser soll alle geschäftlichen Risiken übernehmen. Würde die Nichtigkeit eines spiegelbildlichen Vertrages eine Rücktrittsmöglichkeit eröffnen, so wäre dieses Konzept widerlegt. Unter Beachtung dieser Risikoverteilung bzw. aufgrund der normativen Wertung steht der CCP kein Rücktrittsrecht aus § 313 Abs. 3 Satz 1 BGB zu.

## **3. Rechtsfolgen**

Der Vertrag zwischen veräußerndem Clearing-Mitglied und CCP bleibt von der Nichtigkeit des spiegelbildlichen Vertrages unberührt. Mithin besteht eine wirksame Zahlungsverpflichtung der CCP gegenüber dem Veräußerer. Demnach trägt im Falle des

---

<sup>16</sup> MünchKomm-Roth, BGB, 4. Aufl., 2003, § 313 Rn. 20; Erman-Hohloch, BGB, 11. Auflage, 2004, § 313 Rn. 27; Bamberger/Roth-Unberath, BGB, 2. Auflage, 2007, § 313 Rn. 33.

<sup>17</sup> BT-Drucks. 14/1539, S. 6; vgl. zu den Funktionen eines zentralen Kontrahenten oben I. 2.

unzulässigen Erwerbs eigener Aktien durch ein Clearing-Mitglied die CCP grundsätzlich das Risiko aus der Nichtigkeit und damit der Rückabwicklung des Rechtsgeschäfts. Fraglich ist lediglich, worin dieses Risiko besteht.

Kommt es trotz der Nichtigkeit des Vertrages zu einer Abwicklung des Geschäfts<sup>18</sup>, könnte dem Erwerber ein Rückforderungsanspruch gegenüber der CCP auf Erstattung des Kaufpreises aus § 812 Absatz 1 Satz 1, 1. Alt. BGB (condictio indebiti) zustehen. Zwar stellt die Bezahlung des Erwerbspreises im Rahmen des unzulässigen Erwerbs eigener Aktien grundsätzlich eine verbotene Einlagenrückgewähr dar, die nach den Spezialvorschriften der §§ 57, 62 AktG auszugleichen ist.<sup>19</sup> Im Falle des Aktienkaufs über einen zentralen Kontrahenten findet jedoch dinglich ein Direkterwerb zwischen Erstveräußerer und Letzterwerber statt.<sup>20</sup> Ein Durchgangserwerb über die CCP scheidet damit aus. Auf diese Weise erlangt die CCP kein Eigentum an den Aktien des Erwerbers und wird zu keinem Zeitpunkt Aktionär. Daneben handelt es sich bei der Kaufpreiszahlung durch den Erwerber auch nicht um eine Leistung an die CCP als Dritten, die der Veräußerer als Aktionär gegen sich gelten lassen muss. Zwar mag der Veräußerer durch die Ordereingabe mittelbar die Leistung des Erwerbers an die CCP angeregt haben. Der Erwerber leistet allerdings im eigenen und nicht im Interesse des Veräußerers, weswegen Letzterem der Leistungsempfang nicht zuzurechnen ist.<sup>21</sup> Die Kaufpreiszahlung ist damit letztlich nicht als verbotene Einlagenrückgewähr an die CCP als Aktionärin des Erwerbers zu qualifizieren, womit zugleich ein Rückgewähranspruch aus §§ 57, 62 AktG ausscheidet. Ein Anspruch auf Erstattung des Kaufpreises aus § 812 Absatz 1 Satz 1, 1. Alt. BGB ist nicht subsidiär und steht dem Erwerber gegenüber der CCP zu.

Auch liegt ein Anspruch der CCP gegenüber dem Erwerber aus § 812 Absatz 1 Satz 1, 1. Alt. BGB auf Übereignung der Wertpapiere vor<sup>22</sup>, da mit Eigentumserwerb eine Leistung der CCP an den Erwerber gegeben ist.<sup>23</sup>

---

<sup>18</sup> Im Anschluss an das Clearing kommt es mit dem Settlement zur eigentlichen Abwicklung des Effektesgeschäfts. Dieser dritte (nach Trading und Clearing) und letzte Schritt besteht in der Erfüllung des Geschäfts durch Lieferung der Effekten gegen deren Bezahlung (*delivery versus payment*). Während der Clearing-Phase werden die Aufträge miteinander verrechnet, um dann in der Settlement-Phase umgebucht zu werden. Vgl. BT-Drucks. 14/1539, S. 5.

<sup>19</sup> Hüffer (Fußn. 6615), § 71 Rn. 24; KK-Lutter (Fußn. 6615), § 71 Rn. 80.

<sup>20</sup> Kapitel V 2.1.1 Absatz 3 der Clearing-Bedingungen; siehe auch Horn, *Die Erfüllung von Wertpapiergeschäften unter Einbeziehung eines zentralen Kontrahenten an der Börse – Sachenrechtliche Aspekte* -, WM 2002, Sonderbeil. 2, S. 11.

<sup>21</sup> Vgl. auch zu den übrigen, hier nicht einschlägigen Fallgruppen MünchKomm-Bayer (Fußn. 6615), § 57 Rn. 58 f., 61; Großkomm-Henze, AktG, 4. Auflage, 2001, § 57 Rn. 79 f., 88f.; Hüffer (Fußn. 6615), § 57 Rn. 13 f.

<sup>22</sup> Bezüglich der Ansprüche des Veräußerers: AnwK-AktienR-Block, § 71 Rn. 104 ff.

Diese entgegengesetzten Ansprüche werden entsprechend der Saldotheorie<sup>24</sup> verrechnet; bei Ungleichartigkeit der Ansprüche sind diese Zug um Zug zu erfüllen.<sup>25</sup> Durch die Anwendung der Saldotheorie trägt die CCP nicht das Risiko einer Entreicherung auf Seiten des Erwerbers (§ 818 Absatz 3 BGB), da sich in diesem Fall der Anspruch des Erwerbers gegenüber der CCP um den Wert der Entreicherung verkürzt.<sup>26</sup> Überdies kann sich der Erwerber im Falle eines unzulässigen Erwerbs eigener Aktien gemäß §§ 819 Absatz 1, 818 Absatz 4, 292, 989 BGB nicht auf eine etwaige Entreicherung berufen, da er den Mangel des rechtlichen Grundes schon bei Abschluss des Vertrages kennt.

Sofern die Rückgabe der Aktien unmöglich sein sollte, weil der Erwerber diese weiterveräußert hat, schuldet er der CCP Wertersatz (§ 818 Absatz 2 BGB). Umstritten ist, welcher Zeitpunkt der Wertermittlung gem. § 818 Absatz 2 BGB zugrunde zulegen ist. Rechtsprechung<sup>27</sup> und wohl hL<sup>28</sup> wollen auf den Zeitpunkt der Entstehung des Kondiktionsanspruchs abstellen. Daraus folgt, dass die CCP nicht das Risiko eines nachträglichen Kursrückgangs zu tragen hat. Da der Kondiktionsanspruch schon mit Abschluss des unzulässigen Rechtsgeschäfts entsteht, ist der zu ersetzende Wert mit dem ursprünglichen Kaufpreis identisch. Die CCP unterliegt damit im Falle von Kursveränderungen nicht dem Risiko eines in der Höhe zurückbleibenden bereicherungsrechtlichen Anspruchs.

Findet hingegen kein Settlement statt, sieht sich die CCP einer Verpflichtung gegenüber dem veräußernden Clearing-Mitglied ausgesetzt, welche sie gerade nicht aus dem spiegelbildlichen Vertrag bedienen kann, da der Vertrag mit dem erwerbenden Clearing-Mitglied nichtig ist. Sofern der CCP hieraus ein Schaden erwachsen sollte, kommt in einem solch praktisch seltenen Fall allerdings ein Schadensersatzanspruch der CCP gegenüber dem erwerbenden Clearing-Mitglied aus § 280 Abs. 1 BGB in Betracht. Regelmäßig wird ein unzulässiger Erwerb eigener Aktien eine von dem Clearing-Mitglied zu vertretende Pflichtverletzung der Clearing-Mitgliedschaft darstellen. Zur Absicherung dieses Schadensersatzanspruchs kann auf die bereitgestellten Sicherheiten zurückgegriffen werden.<sup>29</sup> In der Regel wird es nicht zu einem ersatzfähigen Schaden auf Seiten der CCP kommen. Zwar ist sie gegenüber dem

---

<sup>23</sup> Gemäß §§ 133, 157 BGB (analog) liegt aus objektiver Sicht des Erwerbers als Leistungsempfänger eine Leistung der CCP als Vertragspartnerin vor; vgl. Palandt-*Sprau*, BGB, 66. Aufl., 2007, § 812 Rn. 41, 45.

<sup>24</sup> Vgl. hierzu statt vieler MünchKomm-*Lieb*, BGB, 4. Aufl., 2004, § 818 Rn. 110 ff.

<sup>25</sup> Erman-*Westermann* (Fußn. [161627](#)), § 818 Rn. 47; Bamberger/Roth-*Wendehorst* (Fußn. [161627](#)), § 818 Rn. 100; Palandt-*Sprau* (Fußn. [232334](#)), § 818 Rn. 50.

<sup>26</sup> Vgl. *Medicus*, Gesetzliche Schuldverhältnisse, 5. Aufl., 2007, S. 151.

<sup>27</sup> RG, Urt. v. 16.02.1921 – Az. V 398/20, RGZ 101, 389, 391; RG, Urt. v. 22.12.1927 – Az. VI 183/27, 119, 332, 336; BGHZ 5, 197, 201 = NJW 1952, 697; BGH, Urt. v. 08.04.1963 – Az. VIII ZR 219/61, LM MSchG § 30 Nr. 2 = NJW 1963, 1299, 1301; *OLG Düsseldorf*, ZMR 1988, 221.

<sup>28</sup> *Wilburg*, AcP 163 (1964), 346, 352; *Diederichsen*, Jura 1970, 378, 397; *RGRK/Heimann-Trosien*, BGB, 12. Aufl., 1989, § 818 Rn. 19; *Staudinger-Gursky*, BGB, 14. Bearbeitung, 2004, § 951 Rn. 31; Palandt-*Thomas* (Fußn. [232334](#)), § 818 Rn. 26.

<sup>29</sup> Kap. I 1.3. Clearing-Bedingungen; *Kümpel* (Fußn. [5513](#)), Rn. 267.

veräußernden Clearing-Mitglied zur Kaufpreiszahlung verpflichtet. Kompensierend erhält der zentrale Kontrahent im Gegenzug aber auch einen Anspruch auf Übereignung der Aktien, die er zum Marktpreis erworben hat.

### **III. Unzulässiger Erwerb eigener Aktien durch ein Nicht-Clearing-Mitglied**

Abschließend wird eine etwaige Risikoverteilung beim unzulässigen Erwerb eigener Aktien durch ein Nicht-Clearing-Mitglied (NCM) untersucht. Wenn ein Nicht-Clearing-Mitglied eigene Aktien erwerben möchte, muss es mit einem General-Clearing-Mitglied (GCM) einen Kommissionsvertrag abschließen, aufgrund dessen das General-Clearing-Mitglied die Aktien direkt bei der CCP kauft (Kap. I 1.2.1.1 Abs. 2 CB). Nicht-Clearing-Mitglieder müssen ihre Geschäfte über General-Clearing-Mitglieder abwickeln (Kap. I 1.9.1.1 CB). Das heißt, ihre vom Matching erfassten Börsenaufträge werden im Clearing einem GCM zugerechnet. Dies ergibt sich schon aus der NCM-CM-Clearing-Vereinbarung. So heißt es im Anhang 2.2 Abs.1 zu den Clearing-Bedingungen:

„(1) Alle Eingaben des NCM (...) wirken unmittelbar für und gegen das CM. Wird ein vom NCM eingegebener Auftrag oder Quote mit einem anderen Auftrag oder Quote zusammengeführt, kommt ein Geschäft zwischen dem NCM und dem CM und gleichzeitig ein inhaltsgleiches Geschäft zwischen CM und der Eurex Clearing AG zustande.“

Nicht-Clearing-Mitglieder treten somit gegenüber dem zentralen Kontrahenten als Stellvertreter der GCMs auf, da das NCM nicht im eigenen Namen handeln kann.<sup>30</sup> Daraus folgt, dass nur zwischen einem General-Clearing-Mitglied und der EUREX CLEARING AG als zentralem Kontrahenten sowie zwischen GCM und NCM ein Vertragsverhältnis entsteht (vgl. oben I 1).

Untersucht wird zunächst, ob die CCP in dieser Konstellation mit ihrem Kaufpreiszahlungsanspruch gegenüber dem erwerbenden General-Clearing-Mitglied ausfällt und damit überhaupt erst ein rechtliches Risiko für die CCP entstehen kann.

#### **1. Kaufpreiszahlungsanspruch der CCP gegenüber dem CM als Einkaufskommissionär**

Grundsätzlich steht der CCP gegenüber dem GCM als Einkaufskommissionär ein Anspruch auf Kaufpreiszahlung aus § 433 Abs. 2 BGB zu.

---

<sup>30</sup> Kapitel V. 1.1.3 Abs. 2 CB.

## **1.1. Nichtigkeit des Kausalgeschäfts auf Grund eines unzulässigen Erwerbs eigener Aktien durch Dritte**

Aufgrund der Kommissionsvereinbarung zwischen Nicht-Clearing-Mitglied und General-Clearing-Mitglied könnte es sich allerdings bei einem Erwerb von Aktien des Nicht-Clearing-Mitglieds durch ein General-Clearing-Mitglied um einen unzulässigen Erwerb eigener Aktien durch Dritte handeln. Dann könnte das Kausalgeschäft zwischen CCP und General-Clearing-Mitglied gemäß § 71d Satz 1, 4 i. V. m. § 71 Absatz 4 Satz 2 AktG als Erwerb eigener Aktien durch Dritte nichtig sein, wenn die Ausnahmetatbestände des § 71 Absatz 1, 2 AktG nicht vorliegen.<sup>31</sup>

## **1.2 Anwendbarkeit von § 71d Sätze 3-6 AktG auf Kommissionsgeschäfte**

Fraglich ist nur, ob die Rechtsfolge des § 71d Satz 4 i.V. mit § 71 Absatz 4 Satz 2 AktG im Fall der mittelbaren Stellvertretung anwendbar ist.<sup>32</sup> Die mittelbare Stellvertretung der Aktiengesellschaft wird nach dem Gesetzeswortlaut gleichermaßen von § 71a Absatz 2, 1. Fall AktG (Nichtigkeit des Auftrags- oder Geschäftsbesorgungsverhältnisses) wie von § 71d Satz 1 AktG (Nichtigkeit des Erwerbsvertrages des mittelbaren Stellvertreters) erfasst.<sup>33</sup> Die Rechtsfolgen passen jedoch nicht zusammen.<sup>34</sup> Sofern das Auftrags- oder Geschäftsbesorgungsverhältnis nach § 71a Absatz 2 AktG nichtig ist, stellt sich damit die Frage, ob die Rechtsfolgen des § 71d Satz 2 bis 6 AktG trotzdem gelten. In diesem Falle wäre es nämlich widersinnig, der AG als Nicht-Clearing-Mitglied den Anspruch aus § 667 BGB auf Auslieferung der Aktien abzuschneiden, ihr aber ein Erwerbsrecht nach § 71 d Satz 5 AktG zu geben. Die Rechtsfolgen des § 71d Satz 3 bis 6 AktG stehen mithin teilweise im Widerspruch zu den Rechtsfolgen des § 71a Absatz 2 AktG. Die Wertungen des § 71a Absatz 2 AktG, wonach bei Verstoß gegen diese Norm keinerlei rechtliche Beziehungen mehr bestehen sollen, würden einer Verschaffungspflicht gemäß § 71d Satz 5 AktG zuwiderlaufen.<sup>35</sup> Wendet man die Rechtsfolgen des § 71d Satz 5 und 6 AktG an, würde die von § 71a Absatz 2 AktG verneinte Bindung wieder geschaffen. Daher sind diese Regelungskonzepte alternativ, nicht aber kumulativ möglich.<sup>36</sup> Angesichts der für sich genommen eindeutigen und gegenüber § 71d Satz 3 bis 6 AktG in der Rechtsfolge

---

<sup>31</sup> Zu sog. Umgehungsgeschäften vgl. Beck AG-HB-Zätsch/Maul, § 4 Rn. 172 ff.

<sup>32</sup> Vgl. Beck AG-HB-Zätsch/Maul, § 4 Rn. 173.

<sup>33</sup> Vgl. MünchKomm-Oechsler (Fußn. 6615), § 71d Rn. 3 ff.

<sup>34</sup> Vgl. AnwK-AktienR-Block, § 71d Rn. 17 ff.

<sup>35</sup> Benckendorff, Erwerb eigener Aktien im deutschen und US-amerikanischen Recht, 1998, S. 260 f.

<sup>36</sup> MünchKomm-Oechsler (Fußn. 6615), § 71 d Rn. 4; AnwK-AktienR-Block § 71d Rn. 17.

weiterreichenden Regelung des § 71a Absatz 2 AktG ist zu dessen Gunsten zu entscheiden.<sup>37</sup>  
Ist das Rechtsverhältnis über die mittelbare Stellvertretung gemäß § 71a Absatz 2, 1. Fall AktG nichtig, finden § 71d Satz 3 bis 6 AktG prinzipiell keine Anwendung.<sup>38</sup>

### 1.3 Zwischenergebnis

Demzufolge ist das Erwerbsgeschäft zwischen CCP und Clearing-Mitglied nicht gemäß § 71d Satz 1, Satz 4 i.V. mit § 71 Absatz 4 Satz 2 AktG nichtig, wenn ein Nicht-Clearing-Mitglied unzulässigerweise eigene Aktien erwirbt. Der CCP steht gegenüber dem General-Clearing-Mitglied als mittelbarem Stellvertreter ein Anspruch auf Kaufpreiszahlung gemäß § 433 Absatz 2 BGB zu.

## 2. Rechtsfolgen

Da im Falle eines unzulässigen Erwerbs eigener Aktien durch ein Nicht-Clearing-Mitglied das Vertragsverhältnis zwischen CCP und General-Clearing-Mitglied wirksam ist, trägt der zentrale Kontrahent keine rechtlichen Risiken, so dass sich auch nicht die oben diskutierte Frage der Wirksamkeit des Vertrages mit dem andern Vertragspartner des CCP stellt.

Wie bei jedem anderen Erwerb auch besteht bis zur Abwicklung lediglich das allgemeine wirtschaftliche Bonitätsrisiko der anderen Vertragsparteien, dessen Übernahme durch die CCP gerade beabsichtigt ist.<sup>39</sup>

## IV. Ergebnis

Die Untersuchung hat ergeben, dass die CCP nach einer Abwicklung des wertpapierrechtlichen Erfüllungsgeschäfts eines unzulässigen Erwerbs eigener Aktien keine Risiken trägt. Kommt es bei einem unzulässigen Erwerb eigener Aktien durch ein Clearing-Mitglied hingegen nicht zu einem solchen Settlement, besteht gegenüber der CCP ein wirksamer Anspruch des veräußernden Clearing-Mitglieds, welcher für die CCP wirtschaftlich nicht durch einen Anspruch gegenüber dem erwerbenden Clearing-Mitglied gedeckt ist. Nur in einem solchen praktisch seltenen Fall entstehen auf Seiten des zentralen Kontrahenten Risiken. Dem CCP steht dann jedoch ein Schadensersatzanspruch gegenüber dem erwerbenden Clearing-Mitglied zu (vgl. oben II 3).

---

<sup>37</sup> Statt vieler AnwK-AktienR-Block, § 71d Rn. 17; Benckendorff (Fußn. ~~3535~~50), S. 261.

<sup>38</sup> MünchKomm-Oechsler (Fußn. ~~6615~~), § 71 d Rn. 4; KK-Lutter (Fußn. ~~6615~~), § 71 d Rn. 63; Hüffer (Fußn. ~~6615~~), § 71d Rn. 10; AnwK-AktienR-Block, § 71 d Rn. 17 f.

<sup>39</sup> Vgl. oben I. 2.; Kieper, Abwicklungssysteme in der Insolvenz, 2004, S. 23; allgemein zum Zweck einer Clearingstelle Benzler, Nettingvereinbarungen im außerbörslichen Derivat Handel, 1999, S. 268 ff.; ders., ZInsO 2000, S. 1 ff.

Zugleich führt dies dazu, dass jedenfalls das veräußernde Clearing-Mitglied keinerlei Risiken ausgesetzt ist. Die EUREX CLEARING AG als zentrale Gegenpartei nimmt den Handelsteilsnehmern das gesamte Gegenparteirisiko des jeweiligen „Vertragspartners“ oder besser Geschäftspartners ab, welches normalerweise bestehen würde.<sup>40</sup> Durch die Einführung eines zentralen Kontrahenten sind daher rechtliche Hindernisse des erwerbenden Clearing-Mitglieds für den Veräußerer ohne Belang.

---

<sup>40</sup> *Kieper*, Abwicklungssysteme in der Insolvenz, S. 23; für die DTB *Kindermann*, WM 1989, Sonderbeil. 2, S. 5; *Schlüter*, Börsenhandelsrecht, 2. Aufl., 2002, Abschnitt G, Rn. 1073 ff.



WORKING PAPERS

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

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

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

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

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

- 56 Christian E. Decher Grenzüberschreitende Umstrukturierungen jenseits von SE und Verschmelzungsrichtlinie  
(publ. in: Der Konzern 2006, S. 805 ff.)
- 57 Theodor Baums Aktuelle Entwicklungen im Europäischen Gesellschaftsrecht  
(publ. in: Die AG 2007, S. 57 ff.)
- 58 Theodor Baums European Company Law beyond the 2003 Action Plan  
(publ. in: European Business Organization Law Review Vol. 8, 2007, 143 ff.)
- 59 Andreas Cahn/  
Jürgen Götz Ad-hoc-Publizität und Regelberichterstattung  
(publ. in: Die AG 2007, S. 221 ff.)
- 60 Roland Schmidtbleicher/  
Anh-Duc Cordalis „Defensive bids“ für Staatsanleihen – eine Marktmanipulation?  
(publ. in: ZBB 2007, 124-129)
- 61 Andreas Cahn Die Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien  
(publ. in: Der Konzern 2007, S. 385)
- 62 Theodor Baums Rechtsfragen der Innenfinanzierung im Aktienrecht
- 63 Theodor Baums The Law of Corporate Finance in Europe – An Essay
- 64 Oliver Stettes Unternehmensmitbestimmung in Deutschland – Vorteil oder Ballast im Standortwettbewerb?
- 65 Theodor Baums/  
Astrid Keinath/  
Daniel Gajek Fortschritte bei Klagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse? Eine empirische Studie

ILF



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