

W

Deutscher Bundestag ■ Wissenschaftliche Dienste

Die Deutsche Bahn und das Volksaktien-Konzept

Ein Verstoß gegen die Kapitalverkehrsfreiheit?

- Ausarbeitung -

Wissenschaftliche Dienste des Deutschen Bundestages

Verfasser/in: [REDACTED]

Die Deutsche Bahn und das Volksaktien-Konzept
Ein Verstoß gegen die Kapitalverkehrsfreiheit?

Ausarbeitung WD 7 - 227/07

Abschluss der Arbeit: 31. August 2007

Fachbereich WD 7: Zivil-, Straf- und Verfahrensrecht,
Umweltschutzrecht, Verkehr,
Bau und Stadtentwicklung

Telefon: [REDACTED]

Ausarbeitungen und andere Informationsangebote der Wissenschaftlichen Dienste geben nicht die Auffassung des Deutschen Bundestages, eines seiner Organe oder der Bundestagsverwaltung wieder. Vielmehr liegen sie in der fachlichen Verantwortung der Verfasserinnen und Verfasser sowie der Fachbereichsleitung. Die Arbeiten der Wissenschaftlichen Dienste sind dazu bestimmt, Mitglieder des Deutschen Bundestages bei der Wahrnehmung des Mandats zu unterstützen. Der Deutsche Bundestag behält sich die Rechte der Veröffentlichung und Verbreitung vor. Diese bedürfen der Zustimmung des Direktors beim Deutschen Bundestag.

- Zusammenfassung -

Bei dem Volksaktienmodell im Rahmen der Privatisierung der Deutsche Bahn AG empfiehlt es sich, entweder den Weg der stimmrechtslosen Vorzugsaktien oder den der vinkulierten Stammaktien zu beschreiten, um aus europarechtlicher Sicht dem Prinzip der Verhältnismäßigkeit einer staatlichen einschränkenden Maßnahme zu genügen.

Inhalt

1.	Einleitung	4
2.	Aktienrechtliche Begriffsbestimmungen	4
3.	Vereinbarkeit mit der Kapitalverkehrsfreiheit	5
3.1.	Anwendungs- bzw. Schutzbereich der Kapitalverkehrsfreiheit	5
3.2.	Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit	5
3.3.	Rechtfertigung der Beschränkung	6

1. Einleitung

Im Zuge der teilweisen Privatisierung der Deutschen Bahn AG (DB AG) sollen nach Artikel 1 § 1 Absatz 1 des Gesetzentwurfs zur Neuorganisation der Eisenbahnen des Bundes Privatanleger die Möglichkeit haben, Anteile an der DB AG zu kaufen. Der Entwurf schreibt weiterhin fest, dass die Mehrheit der Anteile beim Bund verbleiben muss.

In Anbetracht der Tatsache, dass die DB AG Leistungen erbringt, die von allgemeinem politischen Interesse sind (flächendeckende Mobilität für Bürger, umweltfreundliches Transportsystem), werden Zweifel laut, ob sich ein solches Unternehmen mit ausschließlich an Renditen interessierten Investoren verträgt.

Um diesen Konflikt möglichst gering zu halten, steht ein Vorschlag im Raum, die etwa 49% der zu emittierenden Aktien als „vinkulierte Namensaktien ohne Stimmrecht (vinkulierte Vorzugsaktien)“ auszugestalten.

Es ist zu prüfen, ob eine solche gesetzliche Ausgestaltung gegen die garantierte Kapitalverkehrsfreiheit aus Art. 56 Absatz 1 EG-Vertrag¹ verstößt.

2. Aktienrechtliche Begriffsbestimmungen

Im deutschen Aktienrecht gibt es die Möglichkeit, unterschiedliche Arten von Aktien herauszugeben.

So können Aktien zum einen als Inhaber- oder Namensaktien ausgegeben werden. Während Rechte aus Inhaberaktien derjenige gelten machen kann, der sie „in der Hand hält“, sind Namensaktien auf eine bestimmte Person ausgestellt. Der AG sind so ihre Aktionäre namentlich bekannt. Namensaktien könnten darüber hinaus auch als sog. „vinkulierte² Namensaktien“ ausgegeben werden, § 68 Absatz 2 AktG³. Für eine Übertragung seiner Namensaktie benötigt der Aktionär hierbei die Zustimmung der AG.

Weiterhin kann eine AG Aktien als Stamm- oder Vorzugsaktien ausgestalten. Stammaktien können als „normale“ Aktien mit den üblichen Stimmrechten angesehen werden,

1 Im Folgenden wird für EG-Vertrag die übliche Abkürzung „EG“ verwendet.

2 Vinkulierung kommt von *vinculum* (lat.) = Fessel, vgl. Bayer in: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Auflage, 2003, § 68 Rn. 34.

3 Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), zuletzt geändert durch Artikel 11 des Gesetzes vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330).

Vorzugsaktien hingegen sind nicht mit einem Stimmrecht ausgestattet. Sie genießen aber den Vorteil einer vorzugsweisen Behandlung bei Dividendenausschüttungen und dürfen nur bis maximal zur Hälfte des Grundkapital der AG ausgegeben werden, § 139 II AktG. Sie ist deshalb eine geeignete Aktienform für Anleger, die am wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens partizipieren wollen, an der Verwaltung und Kontrolle des Unternehmens aber nicht interessiert sind.

Der in Rede stehende Volksaktienvorschlag sieht also vor, dass Aktionäre der DB AG kein Stimmrecht erhalten und für den Verkauf ihrer Aktien an einen Käufer die Zustimmung der DB AG benötigen.

3. Vereinbarkeit mit der Kapitalverkehrsfreiheit

Die Kapitalverkehrsfreiheit wird durch Art. 56 Absatz 1 EG garantiert, wonach „alle Beschränkungen des Kapitalverkehrs zwischen den Mitgliedstaaten und sowie zwischen den Mitgliedstaaten und Dritten verboten“ sind. Wie die anderen europäischen Grundfreiheiten⁴ auch enthält also die Kapitalverkehrsfreiheit nicht nur ein Diskriminierungs-, sondern auch ein Beschränkungsverbot.

3.1. Anwendungs- bzw. Schutzbereich der Kapitalverkehrsfreiheit

Die Kapitalverkehrsfreiheit schützt Geschäfte, bei denen es um die Anlage und die Investition des betreffenden Kapitals geht.⁵

Der Kauf und Verkauf von Aktien fällt somit in den Anwendungs- und Schutzbereich der Kapitalverkehrsfreiheit.

3.2. Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit

Es fragt sich, ob auch eine mögliche Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit vorliegt. Der Beschränkungsbegriff der Kapitalverkehrsfreiheit ist problematisch, da er im EG-Vertrag nicht definiert wird und sowohl der EuGH als auch die rechtswissenschaftliche Literatur keine einheitliche und anerkannte Lösung anbieten.⁶ So ist insbesondere nicht deutlich, ob die in den Fällen *Dassonville*⁷, *Cassis de Dijon*⁸ und *Keck*⁹ zur Warenver-

4 Dies sind neben der Kapitalverkehrsfreiheit noch die Waren-, Dienstleistungs- und Niederlassungsfreiheit sowie die Freizügigkeit der Arbeitnehmer.

5 EuGH, Rs. 286/82 und 26/83, *Luisi und Carbone*, Slg. 1984, S. 277, Tz. 21.

6 Zur Diskussion siehe *Bröhmer* in: Calliess/Ruffert, Das Verfassungsrecht der Europäischen Union, 3. Auflage, 2007, Art. 56 Rn. 38 ff.

7 EuGH, Rs. 8/74, *Dassonville*, Slg. 1974, 837.

8 EuGH, Rs. 120/78, *Cassis de Dijon*, Slg. 1979, S. 649.

9 EuGH, Rs. C-267 u. 268/91, *Keck et Mithouard*, Slg. 1993, I-6097.



kehrsfreiheit entwickelten Kriterien auch im Rahmen der Kapitalverkehrsfreiheit Anwendung finden.¹⁰

So ist es denkbar, dass die nicht diskriminierende vorliegende Regelung verkaufsbezogen i.S.d. der Keck-Rechtsprechung ist. Da In- wie Ausländer von ihr rechtlich und tatsächlich in gleicher Weise betroffen wären, könnte man argumentieren, dass eine Beschränkung überhaupt nicht vorliegt.

Wegen der Unsicherheit und Uneinheitlichkeit in der Rechtsprechung des EuGH empfiehlt sich aber eine weite Auslegung des Beschränkungsbegriffs (in dubio pro libertate¹¹).

Eine Beschränkung ist somit darin zu sehen, dass das Privatisierungsgesetz dazu führen würde, dass es verkaufswilligen Aktionären durch ihre vinkulierten Aktien schwieriger gemacht wird, diese zu verkaufen. Potentielle Investoren werden durch diese Hürden von einer Beteiligung abgeschreckt.

3.3. Rechtfertigung der Beschränkung

Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit sind nicht als solche automatisch verboten, sondern können gerechtfertigt und damit zulässig sein.

Beschränkungen lassen sich auf zwei Arten rechtfertigen:

Erstens durch die im Vertrag in Kapitel 4 über den Kapital- und Zahlungsverkehr genannten Ausnahmen, hier also insbesondere Art. 58 EG.

Die Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit im Fall der Privatisierung der DB AG lässt sich allerdings nicht auf einen der dort aufgeführten Gründe stützen.¹²

Die zweite Möglichkeit zur Rechtfertigung einer Beschränkung liegt in den „zwingenden Gründen des Allgemeininteresses“.¹³ Die Beschränkung einer Grundfreiheit ist

10 Während der EuGH mit den „zwingenden Gründen des Allgemeininteresses“ die Cassis-Formel in die Dogmatik der Kapitalverkehrsfreiheit übernommen hat, ist dies bisher in den beiden anderen Fällen nicht geschehen. Dies ist insofern verwunderlich, als die Cassis-Formel eine Reaktion auf die sehr weite Beschränkungsdefinition der Dassonville-Formel ist (Beschränkung = jede Maßnahme, die geeignet ist, den innergemeinschaftlichen Handel unmittelbar oder mittelbar, tatsächlich oder potentiell zu behindern...).

11 *Bröhmer* in: Calliess/Ruffert, Das Europäische Verfassungsrecht, 3. Auflage, 2007, Art. 56 Rn. 58.

12 Rechtfertigungsgründe dort sind beispielsweise steuerrechtliche Gründe oder die Gewährleistung der öffentlichen Sicherheit und Ordnung.

13 Siehe hierzu die Leitentscheidung des EuGH, Rs. 120/78, *Cassis de Dijon*, Slg. 1979, S. 649. Die Entscheidung betrifft einen Fall aus dem Bereich der Warenverkehrsfreiheit gem. Art. 28 EG, die bislang die vor dem EuGH am häufigsten behandelte Grundfreiheit ist. Die zu ihr ergangenen Entscheidungen des EuGH sind stets prägend für die Lösung europarechtlicher Probleme der anderen Grundfreiheiten.

demnach dann gerechtfertigt, wenn die Beschränkung notwendig ist, um zwingenden Erfordernissen gerecht zu werden. Diese zwingenden Gründe sind dabei solche, die nicht bereits – auf der ersten Stufe – als geschriebene Ausnahmefälle im EG-Vertrag selbst vorkommen. Als zwingende Gründe des Allgemeininteresses hat der EuGH bisher etwa¹⁴ die Medienvielfalt, den Umweltschutz, die Kulturpolitik, den Verbraucherschutz oder die Lauterkeit des Handelsverkehrs anerkannt. Eine abschließende Liste existiert allerdings nicht, sodass die Rechtfertigungsgründe vom EuGH – theoretisch – um aktuelle Schutzgesichtspunkte erweitert werden können.

Eine Voraussetzung für die Anwendbarkeit der zwingenden Gründe des Allgemeininteresses ist, dass die Maßnahme nicht-diskriminierend, also unterschiedslos ist.¹⁵ Dies ist vorliegend der Fall, da die Aktionärseigenschaft nicht von der Staatsangehörigkeit abhängt.¹⁶

Die Regelung muss auch erforderlich sein, um den zwingenden Erfordernissen des Gemeinwohls gerecht zu werden. Es wird somit die Beachtung des Verhältnismäßigkeitsprinzips verlangt. Dieses besagt, dass eine beschränkende Maßnahme nur dann zulässig ist, wenn keine gleich geeignete, weniger einschneidende Maßnahme denkbar ist.

Es ist fraglich, ob die Ausgestaltung der Aktien als vinkulierte Namensaktien notwendig ist, um die angestrebten Ziele zu erreichen.

Sinn und Zweck der Idee der Namensaktie ist es, den Konflikt zwischen renditeorientierten Anteilseignern und den Leistungen eines Unternehmens zu verringern, das Dienstleistungen von allgemeinem wirtschaftlichem Interesse, also Leistungen der Daseinsvorsorge erbringt. Die DB AG erbringt verkehrs-, gesellschafts- und umweltpolitisch wichtige Leistungen, die stärker als bei anderen Unternehmen im Gegensatz zur üblichen unternehmerischen Gewinnmaximierung stehen. Es besteht ein gesellschaftliches und politisches Interesse, die flächendeckenden Leistungen der DB AG weitestgehend zu erhalten.

Das Konzept einer Volksaktie sieht nun vor, dass der Aktienbesitz breit gestreut ist und insbesondere von Kleinanlegern gehalten wird. Dabei wird davon ausgegangen, dass Kleinanleger sich in ihrem Anlageverhalten von Großinvestoren unterscheiden. Diese Annahme wird auch von der Wissenschaft unterstützt: So gelten Kleinanleger als Investoren mit weniger Risikoneigung und auch geringerer Renditeerwartung, und sie haben im Gegensatz zu strategischen Großinvestoren kaum Interesse bzw. die Fähigkeiten,

14 Beispiele sind die Medienvielfalt, der Umweltschutz, die Kulturpolitik oder der Verbraucherschutz.

15 EuGH, Rs. 120/78, *Cassis de Dijon*, Slg. 1979, S. 649, Tz. 8.

16 Eine Bestimmung, wonach nur Deutsche Aktionäre der DB AG werden können, wäre eindeutig europarechtswidrig.

Einfluss auf die Führung eines Unternehmens zu nehmen.¹⁷ Das „Konfliktpotential“ zwischen dem Bund (als Mehrheitsaktionär), dem Bahnvorstand und den übrigen Aktionären könnte also bei einer breiten Streuung als Volksaktie geringer sein als bei einer Beteiligung von rein gewinnorientierten Investoren.

Es fragt sich, ob das Ziel nicht auch auf eine andere Weise erreicht werden kann. Dafür spricht, dass der Bund nach dem Privatisierungsgesetz eine Mehrheit der Anteile halten wird und somit ohnehin bestimmenden Einfluss auf die Unternehmenspolitik haben wird. Allerdings zeigt die Erfahrung, dass der Staat sich bei privatisierten Unternehmen im Laufe der Zeit immer stärker zurückzieht und seine Anteile nach und nach verkauft. Es ist nicht auszuschließen, dass der Bund eines Tages nicht mehr die Aktienmehrheit an der DB AG halten wird. Das Argument, dass der Bund ohnehin als Mehrheitsaktionär entscheidenden Einfluss ausüben kann, ist jedenfalls kein nachhaltiges.

Denkbar erscheint es auch, die gesellschaftspolitisch wichtigen Ziele, die die DB AG vollbringen soll, konkret durch ein Gesetz festzuschreiben. Dort könnte etwa festgeschrieben sein, dass Streckenstilllegungen nur nach Absprache mit dem Bundesverkehrsministerium erfolgen dürfen. Der Konflikt zwischen einem Unternehmen, das Daseinsvorsorge liefert, und Investoren, die auf eine möglichst große Rendite orientiert sind, könnte damit ebenfalls reduziert werden, wenn bestimmte Aufgaben der DB AG klar definiert sind und nicht Verhandlungsgegenstand des operativen Geschäfts sind.

Allerdings ist zu bedenken, dass ein Gesetz, das im Voraus Bedingungen festlegt, an Grenzen gelangt, wenn flexibles und schnelles Reagieren auf neue Situationen gefragt sind. Es sind Situationen denkbar, die nicht vom Anwendungsbereich eines entsprechenden Gesetzes gedeckt sind und die einen Interessenkonflikt zwischen Politik, Unternehmensführung und Großinvestoren wieder heraufbeschwören.

In die Überlegung mit einzubeziehen ist schließlich auch, dass die DB AG als ein Unternehmen i.S.d. Art. 86 Absatz 2 Satz 1 EG gilt.¹⁸ Als Unternehmen, das mit Dienstleistungen von allgemeinem wirtschaftlichem Interesse betraut ist, gelten die Vorschriften des EG-Vertrags nur, soweit die Anwendung dieser Vorschriften nicht die Erfüllung der besonderen Aufgaben rechtlich oder tatsächlich behindert. Damit wird klargestellt, dass auch gesellschaftspolitisch wichtige Unternehmen einerseits nicht von den Bestimmungen des EG-Vertrags ausgenommen sind, andererseits aber größere Spielräume bei der Anwendung dieser Regeln auf sie bestehen als bei anderen Unternehmen. Es liegt hierin auch ein Unterschied zum VW-Gesetz, dass momentan vor dem EuGH ver-

17 Vgl. *Ehlers/Jurcher*, Der Börsengang von Mittelstandsunternehmen, München, 1999.; *Zacharias*, Börseneinführung mittelständischer Unternehmen, Bielefeld, 2000.

18 Vgl. *Hochbaum/Klotz* in: von der Groeben/Schwarze, Kommentar zum EU-/EG-Vertrag, 6. Auflage, 2003, Art. 86 Rn. 58.

handelt wird.¹⁹ Die Volkswagen AG ist im Unterschied zur DB AG ein Unternehmen, bei dem sich die Leistung nur sehr schwer als eine solche von allgemeinem wirtschaftlichen Interesse i.S.d. der Daseinsvorsorge rechtfertigen lässt. Auch der Generalanwalt hat kein solches angenommen und sich gegen eine Rechtfertigung der Kapitalverkehrsbeschränkung aus zwingenden Gründen des Allgemeininteresses ausgesprochen.²⁰ Ein weiterer Unterschied besteht darin, dass die Aktien des Staates gegenüber denen der Privaten eindeutig privilegiert sind. Zwar unterscheiden sich auch die Aktien des Staates als Stammaktien mit Stimmrecht von denen der Privaten als Vorzugsaktien, die wiederum eine höhere Dividende erreichen. Es ist somit nicht eindeutig zu bestimmen, ob Stammaktien gegenüber Vorzugsaktien die „besseren“ sind. Der Staat wird also beim DB AG-Volksaktienmodell nicht eindeutig privilegiert.

Allerdings ist nicht eindeutig, ob eine doppelte Absicherung von stimmrechtslosen Aktien und Beschränkung der Übertragbarkeit notwendig bzw. verhältnismäßig ist. So dürfte es für das Ziel ausreichend sein, stimmrechtslose Aktien auszugeben, da dadurch eine Beteiligung des Investors an der Verwaltung und Kontrolle des Unternehmens ausgeschlossen ist.

Andererseits ist es zur Zielerreichung ebenso ausreichend, wenn man der Führung der DB AG die Möglichkeit in die Hand gibt, sich ihre Investoren bzw. Aktionäre selbst auszusuchen.

In beiden Varianten besteht die ausreichende Möglichkeit, einen Einfluss von ausschließlich renditeorientierten institutionellen Großanlegern so zu reduzieren, dass der Konflikt zwischen Gemeinwohlverpflichtung des Unternehmens und Gewinnerwartung der Anteilseigner erwartbar klein sein wird.

Es empfiehlt sich daher, entweder das Modell der Vorzugsaktie oder das der vinkulierten Stammaktie zu wählen, um die Maßnahme verhältnismäßig auszugestalten und europarechtliche Bedenken zu minimieren.

19 EuGH, Rs. C-112/05, *Kommission/Deutschland*.

20 Schlussanträge des GA Colomer, Rs. C- 112/05, *Kommission/Deutschland*, Tz. 98 ff.