

**Nur per E-Mail: [Rechtsausschuss@bundestag.de](mailto:Rechtsausschuss@bundestag.de)**

**Geschäftszeichen: PA 6 – 5410 – 2.2**

### **Stellungnahme zur Aktienrechtsnovelle 2014 und Änderungsanträgen**

Die Aktienrechtsnovelle 2014 enthält in ihrer derzeitigen Fassung nahezu durchgängig sinnvolle Klarstellungen und Änderungen, die das unternehmerische Handeln punktuell erleichtern und Stolperfallen beseitigen, ohne das normative Korsett spürbar enger zu schnüren. Die mehrfache „Wiederauflage“ des Gesetzesentwurfs hat dazu geführt, dass die einzelnen Regelungsvorschläge mittlerweile in einer solchen Tiefe durchdacht und abgewogen erscheinen, dass einer baldigen Verabschiedung nichts mehr im Wege stehen sollte. Die folgenden Ausführungen greifen deshalb nur einzelne kritische Punkte auf. Besondere Aufmerksamkeit wird der Prüfbitt des Bundesrats hinsichtlich einer bislang nicht vertieft erörterten Neuregelung des Delistings zugewandt.

#### **I. Änderungen zur Namensaktie (Art. 1 Nr. 1 und 4, Art. 2 RegE)**

Die Änderungen zur Namensaktie sind grundsätzlich zu begrüßen. Zwar wird weiterhin bezweifelt, ob die Neufassung einen Beitrag zur Bekämpfung von Geldwäsche und Terrorismus leisten kann, doch lässt sich die theoretische Eignung von Inhaberaktien zu diesen Zwecken kaum leugnen. Auch mit Blick auf die internationale Außenwirkung sollte man die Beanstandungen der FATF nicht vorschnell beiseite schieben; die Unternehmen werden durch die entschärfte Fassung des Regierungsentwurfs nicht mehr wesentlich belastet. Allerdings ist nicht zu verkennen, dass auch die angestrebte Reform dem Missbrauch nur eingeschränkt entgegenwirken kann, da zahlreiche Umgehungsmöglichkeiten bleiben. Sie folgen zunächst daraus, dass bestehende Gesellschaften von der Regelung ausgenommen sind. Hinzu kommt, dass die Registertransparenz nur eine Binnentransparenz in dem Sinne ist, dass der Vorstand einen Einblick in die Beteiligungsverhältnisse bekommt. Nach außen wird keine Transparenz hergestellt und auch die Ermittlungsbehörden erhalten nur unter den Voraussetzungen des § 94 StPO Zugriff auf die Daten. Schließlich wird der Nutzen weiter relativiert durch die fortbestehende Gestaltungsoption, über Treuhandverträge die Eigentumsverhältnisse selbst bei der Namensaktie zu verschleiern. Namentlich diese letztgenannte Entscheidung sollte (in einem späteren Reformanlauf) erneut zur rechtspolitischen Diskussion gestellt werden.

#### **II. Änderungen zur Vorzugsaktie (Art. 1 Nr. 16 und 17 RegE)**

Auch die Regelung zu den Vorzugsaktien ist grundsätzlich sinnvoll, weil sie eine Anpassung gesellschaftsrechtlicher Gestaltungen an aufsichtsrechtliche Vorgaben ermöglicht. Hinsicht-

lich der Befürchtung des DAI (Stellungnahme, S. 9), allein die systematische Zusammenfassung innerhalb einer Regelung könne die aufsichtsrechtliche Einordnung beeinflussen, sollte auf die Differenzierungsfähigkeit deutscher und europäischer Gerichte vertraut werden dürfen. In der Sache gewährt der neu eingefügte § 139 Abs. 1 S. 2 AktG den Gesellschaften eine Gestaltungsfreiheit, die als Flexibilisierung der Eigenkapitalfinanzierung grundsätzlich zu begrüßen ist. Man muss sich aber bewusst sein, dass diese Freiheit, die noch über die aufsichtsrechtlichen Erfordernisse hinausreicht („insbesondere“), zu einer weiteren Hypertrophie kautelarjuristischer Gestaltungsformen führt und damit die Informationsanforderungen an den potenziellen Aktionär erhöht. Nimmt man diese Folge in Kauf, kann man durchaus erwägen, auch das Wiederaufleben des Stimmrechts nach § 140 Abs. 2 S. 2 AktG – wie vereinzelt gefordert – zur Satzungsdisposition zu stellen. Bei geschlossenen Gesellschaften besteht an einer solchen Ausgestaltung ein berechtigtes Interesse. Die grundsätzlich im Aktienrecht angestrebte „Standardisierung“ des Kapitalmarktprodukts Aktie (vgl. dazu die Gegenäußerung BReg, BT-Drs. 18/4349, S. 46 [Vorabfassung]) ist im Bereich der Vorzugsaktien nach der geplanten Neuregelung ohnehin schon in einer solchen Weise relativiert, dass sie auch dieser Gestaltungsvariante nicht entgegengehalten werden kann.

### **III. Einführung eines Record Date (Art. 1 Nr. 10 RegE)**

Die grundsätzlichen Vorzüge eines Record Date auch für Namensaktien scheinen mittlerweile weitgehend anerkannt zu sein. Gegenüber der derzeitigen Praxis des „Umschreibestopps“ hat diese Gestaltung insbesondere den Charme, dass sie internationalen Investoren geläufig und daher leichter vermittelbar ist. Auch leuchtet es ein, dass es der internationalen Akzeptanz noch weiter förderlich wäre, würden Inhaber- und Namensaktien denselben Regeln unterworfen. Auf der anderen Seite liegt es ebenso auf der Hand, dass ein Auseinanderfallen der Berechtigung zur Hauptversammlungsteilnahme und der tatsächlichen Berechtigung aus vielerlei Gründen nicht wünschenswert ist und deshalb auf einen möglichst kurzen Zeitraum beschränkt werden sollte. Wenn dies bei Inhaberaktien zwingend einen Zeitraum von 21 Tagen erfordert, dessen es bei Namensaktien nicht bedarf, muss in der Tat gefragt werden, ob die Vereinheitlichungsvorteile genug Gewicht haben, um diese Nachteile aufzuwiegen. Das relativ klare Votum der konsultierten Verbände scheint eher dagegen zu sprechen, wenngleich die zur Begründung zum Teil angeführte Erschwerung von Direkteintragungen (vgl. Stellungnahme DAI v. 10.2.2015, S. 7) nach Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes, das diese Eintragungen erübrigt, nur noch einen geringen argumentativen Stellenwert hat (vgl. *Harnos/Piroth*, ZIP 2015, 456, 461). Die eleganteste Lösung läge sicher darin, für beide Aktientypen ein einheitliches kürzeres Record Date vorzusehen, was augenscheinlich in den Nachbarländern Österreich (§ 111 Abs. 1 S. 1 öAktG: einheitlich zehn Tage) und Polen (Art. 406 § 2 HGGB: 16 Tage) möglich zu sein scheint. Sollte die Regelung wie im Entwurf vorgesehen in Kraft treten, wäre deshalb zumindest eine baldige Überprüfung zu empfehlen, ob eine einheitliche Verkürzung auch in Deutschland möglich ist. Wählt man abweichend von der jetzigen Fassung unterschiedliche Fristen, ist für den Sonderfall einer AG mit Inhaber- und Namensaktien Art. 7 Abs. 3 der Aktionärsrechterichtlinie zu beachten und ein einheitliches Record Date festzulegen.

### **IV. Änderungen zur umgekehrten Wandelanleihe (Art. 1 Nr. 20 – 21 RegE)**

Die Regelungen zur umgekehrten Wandelanleihe sind zu begrüßen. Den Gesellschaften wird damit eine flexible Finanzierungsform eröffnet, die ihnen gerade in Krisensituationen wichtige Handlungsspielräume erschließen kann. Zwar ist der im Schrifttum geäußerten Kritik zuzustimmen, dass die Einbringung zum Nennwert (§ 194 Abs. 1 S. 2 AktG) gerade bei einer sanierungsbedürftigen AG die reale Kapitalaufbringung deutlich mehr gefährdet als bei herkömmlichen Wandelanleihen (*Drygala*, WM 2011, 1637 ff.). Das spricht aber nicht gegen die Änderung, da es dem Gesetzgeber freisteht, diese Grundsätze zu durchbrechen, und er dies

auch in anderen Zusammenhängen bereits getan hat (vgl. den Verzicht auf die Differenzhaftung beim debt-equity-swap [§ 254 Abs. 4 InsO]). Da von einer solchen Krisenprävention gerade auch die Gläubiger profitieren können, ist die im Regierungsentwurf gefundene Lösung in sich stimmig.

Kritikwürdig erscheint allenfalls, dass die gesetzliche Klarstellung zum zulässigen Einsatz bedingten Kapitals auf Wandelanleihen mit Umtauschrecht der Gesellschaft beschränkt bleiben soll. Die Zulässigkeit oder Unzulässigkeit anderer, im Gesetz nicht genannter Gestaltungsformen wird in der Regierungsbegründung dagegen ausdrücklich offen gelassen (BT-Drucks. 18/4349, S. 25 [Vorabfassung]). Gerade angesichts der Volumina, die üblicherweise Gegenstand derartiger Transaktionen sind, ist eine solche Ungewissheit für die Kautelarpraxis wenig hilfreich. Stattdessen wäre es sinnvoller, die Einbeziehung zumindest der schon jetzt als gängig bekannten Gestaltungsformen ausdrücklich auszusprechen (mandatory und contingent convertible bonds). Als weitere Ergänzung ist eine Ausdehnung der Ausnahmeregelung des § 192 Abs. 3 S. 4 AktG auf Versicherungen zu empfehlen, da deren aufsichtsrechtliche Situation mit der von Kreditinstituten insofern vergleichbar ist.

## **V. Änderungen zum Anfechtungsrecht (Art. 1 Nr. 26 RegE)**

Im Kampf gegen missbräuchliche Anfechtungsklagen haben die Reformen des Beschlussmängelrechts Erfolg gezeitigt, doch hat seine dogmatische Geschlossenheit darunter gelitten. Auch das vorliegende Gesetzeswerk soll erklärtermaßen noch nicht der große Wurf sein, der diese Defizite beseitigt. Diese legislative Zurückhaltung mag man kritisieren, doch nimmt man die derzeit fehlende politische Bereitschaft zur umfassenden Reform hin, so bleibt allein zu prüfen, ob die Regelung als solche sinnvoll ist und dazu beitragen kann, Missstände auszuräumen. Diese Frage kann ohne weiteres bejaht werden. Das Missbrauchspotenzial liegt auf der Hand und ist von der Anfechtungspraxis bereits unter Beweis gestellt worden. Vor diesem Hintergrund bietet es sich an, insofern nicht „den großen Wurf“ abzuwarten, sondern entsprechend der Tendenz der Aktienrechtsnovelle, evidente Defizite auszuräumen, auch hier Abhilfe zu schaffen. Eine generelle Befristung der Nichtigkeitsklage würde dagegen deutlich größere Verschiebungen im derzeitigen Beschlussmängelrecht mit sich bringen. Eine derart tiefgehende Veränderung – sollte man sie tatsächlich für wünschenswert halten – dürfte besser in einer größeren Gesamtreform aufgehoben sein, um die schon bestehenden systematischen Verwerfungen nicht noch weiter zu vertiefen.

## **VI. Änderungen für Aktiengesellschaften mit Beteiligung von Gebietskörperschaften (Art. 1 Nr. 28 RegE)**

Hinsichtlich der Änderung des § 394 AktG ist der Vorschlag, Berichtspflichten auch durch Rechtsgeschäft begründen zu können, zu begrüßen. Es ist nicht sinnvoll, wenn es einem Hoheitsträger verwehrt wird, das bestqualifizierte Mitglied in den Aufsichtsrat schicken kann, nur weil es keinen gesetzlichen Bindungen unterliegt. Der Vorwurf, es werde damit die Verschwiegenheitspflicht zur freien Disposition zwischen Gebietskörperschaft und Aufsichtsratsmitglied gestellt (DAI, Stellungnahme vom 10.2.2015, S. 14), trifft nicht zu, weil die Verschwiegenheitspflicht stets die gleiche ist und nur ihr Träger ausgewechselt wird. Zu kritisieren ist, dass der Entwurf nicht die Empfehlung des Rechtsausschusses zum VorstKoG (BT-Drucks. 17/14214, S. 9, 19) übernimmt, diese Einigung auch hinreichend transparent zu machen („in Textform“). Es genügt ein bloßer Handschlagvertrag, was unter Gesichtspunkten der Rechtssicherheit kaum befriedigen kann. Diese zum Vorgängerentwurf schon beschlossene Änderung sollte deshalb wieder aufgenommen werden.

Tatsächlich ist auch damit das Problem der Intransparenz aber noch nicht beseitigt, weil in vielen Fällen sowohl für die Geschäftsleitungen als auch für die Aufsichtsratsmitglieder be-

reits zweifelhaft ist, ob das Regelungsregime des § 394 AktG überhaupt einschlägig ist. Diese Unsicherheit rührt daher, dass die zentrale Voraussetzung ausgesprochen schwammig formuliert ist. Die Befreiung von der Verschwiegenheitspflicht greift ein für Aufsichtsratsmitglieder, die „auf Veranlassung einer Gebietskörperschaft in den Aufsichtsrat gewählt oder entsandt worden sind“. Während die Veranlassung im Entsendungsfall ohne weiteres nachvollzogen werden kann, bereitet ihre Feststellung bei Wahlen große Probleme (ausf. *J. Koch*, *VerwArch* 2011, 1 ff. mwN; vgl. auch die Stellungnahme des Bundesrates, BT-Drs. 18/4349, S. 41 sowie *Huber/Fröhlich* in *Großkomm AktG*, 4. Aufl., 2015, § 394 Rn. 25: „erhebliche Unsicherheit“). Im Schrifttum hat sich die Formel einer „entscheidungsspezifischen Kausalität“ durchgesetzt, die bei unmittelbarer Beteiligung einer mehrheitlich beteiligten Körperschaft noch unproblematisch angenommen werden kann. Deutlich schwieriger ist diese Feststellung bei Minderheitsbeteiligungen. Hier behilft man sich mit „Vermutungen“, die aber widerlegt werden können und so zur Rechtsunsicherheit beitragen. Gänzlich ungesichert ist die Rechtslage bei mittelbaren Beteiligungen, namentlich unter Einbeziehung einer AG, bei der die fehlende Weisungsbindung des Vorstands die Einflusskette durchbricht. Hier nimmt die herrschende Meinung auch für Tochter- und Enkelgesellschaften eine Veranlassung im Falle einer „gewichtigen Beteiligung“ an, wobei sich die Grenzen nicht trennscharf formulieren lassen und Rechtsunsicherheit provozieren.

Insbesondere für das betroffene Aufsichtsratsmitglied selbst sind die in diesen Konstellationen erwachsenden Zweifel an seiner Pflichtenstellung gravierend, da an eine Pflichtverletzung zivil-, disziplinar- und sogar strafrechtliche Sanktionen geknüpft sind. Wenn der Gesetzgeber sich nunmehr entschließt, § 394 AktG zu modifizieren, dann sollte die Gelegenheit genutzt werden, um auch dieser für Mitglieder der öffentlichen Verwaltung bedrohlichen rechtlichen Ungewissheit abzuhelfen. Eine Lösung könnte etwa darin bestehen, die Veranlassung der Gebietskörperschaft in den Wahlvorschlag aufzunehmen oder sie – im Falle des § 121 Abs. 6 AktG (Vollversammlung) – im Protokoll nach § 130 Abs. 1 AktG festzuhalten. Eine allein im Innenverhältnis verbleibende rechtsgeschäftliche Regelung genügt hingegen nicht, und zwar weder hinsichtlich der Veranlassung als solcher noch hinsichtlich der Berichtspflicht.

Völlig zu Recht nicht wieder aufgegriffen wurden ursprüngliche Vorstellungen von einem „gläsernen Aufsichtsrat“, dessen Verhandlungen in öffentlicher Sitzung stattfinden können. Eine solche Öffnung würde die Aufsichtsratsarbeit jeder Effektivität berauben und die Corporate Governance des Unternehmens erheblich beeinträchtigen. Ebenfalls nicht weiter zu verfolgen ist die vorgeschlagene Ausweitung auf Aufsichtsratsmitglieder, die auf Veranlassung einer der Rechtsaufsicht einer Gebietskörperschaft unterstehenden rechtsfähigen Körperschaft, Anstalt oder Stiftung des öffentlichen Rechts in den Aufsichtsrat gewählt oder entsandt worden sind. Damit würde der Kreis der von § 394 AktG erfassten Personen deutlich ausgedehnt, was der hohen Bedeutung der Verschwiegenheitspflicht nicht gerecht wird.

## **VII. Prüfbitte des Bundesrats zur Neugestaltung des Delistings**

### **1. Allgemeine Überlegungen**

In Wissenschaft und Praxis ist es mittlerweile ganz weitgehend anerkannt, dass nach der *Frosta*-Entscheidung des BGH die Interessen von Minderheitsaktionären im Falle eines Delistings nicht mehr hinreichend geschützt sind (vgl. insb. *Bayer/Hoffmann*, AG 2015, R 55 ff.; s. ferner die Studie der Solventis Wertpapierhandelsbank, „Delisting nach *Frosta*“). Ein Tätigwerden des Gesetzgebers erscheint daher dringend erforderlich. Fraglich kann allenfalls sein, ob dies zwangsläufig im Rahmen der Aktienrechtsnovelle geschehen sollte, weil diese beiden rechtspolitischen Projekte doch einen sehr unterschiedlichen Reifegrad aufweisen. Während die Aktienrechtsnovelle mittlerweile derart ausführlich diskutiert worden ist, dass jede kleinste redaktionelle Änderung dutzendfach gewogen und geprüft worden ist, steht die Diskussion

um die rechtspolitische Neuausrichtung des Delistings noch ganz am Anfang und schon die ersten Stellungnahmen lassen erahnen, dass selbst die grundlegenden Eckpunkte hoch umstritten sein werden. So ist bereits zweifelhaft, in welchem Gesetz die Regelung verortet werden soll, welche Fälle davon zu erfassen sind (Downlisting?), wie die Abfindung zu berechnen ist, ob ein Hauptversammlungsbeschluss erforderlich ist, welcher Rechtsweg am besten geeignet ist etc. In den Details dürfte sich die tatbestandliche Ausgestaltung noch einmal als wesentlich komplizierter erweisen. Diese Überlegung kann es nahelegen, zunächst die seit geraumer Zeit überfällige und schon auffallend häufig verschobene Aktienrechtsnovelle derzeit noch nicht mit der Neuordnung des Delistings zu belasten. Das Bedürfnis nach einem legislativen Einschreiten ist zwar gegeben; es ist aber auch keine überstürzte Änderung geboten, da die potenziellen Delistingkandidaten zumeist das Zeitfenster, das sich nach der Frost-Entscheidung des BGH geöffnet hat, bereits genutzt haben.

## 2. Regelungsstandort

Entschließt man sich zu einer Regelung, stellt sich als erstes die Frage, ob sie überhaupt im Aktienrecht verortet sein soll oder ob die Regelung nicht im Kapitalmarktrecht besser aufgehoben wäre. Bei dieser Frage handelt es sich um eine grundlegende Weichenstellungen, der deshalb auch im Schrifttum besondere Bedeutung beigemessen wird. Wer davon ausgeht, dass der Aktionär allein in seiner Position als Kapitalanleger geschützt werde, plädiert für eine kapitalmarktrechtliche Regelung, die dem Aktionär eine nach dem Börsenkurs bemessene Abfindung zuspricht und zur Überprüfung des Verfahrens die Verwaltungsgerichte aufgerufen sieht. Wer den Aktionär dagegen in seiner mitgliedschaftlichen Gesellschafterstellung betroffen sieht, plädiert für eine legislative Verortung im Aktiengesetz, berechnet die Abfindung entsprechend den Regeln in §§ 305, 327b AktG am tatsächlichen Unternehmenswert und weist die gerichtliche Zuständigkeit dem Spruchgericht zu. Zur Begründung wird für die kapitalmarktrechtliche Lösung darauf verwiesen, dass der Aktionär mit dem Delisting nicht seine Aktie, sondern nur deren Handelbarkeit verliere; dieser Verlust lasse sich anhand des Börsenkurses beziffern (*Brellocks*, AG 2014, 633, 644 f.). Von den Vertretern der aktienrechtlichen Lösung wird darauf verwiesen, dass der Aktionär eben nicht „nur“ die Desinvestitionsmöglichkeit zum aktuellen Börsenkurs verliere. Vielmehr werde er durch den Wegfall der Handelbarkeit zu angemessenen Konditionen aus wirtschaftlichen Erwägungen zur Veräußerung gezwungen, so dass ihm dadurch auch die Chance auf einen zukünftigen höheren Ertrag und damit auf einen höheren Börsenkurs entgehe (*Bayer*, ZIP 2015, 853, 857).

Tatsächlich lässt sich eine einfache Antwort auf diese Zuordnungsfrage nicht geben. Auf der Tatbestandsseite ist das Ereignis, das die Delisting-Folgen auslöst, in der Tat eher kapitalmarktrechtlicher Natur: Die Aktie wird vom regulierten Markt zurückgezogen, ohne dass die Rechtsstellung, die das Aktiengesetz dem Aktionär zuweist, davon berührt wird. Auf der anderen Seite tragen die bislang an das Delisting geknüpften Rechtsfolgen doch einen gesellschaftsrechtlichen Charakter, weil der Aktionär sich vor dem kapitalmarktrechtlich bedingten Wertverlust allein durch die Aufgabe seiner Gesellschafterposition gegen die angebotene Abfindung schützen kann. Es kann aber kaum behauptet werden, dass der wirtschaftlich erzwungene Zwangsverkauf der Mitgliedschaft die mitgliedschaftliche Rechtsstellung unberührt lasse. Nimmt man deshalb Tatbestand und Rechtsfolge gemeinsam in den Blick, zeigt sich, dass eine eindeutige Zuordnung zum Schutz als Aktionär oder als Anleger nicht möglich ist. Es genügt nicht, den Aktionär „alternativ“ in einer seiner Funktionen zu schützen, sondern es ist erforderlich, ihn kumulativ als Kapitalmarktteilnehmer und als Gesellschafter zu schützen.

Konsequenz einer solchen kumulativen Sichtweise ist, dass die einzelnen Folgefragen nicht schlicht aus einer reinen „Pfadabhängigkeit“ der kapitalmarkt- oder aktienrechtlichen Lösung hergeleitet werden können, sondern jede für sich im Lichte eigenständiger teleologischer Erwägungen beantwortet werden muss. Auch die Rechtsfolge einer Abfindung nach Unterneh-

mentwert oder nach Börsenkurs muss nicht zwangsläufig eine Zuordnung in das Aktien- oder Kapitalmarktrecht nach sich ziehen, wenn man etwa berücksichtigt, dass sich auch bei den klassischen aktienrechtlichen Abfindungsansprüchen nach §§ 305, 327b AktG zunehmend eine stärkere Ausrichtung auf den Börsenkurs abzeichnet (vgl. *Hüffer/Koch* AktG, 11. Aufl., 2014, § 305 Rn. 37 ff. mwN) und auch im Rahmen des Übernahmerechts Börsenkursberechnung als Regel- und Unternehmensbewertung als Ausnahmefall recht zwanglos verknüpft werden (§ 31 WpÜG – s. noch VII 4).

Löst man sich deshalb von vermeintlichen systematischen Zwängen und orientiert sich allein an inhaltlichen Folgewirkungen, so scheint mehr für eine kapitalmarktrechtliche Regelung zu sprechen. Als entscheidender Vorteil dieser Lösung erweist sich insbesondere, dass sie einen weitergehenden Anlegerschutz gewährleistet, weil sie sicherstellt, dass auch die in Deutschland gelisteten Auslandsgesellschaften erfasst werden (bei vier der 39 Delistings aus dem Jahr 2014 handelte es sich um ausländische Rechtsträger – vgl. *Bayer/Hoffmann*, AG 2015, R55). Tatbestandlicher Anknüpfungspunkt müsste dann anders als im Aktienrecht nicht das Gesellschaftsstatut sein, sondern die Börsenzulassung in Deutschland.

### 3. Anwendungsbereich

In einem zweiten Schritt schließt sich die Frage an, welche Fallgestaltungen vom Delisting erfasst werden sollen. Insbesondere ist die Frage zu beantworten, ob nur der vollständige Rückzug vom regulierten Markt erfasst sein soll oder auch das bloße Downlisting, wobei weiter danach zu differenzieren ist, ob das Downlisting in den qualifizierten oder in den nicht qualifizierten Freiverkehr erfolgt. In der instanzgerichtlichen Rechtsprechung war beim Downlisting in den qualifizierten Freiverkehr ein Abfindungsangebot zum Teil verneint worden, da die Handelbarkeit der Anteile hier nicht wesentlich beeinträchtigt werde (Nachw. bei *Hüffer/Koch* AktG, 11. Aufl., 2014, § 119 Rn. 32). So plausibel diese These in der Sache auch sein mag, so erscheint sie in der juristischen Konstruktion doch bedenklich. Der qualifizierte Freiverkehr erhält seine „Qualifizierung“ nicht qua Gesetzes, sondern durch bloße Zuordnung der Börsenordnung. Wird ein solcher Wechsel von der Abfindungspflicht freigestellt, wird die Entscheidung, in welchen Fällen und in welchem Umfang der Aktionär geschützt wird, also von dem Gesetz losgelöst und in die Hände privater Börsenbetreiber gegeben. Überzeugender erscheint es daher, an jeden Rückzug aus dem regulierten Markt eine Abfindungspflicht zu knüpfen. Dafür spricht auch die Parallelgestaltung in § 29 Abs. 1 S. 1, 2. Fall UmwG, der für den Sonderfall eines Delistings durch Verschmelzung auf eine nicht börsennotierte AG ebenfalls ohne weitere Differenzierungen jeden Rückzug vom regulierten Markt erfasst.

Umgekehrt sollte entsprechend dieser schon bestehenden gesetzlichen Wertung aber auch der Rückzug für ausschließlich im Freiverkehr gehandelte Gesellschaften auch weiter ohne Abfindung möglich sein. Dafür spricht schon, dass auch die Einbeziehung der AG in den Freiverkehr ohne ihre Beteiligung möglich ist. Die Festlegung des richtigen Anlegerschutzniveaus kann hier den Börsenträgern überlassen bleiben. Wird die Gesellschaft nach dem Rückzug weiter an einem organisierten inländischen oder ausländischen Markt gehandelt, ist eine Abfindung nicht erforderlich (vgl. § 56 Abs. 3 BörsO Düsseldorf, § 46 Abs. 1 BörsO Frankfurt).

### 4. Abfindung

Hat man den Schutzbereich des Delistings in dieser Weise umrissen, muss die Rechtsfolge formuliert werden. Hier bedarf es insbesondere einer Abfindungspflicht der AG, die nicht durch eine bloße Fristenlösung ersetzt werden kann, wie sie in manchen Börsenordnungen vorgesehen ist. Das Hauptproblem bei ihrer näheren Ausgestaltung wird darin zu sehen sein, ob die Abfindung nach dem Börsenkurs oder nach dem inneren Unternehmenswert bemessen werden soll. Die Praxis bevorzugt insofern eine Abfindung nach Börsenkursen, die

den Vorzug hat, dass der Kurs leicht feststellbar ist und unter normalen Bedingungen in optimaler Weise eine tatsächliche „Marktbewertung“ wiedergibt. Die Gegner dieser Methode verweisen auf die beschränkte Aussagekraft des Börsenkurses, die sich gerade in volatilen Märkten manifestiere. Speziell beim Delisting tritt das Problem hinzu, dass die Kursfeststellung hier oft gerade nicht unter „normalen Bedingungen“ erfolgen kann, weil der Rückzug zumeist unter den Rahmenbedingungen eines besonders geringen free float vollzogen wird, was die Aussagekraft des Börsenkurses schmälert (*Bayer*, ZIP 2015, 853, 857).

Ungeachtet dieser wichtigen Praktikabilitätsabwägungen muss gedanklicher Ausgangspunkt der Überlegungen zunächst die Frage sein, welcher Verlust dem Aktionär überhaupt ersetzt werden soll. Nach dem hier vertretenen Standpunkt verliert der Aktionär durch das Delisting nicht nur die Handelbarkeit seiner Aktie, sondern wird als nachgelagerte Folge auch in eine Zwangssituation gebracht, der er sich aus wirtschaftlichen Erwägungen heraus nur dadurch entziehen kann, dass er seine Mitgliedschaft veräußert. Vor diesem Hintergrund erscheint es aber nicht richtig, ihn allein für den Verlust der Handelbarkeit zu kompensieren, sondern primäres Ziel der Abfindung muss ein Ausgleich für den Verlust der Mitgliedschaft sein.

Auch aus dieser Perspektive ist es aber keinesfalls zwingend, den Börsenkurs unberücksichtigt zu lassen und auf eine Unternehmensbewertung zu rekurrieren. Das belegt schon die oben wiedergegebene instanzgerichtliche Rechtsprechung zur Abfindung im Rahmen der §§ 305, 327b AktG, die neuerdings den Unternehmenswert zunehmend aus dem Börsenkurs abliest und die Wahl zwischen den beiden Bestimmungsmethoden der gerichtlichen Schätzung nach § 287 ZPO überlässt. Auch § 31 WpÜG weist in diese Richtung. Der Einwand der „Unzuverlässigkeit“ dieser Methode kann zwar nicht widerlegt werden, doch ist in den letzten Jahren auch der Glaube an die höhere Zuverlässigkeit einer Unternehmensbewertung ins Wanken geraten, die ebenfalls auf der subjektiven Grundlage prognostischer Schätzungen beruht und der daher keine höhere Richtigkeitsgewähr innewohnt als funktionierenden Marktmechanismen (*Hüffer/Koch AktG*, 11. Aufl., 2014, § 305 Rn. 39 mwN). Auch die angesprochenen Praktikabilitätsgründe sprechen dafür, den Börsenkurs als Bemessungsgrundlage nicht vorschnell zu verwerfen. Die hohen Kosten und die lange Dauer einer Unternehmensbewertung mit anschließender gerichtlicher Überprüfung bringen den Aktionär in eine unglückliche Situation („justice delayed is justice denied“) und belasten auch das Unternehmen, das deshalb von einem aus unternehmerischer Sicht gebotenen Delisting abgehalten werden kann.

Ein sachgerechter Interessenausgleich könnte darin bestehen, beide Berechnungsarten alternativ zu eröffnen. Das kann entweder in der Weise geschehen, dass wie in der neueren instanzgerichtlichen Rechtsprechung die Auswahl der Bewertungsmethode in das Ermessen des Gerichts gestellt wird (§ 287 ZPO), das in der Regel zunächst den Börsenkurs heranziehen, davon aber abweichen wird, wenn dessen Aussagekraft zweifelhaft erscheint. Alternativ ist es denkbar das Regel-/Ausnahme-Verhältnis nach dem Vorbild des § 31 Abs. 1 S. 2 WpÜG tatbestandlich näher auszuformen. Auch zur weiteren Konkretisierung könnte auf die zu § 31 Abs. 1 S. 2 WpÜG entwickelten Grundsätze zurückgegriffen werden, etwa hinsichtlich der Frage, wie der Börsenkurs genau bestimmt werden soll (zB gewichteter durchschnittlicher Börsenkurs der letzten drei Monate vor Bekanntgabe). Wichtige Anhaltspunkte zur inhaltlichen Ausgestaltung kann insofern die WpÜG-AngVO liefern. Eine Ausnahme vom Abfindungsgebot ist dann in Betracht zu ziehen, wenn dem Delisting zeitnah ein Übernahmeangebot zu angemessenen Konditionen vorangegangen ist (vgl. *Bayer*, ZfPW 2015, 163 – im Erscheinen). Darüber hinaus ist auch bei Insolvenz der Gesellschaft ein Abfindungsangebot nicht erforderlich (vgl. etwa § 56 Abs. 5 BörsO Düsseldorf).

## 5. Hauptversammlungserfordernis

Die umstrittene Frage, ob das Delisting neben einer Abfindung auch eines Hauptversammlungsbeschlusses bedarf, ist zu verneinen. Da ein Delisting typischerweise mit der Rückendeckung eines starken Hauptaktionärs vollzogen wird, der bereit ist, die Abfindung zu zahlen, kommt dem eigentlichen Beschlussvorgang keine Bedeutung zu. Da das Delisting zumindest in der Vergangenheit auch weder einen Vorstandsbericht noch eine sachliche Rechtfertigung erforderte, stellte sich das Beschlusserfordernis als aufwändiger und kostspieliger Formalakt dar, der aus Aktionärssicht keine greifbaren Vorteile mit sich brachte. Auch als Grundlage eines späteren Spruchverfahrens erscheint ein solcher Beschluss zumindest rechtstechnisch nicht zwingend geboten. Für den Aktionär von Bedeutung ist nicht so sehr der Beschluss als solcher, sondern sind allein die Informationen, die ihm im Rahmen des Beschlussverfahrens gegebenenfalls zugänglich gemacht werden und derer er aufgrund seiner Beweislast im Spruchverfahren auch bedarf (vgl. § 4 Abs. 2 Nr. 4 SpruchG). Das kann aber möglicherweise auf einem schlankeren und zugleich effektiveren Wege als über eine Hauptversammlung (namentlich eine solche ohne Vorstandsbericht) geleistet werden.

## 6. Rechtsschutzmöglichkeiten

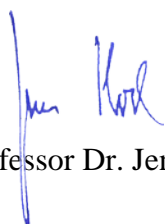
Eine wichtige legislative Richtungsentscheidung betrifft schließlich die Ausgestaltung der Rechtsschutzmöglichkeiten. Insofern sollte sichergestellt werden, dass der „Rechtswegmarathon“ der vergangenen Jahre, der die Überprüfung des Delistings in vier verschiedenen Verfahren gestattete, nicht wieder neu aufgelegt wird. Hält man mit der hier vertretenen Auffassung den Börsenkurs nicht für allein maßgebend, bedarf es jedenfalls auch weiterhin einer Überprüfung im Spruchverfahren, das den Rückzug von der Börse selbst aber nicht belastet. Eine Einbeziehung des Delistings in den Katalog des § 1 Abs. 1 KapMuG erscheint erwägenswert (*Brellocks*, AG 2014, 633, 645).

## VIII. Weitere Änderungen

Von den sonstigen im Gesetzgebungsverfahren vorgebrachten Desiderata sollte es zumindest möglich sein, die Streichung des § 113 Abs. 3 AktG noch in die Novelle aufzunehmen (vgl. DAV-Handelsrechtsausschuss, NZG 2005, 774, 775; NZG 2011, 217, 222). Einer weiteren rechtspolitischen Diskussion bedarf es insofern nicht. Es ist anerkannt, dass nach der Streichung des § 86 AktG der Fortbestand des § 113 Abs. 3 AktG nur auf einem Redaktionsversehen beruht, das im Zuge dieses „Aktienrechtsbereinigungsgesetzes“ beseitigt werden könnte.

Als zu weitgehend hat sich in der Praxis die Cooling-Off-Periode nach § 100 Abs. 2 S. 1 Nr. 4 AktG erwiesen. Hier ist zu empfehlen, die Regel auf den direkten Wechsel vom Vorstandsvorsitz auf den Vorsitz im Aufsichtsrat oder im Prüfungsausschuss zu beschränken.

Im Übrigen ist es bedauerlich, dass die Änderungen zum SpruchG und UmwG von der Agenda genommen wurden. Wissenschaft und Praxis sind sich über den Reformbedarf in diesem Bereich weitgehend einig. Es wäre wünschenswert, wenn diese Diskussion in einem späteren Reformwerk wieder aufgenommen würde. Dasselbe gilt für eine grundlegende Neuordnung des Anfechtungsrechts.



Professor Dr. Jens Koch