

Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf ✉ 40204 Düsseldorf
Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Handelsrecht und Wirtschaftsrecht

**Lehrstuhl für Bürgerliches
Recht, Handelsrecht und
Wirtschaftsrecht**

Univ.-Prof. Dr. Ulrich Noack

Telefon (0211) 81-11453
Telefax (0211) 81-11427
ulrich.noack@uni-duesseldorf.de

Hausanschrift:
Christophstr. 121
40225 Düsseldorf

Düsseldorf, 05.05.2015

Deutscher Bundestag

Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz

Platz der Republik 1

11011 Berlin

**Heinrich-Heine-Universität
Düsseldorf**

Universitätsstraße 1
40225 Düsseldorf
Gebäude 24.81
Ebene 02 Raum 49

www.jura.uni-duesseldorf.de

Geschäftszeichen: PA 6 – 5410 – 2.2

**Stellungnahme zur Aktienrechtsnovelle 2014
und zu einer Regelung des sog. Delisting.**

Das Vorhaben der Novelle ist insgesamt zu begrüßen. Von dem ersten Referentenentwurf im Herbst 2010 bis heute hat es eine ungewöhnlich lange Reifezeit hinter sich.

A. Aktienrechtsnovelle

I. Inhaberaktie (§ 10 AktG)

Der Entwurf sieht **Einschränkungen für Inhaberaktien** nichtbörsennotierter Gesellschaften vor. Dort soll nur eine **Inhaber-Sammelurkunde** zulässig sein, die bei einer anerkannten Stelle zu **hinterlegen** ist. Diese Restriktion ist vorgesehen für **Neugesellschaften** (ab Inkrafttreten des Gesetzes).

Begründet wird dies mit der „Erhöhung der Transparenz der Beteiligungsstruktur“ aufgrund einer „Rüge“ der Financial Action Task Force (FATF). Nach den neueren Maßstäben dieser zwischenstaatlichen Organisation würde es allerdings genügen, wenn **Aktionäre mit Kontrollinteresse zur Offenlegung ihrer Identität verpflichtet** werden („Countries should take measures to prevent the misuse of bearer shares ... by applying one or more of the following mechanisms: (d) requiring shareholders with a controlling interest to notify the company, and the company to record their identity“).

Der komplizierten Regelung bedarf es daher nicht, um den Kriterien der FATF zu entsprechen. Es würde genügen, **maßgeblich beteiligte Inhaberaktionäre zur Offenlegung ihrer Identität zu verpflichten** (s.u.).

Seit dem Referentenentwurf 2010 wird in den Begründungen der Satz gebraucht, „nach Erkenntnissen des Bundeskriminalamts sind nichtbörsennotierte Aktiengesellschaften mit Inhaberaktien für kriminelle Handlungen im Bereich der Geldwäsche besonders anfällig“. Ein Beleg indet sich nicht; rechtstatsächliche bzw. kriminologische Erhebungen dazu fehlen. Ein breitflächiges Phänomen scheint die behauptete Geldwäsche mit Inhaberaktien nicht zu sein. Wäre sie es, würde man nicht nur Neugründungen ab Inkrafttreten des Gesetzes, sondern auch die Altgesellschaften entsprechend zu regulieren haben. Der **erhebliche Eingriff** ist vor diesem Hintergrund sachlich kaum gerechtfertigt.

Es wird daher vorgeschlagen, die §§ 10 und 24 AktG unverändert zu lassen. Stattdessen soll in **§ 20 AktG das Wort „Unternehmen“ durch „Aktionär“ ersetzt** werden. Das hätte zur Folge, dass nicht nur Aktionäre, die als Unternehmen im konzernrechtlichen Sinne gelten, sondern alle Personen ab einer Beteiligung von 25% mitzuteilen haben.

Schließlich sei darauf hingewiesen, dass auf europäischer Ebene im Rahmen der **4. Geldwäsche-Richtlinie** (2015) die Identifikation des wirtschaftlich an

einer Kapitalgesellschaft Berechtigten (und damit auch die des rechtlichen Inhabers) eine dezidierte Regelung erfahren wird. Auch dort wird an eine Schwelle von 25% angeknüpft (Art. 3 V a i).

Ein technischer Hinweis für den Fall, dass der Entwurfsfassung gefolgt wird: Es bedarf wohl einer Regelung, was mit einer börsennotierten Inhaberaktien-Gesellschaft nach einem Delisting geschieht. Es fehlt an einem Regime, das die Umstellung auf das Inhaber-Sammelurkundensystem erzwingt.

II. Vorzugsaktie (§ 139 AktG)

Der Bundesrat und das Deutsche Aktieninstitut haben vorgeschlagen, eine **dauerhaft stimmrechtslose Vorzugsaktie** (Mehrdividendenaktie) zu schaffen. Das Stimmrecht soll also nicht aufleben, wenn der Vorzug ausfällt.

Mit Blick auf einen „**one share – one vote**“- Grundsatz hat die Bundesregierung diesen Vorschlag abgelehnt. Die Berufung eines solchen Grundsatzes ist indes zweifelhaft. International kann keine Rede davon sein, dass er die maßgebenden Aktienrechtsordnungen beherrscht. Zwar wurde mit dem KonTraG 1998 seine Durchsetzung angestrebt (durch die Abschaffung von Mehrstimmrechten und die Beschränkung von Höchststimmrechten auf nichtbörsennotierte Gesellschaften). Die doktrinaire Beschwörung eines Grundsatzes wäre verfehlt, sie könnte jedenfalls eine Zurückweisung des Vorschlags allein nicht tragen.

Der Genussschein ist eine Antwort des deutschen Aktienrechts auf den Befund, dass es hier keine dauerhaft stimmrechtslosen Vorzugsaktien gibt. Die gesetzliche Grundlage ist dünn: s. den Verweis in § 221 III AktG auf die Wandelschuldverschreibung. Eine Regelung des bislang mit Genussrechten einigermaßen abgedeckten Finanzierungsbedürfnisses durch Einführung einer stimmrechtslosen Mehrdividendenaktie ist sehr erwägenswert. Allerdings ist die hier vorliegende Aktienrechtsnovelle nicht der rechte Ort, um sozusagen bei Gelegenheit der Verrichtung eine **neue Aktienkategorie** zu etablieren. Die Neben- und Folgewirkungen müssen bedacht werden, wofür jetzt die Zeit fehlt. Daher soll es für heute bei dem vorliegenden Regierungsentwurf bleiben.

III. Nachweisstichtag (§ 123 AktG)

Der Regierungsentwurf sieht einen **einheitlichen Stichtag für Inhaber- und Namensaktien** vor, der **21 Tage vor der Hauptversammlung** liegt. Dies soll

insbesondere im Interesse ausländischer Investoren liegen, die sich um eine Aktienblockade sorgen. Für die Einführung und Einheitlichkeit des Stichtags führt die Regierungsbegründung an: „Deutschland ... sendet keine verwirrenden Signale aus“.

1. Umschreibestopp

Bislang ist - vom BGH (Z 182, 272) anerkannte - Praxis, dass das Aktienregister aus vorbereitungstechnischen Gründen etwa drei bis sieben Tage vor der HV nicht mehr geändert („umgeschrieben“) wird. Der so fixierte Bestand ist am HV-Tag für die Teilnahme maßgebend (§ 67 II AktG). Dieser Umschreibestopp hat keinen Einfluss auf die Veräußerbarkeit der Namensaktien. Die Eintragung in dem Aktienregister ist für die Transaktion nicht erforderlich (konstitutiv).

Es wäre besser, diese **Rechtslage klarstellend zu kommunizieren** als ausgerechnet durch einen zusätzlichen Stichtag für „verwirrende Signale“ zu sorgen. Die Aktionärsrechterichtlinie gibt keinen Stichtag für Namensaktien vor (Art. 7 II Unterabsatz 2). Ein Stichtag kollidiert mit der Regelung in § 67 II 1 AktG, wonach der im Register Eingetragene gegenüber der Gesellschaft als Aktionär gilt. Der Registerbestand zum Stichtag und der fortgeschriebene Registerbestand am HV-Tag stehen im Konflikt. Wer zum Stichtag eingetragen ist, hat „die Berechtigung zur Teilnahme an der Versammlung und zur Ausübung des Stimmrechts“ (§ 123 V AktG-E) – und auch die Anfechtungsbefugnis? Wer zum HV-Tag eingetragen ist, hat jedenfalls das Dividendenrecht. Diese gespaltene Aktionärsstellung erscheint misslich und „verwirrend“.

Es könnte **statt eines Stichtags** auch nur (der Rechtsprechung folgend) klar gestellt werden, dass das Aktienregister sieben Tage vor dem HV-Tag **für Umbuchungen geschlossen** werden darf. Das würde die gegenwärtige Praxis, die offenbar problemlos funktioniert, festschreiben. Maßgebend für alle Aktionärsrechte gegenüber der Gesellschaft ist dann das Aktienregister, das sieben Tage unverändert bleibt.

2. Einheitlicher Stichtag drei Wochen vor der HV?

Wenn es denn ein Stichtag sein soll, so steht dessen **zeitliche Fixierung** im Streit.

Die einheitliche Festsetzung für Inhaber- und Namensaktie hat einen guten Grund, wenn man erkennt, dass **Inhaber- und Namensaktie nicht kategorial verschieden** sind, sondern (insbesondere im internationalen Verkehr) in **ähnlicher Verwahrstruktur** auftreten.

Die Inhaberaktie wird dezentral bei einem Intermediär (Bankdepot) gebucht. Die Namensaktie wird ebenso dort gebucht und zusätzlich von dem Intermediär zum Aktienregister gemeldet, wobei sich oft der Intermediär eingetragen lässt. Damit ist der Ausgangspunkt für den Weg in die Hauptversammlung derselbe: Es ist der Intermediär, der den Prozess initiiert. Bei der Inhaberaktie stellt er den Nachweis aus (§ 123 III AktG), von da an kommt die Organisation der Stimmrechtsausübung etc. in Gang. Bei der Namensaktie sorgt dafür der eingetragene Intermediär (Benachrichtigung über die Kette, Stimmrechtsweisungen und –vollmachten).

Dieser Befund, dass Intermediäre mit ihren sog. Nominee-Beständen eingetragen sind und die Binnenorganisation einer grenzüberschreitenden Stimmrechtsausübung die Verwahrkette hinab und herauf ihre Zeit braucht, kann für die 3-Wochen-Lösung angeführt werden.

Mit der kürzlich erfolgten WpHG-Ergänzung durch das Kleinanlegerschutzgesetz ist die Problematik der Meldepflicht bei Nomineebeständen erledigt, weshalb zu erwarten steht, dass sich diese Konstellation weiter verfestigt. Diesen Sachverhalt muss die rechtliche Gestaltung der HV-Prozedur zur Kenntnis nehmen.

Demgegenüber steht die **herkömmliche Vorstellung vom Aktienregister, das möglichst tagesaktuell den „wahren Aktionär“ ausweist** und ihm zur HV-Teilnahme verhilft. Das Deutsche Aktieninstitut hat darauf hingewiesen, dass ein Bestandsstichtag am 21. Tag die Zeitspanne drastisch verkürzen würde, die der Gesellschaft nach der Einberufung bleibt, Direkteintragungen der wahren Aktionäre in das Aktienregister zu erreichen. Das ist richtig, eben unter der Annahme, das Aktienregister soll anlässlich der Hauptversammlung möglichst den wahren Aktionär beinhalten. Auch aus Sicht der Gesellschaften ist es erstrebenswert, dass die wahren Aktionäre zur Eintragung gelangen („kenne Deinen Aktionär“), insbesondere für Investor-Relation-Zwecke.

Sieht man die Dinge so, liegt es auf der Hand, die direkte Verbindung zwischen dem registrierten Namensaktionär und seiner Gesellschaft zugrunde zu legen. Leitfiguren sind der private Kleinaktionär und die nationale institutionelle Anlegerschär. Exemplarisch die Stellungnahme des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft vom Juni 2014: „Zwischen der Inhaberaktie und der Namensaktie bestehen wesentliche Unterschiede: Mitteilungsversand und Bestandsnachweis können bei Namensaktien unmittelbar und zentral auf der Grundlage des Aktienregisters erfolgen. Bei Inhaberaktien sind anders als bei Namensaktien dezentrale Bestandsnachweise über die depotführenden Banken erforderlich. Damit können Be-

stände bei Namensaktien aufgrund elektronischer Kommunikation flexibler gehandhabt werden, so dass auf der Hauptversammlung ein aktuellerer Aktienbestand vertreten sein wird.“

Welchen Weg soll die Gesetzgebung einschlagen? Wem es um die Zurückdrängung der Nominee-Bestände geht und/oder wer der klassischen Register-Sichtweise anhängt, wird eine kürzere Frist bevorzugen. In zahlreichen Stellungnahmen sind etwa 10 Tage vorgeschlagen worden. Wer die Konvergenz der Aktienarten und/oder die Gepflogenheiten internationaler Stimmrechtsorganisation für wesentlich hält, kann dem Regierungsentwurf mit seiner Einheitslösung zustimmen. Dass die 21 Tage insgesamt üppig bemessen sind, wird auch von der Regierungsbegründung zugestanden und sollte einer Überprüfung (auch vor dem Hintergrund der elektronischen Möglichkeiten) offenstehen.

3. Zum Wortlaut des § 123 V AktG-E

Die Aussage in § 123 V AktG-E, dass bei Namensaktien börsennotierter Gesellschaften die Berechtigung zur Teilnahme an der Versammlung oder zur Ausübung des Stimmrechts aus der Eintragung als Aktionär im Aktienregister folge, entspricht (verengt auf börsennotierte Gesellschaften) der Grundaussage des § 67 II 1 AktG. Warum diese Aussage als Teilmenge wiederholt wird, ist nicht recht deutlich. Die Begründung gibt an, damit werde klargestellt: „Entscheidend ist grundsätzlich, wer im Aktienregister als Aktionär eingetragen ist.“ Aber daran bestehen doch keine Zweifel, auch dann nicht, wenn es um die stichtagsbezogene Berechtigung geht.

Es wird vorgeschlagen, den Absatz 5 zu streichen und die Aussage über den maßgeblichen Stichtag in Absatz 6 (nach Streichung: Absatz 5) zu treffen.

III. Nichtigkeitsklage (§ 249)

Die vorgesehene Regelung wurde **vom Rechtsausschuss im Jahr 2013 nicht gebilligt**: „Von der vorgesehenen relativen Befristung der Nichtigkeitsklage soll derzeit abgesehen werden. Es soll nicht an dieser Stelle eine weitere Einzelkorrektur vorgenommen, sondern eine Lösung mit weiterem Blick auf das gesamte System des Beschlussmängelrechts erwogen werden.“ (Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses (6. Ausschuss), Drucksache 17/14214).

Auch der **zweite Versuch** mit dem Regierungsentwurf 2014 zieht den Flickenteppich-Vorwurf auf sich. Erneut wird eine „Einzelkorrektur“ (Rechtsausschuss 2013) vorgeschlagen, die auf eine von manchen Praktikern ausgemachte Schwachstelle reagiert. Das Signal der Rechtspolitik, wenn sie dieses Mal dem Entwurf folgt, wäre die Abkehr vom Bemühen um ein kohärentes Beschlussmängelrecht.

In der Sache ist bedenklich, dass die Nichtigkeit nur mit Monatsfrist geltend gemacht werden kann, wenn eine Anfechtungsklage bekannt gemacht wurde. Hier zeigt sich, dass die Nichtigkeitsgründe des § 241 AktG zu weit gefasst sind. Dort muss korrigiert werden, die relative „Fristenlösung“ wäre nur der Notbehelf.

IV. Aufsichtsrat Gebietskörperschaft

Der Dispens von der Schweigepflicht durch formloses, nicht dokumentiertes „Rechtsgeschäft“ geht zu weit. Jedenfalls sollte dies dem Aufsichtsrat bekannt gemacht werden. Daher ist die Fassung des Referentenentwurfs („in Textform mitgeteilt“) vorzugswürdig.

B. Delisting

Der **Bundesrat** hat gebeten zu prüfen, durch welche zivilrechtliche Regelung die „wirtschaftlichen Interessen von Minderheitsaktionären von Aktiengesellschaften“ beim sog. Delisting geschützt werden können. Das „ob“ einer Regelung dieser vom BGH bekanntlich wieder eröffneten (genauer: dem Gesetzgeber überantworteten) Problematik soll hier nicht diskutiert, sondern als geboten angenommen werden. Einzugehen ist somit auf die Grundlinien des „wie“.

I. Regelungsort

Vorzugswürdig dürfte wohl eine Regelung im Wertpapierhandelsgesetz oder im Börsengesetz sein, weil dadurch auch ausländische Gesellschaften zu erfassen sind (Marktortprinzip). Eine Vereinbarkeit des Abfindungsgebots mit der europarechtlichen Kapitalmarktfreiheit wäre zu prüfen.

Denkbar ist aber auch, dass die **Grundregelung im Aktiengesetz** getroffen wird (und ggf. darauf in späteren kapitalmarktrechtlichen Gesetzgebungsakten verwiesen wird).

II. Regelungsreichweite

Erfasst sein sollte der **Rückzug vom regulierten Markt**. Ob dieser Rückzug ein völliger ist oder in privatrechtlich geordnete Segmente des Freiverkehrs erfolgt, sollte letztlich nicht maßgebend sein.

III. Regelungsinhalt

Es sollte grds. eine **Abfindung** für die Aktionäre vorgesehen werden, die ihre Aktien aufgrund des Delisting anbieten. Allerdings sind auch Konstellationen denkbar, dass es im Gesellschaftsinteresse liegt, den Rückzug von der Börse anzutreten, etwa weil die Kosten der Börsennotierung zu hoch sind. In dieser Situation wäre es ungereimt, wenn ein Teil der Aktionäre daraufhin „Kasse machen“ könnte.

Die Höhe der Abfindung sollte sich grundsätzlich am gewichteten Börsenkurs der letzten drei Monate orientieren (§ 31 WpÜG und Angebotsverordnung). Dass der Börsenkurs nicht immer ein verlässlicher Indikator für den „wahren Wert“ ist, mag durchaus sein. Aber es geht hier gerade nicht um den wahren Wert, sondern **um die durch den Börsenhandel ausgedrückte Vermögensposition**. Diese ist – wie sie ist (bzw. die letzten 3 Monate war). Wenn der Aktionär gehen will, erhält er das, was er auch beim Weggang über die Börse erhalten hätte. Ihm wird also der Verlust der Börsenhandelbarkeit kompensiert. Mehr hatte er vorher nicht, mehr bekommt er beim Desinvestment nicht.

Der **Anspruchsgegner** kann die Gesellschaft sein, soweit sie die Aktien überhaupt erwerben kann (eigene Aktienquote, ungebundenes Vermögen). Des Weiteren kann mit seinem Einverständnis ein Dritter benannt werden (Großaktionär, neuer Investor). Dem Vorstand sollte man aufgeben, dass er den Delisting-Antrag nur unter Vorhaltung einer Erklärung entsprechend § 327b III AktG stellt.

Ein **Spruchverfahren ist unnötig**, da sich der zu zahlende Betrag bei der vorgeschlagenen Orientierung am gewichteten Börsenkurs rechnerisch ohne weiteres ergibt (und von der BaFin mitgeteilt wird).

Eine **Hauptversammlung ist keineswegs notwendig**. Was sollte sie außer Anfechtungspotential wegen Formalfehlern bringen, wenn wie regelmäßig die Initiative vom Mehrheitsaktionär ausgeht?

Zu erwägen ist schließlich, diejenigen Aktionäre von der Abfindung auszuschließen, die ein vorangegangenes Übernahmeangebot ausgeschlagen haben bzw. die schon vor dem Listing der Gesellschaft angehörten. Das

verkompliziert allerdings die Regelung und ist dann nicht wesentlich geboten, wenn die Abfindung aus dem gewichteten Börsenkurs besteht.

IV. Regelungsvorschlag (Text)

§ 3 des Aktiengesetzes wird mit dem folgenden Absatz ergänzt:

„Wird die Börsennotierung auf Antrag des Vorstands eingestellt, so ist den Aktionären für den Erwerb ihrer Aktien eine Abfindung anzubieten, die entsprechend § 31 Absatz 1 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz berechnet wird. Der Vorstand darf den Antrag nur stellen, wenn die Erfüllung der Abfindungsverpflichtung gewährleistet ist; § 327b Absatz 3 gilt entsprechend. Die Abfindung kann von der Gesellschaft erbracht werden, soweit dies zulässig ist. Die Abfindungspflicht besteht nicht, wenn das Gesellschaftsinteresse den Rückzug von der Börse gebietet.“

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Ulrich Noack', with a long, sweeping horizontal stroke at the end.

(Ulrich Noack)