

# Die geplanten Änderungen aktienrechtlicher Entschädigungsregelungen als Unterminierung des Minderheitenschutzes

---

von Jochen Knoesel, Leonhard Knoll, Ulrich Ronge  
Verein zur Förderung der Aktionärsdemokratie, Würzburg

## 1. Einleitung

Mit Datum vom 30.11.2012 wurde „an die am Gesellschaftsrecht interessierten Verbände“ ein Schreiben des Bundesministeriums der Justiz (Referat III A1; Bearbeiter MR Dr. Neye, Unterzeichner Dr. Weiß) versandt, in dem um Kenntnis- und gegebenenfalls Stellungnahme bis zum 15.1.2013 zu einem anliegenden Entwurf hinsichtlich Änderungen im Umwandlungs- und Aktienrecht gebeten wurde.

Da der Verein zur Förderung der Aktionärsdemokratie ein wesentliches wissenschaftliches Interesse an den gesetzlichen Rahmenbedingungen für den Eigentumsschutz und die Anlagebedingungen von Minderheitsaktionären hat, möchten wir nachfolgend auf diesen Entwurf und die zugehörige Begründung von Prof. Dr. Hoffmann-Becking eingehen. Wir möchten uns dabei aus den folgenden Gründen sehr kurz fassen:

- Es ist eine Vielzahl von Stellungnahmen zu erwarten, die uns teilweise bekannt sind. Natürlich teilen wir nicht alle dort vorgetragene Ansichten, aber es wäre eine sinnlose Aufblähung von Akten, an dieser Stelle bereits anderweitig vorgetragene Argumente zu wiederholen.
- Der bedeutendste Teil der Gesetzesinitiative betrifft die Einschränkung der Spruchverfahren auf eine Instanz – eine Bestrebung, die derart unverfroren ist, dass man sie eigentlich gar nicht kommentieren muss: Man stelle sich einmal vor, was man an hehren Kommentaren aus Deutschland hören würde, wenn ein anderer Staat, in dem der Schutz des Eigentums Verfassungsrang genießt, sich entsprechend verändern wollte. Höchst vorsorglich sei hier nur auf den Kurzkomentar von Dreier in SpruchZ 2012, 33 f. verwiesen.
- Die Besorgnis erregende Situation des aktienrechtlichen Minderheitenschutzes in Deutschland wurde von einem von uns jüngst bereits in einem wissenschaftlichen Blog kommentiert; vgl. <http://wirtschaftlichefreiheit.de/wordpress/?p=11032#more-11032>.

Daher wollen wir uns kurz auf die beabsichtigten Änderungen hinsichtlich Konzernausgliederungen sowie die Ersetzung der baren Zuzahlung durch Gewährung zusätzlicher Aktien bei Verschmelzungen beschränken und auch dort jeweils nur Punkte

skizzieren, die vermutlich nicht bzw. nur partiell von anderen Kommentatoren angesprochen werden.

## **2. Konzernausgliederungen**

Die vergleichsweise kurze Neuregelung einer kompletten Strukturmaßnahme in § 144a UmwG-E mag für unkundige Betrachter eine gewisse Plausibilität aufweisen, zumal der Abbau von bürokratischen Hemmnissen und Kosten allenthalben eine Art Generalzustimmung genießt. Leider liegen die Dinge nicht so einfach und leider betreffen die von einer Installation der beabsichtigten Änderungen ausgehenden Gefahren wiederum diejenigen, welche sich im Rahmen anderer gesetzlicher Regelungen und insbesondere deren Veränderungen in den letzten Jahren de facto nicht wehren können: Minderheitsaktionäre.

Konkret geht es bei Ausgliederungen insbesondere um die Gefahr, dass übertragende Gesellschaften mittelbar oder unmittelbar wirtschaftlich entkernt werden, indem wertvolle Teile aus ihrem Vermögensbestand ausscheiden, ohne dass hinreichende Prüfungen hinsichtlich des aufgegebenen Werts und seiner Kompensation stattfinden.

Die in der bisherigen Formulierung getroffenen Einschränkungen hinsichtlich des Buchwertanteils der zu übertragenden Aktiva an der Schlussbilanz der übertragenden Gesellschaft und der Anrechnung vorhergehender Ausgliederungen binnen zwölf Monaten sind völlig unzureichend. Der wirtschaftliche Wert von Vermögensgegenständen und ihr Buchwert können leicht um eine Zehnerpotenz differieren und liegen sogar beliebig weit auseinander, wenn es um nicht aktivierungsfähige Werte geht, die in manchen Branchen gerade den ökonomischen Kern einer Bilanz ausmachen. Folglich ist es nach den vorgeschlagenen Regelungen möglich, bereits durch eine Ausgliederung das Vermögen der übertragenden Gesellschaft gravierend zu verändern und diese Entkernung im Modus einer Salamtaktik Jahr für Jahr weiter fortzusetzen.

## **3. Ersetzung der baren Zuzahlung durch Gewährung zusätzlicher Aktien**

### **3.1 Nochmalige Einschränkung der Stellungnahme**

Die hinsichtlich der betroffenen Gesetzesänderungen als auch ihrer Begründung umfangreichste Änderung betrifft die Einräumung des Rechts für aufnehmende Gesellschaften, eine bare Zuzahlung durch Gewährung weiterer Aktien zu substituieren.

Bereits in den Begründungen für die beabsichtigten Änderungen finden sich eine Reihe von selbst angesprochenen Problemen, die freilich vom Verfasser des Regelungsvorschlags Prof. Dr. Hoffmann-Becking – wenig überraschend – als befriedigend gelöst erachtet werden. Dass dies an manchen Stellen geradezu bizarr erscheint, sei hier nur mit dem Beispiel belegt: Im Falle einer baren Zuzahlungspflicht wegen einer geringeren Bewertung der aufnehmenden Gesellschaft müsste bei dieser durch die empfohlene Sacheinlage für die neu zu gewährenden Aktien eine Vermögensmehrung eintreten, denn da die Passivseite der Bilanz eine entsprechende Verlängerung erfährt, muss c.p. auch die Aktivseite wachsen! Da zu derartigen Aspekten aber umfassende Stellungnahmen von anderen Stellen zu erwarten sind, wollen wir

uns wie eingangs erwähnt auf Aspekte beschränken, die anderweitig eventuell nicht in der gebotenen Deutlichkeit angesprochen werden.

### 3.2 Normzweck

Bei der Beurteilung der vorgeschlagenen Änderungen muss man grundsätzlich immer den Zweck der in Frage stehenden Regelung betrachten: Er besteht (darin werden uns auch die Protagonisten der hier kritisierten Initiative nicht widersprechen können) vorliegend darin, dass Minderheitsaktionäre einer übertragenden Gesellschaft zumindest hinsichtlich des wirtschaftlichen Werts ihres bisherigen Eigentums geschützt sind, nachdem sie die Veränderung von dessen Verkörperung durch die Verschmelzung selbst mangels hinreichendem Quorum nicht verhindern können. Umgekehrt ist es regelmäßig die aufnehmende und später gegebenenfalls ausgleichsverpflichtete Gesellschaft, welche durch ihre Stimmenmehrheit in der Beschluss fassenden Hauptversammlung der übertragenden Gesellschaft die Verschmelzung erzwingt.

War nun das ermittelte Umtauschverhältnis korrekt, so konnten die Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft sich nach Durchführung der Verschmelzung von den ihnen zugeteilten Aktien der übertragenden Gesellschaft trennen, was wirtschaftlich und rechtlich mit einer vollen Entschädigung im Sinne der gefestigten Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts korrespondiert. Das Instrument der baren Zuzahlung setzt nun genau an der Stelle an, wo im Rahmen eines Spruchverfahren festgestellt wurde, dass das Umtauschverhältnis zulasten der in die Verschmelzung gezwungenen Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft verzerrt war. Für diesen Fall stellt die bare Zuzahlung sicher, dass diese Minderheitsaktionäre durch Gewährung einer baren Zuzahlung für die Wertdifferenz und die seither aufgelaufene Verzinsung so gestellt werden, als wenn sie die nur zwangsweise erworbenen Aktien der aufnehmenden Gesellschaft sofort nach der Verschmelzung veräußert hätten. Anders formuliert: Die bislang bestehende Regelung stellt zumindest grundsätzlich sicher, dass es gegenüber einer korrekten Bestimmung des Umtauschverhältnisses zu keiner wertmäßigen Eigentumsschädigung der Minderheitsaktionäre kommt. Selbst die jetzt vorgeschlagenen Änderungen bemängeln mit keiner Silbe, dass die Höhe der in vielen Spruch- bzw. früher Spruchstellenverfahren festgestellten Kompensation systematisch (!) falsch ausgerichtet ist.

### 3.3 Äquivalente Kompensationsalternativen?

Die Stoßrichtung dieser Änderungswünsche liegt auch gar nicht in der Höhe, sondern vielmehr im Medium der Erfüllung etwaiger Kompensationsverpflichtungen. Paradigmatisch ist insofern die Formulierung aus Abschnitt II.1. des Gesetzgebungsvorschlags:

*„Mit dem Ausgleich durch Aktien wird das vom Gesetz verfolgte Ziel, die wirtschaftlichen Folgen eines unangemessenen Umtauschverhältnisses nachträglich wirtschaftlich zu kompensieren, ebenso erreicht wie durch die bare Zuzahlung.“*

Bezeichnenderweise wird die ökonomische Logik dieser Aussage erst einige Seiten später in Abschnitt II.7.3 ohne Bezug auf die soeben zitierte Passage nachgereicht:

*„Die Methode (ii) [auf die sogleich zurückzukommen sein wird; JK, LK und UR] ist aber in jedem Fall für den Ausgleichsberechtigten eine im Vergleich mit dem Barausgleich nach § 15 UmwG gleichwertige und zumutbare Lösung, da er die als Ausgleich erhaltenen Aktien über die Börse veräußern kann.“*

Diese Logik erweist sich indessen hinsichtlich der selbst benannten Gründe für die gewünschte Änderung als unzureichend: Sind die neuen Aktien in der Welt können sie grundsätzlich von jedem an den Mann oder die Frau gebracht werden, sei es die emittierende Gesellschaft selbst oder die mit ihnen nachträglich kompensierten Minderheitsaktionäre der längst untergegangenen Gesellschaft. Hätte die aufnehmende Gesellschaft also ein Liquiditätsproblem, könnte sie dieses c.p. just durch eine entsprechende „normale“ Kapitalerhöhung lösen. Gibt es indessen ein „Veräußerungsproblem“ mit den jungen Aktien, wird es nach dem aktuellen Vorschlag gerade denjenigen aufgebürdet, die von Gesetzes wegen gegen Eigentumsschäden geschützt werden sollen, während die aufnehmende Gesellschaft korrespondierend entlastet wird, obwohl es regelmäßig gerade sie war, die mit einer Stimmenmehrheit in der entscheidenden Hauptversammlung der übertragenden Gesellschaft ehemals die streitgegenständliche Verschmelzung durchgesetzt hatte!

Das Problem ist insofern also entweder nicht gegeben, was jeden behaupteten Anlass einer Änderung des gesetzlichen Status quo ad absurdum führen würde, oder es besteht in einer Weise, der die konkret vorgeschlagene Änderung völlig unakzeptabel macht, weil eine äquivalente Kompensation im unbestrittenen Sinne der bisherigen Regelung nicht mehr stattfinden würde.

### **3.4 Was man dem Einen gibt, ...**

Diese für die vorgeschlagene Änderung bereits vernichtende Zwickmühle gilt allgemein, wenn man der übernehmenden Gesellschaft ein Wahlrecht im Sinne des vorgeschlagenen § 72a Abs. 1 UmwG einräumt, also unabhängig von den beiden in Kapitel II.7. vorgeschlagenen Methoden (i) und (ii) für die Ermittlung der Zahl der zu gewährenden Aktien, deren Wert bei (i) nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt der Verschmelzung und bei (ii) nach den Verhältnissen zum Zeitpunkt der nachträglichen Kompensation zum Ansatz kommt.

Bei der im letzten Zitat nicht angesprochenen Alternative (i) ergibt sich indessen ein weiterer Defekt, der relativ kurz dargestellt werden kann. Wenn auf das im Verschmelzungszeitpunkt richtige Umtauschverhältnis und die hierfür nötige Zahl zusätzlich zu gewählender Aktien der aufnehmenden Gesellschaft zum damaligen Wert rekuriert wird, bleibt die Wertentwicklung der Aktien seither außer Betracht. In Abschnitt II.7.1 wird zwar auf einige Probleme gesellschafts- und finanzierungstechnischer Struktur hingewiesen und als Lösung eine bare Kompensation der gesetzlichen Verzinsung vorgeschlagen, doch bleiben „normale“ Wertänderungen seit dem Verschmelzungstichtag außer Betracht. Durch das beabsichtigte Wahlrecht der aufnehmenden Gesellschaft wird diese ihre Ausgleichsverpflichtung natürlich in Form zusätzlicher Aktien leisten, wenn der Aktienkurs in der Zwischenzeit gefallen ist, und bei gestiegenem Kurs in bar. Umgekehrt erhalten die Minderheitsaktionäre nur im letzteren Fall die dem Normzweck entsprechende Kompensation und werden durch das Ausnutzen des geplanten Wahlrechts bei gefallen Kursen eben nicht „voll entschädigt“.

Aus finanzierungstheoretischer Sicht ist dies keineswegs überraschend: Die Einräumung dieser Alternative ist nichts anderes als die Gewährung einer Option an die übertragende Gesellschaft, bei der die abzufindende Minderheit als Stillhalter fungiert, ohne eine bei frei vereinbarten Optionsgeschäften vereinbarte Prämie zu erhalten. Entspricht nun die ermittelte bare Zuzahlung im bisherigen Sinne einer vollen Entschädigung, muss eine Abfindung in Aktien zwangsläufig geringer sein, weil der Wert der Option von der baren Zuzahlung abzuziehen ist.

Damit verstößt Methode (i) sogar doppelt gegen das verfassungsmäßige Gebot der vollen Entschädigung.

### 3.5 Umkehrung der jüngerer Entwicklungen

Ergänzend zu diesen schon für sich schlagenden Befunden sei noch angemerkt, dass das Verlangen einer Kompensation in Aktien jüngerer Entwicklungen zuwider läuft.

So wurde das (von uns keineswegs befürwortete) Institut der §§ 327a AktG, das seit 2002 die weit überwiegende Zahl aller Spruchverfahren betrifft, unter anderem mit dem Argument eingeführt, dass eine Barkompensation aus verschiedenen Gründen gegenüber einer Kompensation in Aktien vorzuziehen sei. Zwar betrifft dies die Maßnahme selbst, doch wird nicht einmal im vorliegenden Gesetzesvorschlag jenseits von umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen eine Nachbesserung von Abfindungen in Form von Aktien propagiert. Insoweit steht aber umgekehrt zu befürchten, dass bei einem Erfolg der vorgeschlagenen Gesetzesänderungen schon bald auch für andere Strukturmaßnahmen Veränderungen der Kompensationsform vorgeschlagen werden.

Was die Erhöhung der finanziellen Belastung durch die Verzinsung der baren Zuzahlung angeht, übersieht der Vorschlag, dass diese erst durch das ARUG in der heutigen Höhe fixiert und die vormals geringere Verzinsung (unseres Erachtens zu Recht) entsprechend erhöht wurde. Das Beklagen dieser Zinslast und die vorgeschlagene Form ihrer Kompensation bei Methode (ii) haben somit den schalen Beigeschmack, dass man den Konsequenzen der damals überfälligen Reform nun über einen Umweg entkommen will.

## 4. Fazit

Nach Maßgabe der vorgetragenen Argumente lehnen wir den Gesetzesvorschlag sowohl persönlich als auch für den von uns vertretenen Verein zur Förderung der Aktionärsdemokratie ab.

Ein Problem sehen wir in der Realität allenfalls dann, wenn keine Dominanzbeziehung bei einer Verschmelzung vorliegt („Merger of Equals“) **und** bei der übernehmenden oder aufnehmenden Gesellschaft durch die Nachzahlungsverpflichtung ein existenzielles Problem entsteht. Dieser seltenen Konstellation ist indessen nicht durch ein generelles Wahlrecht hinsichtlich der Kompensationsform zu begegnen, sondern durch die Möglichkeit, dass das erkennende Spruchgericht **ausnahmsweise** eine andere Erfüllungsform als die Barzahlung für den konkreten Fall festlegt und **dabei umfassenden Begründungspflichten genügt**.

Eine darüber hinaus gehende Gesetzesnovelle lässt sich jedenfalls mit den im vorliegenden Vorschlag gegebenen Argumenten nicht begründen und wirft eher Fragen nach den Motiven der Initiatoren der beabsichtigten Änderungen auf.

Sollte dem Gesetzgebungsvorschlag in der vorliegenden Formulierung dennoch gefolgt werden, so ist schon heute abzusehen, dass sich diese Änderungen schon bald einer Prüfung durch das Bundesverfassungsgericht ausgesetzt sehen.

Würzburg, 15.1.2013

gezeichnet

Jochen Knoesel

Prof. Dr. Leonhard Knoll

Dr. Ulrich Ronge