

Diskussionsbericht

zu den Referaten von Jochen Vetter und Katja Langenbucher

ELENA DUBOVITSKAYA

Die von *Holger Fleischer* geleitete Diskussion zu den Referaten „Aktien-Konzernrecht“ von *Jochen Vetter* und „Aktien- und Kapitalmarktrecht“ von *Katja Langenbucher* bezog sich auf die grundsätzlichen Fragen der Ausgestaltung des Aktien- und Konzernrechts (I.), die europarechtlichen Einflüsse (II.), den Abhängigkeitsbericht (III.), den Konzerneingangsschutz und Kontrollerwerb (IV.), die aktienrechtliche Aufsicht (V.) sowie das Verhältnis zwischen der Unabhängigkeit des Aufsichtsrats und der konzernrechtlichen Beherrschung (VI.).

I.

Der Vorschlag *Vettters*, die traditionelle Unterscheidung zwischen Unternehmen und Privataktionären aufzugeben, wurde Gegenstand der Kritik. Es wurde eingewandt, dass dies zu einem „Konzernrecht ohne Konzern“ und letztendlich zum Verlust der Legitimationsgrundlage des Konzernrechts führen würde. Diese Legitimationsgrundlage bestehe zum einen in der Notwendigkeit, den Interessenkonflikt zwischen der abhängigen Gesellschaft und ihrem Mehrheitsaktionär, der anderweitig unternehmerisch tätig sei, zu regeln; zum anderen gehe es um die Organisationsverfassung des Konzerns und die Konzernführung. Beides habe man nicht, wenn man nicht auf ein „Unternehmen“, sondern auf einen „Privataktionär“ abstelle. Zudem hätte man im Falle der Abschaffung des Unternehmensbegriffs Schwierigkeiten, bei der Überarbeitung der Aktionärsrechterichtlinie deutsche konzernrechtliche Vorstellungen durchzusetzen. *Vetter* verteidigte seinen Ansatz gegen diese Kritik und wies darauf hin, dass es sehr viele Organschaftsverträge gebe, deren Beteiligte die Anforderungen des Unternehmensbegriffs nicht erfüllten. Um solche Verträge dennoch als wirksam anzusehen, forderten manche Anhänger des Unternehmensbegriffs hier eine „Rückausnahme“. Eine „Rückausnahme“ an einem so wichtigen Punkt spreche aber dafür, dass das rigorose Festhalten an dem Unternehmensbegriff falsch sei. Zum anderen lohne sich der damit verbundene dogmatische Aufwand im Hinblick auf die Belange der Praxis nicht. Aus praktischer Sicht würde es völlig ausreichen, jeden, der eine herrschende Beteiligung habe, als „Unternehmen“ anzusehen.

Die Ausführungen von *Langenbucher* aufgreifend stellte ein Teilnehmer die Frage nach der Möglichkeit, Ansätze für innovative Lösungen nicht durch die Einführung neuer, insbesondere kapitalmarktrechtlicher Kategorien, sondern durch die Interpretation der bereits vorhandenen gesellschaftsrechtlichen Regelungen zu gewinnen. Verstehe man §§ 311 ff., 291 ff. AktG so, wie sie vielleicht einmal gedacht worden seien, nämlich als eine relativ restriktive Lösung, die weitgehende integrative Maßnahmen

im Konzern erlaube, so habe man über den Eingang in den Vertragskonzern die Möglichkeit, eine hohe Integration mit der damit verbundenen Gefährdung von Minderheitsinteressen herbeizuführen. Man habe aber zugleich eine „Exit“-Regelung. Ferner werden aktive Mitglieder der Gesellschaft künftig immer mehr an Informationen über das Vorstandshandeln interessiert sein, um das Verwaltungshandeln durch mitgliedschaftsbasierte Unterlassungsklagen kontrollieren zu können. Schließlich könne man unabhängige Aufsichtsratsmitglieder (*independent directors*) als Gegenmaßnahme zur Mehrheitsmacht und damit als ein Instrument verstehen, das vom Schutzkonzept her mit dem Konzernrecht identisch und daher auch für ein aktives Mitglied attraktiv sei. Viele Lösungen seien daher bereits im Verbandsrecht vorhanden oder darin angelegt. Darauf erwiderte die Referentin, dass sie mit der Binnen- und Außensichtperspektive nicht die Unterschiede zwischen dem Verbands- und dem Kapitalmarktrecht meinte. Natürlich gebe es die Publizität und das Recht auf „Exit“ sowohl im Übernahmes als auch im Konzernrecht. Die Trennung zwischen der Binnen- und Außensichtperspektive habe vielmehr die unterschiedlichen methodischen Ansätze im Blick. In der Binnensichtperspektive gehe die Argumentation von innen heraus; es gehe hier um historische Argumente, um die Systemeinheit des Rechts oder um die Verhinderung von Wertungswidersprüchen. Die Argumente, mit denen die Außensichtperspektive operiere, können zwar ebenfalls für die Rechtspolitik und in beschränktem Umfang auch für Gerichtsentscheidungen fruchtbar gemacht werden. Es stehen aber ganz andere Argumentationstopoi im Raum: Standardisierung, Anpassung an die Erwartungen eines externen Beobachters, Erfassbarkeit, Messbarkeit.

Ein weiterer Teilnehmer fragte nach, was genau unter der „Außensicht“ zu verstehen sei: Handele es sich dabei um die Sicht eines Interessenträgers, eines Investors, der von außen an das Verbandsrecht herantrete, wie sie heute im Kapitalmarktrecht benutzt werde? Oder gehe es um die Betrachtung einer auslandsrechtskundigen Rechtsvergleicherin, die das deutsche Recht im Bereich von shareholder rights irgendwo zwischen USA und Zimbabwe einordne? *Langenbacher* erklärte, dass die von ihr aufgegriffene Idee von *Holmes* eine methodische sei: Der externe Beobachter argumentiere nicht innerhalb der betrachteten Rechtsordnung, sondern frage ausschließlich danach, wie diese Ordnung auf eine bestimmte Handlung respondieren werde. Der interne Beobachter sei schwieriger zu fassen. Die entsprechende Idee gehe auf *Hart* zurück und bestehe darin, dass sich eine rechtliche Regelung nicht in der Verbindung von Tatbestand und Rechtsfolge erschöpfe, sondern einen Verfolgungsanspruch an die Rechtsunterworfenen habe. Der interne Beobachter suche also nach der Rechtfertigung für eine rechtliche Regelung (z.B., dass sie sich aus der Historie ergibt, Wertungswidersprüche vermeidet, etc.). Die Unterschiede liegen also in der Methodik.

Auf Interesse der Diskussionsrunde stießen auch die Ausführungen *Langenbachers* zum „Börsengesellschaftsrecht“ und zum Rückgang privater Aktionäre. Ein Teilnehmer betonte, dass das Thema „Börsengesellschaftsrecht“ sehr gründlich und sorgfältig angegangen werden müsse. Im Grunde müsse man das ganze Gesellschaftsrecht durchmustern nach Normen, die die Aktiengesellschaft als eine börsenorientierte Gesellschaft sehen. In diesem Zusammenhang wurde § 23 Abs. 5 AktG als Beispiel genannt: Nicht börsenorientierte Gesellschaften müssten eigentlich Gestaltungsfrei-

heit erlangen; im Hinblick auf die börsenorientierte Gesellschaft sei zu fragen, welche Bereiche satzungsfest bleiben sollen. Nach Ansicht eines anderen Diskussionsteilnehmers seien die klassischen Kategorien wie das System der drei Organe (Vorstand, Aufsichtsrat, Hauptversammlung) und der Principal-Agent-Konflikt (die Kontrolle des Vorstands durch den Aktionär) derzeit in Auflösung begriffen. In der Hauptversammlung sitzen nicht mehr die „Aktionäre“ i.S.d. Aktiengesetzes von 1965, sondern institutionelle Aktionäre, Versicherungen, Pensionsfonds, proxy advisors und asset manager. Deren Verhaltenskodex, deren Transparenz und nachhaltige Interessenverfolgung müsse man betrachten und in die Governance-Regelung einbeziehen. Die entsprechenden Verhandlungen führe die Bundesregierung auf der Ebene der EU und der OECD. Diesen Anmerkungen pflichtete die Referentin bei.

Beide Referenten wurden auch gefragt, warum das deutsche Konzernrecht, das in sich stimmig sei, international kein Interesse wecke. *Vetter* präziserte diese Frage dahingehend, dass sie sich wohl nur auf den Vertragskonzern beziehe, denn der faktische Konzern sei auch in anderen Ländern verbreitet. Der Vertragskonzern stelle dagegen ein deutsches Unikum dar, wobei es nicht sicher sei, ob er dem englischen „*Scheme of Arrangement*“ wirklich überlegen sei. Das Recht des Vertragskonzerns lasse die Minderheitsaktionäre lediglich mit einem vermögensrechtlichen Anspruch auf Dividenden in einer Gesellschaft mit einem faktisch entmachteten Vorstand zurück. In „*Scheme of Arrangement*“ werden dagegen alle Aktionäre an der Obergesellschaft beteiligt, so dass ihre Interessen besser zum Ausgleich gebracht werden können. Das „*Scheme of Arrangement*“ stelle daher womöglich eine einfachere, schlankere Lösung mit weniger Interessenswidersprüchen zwischen verschiedenen Aktionärsgruppen dar. *Langenbacher* ergänzte, dass auch die länderspezifischen Unterschiede in der Aktionärsstruktur für die fehlende internationale Akzeptanz des deutschen (Vertrags-)Konzernrechts verantwortlich sein können. Dies zeige der Umstand, dass in den Ländern mit ähnlichen Verhältnissen wie in Deutschland durchaus ähnliche konzernrechtliche Vorstellungen herrschten. Je verstreuter dagegen der Aktienbesitz sei, desto weniger Konzernrecht sei vorzufinden. Komme ein monistisches System dazu, so passe das Konzernrecht für die betreffende Rechtsordnung einfach nicht.

II.

Im Verlauf der Diskussion wurde auch der Einfluss des EU-Rechts auf das deutsche Konzernrecht thematisiert. So sprach ein Teilnehmer das Konzept der *related party transactions* an und meinte, dass es sich dabei um ein Instrument zum Schutz der Investoren einer börsennotierten Gesellschaft handle. Da Transaktionen zwischen den nachgeordneten Konzerngesellschaften für diese Investoren nicht interessant seien, werden solche Transaktionen von diesem angelsächsischen Konzept (folgerichtig) ausgeblendet. Nicht ausgeblendet werden dagegen von dem Konzept und dem auf ihm basierenden Richtlinienvorhaben die Transaktionen „nach oben“. Ein weiterer Teilnehmer teilte die Einschätzung von *Vetter*, dass ein konzeptionell durchdachtes kodifiziertes europäisches Konzernrecht nicht zu erwarten sei. Was aber kommen

werde, sei die Anerkennung des Gruppeninteresses: Es sei so, als würde sich der europäische Gesetzgeber auf die Kodifikation des § 308 Abs. 1 AktG konzentrieren. In diesem Fall brauche man aber ein Schutzrecht. *Vetter* stimmte dem zu und meinte, dass eine europäische Regelung des Gruppeninteresses ein weitreichender Eingriff in das deutsche Konzernrecht wäre.

III.

Während einige Teilnehmer dem Vorschlag *Vettters*, den Abhängigkeitsbericht offenzulegen, uneingeschränkt zustimmten, meinten die anderen, für die Offenlegung des Abhängigkeitsberichts seien nicht die Mittel des Verbandsrechts, sondern die des Rechnungslegungsrechts zu nutzen. Dort fänden sich bereits vielfältige Offenlegungspflichten für Geschäfte mit den herrschenden Unternehmen. So seien nach § 37w Abs. 4 S. 1 WpHG im Zwischenlagebericht (oder nach Satz 2 dieser Norm im Anhang des Halbjahresfinanzberichts) wichtige Ereignisse, insbesondere die Geschäfte mit verbundenen Unternehmen und ihre Auswirkungen auf den verkürzten Abschluss anzugeben. Wichtige Ereignisse seien dabei solche, die ein Kursbeeinflussungspotenzial besitzen. Auch im Lagebericht sei darüber zu berichten. In der Erklärung zur Unternehmensführung nach § 289a Abs. 2 Nr. 2 HGB sei über die relevanten „Führungspraktiken“ zu berichten; dazu gehören auch Finanzberatungsverträge, in denen der Informationsfluss vom faktisch konzernierten abhängigen Unternehmen zum herrschenden Unternehmen dargestellt werde. Angesichts dieser Transparenzfülle solle man nicht zum Verbandsrecht greifen, das darüber hinaus mit anderen Kriterien operiere als die Rechnungslegungsvorschriften. Diese Ausführungen veranlassten einen Teilnehmer zum Kommentar, dass es de lege lata im Bereich der Rechnungslegung in der Tat viele Informationen über den Konzern bzw. die Gruppe gebe. Nach den Erkenntnissen der Reflection Group müssen diese Informationen aber erst in eine gruppenrelevante Gesamtinformation transformiert werden. Die EU-Kommission wolle insofern ein Konzernstruktur- und Transaktionspublizitätsrecht schaffen. Dabei handele es sich im Grunde genommen um den dem deutschen Recht bekannten Abhängigkeitsbericht, es stelle sich aber die Frage nach der Prüfung dieser Information. In die betreffende Diskussion auf der EU-Ebene müsse sich Deutschland mit seinen Erfahrungen zum Abhängigkeitsbericht engagiert einschalten. Ein weiterer Diskussionsteilnehmer betonte die Wichtigkeit der Offenlegung des Abhängigkeitsberichts und meinte, die einzelnen in den Rechnungslegungsvorschriften enthaltenen Offenlegungspflichten seien insofern keine adäquate Lösung.

Geäußert wurde im Laufe der Diskussion ferner die Besorgnis, dass die Veröffentlichung des Abhängigkeitsberichts ohne dessen kritische Überprüfung auf angreifbare Aspekte (problematische Transaktionen, fehlender Nachteilsausgleich usw.) ein Placebo sein könnte. Man müsse also in jedem Fall über eine flankierende materielle Pflichtenbindung und -durchsetzung nachdenken.

Vetter hielt daran fest, dass die Publikation des Abhängigkeitsberichts keine zusätzliche Bürokratie und keine Pflichtenverdoppelung verursachen dürfte. Diese Ge-

fahr sei eher gering angesichts der Tatsache, dass der Bericht ohnehin erstellt werde und es nur um die Frage gehe, ob er den Aktionären zur Verfügung gestellt werden solle, so dass bessere Argumente für die Offenlegung sprächen.

IV.

Seitens der Teilnehmer wurde bemängelt, dass es im deutschen Recht keinen Konzernzugangsschutz gebe. Insbesondere außerhalb des – beschränkten – Anwendungsbereichs des WpÜG stelle dies einen deutlichen Schwachpunkt dar. *Vetter* erwiderte, dass sich ein solcher Schutz im faktischen Konzern angesichts der geringen Beherrschungsmöglichkeiten nicht lohne. Es gebe dort weder ein Weisungsrecht noch eine praktisch bedeutsame Möglichkeit des herrschenden Unternehmens, für die abhängige Gesellschaft nachteilige Geschäfte durchzusetzen. Anders als im Vertragskonzern, in dem es umfassende Weisungs- und Gewinnabführungsmöglichkeiten gebe, profitiere der Mehrheitsgesellschafter im faktischen Konzern nicht von den „Leistungen“ des Konzernrechts. Daher wäre es unangemessen, wenn er für den Kontrollenerwerb „zahlen“ müsste. Ein Konzerneingangsschutz sei daher abzulehnen.

Ein weiterer Teilnehmer fragte beide Referenten nach dem Verhältnis zwischen dem Pflichtangebot und dem Konzernrecht. Beim Pflichtangebot könne man von einer „Konzernbildungserzwingungsregel“ sprechen: Wer 30% der Aktien erworben habe, sei gesetzlich verpflichtet, die 50%-Schwelle zum aktienrechtlichen Konzern zu überschreiten. Entscheidend sei aber, dass der Bieter kraft Gesetzes gezwungen sei, eine Kontrollprämie zu zahlen, stehe aber dann vor der Mauer des faktischen Konzerns, der seine Einflussmöglichkeiten auf die abhängige Gesellschaft einschränke. Liege darin nicht ein Wertungswiderspruch? In der Praxis werden dann Beherrschungsverträge geschlossen; die Aktionäre, die das Pflichtangebot nicht angenommen haben, vor allem die Hedgefonds, warten ab, bis der Vertragskonzern begründet werde, um dann eine „richtige“ Abfindung einnehmen zu können. Aufgrund dieser Problematik wäre zu überlegen, das deutsche Recht des faktischen Konzerns, soweit es die börsennotierten Gesellschaften anbelange, an die Regularien des Pflichtangebots anzupassen bzw. ganz abzuschaffen. Diesem Vorschlag widersprach *Vetter*. Der Erwerber lege den Angebotspreis selbst fest; er müsse keine Kontrollprämie zahlen. Bei der Berechnung müsse er natürlich planvoll vorgehen. Wolle er z.B. Synergien durch Zusammenlegung von Vertrieb und Forschung und Entwicklung realisieren, so müsse er bei einem freiwilligen Angebot eine Mindestannahmeschwelle von 75% vorsehen und dabei vermeiden, dass er über die 30%-Schwelle komme und ein Pflichtangebot machen müsse. Zu argumentieren, der Erwerber, der eine Kontrollprämie gezahlt habe, müsse im faktischen Konzern mehr Rechte bekommen, hieße, das Pferd von hinten aufzuzäumen. Insoweit bestehe also kein Anpassungsbedarf im Aktienrecht. *Langenbacher* schloss sich dieser Argumentation an und erwähnte eine ähnliche Situation beim Squeeze-out.

V.

Ein Teilnehmer ergänzte die Ausführungen *Langenbuchers* im Hinblick auf die Aufsicht im Aktienrecht. Eine starke Aufsicht werde vielfach für erforderlich gehalten, um die bestehenden Rechtsetzungsdefizite aufzufangen. Die alte Idee eines „Aktienamtes“ habe in Europa eine neue Dimension erhalten: In der neuen Fassung der Aktionärsrechterichtlinie erhalte die Kommission die Befugnis, den Gesellschaften Corporate Governance-Vorgaben zu machen, etwa in Form von entsprechenden Vordrucken zu „Say on Pay“-Berichten und Ähnlichem. Durch diese neue Tendenz sei auch unsere traditionelle, mitgliedschaftliche Sichtweise auf das Aktienrecht betroffen. *Langenbucher* stimmte dem zu und bezeichnete das Investitionskontrollrecht als „derzeit die größte Baustelle“, nicht zuletzt weil dadurch hoheitliche Verwaltungselemente in das Aktienrecht transportiert werden. Durch das Handeln der Aufsicht entwickeln sich die Zweipersonenverhältnisse im Verbandsrecht zunehmend zu Dreiecksverhältnissen.

VI.

Ein Diskussionsteilnehmer interessierte sich für das Verhältnis zwischen der Unabhängigkeit des Aufsichtsrats und der konzernrechtlichen Beherrschung. Er führte als Beispiel eine börsennotierte qualifiziert mitbestimmte Aktiengesellschaft mit einem Kontrollaktionär an, in der drei von zehn Aufsichtsratsmitgliedern unabhängig sind, und fragte *Vetter*, ob durch diese partielle Unabhängigkeit die Beherrschungsvermutung widerlegt sei. In diesem Zusammenhang verwies er auf die Ansicht, nach der z.B. eine montanmitbestimmte Gesellschaft aufgrund des Vorhandenseins eines neutralen Aufsichtsratsmitglieds überhaupt nicht beherrscht werden könne. Dazu meinte *Vetter*, dass nach diesem Standpunkt eine Aktiengesellschaft nie beherrscht werden könne, da Aufsichtsratsmitglieder weisungsfrei seien. Im Konzernrecht reiche bereits eine geringe Einflussmöglichkeit aus; insbesondere genüge es, dass der beherrschende Aktionär in der Lage sei, sich die (unabhängigen) Aufsichtsratsmitglieder auszusuchen.