



Initiativstellungnahme

**des Deutschen Anwaltvereins vorbereitet durch
den Ausschuss Handelsrecht**

**zum Reformbedarf im Beschlussmängelrecht,
Spruchverfahren und bei materiellen
Bewertungsregeln**

Stellungnahme Nr.: 5/2025

Berlin, im Februar 2025

Mitglieder des Ausschusses

- Rechtsanwalt Dr. Marc Löbbe, Frankfurt/Main (Vorsitzender und Berichterstatter)
- Rechtsanwältin Dr. Gabriele Apfelbacher, LL.M., Frankfurt/Main (Berichterstatterin)
- Rechtsanwalt Prof. Dr. Michael Arnold, Stuttgart (Berichterstatter)
- Rechtsanwalt Prof. Dr. Christian Decher, Frankfurt/Main (Berichterstatter)
- RA Dr. Hans Friedrich Gelhausen, Frankfurt/Main
- Rechtsanwältin Dr. Julia Sophia Habbe, Frankfurt/Main (Berichterstatterin)
- Rechtsanwältin Dr. Hilke Herchen, Hamburg
- Rechtsanwalt Prof. Dr. Hans-Christoph Ihrig, Mannheim
- Rechtsanwalt Dr. Thomas Kremer, Düsseldorf
- Rechtsanwalt Prof. Dr. Gerd Krieger, Düsseldorf
- Rechtsanwalt Prof. Dr. Andreas Pentz, Mannheim
- Rechtsanwältin Dr. Gabriele Roßkopf, LL.M., Stuttgart (Berichterstatterin)
- Rechtsanwalt Prof. Dr. Frank A. Schäfer, LL.M., Düsseldorf
- Rechtsanwältin Dr. Alexandra Schluck-Amend, Stuttgart (Berichterstatterin)
- Rechtsanwalt Dr. Bernd Singhof, LL.M., Frankfurt/Main
- Rechtsanwalt Prof. Dr. Jochen Vetter, München (Berichterstatter)
- Rechtsanwalt Dr. Jost Wiechmann, Hamburg
- Rechtsanwalt Prof. Dr. Hans-Ulrich Wilsing, Düsseldorf (Berichterstatter)
- Rechtsanwalt Arne Wittig, Frankfurt/Main

Deutscher Anwaltverein
Littenstraße 11, 10179 Berlin
Tel.: +49 30 726152-0
Fax: +49 30 726152-190
E-Mail: dav@anwaltverein.de

Büro Brüssel
Rue Joseph II 40, Boîte 7B
1000 Brüssel, Belgien
Tel.: +32 2 28028-12
Fax: +32 2 28028-13
E-Mail: bruessel@eu.anwaltverein.de
EU-Transparenz-Registernummer:
87980341522-66

www.anwaltverein.de

Zuständig in der DAV-Geschäftsstelle

- Rechtsanwalt Max Gröning, Geschäftsführer, Berlin

Der Deutsche Anwaltverein (DAV) ist der freiwillige Zusammenschluss der deutschen Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte. Der DAV versammelt ca. 60.000 Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte sowie Anwaltsnotarinnen und Anwaltsnotare, die in 253 lokalen Anwaltvereinen im In- und Ausland organisiert sind. Er vertritt die Interessen der deutschen Anwaltschaft auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene. Der DAV ist im Lobbyregister für die Interessenvertretung gegenüber dem Deutschen Bundestag und der Bundesregierung zur Registernummer R000952 eingetragen.

Das Beschlussmängelrecht des deutschen Aktienrechts einschließlich des Umgangs mit Bewertungsthemen wird trotz verschiedener gesetzlicher Reformversuche in den letzten Jahrzehnten sehr verbreitet - gerade auch im internationalen Vergleich - als defizitär angesehen. Entsprechend gibt es verschiedene rechtspolitische Vorschläge zur Reform des Beschlussmängelrechts, die sich jedenfalls in den Grundzügen in weitem Umfang einig sind.¹ In der letzten Legislaturperiode ist auch aus dem politischen Raum ein erneuter Impuls gesetzt worden.

In engem Zusammenhang mit dem Beschlussmängelrecht steht das Spruchverfahren, das aufgrund der im Ausgangspunkt zu begrüßenden Verlagerung von Bewertungsfragen aus dem Beschlussmängelrecht in das Spruchverfahren in den jüngeren Gesetzesnovellen des ZuFinG und des UmRuG eine erhebliche Aufwertung und Ausdehnung seines Anwendungsbereichs erfahren hat. Umso mehr rückt nunmehr auch der in diesem Bereich seit Jahren bestehende Reformbedarf in den Fokus. Eine auf die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen im internationalen Wettbewerb abzielende Reform des Beschlussmängelrechts ohne gleichzeitige Reform des Spruchverfahrens bliebe daher auf halben Weg stecken.

Nachfolgend sollen daher zunächst unter I. einige Hinweise zum bestehenden Reformbedarf sowohl im Beschlussmängelrecht als auch im Spruchverfahren (einschließlich der materiellen Bewertungsregeln) gegeben werden, bevor unter II. zweckmäßige Grundzüge einer Reform des Beschlussmängelrechts und unter III.

¹ Siehe insb. Arbeitskreis Beschlussmängelrecht, AG 2008, 617, die Verhandlungen des 72. Deutschen Juristentags 2018 mit einem ausführlichen Gutachten von Prof. Dr. Jens Koch und Referaten von Dr. Thomas Heidel, Dr. Marc Löbbe und Prof. Dr. Jessica Schmidt.

Grundlinien einer modifizierenden Klarstellung der Bewertungsregeln sowie einer Reform des Spruchverfahrens skizziert werden.

I. Reformbedarf

1. Beschlussmängelrecht

Der nach wie vor bestehende und in der Praxis weitgehend unstrittige Reformbedarf im Beschlussmängelrecht lässt sich anhand einiger Schlaglichter veranschaulichen: Bei der Aktiengesellschaft kann jeder Aktionär mit einer Aktie jeden Beschluss der Gesellschaft anfechten, wenn er in der Hauptversammlung Widerspruch erklärt hat. Rechtsfolge der erfolgreichen Anfechtungsklage ist zwingend die rückwirkende Kassation des Beschlusses (zum Freigabeverfahren vgl. S. 4 f.). Für Anfechtungsklagen sind die Landgerichte zuständig. Berufungen zum Oberlandesgericht und Revisionen zum BGH sind nach den allgemeinen Regeln möglich. Im Ergebnis bedeutet dies, dass jeder Aktionär mit lediglich einer Aktie dafür sorgen kann, dass die Wirksamkeit selbst von Beschlüssen, die mit ganz überwiegender Mehrheit gefasst worden sind, für mehrere Jahre unsicher bleibt. Dies gilt nicht nur für die (seltenen) Fälle, in denen eine Anfechtungsklage begründet ist, sondern ebenso für von den Gerichten letztendlich als unzulässig oder unbegründet abgewiesene Klagen.

Eine mehrjährige (und selbst mehrmonatige) Rechtsunsicherheit in Entscheidungen, die so wichtig sind, dass sie der Hauptversammlung der Aktiengesellschaft zur Entscheidung zugewiesen sind, ist für die Praxis untragbar und in dieser Weise in den meisten ausländischen Rechtsordnungen nicht bekannt. Auch das Argument einer Polizeifunktion des aktienrechtlichen Beschlussmängelrechts erscheint nicht mehr zeitgemäß. Gelegentlich wird zwar auch heute noch zur Rechtfertigung der unverhältnismäßigen Sanktionen des aktienrechtlichen Beschlussmängelrechts angeführt, dass die Finanzaufsicht und die Organhaftung in Deutschland weniger ausgeprägt seien als in anderen Ländern, insbesondere im anglo-amerikanischen Raum. Das aktienrechtliche Beschlussmängelrecht soll insoweit eine Art Gegengewicht im Interesse des Anlegerschutzes bilden. Dieser Befund trifft heute nicht mehr zu. Die regulatorischen Anforderungen wurden in den vergangenen Jahren stetig verschärft, insbesondere sorgen verschärfte Publizitätsanforderungen, ein sich an anglo-amerikanischen Vorbildern orientierendes Kapitalmarktrecht und eine strenge Kapitalmarktaufsicht der BaFin für einen weitreichenden Schutz der Aktionäre und

Kapitalanleger. Auch das aktienrechtliche Organhaftungsrecht ist ungeachtet seiner Ausgestaltung als Innenhaftung aufgrund der ARAG/Garmenbeck-Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs gerade auch im internationalen Vergleich ein scharfes Schwert.

Das Risiko von Anfechtungsklagen und das Bemühen um deren Vermeidung hat unmittelbare Auswirkungen auf den Ablauf der Hauptversammlung: Die deutsche Hauptversammlung ist – anders als die Aktionärstreffen vieler ausländischer Gesellschaften – von der Überbetonung von Formalitäten und der Vermeidung theoretisch denkbarer Informationsmängel geprägt. Spontanität und offenen Austausch kennt die deutsche Hauptversammlung nicht. Dies erstaunt nicht, da kein Dialog offen geführt werden kann, wenn jeder auch noch so unbedeutende Informationsmangel eine Vernichtung des Beschlusses herbeizuführen droht, was erhebliche Schäden für die Gesellschaft und entsprechende Schadensersatzrisiken für den Vorstand zur Folge haben kann. Im internationalen Vergleich dauern Hauptversammlungen deutscher Gesellschaften unverhältnismäßig lange, und ein unverhältnismäßig großer Teil der Zeit wird auf für die Unternehmenstätigkeit und -strategie irrelevante Formalitäten und die Beantwortung teilweise abseitiger Fragen verwendet, die für die übergroße Mehrheit der Aktionäre keinen relevanten Informationswert haben. Eine Konsequenz ist, dass strategische und institutionelle Investoren die Hauptversammlung nicht (mehr) zum Austausch mit Vorstand und Aufsichtsrat nutzen.

Für viele Strukturmaßnahmen, wie Verschmelzungen, Spaltungen, Kapitalerhöhungen, Squeeze-out und teilweise auch Unternehmensverträge, hat der Gesetzgeber eine für die Praxis hilfreiche Linderung der mehrjährigen Rechtsunsicherheit durch die Einführung des Freigabeverfahrens herbeigeführt. Danach wird in einem deutlich verkürzten Eilverfahren entschieden, ob eine angefochtene Maßnahme trotz der Anfechtungsklage in das Handelsregister eingetragen und damit bestandskräftig wirksam wird. Das Freigabeverfahren hat sich grundsätzlich bewährt und zu einem signifikanten Rückgang der Beschlussmängelklagen beigetragen. So ist die Zahl der bekanntgemachten Beschlussmängelklagen von 372 im Jahr 2008 auf 50 im Jahr 2022 zurückgegangen.²

² Vgl. *Bayer/Hoffmann* Beschlussmängelmonitor AG 2023 R 141 ff.

Daher sollte das Freigabeverfahren – zumindest konzeptionell – beibehalten werden. Es weist aber erhebliche Defizite auf.

So steht das Freigabeverfahren für viele in der Praxis wichtige Beschlüsse nicht zur Verfügung. Dies gilt zunächst für nicht eintragungspflichtigen Beschlüsse, wie Wahlen von Aufsichtsratsmitgliedern und Abschlussprüfern, Gewinnverwendungsbeschlüsse einschließlich Beschlüssen über eine Sachdividende (die es aus diesem Grund trotz gesetzlicher Regelung in § 58 Abs. 5 AktG in Deutschland bei börsennotierten Gesellschaften praktisch nicht gibt), die Ermächtigung zur Ausgabe eigener Aktien, Beschlüsse zur Übertragung des ganzen Gesellschaftsvermögens (§ 179a AktG) und sog. Holzmüllerbeschlüsse zur Legitimation grundlegender Strukturveränderungen. Daneben werden wichtige Beschlüsse, deren Wirksamkeit grundsätzlich der Eintragung in das Handelsregister bedarf, vom Freigabeverfahren nicht erfasst, beispielsweise Satzungsänderungen sowie Unternehmensverträge auf Ebene der Obergesellschaft.

Das Freigabeverfahren wird darüber hinaus für ungeeignet gehalten, Bewertungsfragen zu entscheiden. Dafür steht zwar in vielen, aber nicht in allen relevanten Konstellationen, ein Spruchverfahren zur Verfügung. Das Spruchverfahren ermöglicht die Überprüfung von Bewertungsverfahren in einem gesonderten gerichtlichen Verfahren, das die Wirksamkeit des zugrundeliegenden Beschlusses unberührt lässt. Sollte sich die Bewertungsfrage als begründet erweisen, erhalten die benachteiligten Gesellschafter einen wirtschaftlichen Ausgleich. Das Spruchverfahren hat sich zwar konzeptionell für konzernrechtliche Maßnahmen bewährt, weist aber ebenfalls erhebliche Defizite auf (vgl. dazu unter 2.).

Das defizitäre Beschlussmängelrecht hat in der Vergangenheit dazu geführt, dass es bestimmte Transaktionen und Gestaltungen bei deutschen Aktiengesellschaften nicht gegeben hat. Dies betrifft insbesondere die Verwendung von Aktien als Akquisitionswährung, sofern die benötigten Aktien im Wege einer ordentlichen Sachkapitalerhöhung geschaffen werden müssten. Selbst bedeutende Unternehmensakquisitionen durch deutsche Unternehmen (Beispiel der Erwerb von Monsanto durch Bayer) werden typischerweise gegen Zahlung eines Barkaufpreises durchgeführt, während ausländische Unternehmen Akquisitionen sehr häufig gegen Gewährung von Aktien durchführen. Die deutsche Praxis hat betriebs- und

volkswirtschaftliche Konsequenzen: Deutsche Erwerber verschulden sich für Akquisitionen häufig in erheblicher Höhe. Die Akquisition gegen Barkaufpreis führt nicht zu einer Unternehmenswertsteigerung, sondern zunächst nur zu einem Aktivtausch oder einer Bilanzverlängerung. Es steht zu vermuten, dass diese Praxis ein (sicherlich nicht der einzige) Grund dafür ist, dass deutsche Unternehmen in der Liste der weltweit wertvollsten Unternehmen heute – anders als früher – kaum noch vertreten sind. Auch die grundsätzlich zu begrüßende Verlagerung der Bewertungsrügen der Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft aus dem Beschlussmängelrecht in das Spruchverfahren durch die Neufassung von § 255 AktG hat die Blockademöglichkeiten durch Anfechtungsklagen insoweit nicht endgültig beseitigt.

2. Spruchverfahren

Spruchverfahren zur Überprüfung der Angemessenheit einer Unternehmensbewertung bei aktien- und umwandlungsrechtlichen Grundlagen- und Strukturmaßnahmen dauern viel zu lange (in Einzelfällen in der Vergangenheit 15 Jahre und länger). Der Ausgang ist oft nur schwer einschätzbar. Damit ist eine übermäßige Belastung der betroffenen Rechtsträger und der Gerichte sowie ein erhebliches Maß an Rechtsunsicherheit verbunden.

Die lange Verfahrensdauer ist dadurch bedingt, dass die Gerichte einer Vielzahl von Bewertungsrügen im Einzelnen nachgehen, nicht selten ergänzende Stellungnahmen des gerichtlich bestellten Prüfers in Auftrag geben oder sogar einen neuen Sachverständigen mit Aufträgen zu deren Überprüfung bis hin zu einer vollständigen Neubewertung einsetzen.

Der Grund für diese intensive Überprüfung von Bewertungsfragen in Spruchverfahren ist die Jahrzehnte alte Dominanz des so genannten Ertragswertverfahrens. Die Ermittlung der zukünftigen Ertragsströme und deren Abzinsung auf den Bewertungsstichtag ist mit oft unsicheren Annahmen und Prognosen zur Unternehmensplanung und einer Vielzahl von Zweifelsfragen insbesondere beim Abzinsungsfaktor verbunden, die von den Gerichten nicht selten unterschiedlich beantwortet werden. Der in jüngster Zeit gesetzlich und von der Rechtsprechung eingeleitete Bedeutungszuwachs des Börsenkurses als Maßstab für die Beurteilung der Angemessenheit der Unternehmensbewertung könnte zu einer Fokussierung,

Vereinfachung und Verkürzung von Spruchverfahren beitragen. In der Praxis der Unternehmensbewertung wird aber die neuere Rechtsprechung bisher nur sehr zurückhaltend berücksichtigt.

Die Maßstäbe für die Überprüfung sind zu unspezifisch und berücksichtigen die Unterschiede der zugrundeliegenden Grundlagen- und Strukturmaßnahmen nicht. In bestimmten Konstellationen (z.B. Sachkapitalerhöhung, Verschmelzung) ist insbesondere der Privatautonomie und dem Ergebnis, das zwischen unverbundenen Dritten nach intensiven Verhandlungen erzielt worden ist, Rechnung zu tragen. Die Überprüfung der ausverhandelten Hauptleistungspflicht durch ein deutsches Gericht und die dadurch bedingte Rechtsunsicherheit ist insbesondere bei grenzüberschreitenden Unternehmenserwerben gegen Bezahlung in Aktien oder Mergers of Equals den Transaktionspartnern nicht vermittelbar.

Das Rechtsschutzsystem ist zudem hinsichtlich der Überprüfung von Rügen bei der Unternehmensbewertung noch nicht vollständig vereinheitlicht. Reformbedarf besteht daher wie folgt:

- Vereinfachung und Verkürzung des Spruchverfahrens
- Klarere – auch gesetzliche – Hinweise für die Angemessenheit der Unternehmensbewertung
- Vollständige Vereinheitlichung des Rechtsschutzes bei Bewertungsrügen.

II. Grundzüge einer Reform des Beschlussmängelrechts

Über das Ob und das Wie einer Reform der Hauptversammlung und des Beschlussmängelrechts sind sich die Experten weitgehend einig, wie nicht zuletzt die am 22. April 2024 auf Vorschlag der CDU/CSU-Fraktion erfolgte Sachverständigenanhörung im Rechtsausschuss gezeigt hat.³ Auf Basis recht umfangreicher und breit diskutierter wissenschaftlicher Vorarbeiten lassen sich heute

³ https://www.bundestag.de/ausschuesse/a06_recht/anhoerungen/993996-993996,an_der_für_den_Handelsrechtsausschuss_Michael_Arnold_teilnahm; vgl. aus der Literatur nur Arbeitskreis Beschlussmängelrecht, AG 2008, 617; Koch, Gutachten F zum 72. DJT, Band I, 2018, und Löbbe, Referat zum 72. DJT, Band II, 2018; Koch, in: VGR, Reform des Aktienrechts, 2024, Rn. 9.57 ff.

die Grundzüge einer weitgehend anerkannten Lösung leicht skizzieren. Für die Detailausarbeitung kann der Gesetzgeber auf umfangreiche Vorarbeiten zurückgreifen:

1. Flexibilisierung der Rechtsfolgen

Die Rechtsfolgen von erfolgreichen Anfechtungsklagen müssen flexibilisiert werden. Im Zivilrecht ist die typische Rechtsfolge eines nachgewiesenen Rechtsverstoßes der Ersatz des individuellen Schadens. Bei Beschlüssen mit Dauerwirkung ist regelmäßig eine Unwirksamkeit ex nunc, also nur für die Zukunft und nicht die Vergangenheit, ausreichend und angemessen. Für eine Vielzahl von eher formalen oder unbedeutenden Rechtsverstößen kann bereits die Feststellung solcher Verstöße durch das erkennende Gericht und die damit verbundene negative Öffentlichkeitswirkung für das Unternehmen eine angemessene Rechtsfolge darstellen.

2. Verfahrensbeschleunigung nach Vorbild des Freigabeverfahrens

Die Entscheidung über die Auswahl der angemessenen Rechtsfolge muss losgelöst von der Entscheidung über die Begründetheit der Anfechtungsklage in einem Eilverfahren wie dem derzeitigen Freigabeverfahren in sehr überschaubarer Zeit geklärt werden. Dabei sollte auch eine Zuständigkeitskonzentration bei spezialisierten Senaten bei den Oberlandesgerichten in Erwägung gezogen werden. Dies gilt nicht nur für Beschlüsse, für die derzeit das Freigabeverfahren eröffnet ist. Für eintragungspflichtige Strukturbeschlüsse sollte am in der Praxis bewährten Freigabeverfahren festgehalten werden.

3. Berücksichtigung des Anteilsbesitzes und der wirtschaftlichen Folgen für das Unternehmen und die Aktionäre bei Entscheidung über Rechtsfolgen

Für die Entscheidung über die Rechtsfolge einer begründeten Beschlussmängelklage sind den Gerichten Kriterien an die Hand zu geben. Dabei sollten, wie beim derzeitigen Freigabeverfahren, sowohl der Umfang des Aktienbesitzes, die wirtschaftlichen Folgen einer Vernichtung des Beschlusses bzw. dessen (temporärer) Aufrechterhaltung für das Unternehmen, die Interessen der nicht klagenden Mehrheit der Aktionäre und die Schwere des geltend gemachten Rechtsverstoßes und die Wahrscheinlichkeit für dessen Vorliegen berücksichtigt werden.

Ein regelmäßiger Verzicht auf die rückwirkende Kassation des Beschlusses würde die Rechte des klagenden Aktionärs nicht in unangemessener Weise beeinträchtigen. Er kann das Beschlussmängelverfahren weiterführen, eine gerichtliche Entscheidung über den von ihm erhobenen Vorwurf und bei dessen Begründetheit den Ersatz seines individuellen Schadens erhalten.

4. Entlastung der Beschlussmängelverfahren durch reformiertes Spruchverfahren

Die Differenzierung von Anfechtungsklage/Freigabeverfahren einerseits und Spruchverfahren andererseits und die dadurch bedingte Entlastung des Beschlussmängelverfahrens von Bewertungsrügen ist beizubehalten, allerdings bedarf auch das Spruchverfahren einschließlich der materiellen Bewertungsregeln der Modifikation (hierzu nachfolgend III.)

III. Vorschläge zu einer Reform des Spruchverfahrens und der materiellen Bewertungsregeln

Der DAV hat bereits vor vielen Jahren im Rahmen einer Evaluierung des Spruchverfahrens weitreichende und detaillierte Vorschläge zu dessen Reform gemacht (DAV Stellungnahme Nr. 48/2014). Die meisten der damaligen Forderungen des DAV haben nach wie vor Gültigkeit. Nachfolgend sollen lediglich die Eckpunkte einer Reform des Spruchverfahrens skizziert werden.

1. Vereinheitlichung des Rechtsschutzes und materielle Bewertungsregeln

a. Einheitliche Verweisung von Bewertungsrügen ins Spruchverfahren

Der Gesetzgeber hat den Rechtsschutz für Rügen betreffend eine angemessene Unternehmensbewertung schrittweise in das Spruchverfahren verwiesen. Zunächst wurden Bewertungsrügen nur auf der Ebene der Anteilsinhaber der abhängigen oder übertragenden Gesellschaft bei Verschmelzung, Unternehmensvertrag (Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrag) und den verschiedenen Formen des Squeeze out in das Spruchverfahren verwiesen, während die Aktionäre des übernehmenden Rechtsträgers bzw. der Obergesellschaft auf die Erhebung von Anfechtungsklagen angewiesen waren. In den letzten Jahren wurden zunächst bei der Verschmelzung auch Bewertungsrügen auf der Ebene der Anteilsinhaber des übernehmenden Rechtsträgers bzw. der Obergesellschaft ins Spruchverfahren verwiesen. Sodann erfolgte erst kürzlich generell für die

Einbringung von Unternehmen in eine aufnehmende Gesellschaft gegen Ausgabe neuer Aktien (Sachkapitalerhöhung) die Verweisung von Bewertungsrügen der Aktionäre der aufnehmenden Gesellschaft in das Spruchverfahren. Beide Schritte hat der DAV ausdrücklich begrüßt (DAV Stellungnahme Nr. 27/2022 S. 6 f. und DAV Stellungnahme Nr. 29/2023 Rn. 60 ff.)

Weitgehend unbemerkt und wohl auch unbedacht verbleibt beim Unternehmensvertrag auf der Ebene der Aktionäre der Obergesellschaft die Notwendigkeit einer Geltendmachung von Bewertungsrügen im Anfechtungsverfahren. Dieser Restant sollte nunmehr konsequent in das Spruchverfahren verwiesen und damit ein einheitlicher Rechtsschutz für Bewertungsrügen bei Unternehmensverträgen geschaffen werden. Damit würde gleichzeitig die Transaktionssicherheit auf der Ebene der Obergesellschaft bei Unternehmensverträgen wesentlich erhöht, weil diese nicht darauf angewiesen wäre, Bewertungsrügen im Freigabeverfahren – mit unsicheren Erfolgsaussichten – überwinden zu können.

b. Verhältnis des Börsenkurses zur traditionellen Ertragswertmethode

Der Gesetzgeber hat für Sachkapitalerhöhungen bei börsennotierten Unternehmen bei der Überprüfung des Verhältnisses von Ausgabebetrag (der neuen Aktien) und Einbringungswert (der Sacheinlage) für den Regelfall den Börsenkurs als maßgeblichen Anknüpfungspunkt für die Beurteilung der Angemessenheit vorgesehen. Die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs hat in jüngerer Zeit den Börsenkurs auch in Fällen eines Unternehmensvertrages als geeignete Schätzgrundlage für die Beurteilung von Abfindung und Ausgleich der außenstehenden Aktionäre der abhängigen Gesellschaft anerkannt, wenn die betreffende Aktie voll verkehrsfähig ist, der Börsenkurs einer effektiven Informationsverarbeitung durch den Kapitalmarkt entspricht und auch sonst keine Gründe gegen die Aussagekraft des Börsenkurses gemäß den Anforderungen der Rechtsprechung bestehen⁴. Es zeichnet sich in der obergerichtlichen Rechtsprechung ab, dass jedenfalls auch bei größeren Squeeze-out Fällen der Börsenkurs eine geeignete Schätzgrundlage für die Beurteilung der Barabfindung der Minderheitsaktionäre sein kann.

⁴ Vgl. etwa BGH II ZB 12/21 Rz. 51.

Die Praxis der Unternehmensbewertung hält weiterhin am Vorrang einer Ertragswertermittlung fest. Daraus ergibt sich Reformbedarf in zweierlei Richtung:

(1) Erstreckung der Regelung zur Sachkapitalerhöhung auf damit vergleichbare Fälle (Verschmelzung, Sachabfindung)

Zum einen sollte die grundsätzliche Maßgeblichkeit des Börsenwerts von der Sachkapitalerhöhung auf damit vergleichbare Fälle erstreckt werden. Auch bei der Verschmelzung werden Aktien der übertragenden Gesellschaft in Aktien der übernehmenden Gesellschaft umgewandelt, beim Unternehmensvertrag erhalten die Aktionäre im Fall einer Sachabfindung Aktien der Obergesellschaft. Für diese wirtschaftlich vergleichbaren Fälle, bei denen die Aktionäre jeweils auf der Ebene der Obergesellschaft von den Vorteilen der Unternehmenszusammenführung profitieren, empfiehlt sich eine einheitliche gesetzliche Regelung.

(2) Klarstellung der Maßgeblichkeit des Börsenkurses als geeignete Schätzgrundlage in den übrigen Fällen

Im Übrigen sollte die Berücksichtigung der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs durch die Bewertungspraxis kritisch beobachtet werden. Sollte es sich verfestigen, dass bei der Ausgangsbewertung und vor allem bei deren Überprüfung durch einen gerichtlich bestellten Prüfer trotz Erfüllung der Kriterien des Bundesgerichtshofs der Börsenkurs aufgrund einer vermeintlichen Überlegenheit der Ertragswertermittlung weiterhin lediglich als Untergrenze angesehen wird, würde sich eine gesetzliche Konkretisierung der Anforderungen an eine angemessene Unternehmensbewertung empfehlen. Insbesondere sollte die Bedeutung des Börsenkurses auch in Fällen von Unternehmensvertrag (Barabfindung, Ausgleichszahlung) und den verschiedenen Fällen des Squeeze-out gesetzlich klargestellt werden, wenn und soweit eine voll verkehrsfähige Aktie in Rede steht, deren Kurs einer effektiven Informationsbewertung durch den Kapitalmarkt entspricht.

(3) Keine Notwendigkeit eines Spruchverfahrens bei Delisting

Auch für das Delisting dient der (durchschnittliche) Börsenkurs einer Gesellschaft als regelmäßiger Gradmesser für die Angemessenheit eines

vorhergehenden öffentlichen Erwerbsangebots. Da – insoweit anders als bei Sachkapitalerhöhung, Verschmelzung und Sachabfindung – nicht das Verhältnis der Bewertung von zwei Unternehmen in Rede steht, bedarf es entgegen anderslautender aktueller Überlegungen keiner Überprüfung des Angebotspreises im Spruchverfahren (vgl. dazu bereits ausführlich DAV Stellungnahme 66/2024 S. 4 ff.). Damit würde trotz des Regel-Ausnahmeverhältnisses zwischen Maßgeblichkeit des Börsenkurses und einer fundamentalen Unternehmensbewertung in sämtlichen Fällen überprüft, ob ein seltener Ausnahmefall vorliegt. Dadurch würde ein Delisting unnötig erschwert und zudem der bisherige kapitalmarktrechtliche Schutz beim Delisting durch einen zusätzlichen gesellschaftsrechtlichen Schutz überlagert.

Sollte es dennoch zu einer Verweisung der Überprüfung der Angemessenheit des Delisting-Angebots in das Spruchverfahren kommen, wäre insoweit eine beschleunigte Behandlung zur Vermeidung eines unnötig langen Verfahrens notwendig (vgl. dazu unter 2 b)).

2. Vereinfachung und Verkürzung des Spruchverfahrens und gesetzgeberische Klarstellung zu Bewertungsfragen

Sollte trotz der regelmäßigen Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Angemessenheit eines Delisting-Angebotspreises generell zu dessen Überprüfung das Spruchverfahren eröffnet werden, so müsste dem Regel-Ausnahmeverhältnis durch entsprechende Gestaltung des Spruchverfahrens Rechnung getragen werden. Es sollte binnen eines Zeitraums von sechs Monaten nach Einleitung des Spruchverfahrens eine Entscheidung vorgesehen werden: Bestätigung der Maßgeblichkeit und zutreffenden Ermittlung des Börsenkurses (Endentscheidung) oder, sollte der Börsenkurs ausnahmsweise nicht maßgeblich oder richtig ermittelt worden sein, Zwischenentscheidung, dass es weiterer Untersuchungen zum inneren Wert der Aktie im Spruchverfahren bedarf.

Eine derartige Gestaltung des Spruchverfahrens könnte auch auf die Fälle der Sachkapitalerhöhung, der Verschmelzung und der Sachabfindung beim Unternehmensvertrag erstreckt werden, bei denen ebenfalls vielfach der Börsenwert

eine geeignete Schätzgrundlage zur Beurteilung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses bildet.

Eine entsprechende Regelung könnte schließlich auch bei einer Zusammenführung von Freigabeverfahren und Beschlussmängelklage geeignet sein.

Verteiler

- Bundesministerium der Justiz
- Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz
- Bundesministerium für Finanzen

- Fraktionen im Deutschen Bundestag
- Ausschuss für Recht im Deutschen Bundestag
- Ausschuss für Wirtschaft im Deutschen Bundestag
- Ausschuss für Finanzen im Deutschen Bundestag
- Arbeitsgruppen Recht der im Deutschen Bundestag vertretenen Parteien
- Arbeitsgruppen Wirtschaft der im Deutschen Bundestag vertretenen Parteien

- Justizministerien und -senatsverwaltungen der Länder
- Wirtschaftsministerien der Länder

- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
- Europäische Kommission - Vertretung in Deutschland

- Vorstand und Geschäftsführung des Deutschen Anwaltvereins
- Landesgruppen und -verbände des DAV
- Vorsitzende der Gesetzgebungsausschüsse des DAV
- Vorsitzende der Arbeitsgemeinschaften des DAV
- Handelsrechtsausschuss des DAV

- Bundesrechtsanwaltskammer
- Bundesnotarkammer
- Deutscher Notarverein
- Institut der Wirtschaftsprüfer (IdW)
- Deutscher Richterbund
- Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)
- Deutscher Steuerberaterverband
- Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI)
- Deutscher Industrie- und Handelskammertag (DIHK)
- Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft
- Bundesverband Deutscher Banken
- Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. (SdK)

Presse:

- Die Aktiengesellschaft
- GmbH-Rundschau
- NZG Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
- WM Wertpapiermitteilungen
- ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
- Börsenzeitung
- Handelsblatt
- Frankfurter Allgemeine Zeitung
- Juris
- GfK
- Hamburger Abendblatt
- Der Tagesspiegel
- Der Spiegel
- Legal tribune online
- NJW