



**BDI**

Bundesverband der  
Deutschen Industrie e.V.



Freshfields Bruckhaus Deringer



## **Erforderliche Harmonisierung oder unnötiger Systembruch?**

Der Vorschlag der EU-Kommission  
zu Related Party Transactions



## Inhaltsverzeichnis

---

<b>Vorwort</b> .....	<b>5</b>
<b>I. Einleitung</b> .....	<b>6</b>
<b>II. Regelungsvorschlag der Europäischen Kommission im Detail</b> .....	<b>8</b>
<b>III. Bewertung des Vorschlags der Europäischen Kommission</b> .....	<b>20</b>
<b>IV. Schlussbetrachtung</b> .....	<b>25</b>
<b>Impressum</b> .....	<b>26</b>



## Vorwort

---

Im April 2014 hat die EU-Kommission Änderungen an der geltenden Aktionärsrechte- und der Bilanzrichtlinie vorgeschlagen. Die Kommission beabsichtigt insbesondere einen wirksameren Einfluss der Aktionäre auf die Vorstandsvergütung, eine Verbesserung der Transparenz und Kontrolle bei Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen und Personen, die Regulierung von Stimmrechtsberatern, eine erleichterte Übermittlung grenzüberschreitender Informationen entlang der Verwahrungskette sowie Offenlegungspflichten für institutionelle Anleger und Vermögensverwalter. Der Regulierungsvorschlag zu den Related-Party-Transaktionen erscheint technisch unausgereift, in hohem Maße streitanfällig und berücksichtigt vor allen Dingen nicht, dass das deutsche Aktien- und vor allem Aktienkonzernrecht sowie das Übernahme- und Kapitalmarktrecht bereits ausreichende Transparenzvorschriften und Schutzmechanismen zugunsten von Minderheitsaktionären bereithalten. Es ist überdies rechtspolitisch spekulativ, dass die Aktionäre eine sachlichere und effektivere ex ante-Kontrolle von Related-Party-Transaktionen ausüben, als dies im deutschen Recht der Aufsichtsrat unternimmt. Ex post haben die Aktionäre bereits heute die Möglichkeit, über Haftungsklagen pflichtwidriges Handeln der Organmitglieder zu sanktionieren. Ob der Vorschlag in allen europäischen Jurisdiktionen zu Fortschritten bei der Corporate Governance führt, ist zweifelhaft. Für die Bundesrepublik Deutschland ist dies jedenfalls nicht der Fall. Der Vorschlag muss daher in jedem Fall das bewährte und ausgewogene deutsche konzernrechtliche Schutzinstrumentarium als äquivalente Regelung zulassen.



Holger Lösch  
Mitglied der Hauptgeschäftsführung  
Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.



Dr. Christoph von Bülow  
Regional Head Corporate  
Freshfields Bruckhaus Deringer LLP

# Regulierung von Transaktionen mit nahestehenden Personen und Unternehmen durch den Vorschlag der Europäischen Kommission zur Revision der Aktionärsrechterichtlinie – Zusätzliche Vorabinformationen und Geschäftsführung durch die Hauptversammlung?

RA, FASStR Prof. Dr. Christoph H. Seibt, LL.M. (Yale)

## I. Einleitung

### 1. Vorlauf und Zielsetzung des Vorschlags der Europäischen Kommission

Die Europäische Kommission hat am 9. April 2014 – nach einem informellen Vorentwurf von Ende 2013 – ihren von interessierten Kreisen schon länger erwarteten Vorschlag<sup>1</sup> zur Änderung der geltenden Aktionärsrechterichtlinie (2007/36/EG)<sup>2</sup> und der Bilanzrichtlinie (2013/34/EU)<sup>3</sup> veröffentlicht. Dieser Vorschlag ist Teil eines Maßnahmenpakets zur Verbesserung der Unternehmensführung und ihrer Kontrolle (Corporate Governance) und will damit wesentliche Bestandteile des Aktionsplans der Europäischen Kommission „Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance“ vom 12. Dezember 2012<sup>4</sup> sowie einen Teil der Mitteilung der Kommission vom 27. März 2014 über die langfristige Finanzierung der Europäischen Wirtschaft<sup>5</sup> umsetzen. Hintergrund des Aktionsplans 2012 und damit auch des neuen Richtlinienvorschlags sind die von der EU-Kommission analysierten Mängel der Corporate Governance börsennotierter Unternehmen, insbesondere mit Blick auf die nach Auffassung der Kommission bislang unzureichende Einbeziehung der Aktionäre (vor allem der institutionellen Investoren und Vermögensverwalter) sowie mangelnde Transparenz der Unternehmensleitung.<sup>6</sup>

Bei Transaktionen eines börsennotierten Unternehmens mit nahestehenden Unternehmen und Personen, also z. B. mit seinen Leitungsorganen, kontrollierenden Unternehmen oder Aktionären, haben die Anteilseigner nach Auffassung der Europäischen Kommission bisher nur unzureichende Informations- und Mitspracherechte. Es fehlten insbesondere geeignete Instrumente, gegen missbräuchliche Transaktionen vorzugehen, durch die dem Unternehmen Vermögenswerte durch nahestehende Personen und Unternehmen entzogen werden (sog. *tunnelling*)<sup>7</sup>. Dieses Analyseergebnis bezieht sich mutmaßlich auf (i) den „OECD Report on Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights“ vom 29.03.2012,<sup>8</sup> dem aber ein dringender Reformbedarf gerade nicht zu entnehmen ist, sowie (ii) eine im Wesentlichen unbegründete Stellungnahme des „European Corporate Governance Forum“ vom 10.03.2011<sup>9</sup>, auf die bereits Ziffer 3.2 des Aktionsplans 2012<sup>11</sup> Bezug nahm. Die in der Literatur zuweilen referenzierte empirische Evidenz für systemische Schutzlücken bei Related-Party-Transaktionen in Kontinentaleuropa<sup>12</sup> basiert zumeist auf Daten vor 2000 (also vor der auf

der EU-Übernehmerichtlinie basierenden Einführung nationaler Übernahmerechte sowie Einführung kapitalmarktrechtlicher Transparenzvorschriften), welche überdies für die deutsche Unternehmenspraxis keine eindeutigen Aussagen treffen.

### 2. Weiterer Verfahrensgang

Die Richtlinie bedarf der Zustimmung des Europäischen Parlaments und des Europäischen Rates.<sup>13</sup> Mit Schreiben des Generalsekretariats der Europäischen Kommission vom 15. April 2014 wurde den nationalen Parlamenten der Mitgliedstaaten mitgeteilt, dass der Kommissionsvorschlag diesen zur Eröffnung des im Protokoll (Nr. 2) AEUV vorgesehenen Verfahrens über die Anwendung der Grundsätze der Subsidiarität und der Verhältnismäßigkeit übermittelt wurde. Subsidiaritätsrügen wurden von den Mitgliedstaaten nicht erhoben. Unter der griechischen Ratspräsidentschaft (bis 30. Juni 2014) hatten drei Sitzungen der zuständigen Ratsarbeitsgruppe Gesellschaftsrecht stattgefunden, in denen die Regelungen des Kommissionsvorschlags allgemein diskutiert wurden; die nun laufende italienische Präsidentschaft will zu diesem Dossier eine allgemeine Ausrichtung erzielen.<sup>14</sup> In Deutschland ist beim Deutschen Bundestag der Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz federführend zuständig; beim Bundesrat ist der Ausschuss für Fragen der Europäischen Union federführend. Der Bundesrat hat auf der Basis von Empfehlungen der Ausschüsse (EU-R-Wi)<sup>15</sup> eine an die Europäische Kommission übermittelte Stellungnahme beschlossen, in der der Regelungsvorschlag zur Kontrolle von Geschäften mit nahestehenden Unternehmen und Personen durch die Hauptversammlung als „sehr kritisch“ qualifiziert und letztlich abgelehnt wird.<sup>16</sup> Im Europäischen Parlament ist der Rechtsausschuss federführend; am 24. September 2014 wurde dort Sergio Gaetano Cofferati (S&D; Italien) als Berichterstatter bestellt. Die Europäische Kommission rechnet mit einer Verabschiedung der Richtlinie im Jahre 2015. Als Umsetzungsfrist sind derzeit 18 Monate vorgesehen (Art. 3 Abs. 1 RL-Vorschlag), also bis etwa Ende 2016/Anfang 2017.

- 
- <sup>1</sup> Der Vorschlag (COM[2014] 213 final) („RL-Vorschlag“) ist abrufbar unter <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=COM:2014:213:FIN&from=DE> [letzter Abruf: 08.08.2014] und abgedruckt in BR-Drucks. 166/14 v. 10.4.2014. Der Vorentwurf war nicht als Kommissionsdokument bezeichnet und ging bestimmten Kreisen Ende 2013 zu; er wird z. B. in der Online-Version der FAZ vom 31.1.2014, abrufbar unter <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/aktionarsrechte-eu-will-managergehaelter-regulieren-12779296.html> [letzter Abruf: 08.08.2014], und im ManagerMagazin Heft 3/2014, S. 54 in Bezug genommen.
- <sup>2</sup> In der Fassung des RL-Vorschlags im Folgenden „AktR-RL-E“.
- <sup>3</sup> In der Fassung des RL-Vorschlags im Folgenden „Bil-RL-E“.
- <sup>4</sup> Mitteilung der Kommission an das EU-Parlament, den Rat etc., Aktionsplan: Europäisches Gesellschaftsrecht und Corporate Governance – ein moderner Rechtsrahmen für engagierte Aktionäre und besser überlebensfähige Unternehmen, 12.12.2012, COM(2012) 740 final („Aktionsplan 2012“), abrufbar unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/121212\\_company-law-corporate-governance-action-plan\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/121212_company-law-corporate-governance-action-plan_de.pdf) [letzter Abruf: 08.08.2014]; hierzu z. B. ausf. *Hopt*, ZGR 2013, 165 ff.; knapp *Roesner*, NZG 2013, 241 ff., sowie *Bayer/Schmidt*, BB 2013, 3, 12 ff.
- <sup>5</sup> COM(2014) 168 final; hier insb. Ziffer 7 (Ausbau des allgemeinen Rahmens für nachhaltige Finanzierung), Unterabschnitt: Unternehmensführung.
- <sup>6</sup> RL-Vorschlag, a.a.O. (Fn. 1), S. 5 ff.
- <sup>7</sup> Begriffsbildung nach *Johnston/La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer*, Am. Econ. Rev. 90 (2000), 22; („Tunnelling is defined as the transfer of assets and profits out of firms for the benefit of their controlling shareholders“); vgl. auch *Afanador/Black/Ciccotelle*, 37 J. Corp. Law 1 (2011).
- <sup>8</sup> Vgl. RL-Vorschlag, a.a.O. (Fn. 1), S. 5 f.
- <sup>9</sup> Abrufbar unter <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/relatedpartytransactionsandminorityshareholderrights.htm> [letzter Abruf: 08.08.2014].
- <sup>10</sup> Statement of the European Corporate Governance Forum on Related Party Transactions for listed Entities, 10.3.2011, abrufbar unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/ecg-forum/ecgf\\_related\\_party\\_transactions\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecg-forum/ecgf_related_party_transactions_en.pdf) [letzter Abruf: 08.08.2014].
- <sup>11</sup> Titel: „Bessere Überwachung der Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen durch die Aktionäre“; Verweis auf das ECGF: „(...) Da diese Anforderung [Transparenz im Anhang; *scil.*] aber zunehmend als unzureichend angesehen wird, hat das Europäische Corporate-Governance-Forum eine Erklärung zu Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen und Personen abgegeben, in der die Einführung gemeinsamer europaweiter Grundsätze empfohlen wird. Darin schlug das Forum insbesondere vor, dass Transaktionen über einem bestimmten Schwellenwert der Bewertung eines unabhängigen Beraters unterliegen und dass die wichtigsten Transaktionen von den Aktionären gutgeheißen werden sollten. (...) In Anbetracht (...) der Leitlinien in der Erklärung des Europäischen Corporate-Governance-Forums vertritt die Kommission die Auffassung, dass die Kontrolle der Transaktionen mit nahe stehenden Unternehmen und Personen durch die Aktionäre ausgebaut werden sollte.“
- <sup>12</sup> *Tröger*, Corporate Groups, SAFE Working Paper No. 66, Stand: 22.9.2014 (abrufbar unter <http://ssrn.com/abstract=2500101>), S. 19 mit Fn. 90.
- <sup>13</sup> Zur Zustimmungsbedürftigkeit der Richtlinie im ordentlichen Gesetzgebungsverfahren nach Art. 289 Abs. 1 AEUV siehe Art. 294 AEUV.
- <sup>14</sup> Vgl. Schriftliche Information des (österreichischen) Bundesministers für Justiz gemäß § 6 Abs. 3 EU-Informationsgesetz vom 3.7.2014. – Die Rats-Arbeitsgruppe zur Aktionärsrechterichtlinie diskutiert dem Vernehmen nach derzeit auch Änderungsvorschläge zu Art. 9c.
- <sup>15</sup> BR-Drucks. 166/1/14 v. 30.6.2014.
- <sup>16</sup> BR-Drucks. 166/14 (Beschluss) v. 11.7.2014.

## II. Regelungsvorschlag der Europäischen Kommission im Detail

### 1. Überblick

Die Europäische Kommission schlägt mit Art. 9c AktR-RL vor, dass Transaktionen von Börsenunternehmen mit nahestehenden Unternehmen und Personen zumindest<sup>17</sup> einem zweigliedrigen, vom Wert und von der Bedeutung der Transaktionen abhängigen Schutzregime zugunsten der Aktionäre unterliegen.

(1) **Vorab-Transparenzpflicht:** Betrifft eine Transaktion mehr als 1 % des Vermögens der Gesellschaft, ist diese zum Zeitpunkt ihres Abschlusses öffentlich bekannt zu machen und der Bekanntmachung ist der Bericht eines unabhängigen Dritten beizufügen, in dem bewertet wird, ob die Transaktion zu marktüblichen Bedingungen getätigt wird und in dem bestätigt wird, dass sie aus Sicht der Aktionäre und Minderheitsaktionäre fair und vernünftig ist.

(2) **Zustimmungspflicht der Hauptversammlung:** Betrifft eine Transaktion mehr als 5 % des Vermögens der Gesellschaft oder kann sie erhebliche Auswirkungen auf den Gewinn oder Umsatz des Börsenunternehmens haben, ist sie im Rahmen einer Hauptversammlung den Aktionären zur Abstimmung vorzulegen.

Dieser zweigliedrige Regelungsvorschlag basiert auf englischen Vorbildnormen, nämlich den Listing Rules (LR) 11<sup>18</sup>, wenngleich mit Abweichungen im Detail<sup>19</sup>. Die dort für alle Gesellschaften mit einem Premium Listing an einer UK-Börse (LR 11.1.1) statuierte *ex ante*-Zustimmungspflicht der Aktionäre (mit der Wirkung einer Transaktionsblockade bei fehlendem Zustimmungsbeschluss) ist rechtsvergleichend nur eine, nicht mehrheitlich verfolgte Regelungsform zur Kontrolle von Related-Party-Transaktionen.<sup>20</sup> In Kontinentaleuropa (Ausnahmen: Frankreich, Italien) überwiegen Regelungsmodelle mit einer besonderen Pflichtenbestimmung für die Geschäftsleitungsorgane, kombiniert mit einer möglichen *ex post*-Verfolgung von Haftungsansprüchen durch Aktionäre. Im Vereinigten Königreich haben die LR 11 insbesondere vor dem Hintergrund weitreichender Ausnahmen und der hohen Streubesitz-Aktionärsstruktur britischer börsennotierter Gesellschaften bislang keine große praktische Bedeutung. Wesentliche Anwendungsbereiche sind seit 2009 (i) Backstop-Vereinbarungen bei Sanierungskapitalerhöhungen, (ii) Unternehmens- und Beteiligungserwerbe (einschließlich Management Buyout-Fälle betreffend Tochtergesellschaften oder bestimmte Geschäftsbereiche des Börsenunternehmens)

sowie (iii) Debt-Equity-Swaps gewesen. In Frankreich und Italien werden die Vorschriften zur Zustimmungspflicht der Hauptversammlung von der Praxis als bürokratisch und unflexibel kritisiert.

### 2. Bezugspunkt des Anwendungsbereichs: Börsennotierte Unternehmen

Bezugspunkt auch des Änderungsentwurfs sind nach wie vor (nur) Gesellschaften, die (i) ihren Sitz in einem EU-Mitgliedstaat haben und (ii) deren Aktien zum Handel an einem in einem Mitgliedstaat gelegenen oder dort betriebenen geregelten Markt zugelassen sind (Art. 1 Abs. 1 AktR-RL). Dabei bezeichnet „geregelter Markt“ einen Markt i.S.v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 14 der MiFID-RL 2004, also ein multilaterales Handelssystem, welches durch staatliche Stellen genehmigt, geregelt und überwacht wird und bei dem auch die Zulassung von Wertpapieren einem besonderen Zulassungserfordernis unterliegt. Dies trifft in Deutschland auf den regulierten Markt i.S.d. §§ 32 ff. BörsG zu, nicht aber auf den Freiverkehr.<sup>21</sup> Der deutschen Umsetzungsgesetzgebung unterliegen hierbei die Börsenunternehmen, die in Deutschland ihren Sitz haben (Art. 1 Abs. 2 Hs. 1 AktR-RL) und deren Aktien am regulierten Markt oder einem entsprechenden geregelten Markt eines anderen Mitgliedstaats zugelassen sind.<sup>22</sup>

### 3. Transaktion

Regelungsgegenstand des Schutzregimes sind Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen und Personen. Der Begriff der „Transaktion“ wird weder im Entwurf noch in Begleitmaterialien der Kommission näher erläutert. Es ist aber davon auszugehen, dass die Kommission sich auch insoweit (d. h. wie bei „nahestehenden Unternehmen und Personen“ in Art. 2 lit. j)) auf die International Accounting Standards (IAS 24.9 Abs. 2; „Geschäftsvorfall mit nahestehenden Unternehmen und Personen“; in englischer Sprache: „related party transaction“)<sup>23</sup> bezieht und den Begriff hier gleichsinnig versteht.<sup>24</sup> Demnach wären die Übertragung von Ressourcen, Dienstleistungen oder Verpflichtungen unabhängig davon erfasst, ob dafür ein Entgelt in Rechnung gestellt wird. Beispiele hierzu zählt IAS 24.21 auf, nämlich den Kauf oder Verkauf von Gütern, Grundstücken oder anderen Vermögenswerten, den Bezug oder Empfang von Dienstleistungen, den Transfer im Rahmen von Finanzierungsvereinbarungen, die Gewährung von Bürgschaften und



Sicherheiten sowie die Erfüllung von Verbindlichkeiten. Mit Blick auf die heutige Unternehmenspraxis in Deutschland wären voraussichtlich ganz überwiegend Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen, vor allem mit Ankeraktionären, und nicht Transaktionen mit Organmitgliedern und den diesen nahestehenden Personen oder Unternehmen, Gegenstand dieser Regulierung, und zwar dann wiederum mit folgenden Geschäftsarten:

- Finanzierungsgeschäfte (z. B. Darlehen [auch in Krisensituationen des Börsenunternehmens], Leasing);
- Absicherung von Eigenkapitalemissionen (z. B. Backstop-Vereinbarungen, Bezugsrechtsausübungsvereinbarungen);
- Miet- und Pachtverträge sowie Lizenzverträge;
- Vertriebsverträge;
- Einkaufskooperationen;
- Cash Management-Verträge, Konzernservice-Verträge;
- Begründung von Gemeinschaftsunternehmen;
- Kauf, Verkauf und Einbringung von Wirtschaftsgütern (auch und gerade im Zusammenhang mit bereits einer Detailregulierung von Information, Expertenprüfung und Hauptversammlungsbeschlussfordernden Sachkapitalerhöhungen).

Es geht bei den „Transaktionen“ um Geschäftsvorfälle mit Leistungsaustausch, nicht um vertragsbasierte Strukturmaßnahmen. Daher ist eine teleologische Reduktion für den Abschluss von Unternehmensverträgen wie Beherrschungs- oder Gewinnabführungsverträgen mit einer börsennotierten Gesellschaft als abhängiger Vertragspartei oder aber auch die Verschmelzung oder Spaltung unter Beteiligung börsennotierter Gesellschaften angezeigt.<sup>25</sup>

#### 4. Nahestehende Unternehmen und Personen

Das Schutzregime erfasst Transaktionen mit „nahestehenden Unternehmen und Personen“, und dieser Personenkreis wird im Regelungsvorschlag wie in den International Accounting Standards definiert

(Art. 2 lit. j)). Nach IAS 24.9 sind „nahestehende Personen“ z. B. solche, die (alternativ)

- das Unternehmen beherrschen oder an dessen gemeinschaftlicher Führung beteiligt sind;
- maßgeblichen Einfluss auf das Unternehmen haben; oder
- im Management des berichtenden Unternehmens oder eines Mutterunternehmens des berichtenden Unternehmens eine Schlüsselposition bekleiden.

Bei Börsenunternehmen reicht für eine „Beherrschung“ bereits eine solche Stimmrechtsbeteiligung aus, die dem Aktionär eine gesicherte Präsenzmehrheit in der Hauptversammlung vermittelt<sup>26</sup>, wofür also bei durchschnittlichen Hauptversammlungspräsenzen

<sup>17</sup> Die Aktionärsrechterichtlinie sieht nur eine Mindestharmonisierung der Rechte von Aktionären im Zusammenhang mit Hauptversammlungen vor; vgl. Art. 3 (Weitere Maßnahmen auf nationaler Ebene): „Diese Richtlinie hindert die Mitgliedstaaten nicht daran, weitere Verpflichtungen für Gesellschaften einzuführen oder sonst weitere Maßnahmen zu ergreifen, um die Ausübung der in dieser Richtlinie genannten Rechte durch die Aktionäre zu erleichtern“. - Ob sich deshalb aus deutscher Sicht gegenüber der Kommission mit Erfolg argumentieren lässt, der Regelungsauftrag in Art. 9c laufe aufgrund des Schutzniveaus des deutschen Konzernrechts, das über die Vorgaben des Richtlinienvorschlags hinausgeht, leer, d.h. es bestehe kein Anpassungsbedarf, ist indes sehr ungewiss.

<sup>18</sup> Listing Rules 11 der Financial Conduct Authority, abrufbar unter <http://fshandbook.info/FS/html/Handbook/LR/11/1> [letzter Abruf: 8.8.2014]; hierzu z. B. Gower/Davies, *Principles of Modern Company Law*, 9. Aufl. 2012, Rn. 16-31.

<sup>19</sup> Ähnlich *Fleischer*, BB 2014, 2691, 2697, 2700 („ähnelt unverkennbar den britischen Listing Rules“).

<sup>20</sup> Ausf. rechtsvergleichend zur Regelung von Related Party Transactions jüngst *Fleischer*, BB 2014, 2691, 2692 ff.

<sup>21</sup> Vgl. nur *Veil*, in: ders., *Europäisches Kapitalmarktrecht*, § 7 Rn 18 f.; *Salewski*, GWR 2012, 265, 267. - Zu der anlässlich des Erlasses der Aktionärsrechterichtlinie geäußerten vagen Erwartung einer mittelfristigen Ausweitung des Anwendungsbereichs auch auf bedeutsame Freiverkehrssegmente wie etwa den Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse *Noack*, NZG 2006, 321, 322.

<sup>22</sup> Vgl. zu entsprechenden Märkten das von ESMA gemäß Art. 47 MiFID-RL 2004 und auf Basis der Meldungen der Mitgliedstaaten erstellte Verzeichnis über geregelte Märkte unter <http://mifidatabase.esma.europa.eu/>.

<sup>23</sup> Abrufbar unter [http://ec.europa.eu/internal\\_market/accounting/docs/consolidated/ias24\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/consolidated/ias24_en.pdf) [letzter Abruf: 8.8.2014].

<sup>24</sup> Ebenso *Lanfermann/Maul*, BB 2014, 1283, 1287; *Wiersch*, NZG 2014, 1131, 1133.

<sup>25</sup> Offen bei *Wiersch*, NZG 2014, 1131, 1133.

<sup>26</sup> *Haufe*, IFRS-Kommentar, 12. Aufl. 2014, § 32 Rn 44 f., 49 f.; *Brune*, in: Beck'sches IFRS-Handbuch, 4. Aufl. 2013, § 30 Rn 40; *Baetge/Hayn/Ströher*, in: *Baetge/Wollmert/Kirsch/Oser/Bischof* (Hrsg.), *Rechnungslegung nach IFRS*, 2. Aufl., Stand 12/2012, IFRS 10 Rn 107.

von unter 50 % des stimmberechtigten Grundkapitals Aktienpositionen von 25 % genügen. Für einen „maßgeblichen Einfluss“ reicht schon die Möglichkeit zur Mitwirkung an den finanz- und geschäftspolitischen Entscheidungen des Unternehmens aus, was bereits bei einem unmittelbaren oder mittelbaren Halten von mindestens 20 % der Stimmrechte am Unternehmen widerlegbar vermutet wird (IAS 27.13).<sup>27</sup> Der Personenkreis mit „Schlüsselposition“ umfasst ähnlich wie der insiderrechtliche Begriff der „Personen mit Führungsaufgaben“ (vgl. § 15a Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 WpHG) nicht nur Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder, sondern auch vorstandsnachgeordnete Führungskräfte, sofern sie für die Planung, Leitung und Überwachung der Tätigkeiten des Unternehmens zuständig sind. In einer zweiten Referenzebene sind diejenigen Personen (insbesondere Familienangehörige) als nahestehend zu qualifizieren, bei denen anzunehmen ist, dass sie bei ihren Transaktionen mit dem Unternehmen auf die (originär) nahestehende Person Einfluss ausüben oder von dieser beeinflusst werden können; dies sind vor allem Ehegatten und die Kinder der (originär) nahestehenden Person.

„Nahestehende Unternehmen“ sind insbesondere solche, (alternativ)

- die derselben Unternehmensgruppe angehören;
- die assoziierte Unternehmen oder Gemeinschaftsunternehmen sind;
- die Gemeinschaftsunternehmen desselben Dritten sind;
- von denen eines ein Gemeinschaftsunternehmen eines dritten Unternehmens und das andere Unternehmen ein assoziiertes Unternehmen des dritten Unternehmens ist;
- bei denen der Gegenstand des Unternehmens ein Plan für Leistung nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses zugunsten der Arbeitnehmer entweder des berichtenden Unternehmens oder eines dem berichtenden Unternehmen nahestehenden Unternehmens ist;
- die von einer nahestehenden Person beherrscht werden oder unter gemeinschaftlicher Führung stehen, an der eine nahestehende Person beteiligt ist; oder
- bei denen eine nahestehende Person maßgeblichen Einfluss auf das Unternehmen hat oder im Management des Unternehmens (oder des Mutterunternehmens des Unternehmens) eine Schlüsselposition bekleidet.

Zu den nahestehenden Unternehmen eines Börsenunternehmens zählen also sämtliche Mutter-, Tochter-, Schwester- oder (Ur-)Enkelgesellschaften, aber auch solche (assoziierten) Unternehmen, auf die maßgeblicher Einfluss (widerlegliche Vermutung bei Halten von mindestens 20 % der Stimmrechte) ausgeübt werden kann. Nicht erfasst sind allerdings Transaktionen (i) zwischen dem Börsenunternehmen und Personen, die in dem Börsenunternehmen nachgeordneten Gruppenunternehmen eine Schlüsselposition innehaben sowie (ii) zwischen dem Börsenunternehmen nachgeordneten Gruppengesellschaften und dem Börsenunternehmen nahestehenden Personen und Unternehmen.<sup>28</sup>

Diese dennoch enorme Weite des relevanten Personenkreises<sup>29</sup> wird durch den Verweis auf die an sich nur transparenzbezogenen IAS-Rechnungslegungsvorschriften zusätzlich dadurch erweitert, dass es für die Beurteilung nicht allein auf die rechtlichen Verhältnisse ankommen soll, sondern auf den „wirtschaftlichen Gehalt der Beziehung“, also z. B. ein relevantes Näheverhältnis nicht durch die Zwischenschaltung nur vermeintlich neutraler Personen und Unternehmen vermieden werden kann.<sup>30</sup>

Die Bezugnahme auf die Transparenzvorschriften der Rechnungslegung für einen materiellen Aktionärsschutz, der ausweislich der Normbegründung Vermögensverschiebungen zugunsten nahestehender Personen verhindern soll, ist bereits vom Ansatz nicht überzeugend. Dies gilt insbesondere für die Erfassung von Transaktionen des Börsenunternehmens mit Gesellschaften, die es beherrscht (also Tochter- und (Ur-) Enkelgesellschaften), denn hier gibt es keine Vermutung dafür, dass diese Transaktionen einem Drittvergleich zulasten der (Minderheits-)Aktionäre des Börsenunternehmens nicht standhielten.<sup>31</sup>

## 5. Stufe 1: Offenlegung

Die erste Stufe des Schutzregimes ist die Herstellung von Transparenz über die Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen und Personen durch öffentliche Bekanntmachung.

## 5.1 Werthürde

Diese Bekanntmachungspflicht tritt dann ein, wenn die Transaktion „mehr als 1 % des Vermögens [des Börsenunternehmens] [betrifft]“ (Art. 9c Abs. 1 Satz 1). Der Kommissionsvorschlag enthält weder eine Konturierung des Begriffes „Vermögens“ noch eine Erläuterung des Relativbegriffes der „Betroffenheit“. Mit Blick auf die englische Vorbildnorm der LR 11 (nämlich LR 11.1.10R i.V.m. LR 10 Annex IG [sog. *class tests*]) ist anzunehmen, dass das Verhältnis des Vertragswerts der Transaktion zum bilanziellen Aktivvermögen des Börsenunternehmens (im Sinne des britischen „*gross asset test*“) maßgeblich ist.<sup>32</sup> Bei Dauerschuldverhältnissen (z. B. Miet- oder Pachtverträgen, Lizenzverträgen, Vertriebsverträgen etc.) ist die Bestimmung des Vertragswerts unsicher. Bei festen Vertragslaufzeiten ist wohl ein zeitraumbezogener Gesamtwert anzusetzen, bei offenen Laufzeiten sollte auf die erste Kündigungsmöglichkeit und den sich hieraus ergebenden zeitraumbezogenen Gesamtwert abgestellt werden. Dennoch werden hier im Einzelfall wegen nicht selten variablen oder bedingten Zahlungsansprüchen erhebliche Auslegungsprobleme (und damit Transaktionsrisiken) verbleiben.

## 5.2 Rechtsfolgen

### a) Öffentliche Bekanntmachung

Wird die 1 %-Vermögensgrenze durch die Transaktion überschritten, ist die Transaktion „zum Zeitpunkt ihres Abschlusses öffentlich [bekannt zu machen]“ (Art. 9c Abs. 1 Satz 1). Der Kommissionsvorschlag regelt allerdings den Modus der Offenlegung nicht.<sup>33</sup> Im Grundsatz kämen vier Offenlegungsvarianten in Frage, nämlich (i) die Offenlegung im Anhang des Jahresabschlusses, (ii) die Offenlegung als Teil oder im Zuge der Einberufung zur Hauptversammlung, (iii) die verbandsrechtliche Offenlegung nach dem Regelungsmuster des § 161 AktG (Entsprechenserklärung) oder (iv) die kapitalmarktrechtliche Offenlegung über die WpHG-Informationsmedien.<sup>34</sup>

Die Einordnung in diese unterschiedlichen Offenlegungsvarianten ist insbesondere von Relevanz für die Fehlerfolgen, vor allem im Hinblick auf etwaige Auswirkungen auf Hauptversammlungsbeschlüsse (insbesondere Beschlüsse über die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat), den festgestellten Jahresabschluss oder die Haftung von Vorstandsmitgliedern. Systemgerecht wäre an sich eine Veröffentlichung im Anhang

des Jahresabschlusses.<sup>35</sup> Allerdings spricht hiergegen bislang die Zeitpunktangabe der Bekanntmachung, nämlich dass diese „zum Zeitpunkt des Transaktionsabschlusses“ erfolgen muss. Diese Zeitangabe spricht für eine verbandsrechtliche oder kapitalmarktrechtliche Ad hoc-Offenlegung.<sup>36</sup>

Inhaltlich verlangt der Kommissionsvorschlag die Angabe (i) von Informationen zur Art des Verhältnisses mit den nahestehenden Unternehmen und Personen, (ii) der Namen der nahestehenden Unternehmen und Personen, (iii) des Betrags der Transaktion und (iv) aller weiteren für die Bewertung der Transaktion erforderlichen Informationen (Art. 9c Abs. 1 Satz 2). Dies entspricht bereits wortlautgleich den unionsrechtlichen Vorgaben zum Inhalt des Anhangs (Vierte Richtlinie)<sup>37</sup> bzw. Konzern-Anhangs (Siebte Richtlinie)<sup>38</sup>, so dass *insoweit* kein Transparenzgewinn erreicht wird. Die Zusatztransparenz betrifft die Angabe der Angemessenheit der Transaktion, vor allem aber den Berichtszeitpunkt: Vorabinformation anstatt wie bislang nachgelagerte Berichterstattung. Eine ausdrückliche Schutzklausel zur Vermeidung der Veröffentlichung von Betriebsgeheimnissen ist nicht vorgesehen, wäre aber unbedingt zu ergänzen.<sup>39</sup>

<sup>27</sup> Nach LR 11.1.14 gilt ein Aktionär sogar bereits ab 10% Stimmrecht-sinhaberschaft als „substantial shareholder“; siehe zu der deswegen bestehenden Auslegungsunsicherheit im Hinblick auf den Kommissionsvorschlag *Seibt*, Börsen-Zeitung v. 28.6.2014, S. 9. – Auch in Frankreich qualifizieren bereits Transaktionen mit Aktionären, die über mehr als 10% der Stimmrechte verfügen, als sog. *conventions réglementées* (vgl. art. L 225-38 Code de commerce).

<sup>28</sup> Zu diesen Fällen unter (ii) krit. *Wiersch*, NZG 2014, 1131, 1135.

<sup>29</sup> Zu Recht hierzu krit. *Lutter*, EuZW 2014, 68.

<sup>30</sup> Vgl. *Senger/Prenzel*, in: Beck'sches IFRS-Handbuch, 4. Aufl. 2013, § 20 Rn 5; *Fink/Zeyer*, in: Baetge/Wollmert/Kirsch/Oser/Bischof (Hrsg.), Rechnungslegung nach IFRS, 2. Aufl., Stand 5/2014, IAS 24 Rn 6.

<sup>31</sup> Zutreffend *Wiersch*, NZG 2014, 1131, 1135.

<sup>32</sup> So bereits *Seibt*, Börsen-Zeitung v. 28.6.2014, S. 9; *ders.*, DB 2014, 1910, 1914 Fn. 44; *Lanfermann/Maul*, BB 2014, 1283, 1287.

<sup>33</sup> Zutreffend *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1127.

<sup>34</sup> Ebenso *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1127.

<sup>35</sup> Hierfür *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1127.

<sup>36</sup> So auch *Fleischer*, BB 2014, 2691, 2697.

<sup>37</sup> Art. 43 Abs. 1 Nr. 7b der Vierten Richtlinie 78/660/EWG des Rates v. 25.7.1978; umgesetzt durch § 285 Nr. 21 HGB.

<sup>38</sup> Art. 34 Abs. 7b der Siebten Richtlinie 83/349/EWG des Rates v. 13.7.1983; umgesetzt durch § 314 Abs. 1 Nr. 13 HGB.

<sup>39</sup> Ebenso jüngst *Fleischer*, BB 2014, 2691, 2698.

### b) Beifügung eines Bewertungsgutachtens (Fairness Opinion)

Der Bekanntmachung ist der Bericht eines unabhängigen Dritten beizufügen, „in dem bewertet wird, ob die Transaktion zu marktüblichen Bedingungen getätigt wird, und bestätigt wird, dass sie aus Sicht der Aktionäre und Minderheitsaktionäre fair und vernünftig ist“ (Art. 9c Abs. 1 Satz 1). Mit dieser Verpflichtung der Geschäftsleitung zur Einholung einer sog. Fairness Opinion für Geschäftsführungsmaßnahmen betritt die Europäische Kommission Neuland. Eine solche Verpflichtung ist z. B. – trotz damaliger Diskussion<sup>40</sup> – nicht in der EU-Übernehmerichtlinie oder bei deren Umsetzung ins deutsche Übernahmerecht als Erfordernis zur Substantiierung der Stellungnahme der Geschäftsleitung zu Übernahmeangeboten vorgesehen worden. Sie grenzt sich auch ab von den europarechtlich vorgeprägten Anforderungen an *Strukturmaßnahmen und Gründungsvorgängen* (Verschmelzung; Spaltung; ähnlich auch Nachgründung), bei denen die intensivere Prüfung durch einen sachverständigen Gutachter erforderlich ist.<sup>41</sup> Regelungsvorbild waren wohl die nationalen Regelungen im Vereinigten Königreich (LR 13.6.1) sowie Frankreich; in Deutschland gibt es keine Pflicht zur Einholung einer Fairness Opinion vor Durchführung unternehmerischer Geschäftsführungsmaßnahmen.<sup>42</sup>

Der Kommissionsvorschlag macht zwar richtigerweise keine Vorgaben für die einzuhaltenden Standards bei Erstellung einer Fairness Opinion, allerdings ist der Vorschlagseinleitung (mit dem Hinweis auf einen regelmäßigen Zeitaufwand von nur fünf bis zehn Stunden<sup>43</sup>) zu entnehmen, dass die Anforderungen eher gering sind (und deutlich unter den bislang marktüblichen Standards liegen). Der Kommissionsvorschlag schreibt immerhin einen doppelten Inhalt für die Fairness Opinion vor, nämlich einerseits eine Bewertung der Transaktion nach Marktüblichkeit (ohne dass allerdings deutlich wird, ob dies eine reine Gegenleistungskontrolle nach finanziellen Kriterien ist oder auch Fragen z. B. nach der Transaktionssicherheit, dem Garantiefumfang etc. miteinschließt) und andererseits eine weitergehende Angemessenheitsbestätigung („fair und vernünftig“). Ist für eine Transaktion (es geht ja nicht um ein reines Wirtschaftsgut<sup>44</sup>) wegen Einzelfallbesonderheiten kein Marktvergleich möglich, so reichen qualitative Angaben zur Bewertung und eine insoweit, also mit Verweis auf den fehlenden Marktvergleich vorgenommene, eingeschränkte Angemessenheitsbestätigung. Die Transaktion muss in diesem Fall nicht etwa unterbleiben.<sup>45</sup>

### 5.3 Ausnahmetatbestände

In Ergänzung zu dem informellen Vorentwurf 2013 ist im Kommissionsvorschlag einerseits vorgesehen, dass nach Mitgliedstaatenoption Aktionäre die Gesellschaft bei wiederkehrenden Transaktionen von der Pflicht zur Veröffentlichung einer Fairness Opinion für zwölf Monate ab Genehmigung befreien können (Art. 9c Abs. 1 UAbs. 2 Satz 1); bei dem hierfür erforderlichen Hauptversammlungsbeschluss ist ein von der Transaktion betroffener Aktionär vom Stimmrecht ausgeschlossen (Art. 9c Abs. 1 UAbs. 2 Satz 2).

Andererseits ist im Kommissionsvorschlag geregelt, dass die Mitgliedstaaten Transaktionen zwischen dem Börsenunternehmen und einer sich mittelbar oder unmittelbar vollständig in seinem Besitz befindenden Gruppengesellschaft von der Transparenzregelung ausnehmen können (Art. 9c Abs.4).<sup>46</sup> Dabei sollte es ausreichen, dass das Börsenunternehmen unmittelbar oder mittelbar entweder 100 % der Anteile oder 100 % der Stimmrechte an der Gruppengesellschaft hält. Eine Ausnahme für den Vertragskonzern fehlt indes (unverständlicherweise).

### 6. Stufe 2: Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses

#### 6.1 Voraussetzungen

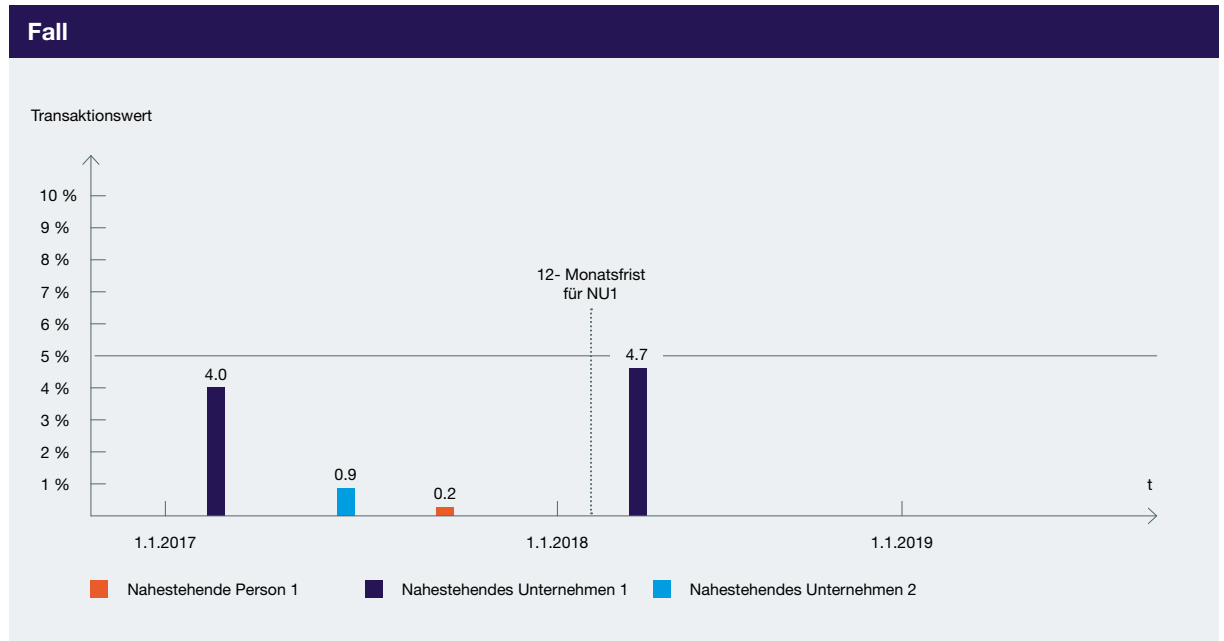
Related-Party-Transaktionen, die entweder mehr als 5 % des Vermögens der Gesellschaft betreffen (1. Alternative), oder Transaktionen, die erhebliche Auswirkungen auf den Gewinn oder Umsatz haben können (2. Alternative)<sup>47</sup>, sollen den Aktionären als gleichsam zweite Stufe des Schutzregimes im Rahmen einer Hauptversammlung zur Abstimmung vorgelegt werden.

#### a) Werthürde

Die Werthürde von 5 % des Gesellschaftsvermögens bemisst sich wie bei der Transparenzvorschrift (sub Ziffer 5.1), nämlich durch das Verhältnis von Transaktionswert und Aktivvermögen des Börsenunternehmens.

#### b) Aggregationsklausel

Als Missbrauchsvorschrift ist beim Hauptversammlungserfordernis eine Aggregationsklausel geregelt: Mehrere Transaktionen innerhalb von 12 Monaten mit denselben nahestehenden Personen oder Unter-



Fall: Das Börsenunternehmen (BU) schließt im Februar 2017 mit dem nahestehenden Unternehmen 1 (NU1) eine Transaktion im Wert von 4 % des Vermögens von BU ab, im Juli 2017 mit dem nahestehenden Unternehmen 2 im Wert von 0,9 % und im September 2017 mit der nahestehenden Person 1 im Wert von 0,2 %; diese Transaktionen werden - obgleich mit einem Gesamtwert von über 5 % des Vermögens von BU - nicht aggregiert, da es sich bei der Transaktionsgegenseite nicht um dieselbe Person handelt. Eine weitere Transaktion mit NU1 im März 2018 im Wert von 4,7 % des Vermögens von BU wird nicht mit der Ersttransaktion aggregiert, da sie außerhalb der 12-Monatsfrist liegt.

Quelle: Prof. Dr. Christoph H. Seibt



nehmen werden aggregiert und die Transaktion, mit der die Schwelle von 5 % des Gesellschaftsvermögens überschritten wird, sowie jede weitere Transaktion mit derselben nahestehenden Person oder demselben nahestehenden Unternehmen dürfen erst nach der Genehmigung durch die Hauptversammlung abgeschlossen werden (Artikel 9c Abs. 3). Der Regelungsmechanismus wird durch den oben stehenden Fall (mit Grafik) illustriert.

### c) Wesentlichkeit als Auffangtatbestand

Darüber hinaus wird das Hauptversammlungserfordernis nicht nur bei Überschreiten der 5 %-Vermögensgrenze ausgelöst, sondern auch durch Transaktionen, „die erhebliche Auswirkungen auf den Gewinn oder Umsatz haben können“. Eine nähere Konturierung dieser Wesentlichkeitsschwelle findet sich weder im Kommissionsvorschlag selbst noch in den Begleitdokumenten der Europäischen Kommission. *Zetzsche* hat insoweit eine Konkretisierung durch Einführung eines „Schwellenwertes von 10 % für Ertrag und Umsatz“ vorgeschlagen.<sup>48</sup> Da eine solchermaßen statische Prozent-Bezugnahme gerade bei umsatz- und/oder ertragsschwachen Unternehmen zu inakzeptabel häufig

<sup>40</sup> Zur Diskussion in Deutschland siehe z. B. § 14 BMF-Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Regelung von Unternehmensübernahmen, abgedruckt in NZG 2000, 844, 848, der vorsah, dass der Bieter und die Zielgesellschaft „bei der Vorbereitung und Durchführung einer Übernahme einen geeigneten Berater hinzuzuziehen“ haben; hierzu siehe *Land/Hasselbach*, DB 2000, 1747, 1749; *Harbarth*, in: *Baums/Thoma* (Hrsg.), WpÜG, Bd. I, Stand: Mai 2012; § 27 Rn 72; krit. zur fehlenden Annahme von § 14 DiskE-ÜG *Hopt*, ZGR 2002, 333, 355; *ders.*, ZHR 166 (2002), 383, 401. – Z. B. in Österreich ist die Einholung eines Sachverständigengutachtens zur Erstellung der Stellungnahme zu Übernahmeangeboten von Vorstand und Aufsichtsrat sowohl auf Seiten des Bieters (§ 9 Abs. 1 ÜbG) als auch der Zielgesellschaft (§ 13 ÜbG) vorgeschrieben.

<sup>41</sup> Vgl. für Verschmelzung § 9 Abs. 1 UmwG (in Umsetzung von Art. 10 Abs. 1 Satz 1 der Dritten Richtlinie 78/855/EWG des Rates v. 9.10.1978) und gleichermaßen für Spaltung über die Scharniernorm des § 125 UmwG, dessen Anordnung der entsprechenden Anwendung von § 9 Abs. 1 UmwG zurückgeht auf Art. 8 Abs. 1 Satz 1 der Sechsten Richtlinie 82/891/EWG des Rates v. 17.12.1982; vgl. für die Nachgründung § 52 Abs. 4 i.V.m. § 33 Abs. 4 AktG, der nachfolgend in Art. 13 i.V.m. Art. 10 der Zweiten Richtlinie 77/91/EWG des Rates v. 13.12.1976 unionsrechtlich basiert wurde.

<sup>42</sup> Siehe z. B. OLG Düsseldorf v. 16.1.2004 – I-16 W 63/03, ZIP 2004, 359; *Fleischer*, BB 2014, 2691, 2698.

<sup>43</sup> RL-Vorschlag, a.a.O. (Fn. 1), S. 10.

<sup>44</sup> So aber *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1126.

<sup>45</sup> Anders allerdings *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1126.

<sup>46</sup> Noch nicht enthalten im informellen Vorentwurf.

<sup>47</sup> In dieser 2. Alt. (Art. 9c Abs. 2 Satz 1) fehlt offenbar wegen eines Redaktionsversehens die Bezugnahme auf „nahestehende Unternehmen und Personen“.

<sup>48</sup> *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1128.



gen Hauptversammlungserfordernissen führte, müsste an sich – wenn denn überhaupt eine Wesentlichkeitsaufangeregung statuiert werden soll – ein gemischt qualitativ/quantitativer Ansatz gewählt werden. Wegen der dann allerdings bestehenden hohen Rechtsunsicherheit ist insgesamt ein solcher Auffangtatbestand abzulehnen.

## 6.2 Hauptversammlungsbeschluss

a) Beschlusserfordernis; Mehrheitserfordernis mit Stimmverbot des betroffenen Aktionärs („Majority of the Minority“)

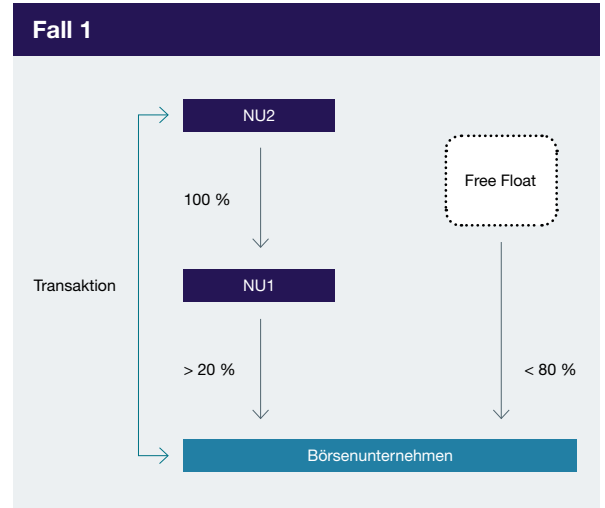
aa) Beschlusserfordernis

Wird die Wertgrenze oder das Wesentlichkeitskriterium durch die Related-Party-Transaktion überschritten, so ist diese „den Aktionären im Rahmen einer Hauptversammlung zur Abstimmung [vorzulegen]“ (Artikel 9c Abs. 2 Satz 1). Dabei ist für den Fall, dass ein Aktionär an der Transaktion beteiligt ist, dieser von der entsprechenden Abstimmung ausgeschlossen (Artikel 9c Abs. 2 Satz 2). Der Kommissionsvorschlag verfolgt also das Konzept der sog. Majority of the Minority<sup>49</sup>, allerdings in einem strengeren Sinne als in der Ur-Vorbildnorm des Rechts von Delaware, nämlich mit Regelung der Beschlusswirkung als Handlungs-, ggf. sogar als Wirksamkeitsvoraussetzung und nicht nur wie dort als Vermutungsregelung für die Einhaltung der Business Judgment Rule durch die Geschäftsleiter.<sup>50</sup>

bb) Mehrheitserfordernis mit Stimmverbot

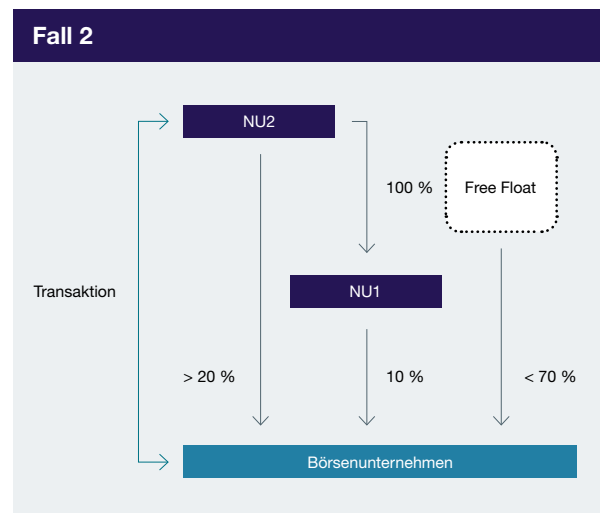
Ein bestimmtes Mehrheitserfordernis für die Beschlussfassung der Hauptversammlung regelt der Kommissionsvorschlag nicht. Diese Frage verbleibt damit also der Regelungsautonomie des nationalen Gesetzgebers. Für das deutsche Recht wäre – in Anlehnung an § 119 Abs. 2 AktG – die einfache Beschlussmehrheit nach § 133 Abs. 1 AktG systemgerecht.

Das Stimmverbot trifft nur den unmittelbar an der Transaktion beteiligten *Aktionär*, nicht weitergehend auch nahestehende Personen und Unternehmen von Aktionären, die an der Transaktion beteiligt sind<sup>51</sup>, erst recht nicht Aktionäre, deren nahestehende Personen und Unternehmen transaktionsbeteiligte Partei sind. Die grafisch aufgeführten Musterfälle 1 und 2 illustrieren die damit verbundenen Beschränkungen.



Fall 1: Das Börsenunternehmen (BU) schließt mit den nahestehenden Unternehmen 2 (NU2) eine Transaktion im Wert von 6 % des Vermögens von BU ab. NU2 ist nicht selbst an BU beteiligt, allerdings ist die 100 %ige Tochtergesellschaft von NU2, das nahestehende Unternehmen 1 (NU1), mit mehr als 20 % an BU beteiligt. NU1 unterliegt keinem Stimmverbot.

Quelle: Prof. Dr. Christoph H. Seibt



Fall 2: Das Börsenunternehmen (BU) schließt mit dem nahestehenden Unternehmen 2 (NU2) eine Transaktion im Wert von 6 % des Vermögens von BU ab. NU2 ist zu mehr als 20 % an BU direkt beteiligt sowie über seine 100 %ige-Tochtergesellschaft, das nahestehende Unternehmen 1 (NU1), das seinerseits 10 % an BU hält. NU2 unterliegt einem Stimmverbot, allerdings nicht NU1, da diese keine transaktionsbeteiligte Partei ist.

Quelle: Prof. Dr. Christoph H. Seibt



<sup>49</sup> Hierzu *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1127 (für einen Gleichlauf von Konzernrechnungskreis für die Ermittlung der Transaktion und Stimmverbot).

<sup>50</sup> Hierzu instruktiv *Tröger*, Corporate Groups, (Fn. 12), S. 31 sowie *Fleischer*, BB 2014, 2691, 2694 f.

<sup>51</sup> Krit. hierzu *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1128.

## cc) Wirkung eines fehlenden

## Hauptversammlungsbeschlusses

Im Hinblick auf die Wirkung des an sich erforderlichen, aber fehlenden Hauptversammlungsbeschlusses bestimmt der Kommissionsvorschlag in uneindeutiger Weise (Artikel 9c Abs. 2 Satz 3): „Das Unternehmen tätigt die Transaktion erst dann, wenn sie von den Aktionären genehmigt wurde (anders übrigens Satz 4: „darf...tätigen“, in englischer Sprache ebenso uneindeutig: „[t]he company shall not [nicht: „may not“] conclude the transaction before the shareholders' approval“). Es ist unklar, ob die Kommission damit – wie z. B. im deutschen Recht bei § 179a AktG<sup>52</sup> oder auch im französischen Recht nach art. L 225-41 Code de commerce bei einer *convention réglementée*, jeweils aus Verkehrsschutzgründen – einschränkend statuieren will, dass keine Konsequenzen aus fehlenden Hauptversammlungsbeschlüssen für die korrespondierenden Vollzugsbeschlüsse im Außenverhältnis drohen, oder ob sich die Kommission womöglich von der englischen *ultra vires*-Doktrin inspirieren ließ, der zur Folge Rechtshandlungen im Außenverhältnis mangels „capacity“ unwirksam sein können.<sup>53</sup> Ein solches Vertretungsverbot der Geschäftsleitung wirkte als Transaktionsbremse besonders scharf und ließe an sich interessengerechte Beschlussüberwindungen (z. B. wegen offensichtlicher Treupflichtverletzungen) nicht zu. Es wäre daher dringend klarzustellen, dass Verfahrensfehler beim oder auch das Fehlen eines Hauptversammlungsbeschlusses die Wirksamkeit der Transaktion unberührt lässt.<sup>54</sup>

## b) Kein Berichtserfordernis

Fraglich ist nach dem Kommissionsvorschlag weiterhin, ob auch bei Transaktionen i.S.v. Art. 9c Abs. 2 – d. h. bei solchen, die nicht nur 1 %, sondern 5 % des Gesellschaftsvermögens betreffen oder erhebliche Auswirkungen auf Gewinn oder Umsatz haben können – eine Pflicht zur Vorlage einer bestätigenden Fairness Opinion bestehen soll. Die Gegenüberstellung der Formulierungen in Art. 9c Abs. 1 und Art. 9c Abs. 2 spricht sehr dafür, dass die Kommission alternative Schutzmechanismen etablieren will: entweder Offenlegung und bestätigende Fairness Opinion bei Überschreitung der 1 %-Schwelle (Art. 9c Abs. 1) oder Hauptversammlungspflichtigkeit bei Überschreitung der 5 %-Schwelle bzw. der Schwelle erheblicher Auswirkungen (Art. 9c Abs. 2)<sup>55</sup>. Damit müsste letztlich jeder Aktionär für sich selbst ein Angemessenheitsurteil treffen – was ohne die Inanspruchnahme sachkundiger Hilfe kaum möglich und selten wirtschaftlich ver-

nünftig (Theorem der rationalen Apathie) sein dürfte – sich letztlich auf ein mehr oder weniger arbiträres „intelligent guessing“ verlassen oder sich der Stimme enthalten. Zudem sind die Aktionäre bei ihrer Stimmabgabe nur in Sondersituationen dem Unternehmensinteresse verpflichtet<sup>56</sup>, sodass sich wegen des Stimmverbots zulasten des transaktionsbetroffenen nahestehenden Unternehmens für Minderheitsaktionäre (einschließlich z. B. von zu Blockadezwecken als Aktionär beigetretenen Wettbewerbern des nahestehenden Unternehmens!) unverhältnismäßige Einflussmöglichkeiten zur Verfolgung von Partikularinteressen ergeben.

## c) Ausnahmetatbestände

Der Kommissionsvorschlag gibt den Mitgliedstaaten (nur) zwei Regelungsoptionen an die Hand, um Ausnahmetatbestände von der Zustimmungspflicht der Hauptversammlung vorzusehen:

(1) So dürfen die Mitgliedstaaten regeln, dass die Börsenunternehmen die Hauptversammlungs Zustimmung „bei genau festgelegten Arten wiederkehrender Transaktionen mit einem bestimmten nahestehenden Unternehmen bzw. einer bestimmten nahestehenden Person vorab für einen Zeitraum einholen können, der zwölf Monate ab Genehmigung nicht überschreitet“ (Art. 9c Abs. 2 UAbs. 2 Satz 1); der transaktionsbetroffene Aktionär ist bei diesem Vorab-Hauptversammlungsbeschluss vom Stimmrecht ausgeschlossen (Art. 9c Abs. 2 UAbs. 2 Satz 2). Dieser Ausnahmetatbestand kann in bestimmten Konstellationen eine Erleichterung darstellen, allerdings ist der 12-monatige Wirkungszeitraum unverhältnismäßig kurz; vielmehr sollte in Anlehnung an die Regelungen zum Erwerb eigener Aktien<sup>57</sup> oder zum genehmigten Kapital<sup>58</sup> mit Bezugsrechtsausschluss eine 5-Jahresperiode vorgesehen werden.<sup>59</sup>

(2) Ferner dürfen die Mitgliedstaaten Transaktionen zwischen dem Börsenunternehmen und Gruppengesellschaften nicht nur von den Transparenzpflichten nach Art. 9c Abs. 1, sondern auch von der Zustimmungspflicht der Hauptversammlung ausnehmen, sofern diese sich unmittelbar oder mittelbar „vollständig im Besitz des Unternehmens befinden“ (Art. 9c Abs. 4)<sup>60</sup>. Dabei sollte es ausreichen, wenn das Börsenunternehmen unmittelbar oder mittelbar entweder 100 % der Anteile oder 100 % der Stimmrechte an der transaktionsverbundenen Gruppengesellschaft hält. Diese Ausnahme ist wegen des fehlenden Risikos einer Ver-



mögensverschiebung unterstützenswert.<sup>61</sup> Allerdings fehlt es im Kommissionsvorschlag – unverständlicherweise – an einer Ausnahme für den Vertragskonzern.

Die in Annex 1 zu LR 11 (also der Vorbildnormen für den Kommissionsvorschlag) enthaltenen Ausnahmen, z. B. für (i) geringfügige Transaktionen, (ii) Transaktionen, bei denen die Einigung über die wesentlichen Vertragsbedingungen erfolgt war, bevor die Gegenseite eine nahestehende Person bzw. ein nahestehendes Unternehmen wurde, (iii) die Ausübung von Bezugsrechten bei Kapitalmaßnahmen, (iv) Führungskräfte-Beteiligungsprogramme, (v) Darlehensgewährungen von nahestehenden bzw. an nahestehende Personen oder Unternehmen zu marktüblichen Konditionen, (vi) Zeichnungsverträge zu marktüblichen Konditionen und (vii) bestimmte Joint Investments, finden sich – wiederum unverständlicherweise – im Kommissionsvorschlag nicht.<sup>62</sup>

<sup>62</sup> Hierzu z. B. *Seibt*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl. 2010, § 179a Rn. 12.

<sup>63</sup> Allerdings nach Sec. 31, 39 Companies Act (2006) nur noch in eingeschränktem Umfang.

<sup>64</sup> Hierfür *Seibt*, DB 2014, 1910, 1914; jüngst auch *Fleischer*, BB 2014, 2691, 2700 unter Hinweis auf das dringende dahingehende Klarstellungsbedürfnis.

<sup>65</sup> So bereits *Seibt*, DB 2014, 1910, 1915.

<sup>66</sup> Richtungsweisend in Bezug auf Kapitalerhöhungen *K. Schmidt*, ZIP 1980, 328, 336 sowie *ders.*, ZGR 1982, 519, 524 f.; vgl. auch *Altmeppen*, in: MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2010, § 293 Rn 45; so auch BGHZ 129, 136, 175 f. = NJW 1995, 1739, 1741; jüngst [zu Sanierungssituationen] *Seibt*, ZIP 2014, 1909 ff.

<sup>67</sup> Art. 19 Abs. 1 a) der Zweiten Richtlinie 77/91/EWG des Rates v. 13.12.1976; umgesetzt durch § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG.

<sup>68</sup> Art. 29 Abs. 2 Satz 3 der Richtlinie 2012/30/EU des Europäischen Parlaments und des Rates v. 25.10.2012; umgesetzt durch § 202 Abs. 1 AktG.

<sup>69</sup> So auch *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1127.

<sup>60</sup> Noch nicht enthalten im informellen Vorentwurf.

<sup>61</sup> Ebenso *Wiersch*, NZG 2014, 1131, 1135. – Zuzugeben ist allerdings, dass eine gewisse Vermögensgefährdung zulasten von Minderheitsaktionären auch durch Transaktionen mit 100%-igen Gruppengesellschaften dadurch eintreten kann, dass dann in einem weiteren Schritt die 100%-ige Gruppengesellschaft eine Related-Party-Transaktion eingeht; diese unterliege nicht dem geplanten EU-Regime, da das Unternehmen ein Börsenunternehmen sein muss. Daher krit. zu dieser Ausnahme *Zetzsche*, NZG 2014, 1121, 1127; *Tröger*, Corporate Groups, SAFE Working Paper No. 66, Stand: 22.9.2014, S. 28.

<sup>62</sup> Krit. hierzu bereits *Seibt*, DB 2014, 1910, 1914; unter weitergehender rechtsvergleichender Analyse ebenfalls krit. *Fleischer*, BB 2014, 2691, 2700.





### III. Bewertung des Vorschlags der Europäischen Kommission

#### 1. Bestehende Schutzmechanismen zugunsten von Minderheitsaktionären im deutschen Recht

Das deutsche Recht sieht bereits heute ein engmaschiges Netz von Transparenzvorschriften und Schutzmechanismen zugunsten von Minderheitsaktionären bei Related-Party-Transaktionen vor.

##### 1.1 Transparenzvorschriften

Das deutsche Aktienkonzernrecht (mit dem sog. Abhängigkeitsbericht nach §§ 312 ff. AktG<sup>65</sup>), vor allem aber das unionsrechtlich harmonisierte Recht der Rechnungslegung und das unionsrechtlich vereinheitlichte Kapitalmarktrecht sehen bereits heute eine ausreichende Transparenz über Related-Party-Transaktionen vor, und zwar sowohl durch Vorabinformation (Ad hoc-Publizität) als auch nachfolgende Berichterstattung (Anhang; Finanzberichte). Der Kommissionsvorschlag generiert hierzu keinen erheblichen Informationsmehrwert<sup>64</sup>, kreiert aber gewichtige Nachteile für das Unternehmenswohl des Börsenunternehmens in Form von Bürokratiekosten sowie die Aufgabe

berechtigter Vertraulichkeitsinteressen<sup>65</sup> der an Related-Party-Transaktionen Beteiligten; sie hätten einen volkswirtschaftlich schädlichen „freezing effect“ für an sich wohlfahrtsfördernde Transaktionen zur Folge.<sup>66</sup> Über §§ 285 Nr. 21, 314 Abs. 1 Nr. 13 HGB ist bereits heute gewährleistet, dass (alle) AG im – geprüften – (Konzern-)Jahresabschluss (bzw., dessen Anhang) zumindest zu solchen Transaktionen mit nahestehenden Unternehmen und Personen nachträglich Angaben machen, die nicht zu marktüblichen Bedingungen zustande gekommen sind und börsennotierte Gesellschaften sind nach IAS 24.18 darüber hinaus und weitergehend verpflichtet, im – geprüften – Jahresabschluss über die Art der Beziehung zu nahestehenden Personen oder Unternehmen sowie über alle Geschäftsvorfälle zu berichten, die die Abschlussadressaten kennen müssen, um die *möglichen* Auswirkungen dieser Beziehungen auf den Abschluss nachzuvollziehen. Eine Vorab-Berichterstattungspflicht bei wesentlichen Transaktionen folgt in der Regel aus der Ad hoc-Publizitätspflicht (§ 15 WpHG)<sup>67</sup>, und zwar mit der angemessenen Wesentlichkeitsschwelle: dem erheblichen Kursbeeinflussungspotential. Diese Berichtspflichten führen in der Unternehmenspraxis bereits zu einer ausreichenden Disziplinierung der nahestehenden Personen und Unternehmen, dem Börsenunternehmen keine Nachteile zuzufügen.<sup>68</sup>

#### Transparenzvorschriften bei Related-Party-Transaktionen

- Ad hoc-Publizität (§ 15 WpHG)
- Faktischer Konzern: Abhängigkeitsbericht (§§ 312 ff. AktG)
- Auskunftsrecht in der Hauptversammlung (§ 131 AktG)
- Angaben im (Konzern-)Anhang (HGB) (§ 285 Nr. 21, § 314 Abs. 1 Nr. 13 HGB)
- Angaben in den IAS[-Notes] (IAS 24.18)
- Kapitalmarktrechtliche Finanzberichte / Zwischenmitteilungen (§§ 37v ff. WpHG)
- Wertpapierprospekt

##### 1.2 Mitwirkungsrechte von und Schutzmechanismen zugunsten von Minderheitsaktionären

Das deutsche Recht sieht ein dreistufiges, austariertes Regime zum Schutz von Minderheitsaktionären im Hinblick auf Related-Party-Transaktionen vor:

(1) Auf einer ersten Stufe gibt es einen Konzerneingangsschutz bei Überschreitung der übernahmerechtlichen Kontrollschwelle von 30% der Stimmrechte an einem Börsenunternehmen über die Statuierung eines Pflichtangebots zu einem Mindest(markt)preis (§ 35 Abs. 1, §§ 29, 31 WpÜG). Die Begründung eines Vertragskonzerns (mit ihren spezifischen Risiken für die Minderheitsaktionäre) setzt einen Hauptversammlungsbeschluss (mit Stimmrecht des herrschenden Unternehmens<sup>69</sup>, aber bei voller gerichtlicher Beschlussüberprüfung) und das Angebot einer Abfindung und eines Ausgleichsanspruchs voraus (§§ 291 ff. AktG; dazu sogleich unter (2)).

(2) Auf einer zweiten Stufe des Konzernschutzes gilt: Im faktischen Konzern sind Nachteilszufügungen

nur dann erlaubt, wenn die Nachteile – ggf. zeitlich gestreckt – ausgeglichen werden (§ 311 und § 317 AktG); die sich bei einer Pflichtverletzung ergebenden Haftungsansprüche können auch von Aktionären verfolgt werden (§ 317 Abs. 4 i.V.m. § 309 Abs. 4 Satz 1 AktG). Über Geschäfte mit dem herrschenden Unternehmen oder mit diesem verbundenen Unternehmen ist zudem nach § 312 Abs. 1 Satz 1 AktG vom Vorstand ein sog. Abhängigkeitsbericht zu erstellen, der einer externen (durch den Abschlussprüfer gemäß § 313 Abs. 1 Satz 1 AktG) sowie internen (durch den Aufsichtsrat gemäß § 314 Abs. 2 Satz 1 AktG) Kontrolle unterzogen wird. Das Aktienkonzernrecht hat damit ein System der sachverständigen retrospektiven Prüfung anstelle einer *ex ante*-Zustimmungspflicht der (rational uninformierten, Partikularinteressen verfolgenden) Aktionäre. Die mit der letztgenannten Lösung verbundenen Effizienzverluste gegenüber dem gegenwärtigen System in §§ 311 ff. AktG sind offensichtlich. Im Vertragskonzern gilt zum Schutze der Minderheitsaktionäre, dass diese bei Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags gegen angemessene Abfindung (§ 305 Abs. 1 AktG) aus der Gesellschaft ausscheiden oder während der Vertragslaufzeit einen angemessenen Ausgleich (Garantiedividende, § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG) erhalten, wobei diese Elemente der vollen gerichtlichen Kontrolle unterliegen (§§ 304 Abs. 3 Satz 3, 305 Abs. 5 Satz 2 AktG [Spruchverfahren]). Das deutsche Aktienkonzernrecht hat dabei die unternehmerischen Interessenkonflikte nahestehender/herrschender Personen oder Unternehmen gegenüber dem Börsenunternehmen durchaus im Blick<sup>70</sup> und schützt die Interessen des Börsenunternehmens und seiner (Minderheits-) Aktionäre detailliert und umfassend.

(3) Auf einer dritten Stufe findet eine Kontrolle der Einzeltransaktionen über eine Vielzahl von Rechtsinstituten statt (z. B. Pflicht zur Offenlegung von Interessenkonflikten von Organmitgliedern; Treuepflichten von maßgeblichen Aktionären), Verbotsgesetzen (z. B. Verbot der Einlagenrückgewähr und verdeckten Gewinnausschüttung [§ 57 Abs. 1 AktG mit Rückgewähranspruch nach § 62 Abs. 1 Satz 1 AktG]) und Kompetenznormen (z. B. zugunsten der Hauptversammlung: Vorstandsvorlagen an die Hauptversammlung [§ 119 Abs. 2 AktG]; Verpflichtungsgeschäfte zur Übertragung des gesamten Gesellschaftsvermögens [§ 179a AktG]; in den Kernbereich der Mitgliedschaftsrechte eingreifenden Mediatisierungsmaßnahmen, die mindestens 75 % des Unternehmensvermögens betref-

fen [Holzmüller/Gelatine])<sup>71</sup>; Transaktionen, die zur Satzungsunterschreitung oder Satzungsüberschreitung führen). Für wesentliche Geschäftsführungsmaßnahmen, die als Related-Party-Transaktionen eingeordnet werden können, aber nicht müssen, besteht also bereits eine Hauptversammlungszuständigkeit. Allerdings hat das Fehlen eines entsprechenden (bestandskräftigen) Hauptversammlungsbeschlusses – richtigerweise aus Verkehrsschutzgründen – keine Konsequenzen für die korrespondierenden Vollzugsgeschäfte im Außenverhältnis.<sup>72</sup> Darüber hinaus regelt das Aktiengesetz bereits bei *Self dealing*-Geschäften eine – weit verstandene – Vertretungsverlagerung zum Aufsichtsrat (§§ 89, 114, 115 AktG, § 112 AktG). Wesentliche (andere) Related-Party-Transaktionen werden in der Regel, d. h. auf der Basis der tatsäch-

<sup>63</sup> Zur Kritik an der fehlenden Veröffentlichung des Abhängigkeitsberichts in seiner Gesamtheit z. B. *Drygala*, AG 2013, 198, 207; *Fleischer*, BB 2014, 2691, 2698; *ders.*, BB 2014, 835, 839 f.; *Uwe H. Schneider*, in: FS Lutter, 2000, S. 1193, 1197; *E. Vetter*, ZHR 171 (2007), 342, 365 f.; *Wiersch*, NZG 2014, 1131, 1134; für eine Offenlegung zuletzt auch Beschlüsse der Abteilung Wirtschaftsrecht des 70. DJT, Nr. 15 („Die Haftungsdurchsetzung im Konzern sollte zugunsten von Minderheitsgesellschaften erleichtert werden durch eine Pflicht zur Offenlegung des Abhängigkeitsberichts (...)\"); a.A. aber z. B. *Hommelhoff*, Gutachten G zum 59. DJT, 1992, G 59.

<sup>64</sup> A.A. insofern *Fleischer*, BB 2014, 2691, 2697, 2698.

<sup>65</sup> Zu den berechtigten Vertraulichkeitsinteressen beim Abhängigkeitsbericht z. B. *Decher*, ZHR 171 (2007), 126, 138; *Hoffmann-Becking*, Verhandlungen des 59. DJT 1992, Bd. 2, R 8, R 20; *Müller*, in: *Spindler/Stilz*, AktG, 2. Aufl. 2010, § 312 Rn. 4; a.A. *Fleischer*, BB 2014, 835, 839 f.

<sup>66</sup> A.A. *Fleischer*, BB 2014, 835, 840 mit der Behauptung, dass ein solcher Effekt in den ausländischen Aktienrechten, die die Publizität von Related-Party-Transaktionen vorsehen, nicht eingetreten sei.

<sup>67</sup> Siehe hierzu den nicht abschließenden Katalog veröffentlichungspflichtiger Insiderinformationen im BaFin-Emittentenleitfaden, 4. Aufl. 2013, Abschn. IV. 2.2.4, S. 53.

<sup>68</sup> So (nur) zum Abhängigkeitsbericht *Habersack*, in: *Emmerich*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl. 2013, § 312 AktG Rn. 3.

<sup>69</sup> *Altmeppen*, in: *MünchKomm. AktG*, 3. Aufl. 2010, § 293 Rn 41; *Veil*, in: *Spindler/Stilz*, AktG, 2. Aufl. 2010, § 293 Rn 20; *Hüffer/Koch*, AktG, 11. Aufl. 2014, § 293 Rn 9.

<sup>70</sup> Vgl. bereits *Kropff*, Begr. RegE AktG 1965, S. 373 f.

<sup>71</sup> BGH v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122 = DB 1982, 795 („Holzmüller“); v. 26.4.2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30 = DB 2004, 1200 („Gelatine I“); v. 26.4.2004 – II ZR 154/02, ZIP 2004, 1001 („Gelatine II“).

<sup>72</sup> Für § 119 Abs. 2 AktG: *Liebscher*, in: *Henssler/Strohn*, Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 2014, § 119 Rn 11; für § 179a AktG: *Seibt*, in: *K. Schmidt/Lutter*, AktG, 2. Aufl. 2010, § 179a Rn 12; *Hüffer/Koch*, AktG, 11. Aufl. 2014, § 179a Rn 3, 13; für „Holzmüller“-/„Gelatine“-Beschlüsse: *Fleischer*, NJW 2004, 2335, 2337.

## Mitwirkungsrechte der Minderheitsaktionäre / Schutzmechanismen zugunsten der Minderheitsaktionäre bei Related-Party-Transaktionen

### Konzerneingangsschutz

- Übernahmerechtliches Pflichtangebot mit Mindestpreiserfordernis (§ 35 Abs. 1, §§ 29, 31 WpÜG)
- Vertragskonzern: Beschlusserfordernis bei Beherrschungsvertrag mit Abfindung und Ausgleichsanspruch (§§ 291 ff. AktG)

### Konzernstrukturschutz

- Vertragskonzern: Anspruch auf angemessenen Ausgleich (§ 304 AktG)
- Faktischer Konzern: Einflussbeschränkung und Nachteilsausgleichspflicht (§§ 311, 317 Abs. 1 AktG) mit Möglichkeit der Haftungsdurchsetzung durch Aktionäre (§ 317 Abs. 4 i.V.m. § 309 Abs. 4 Satz 1 AktG)

### Einzeltransaktionskontrolle

- Pflicht zur Offenlegung von Interessenkonflikten durch Organmitglieder
- Treuepflicht des beherrschenden / maßgeblichen Aktionärs
- Vertretungsmacht des Aufsichtsrates bei Geschäften der Gesellschaft mit Vorstands- bzw. Aufsichtsratsmitgliedern (§§ 89, 114, 115 AktG, § 112 AktG)
- Zustimmungserfordernis des Aufsichtsrates bei Satzungs- oder Geschäftsordnungsregelung (§ 111 Abs. 4 Satz 2 AktG)
- Eigenkapitalschutz (Verbot der Einlagenrückgewähr, §§ 57, 62 AktG; ergänzend: steuerliche Regelungen zur verdeckten Gewinnausschüttung)
- Nachgründungsgeschäft (§ 52 AktG)
- Ggf. Vorlage einer Geschäftsführungsmaßnahme zur Hauptversammlung (§ 119 Abs. 2 AktG)
- Beschlusserfordernis bei Verpflichtungen zur Übertragung des wesentlichen Vermögens (§ 179a AktG)
- Beschlusserfordernis bei vertikalen Mediatisierungstransaktionen (Holzmüller/Gelatine-Rechtsprechung)
- Beschlusserfordernis bei Satzungsüberschreitung (Vermögenserwerb) bzw. Satzungsunterschreitung (Vermögensaufgabe)

lichen Best Practices bei deutschen Börsenunternehmen, auf der Grundlage von § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG einem Zustimmungsvorbehalt zugunsten des Aufsichtsrats unterliegen<sup>73</sup>; eine Berichtspflicht des Vorstands gegenüber dem Aufsichtsratsvorsitzendem bzw. Aufsichtsrat als Gesamtgremium wird bei wesentlichen Related-Party-Transaktionen nach § 90 Abs. 1 Satz 3 AktG („wichtiger Anlass“) bzw. § 90 Abs. 1 Satz 1 Nr. 4 AktG („Geschäfte mit potentiell erheblicher Bedeutung für Rentabilität oder Liquidität der Gesellschaft“) bestehen.<sup>74</sup>

## 2. Keine praktische Notwendigkeit des vorgeschlagenen Regelungsmodells

Ein belastbarer empirischer Nachweis für ein Systemversagen der umfangreichen deutschen Schutzvorschriften zugunsten von Minderheitsaktionären bei Related-Party-Transaktionen besteht ebenso wenig wie ein Nachweis dafür, dass z. B. das britische *ex ante*-Zustimmungserfordernis der Aktionäre einen wirksameren Minderheitenschutz bei Related-Party-Transaktionen bietet als das deutsche Regelungsmodell. Es fehlt daher bereits am nachgewiesenen Regelungsbedarf.<sup>75</sup> Die mit der Einführung eines zusätzlichen, dem deutschen Aktien(konzern)recht fundamental fremden Schutzregimes<sup>76</sup> verbundenen Kosten sind hoch.<sup>77</sup>

(1) Das Nebeneinander des traditionellen, fein austarierten Schutzregimes des deutschen Rechts und des neuen EU-Regimes führt zu Rechtseinführungs- und dauerhaften Kosten der Regimeabgrenzung.

(2) Das EU-Regime ist an sich kostenträchtiger und transaktionsbehindernder als das traditionelle deutsche Schutzregime. Das liegt zum einen an den Kosten für die Planung, Einberufung und Abhaltung von Hauptversammlungen sowie zum anderen den nachfolgenden Kosten im Zusammenhang mit regelmäßig nachfolgenden Rechtsstreitigkeiten.

(3) Das EU-Regime führt zu einer Abschreckungswirkung auch für das Unternehmenswohl fördernde Transaktionen mit nahestehenden Personen und Unternehmen. Die vor allem US-amerikanische Tunnelling-Literatur überbewertet die Gefahren der Vermögensverschiebung zugunsten nahestehender Personen und Unternehmen und unterbewertet die Verbund- und Netzwerkvorteile aus insbesondere mittel- und langfristigen Vertragsbeziehungen mit Ankeraktionären. Es birgt zudem das Risiko in sich,

dass nahestehende Personen und Unternehmen zur Blockadevermeidung bei Related-Party-Transaktionen „Kopplungsgeschäfte“ mit wesentlichen institutionellen Anlegern eingehen, die möglicherweise Partikularinteressen verfolgen.

(4) Die deutliche Erschwerung von Related-Party-Transaktionen, die Zuweisung von Blockadepotential an Minderheitsaktionäre sowie die Ignoranz von berechtigten Geheimhaltungsinteressen der an der Related-Party-Transaktion beteiligten Parteien führt tendenziell entweder zu einem Rückzug von Ankeraktionären aus kapitalmarktorientierten Unternehmen oder zu vermehrten Taking-Private-Transaktionen. Die an sich zur Wettbewerbsstärkung von Unternehmen gewollte Kapitalmarktzugewand und Unternehmen wird damit konterkariert.

<sup>73</sup> Daher bedarf es – über § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG hinaus – keiner gesetzlichen Implementierung eines zwingenden „Zustimmungsvorbehalts zugunsten des (mitbestimmten) Aufsichtsrates“ (so *Wiersch*, NZG 2014, 1131, 1137).

<sup>74</sup> Vgl. z. B. *Seibt*, in: Hommelhoff/Hopt/von Werder, Hdb. Corporate Governance, 2. Aufl. 2009, S. 391, 395 (Einzelfallbetrachtung bei Beurteilung der Berichtspflicht unter Berücksichtigung der „Aktionärszusammensetzung“).

<sup>75</sup> Krit. auch Regierungskommissionen DCGK, Pressemitteilung v. 25.6.2014, abrufbar unter <http://www.presseportal.de/pm/109828/2768802/13-konferenz-deutscher-corporate-governance-kodex-weniger-neue-empfehlungen-mehr-erklaren> [letzter Abruf: 08.08.2014]: „Darüber hinaus wird die Kommission die verschiedenen deutschen, aber auch europäischen Regulierungsinitiativen mit ihren möglichen Auswirkungen und Widersprüchen zur deutschen Corporate Governance beobachten und gegebenenfalls kommentieren. Dazu gehört auch die europäische Aktionärsrechtlinie, die eine Zustimmungspflicht der Hauptversammlung für Third Party Transactions vorsieht.“ Vgl. zu den Nachteilen auch *Drygala*, AG 2013, 198, 209 f.

<sup>76</sup> Krit. hierzu auch *Drygala*, AG 2013, 198, 206 im Zusammenhang mit dem Aktionsplan der Kommission vom Dezember 2012; *Seibt*, Börsen-Zeitung v. 28.6.2014, S. 9; *ders.*, DB 2014, 1910, 1914 f.; BDA/BDI/DIHK, Gemeinsame Stellungnahme zum Vorschlag COM(2014) 213 final, Stand: 31.7.2014, S. 17 ff.

<sup>77</sup> Im Kommissionsvorschlag werden diese Kosten ignoriert, denn zur Folgenabschätzung des Regulierungsvorschlags heißt es nur (RL-Vorschlag, a.a.O. (Fn. 1), S. 10): „Gemäß der Folgenabschätzung wären die meisten Kosten mit der Fairness-Opinion eines unabhängigen Beraters verbunden.“

(5) Die Stärkung von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern gegenüber Ankeraktionären führt tendenziell zu einer Verkürzung der geschäftspolitischen Ausrichtung der Unternehmenspolitik (Problem des sog. short termism<sup>78</sup>).

(6) Der Aufsichtsrat ist in aller Regel zur Kontrolle von Related-Party-Transaktionen fachlich besser geeignet und mit höheren zeitlichen Ressourcen ausgestattet als die Aktionäre in der Hauptversammlung<sup>79</sup>. Der Aufsichtsrat kann sich rechtlich-institutionell abgesichert Sachverständiger zur Unterstützung bei der Kontrolltätigkeit bedienen.<sup>80</sup> Es gibt keine begründete Erwartungshaltung, dass die Willensbildung in der Hauptversammlung zu sachlich und fachlich besseren Kontrollergebnissen führt als die Entscheidungsfindung im Aufsichtsrat.

(7) Related-Party-Transaktionen betreffen häufig Betriebsgeheimnisse der beteiligten Parteien. Der Aufsichtsrat ist das geeignete Gremium zur Behandlung solcher Sachverhalte. Das Risiko der öffentlichen Behandlung in der Hauptversammlung führt zur Abschreckung vor der Eingehung von Related-Party-Transaktionen.

### 3. Wettbewerbsverzerrung zulasten deutscher Börsenunternehmen

Die Umsetzung des Kommissionsvorschlags zur Related-Party-Transactions-Regulierung führte zudem zu „Sonderopfern“ für deutsche Börsenunternehmen, und zwar im Wesentlichen aus drei Gründen<sup>81</sup>:

(1) Die Aktionärsstrukturen bei Börsenunternehmen sind in der EU äußerst unterschiedlich. In Deutschland ist der Umfang bedeutsamer Ankeraktionäre deutlich größer als z. B. im Vereinigten Königreich. So waren zum 31. Mai 2014 bei 30 % der im DAX 30 gelisteten Unternehmen Aktionäre mit mehr als 20 % der Stimmrechte beteiligt, bei den im MDAX gelisteten Unternehmen waren es 58 %, bei den im TecDAX gelisteten Unternehmen 46,7 % und bei den im SDAX gelisteten Unternehmen sogar 74 %. Daher ist die Anwendungswahrscheinlichkeit des neuen EU-Regimes in Deutschland höher als in anderen EU-Mitgliedstaaten.

(2) Darüber hinaus ist das Beschlussanfechtungsrecht in Deutschland besonders aktionärsfreundlich ausgestaltet, und es gibt eine bestimmte Aktionärsgruppe,

die regelmäßig aus finanziellen Partikularinteressen Hauptversammlungsbeschlüsse anfechtet. Da sog. Freigabeverfahren bei Beschlüssen über Geschäftsführungsmaßnahmen, die keiner Eintragung im Handelsregister bedürfen, konzeptionell ausscheiden (und überdies bislang auch nicht geregelt sind), besteht ein besonderes Blockadepotential einzelner Aktionäre gegen Related-Party-Transactions-Hauptversammlungsbeschlüsse.<sup>82</sup> Ein vergleichbares Blockadepotential besteht in anderen EU-Mitgliedstaaten nicht.

(3) Die Umsetzung des Kommissionsvorschlags zur Related-Party-Transaction-Regulierung führte zu einem Nebeneinander dieses neuen EU-Regimes und des traditionellen Aktien- und Aktienkonzernrechts. Die Einhaltung und Beachtung beider Regelungsregime führt singular in Deutschland zu erhöhten Administrationskosten, insbesondere durch ein Nebeneinander von Zuständigkeiten des Aufsichtsrats und der Hauptversammlung.

<sup>78</sup> Zu diesem Phänomen: *Freitag*, AG 2014, 647, 648 f.; *Fleischer*, in Hommelhoff/Hopt/v. Werder (Hrsg.), Handbuch Corporate Governance, 2. Aufl. 2009, S. 185, 192; Reflection Group, Report on the Future of EU Company Law, European Commission, Brussels, 5. 4. 2011, Chapter 3; siehe auch für das Vereinigte Königreich den sog. Kay-Report, The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making, Final Report, July 2012; [z. B. Directions zu Chapter 10: "The use of measures which are not related to long-term value creation should be discouraged by regulators and users"]; auch *Hopt*, ZGR 2013, 165, 207 weist darauf hin, dass "das Problem des shorttermism ernst genommen werden muss".

<sup>79</sup> So auch jüngst *Fleischer*, BB 2014, 2691, 2699 (mit zutr. Hinweis auf den Grundsatz der Organadäquanz); vgl. auch *Drygala*, AG 2013, 198, 209.

<sup>80</sup> Vgl. § 111 Abs. 2 Sätze 1 und 2 AktG (Einsichts- und Prüfungsrechte, auch unter Hinzunahme externer Sachverständige).

<sup>81</sup> Hierzu teilweise bereits *Seibt*, Börsen-Zeitung v. 28.6.2014, S. 9; *ders.*, DB 2014, 1910, 1914 f.; vgl. auch *Lanfermann/Maul*, BB 2014, 1283, 1287.

<sup>82</sup> So auch *Fleischer*, BB 2014, 2691, 2699; *Drygala*, AG 2013, 198, 209 f.



## IV. Schlussbetrachtung

---

Die von der Europäischen Kommission am 9. April 2014 mit sonstigen Änderungen an der geltenden Aktionärsrechterichtlinie vorgeschlagene Regulierung von Related-Party-Transaktionen ist abzulehnen:

- Bereits konzeptionell ist fraglich und empirisch keineswegs belegt, dass die Erschwerung von Related-Party-Transaktionen und damit auch der Erzielung von Verbund- und Netzwerkvorteilen bei Ankeraktionär und Börsenunternehmen sowie einer Stärkung der nicht an das Unternehmenswohl gebundenen Minderheitsaktionäre, insbesondere institutionellen Investoren und Vermögensberatern, für die wirtschaftliche und finanzielle Stellung des Börsenunternehmens positiv ist.
- Für eine verbandsrechtliche Regelung einer zusätzlichen Pflicht zur Vorabberichterstattung bestimmter Related-Party-Transaktionen fehlt es am Schutzbedürfnis der außenstehenden Aktionäre. Die bereits unionsrechtlich harmonisierten Rechnungslegungsvorschriften, vor allem aber das unionsrechtlich vereinheitlichte Kapitalmarktrecht bieten zusammengenommen eine ausreichende Vorabinformation (insbesondere durch die Ad hoc-Publizität bei erheblichem Kursbeeinflussungspotential) und nachgelagerte Transparenz. Das zusätzliche Berichtserfordernis führte zu ineffizienten Bürokratiekosten, ignorierte die berechtigten Vertraulichkeitsinteressen der an der Related-Party-Transaktion beteiligten Parteien und provozierte von Partikularinteressen getriebenes Blockadeverhalten von Aktionären (z. B. Unterlassungsklagen; Sonderprüfungen; Anfechtung von Entlastungsbeschlüssen).
- Die Zuständigkeitszuordnung für die Kontrolle von Related-Party-Transaktionen an die Hauptversammlung ignoriert dreierlei, nämlich (i) den unionsrechtlich harmonisierten Konzerneingangsschutz über das übernahmerechtliche Pflichtangebot, (ii) das z. B. in Deutschland geltende Alternativkonzept eines Konzernstrukturschutzes und (iii) die im dualistischen Leitungssystem bestehende Kontrollzuständigkeit des Aufsichtsrats für Einzeltransaktionen. Für die arbiträre Wahl der Einzeltransaktionskontrolle durch die Hauptversammlung (mit Stimmverbot des transaktionsbetroffenen Aktionärs) gibt es weder empirisch belastbare noch konzeptionelle Gründe. In Bezug auf das deutsche Recht fehlt es eindeutig an einem

Schutzmangel außenstehender Aktionäre. Sollte in Bezug auf andere Mitgliedstaaten der Europäischen Union ein Harmonisierungsbedürfnis bestehen, wäre in jedem Fall das deutsche Aktienkonzernrecht sowie das Zustimmungserfordernis von Einzeltransaktionen im Rahmen von § 111 Abs. 4 Satz 3 AktG als funktionsäquivalente Regelung anzusehen; den Mitgliedstaaten wäre insoweit ein Wahlrecht einzuräumen.

- Der Regelungsvorschlag der Europäischen Kommission ist zudem technisch unausgereift, löst vielfältige Auslegungsprobleme aus (die das Harmonisierungsziel verfehlen lassen) und provoziert Transaktionsunsicherheit und Rechtstreitigkeiten im Beteiligtendreieck von Börsenunternehmen, dem Börsenunternehmen nahestehende Personen oder Unternehmen sowie außenstehenden Aktionären.

## Impressum

---

### Herausgeber

Bundesverband der Deutschen Industrie e.V. (BDI)  
Breite Straße 29  
10178 Berlin  
T: +49 30 2028-0  
[www.bdi.eu](http://www.bdi.eu)

Freshfields Bruckhaus Deringer LLP  
Hohe Bleichen 7  
20354 Hamburg  
[www.freshfields.com](http://www.freshfields.com)

### Redaktion

Prof. Dr. Christoph H. Seibt, LL.M. (Yale)  
Partner bei Freshfields Bruckhaus Deringer LLP

Dr. Heiko Willems, Abteilungsleiter  
Abteilung Recht und Versicherung

### Gesamtredaktion

Bernhard Stehfest, Referent Gesellschaftsrecht  
Abteilung Recht und Versicherung

### Konzeption & Umsetzung

Sarah Pöhlmann  
Abteilung Marketing, Online und Veranstaltungen

### Layout

Stewart Sørensen  
[www.sorenzen.com](http://www.sorenzen.com)

### Druck

Das Druckteam Berlin  
[www.druckteam-berlin.de](http://www.druckteam-berlin.de)

### Verlag

Industrie-Förderung GmbH, Berlin

### Bildnachweis

Cover: © finecki / fotolia.com  
Seite 04: JFL Photography / fotolia.com  
Seite 14: VanderWolf Images / fotolia.com  
Seite 18-19: patron74 / fotolia.com

### Stand

Dezember 2014  
BDI-Publikations-Nr. 0016



