Ansprüche gegen Aktionäre im Falle eines Delistings

- Die Macrotron-Entscheidung des BGH im Lichte der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts vom 11. Juli 2012 -

Dr. jur. Kay-Michael Schanz[1]

SCHANZ & COLL.
RECHTSANWÄLTE

Ulmenstraße 22
D - 60325 Frankfurt a. M.

Tel.: +49 69 9726 401 10
Mobil: +49 172 67 63 222
Fax: +49 69 9726 401 29
kay.schanz@schanz-law.de
www. schanz-law.de

[1] Der Verfasser ist Partner von Schanz & Coll. - Rechtsanwälte in Frankfurt a.M.

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis **2**

1 Einleitung **3**

2 Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts **4**

2.1 Zugrunde liegende Rechtsstreitigkeiten 4

2.1.1 MVS Zeppelin AG 4

2.1.2 Lindner KGaA 5

2.2 Reichweite und Kernaussagen der Entscheidung 5

2.2.1 Kein Eingriff in den Schutzbereich des Eigentumsgrundrechts 5

2.2.2 Reichweite der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts 6

3 Rechtsgrundlage **7**

4 Rechtsfortbildung durch Fachgerichte **9**

5 Natur des Spruchverfahrens **11**

6 Gesamtanalogie: Reichweite und Voraussetzungen **12**

7 Eingriffe in Grundrechte **14**

7.1 Kein Eingriff in Grundrechte von Minderheitsaktionären 14

7.2 Eingriff in Grundrechte von Hauptaktionären? 14

8 Grenzen richterlicher Rechtsfortbildung **15**

9 Fehlende Aktivitäten des Gesetzgebers **18**

10 Fazit **19**

Mit seiner Entscheidung zum Delisting hat das Bundesverfassungsgericht am 11. Juli 2012 festgestellt, dass die infolge ihrer Börsennotiz gesteigerte Verkehrsfähigkeit einer Aktie nicht den verfassungsrechtlichen Schutz des Eigentumsgrundrechts genießt. Damit hat der Senat einem wesentlichen Aspekt der Macrotron-Entscheidung des BGH´s[1] die Grundlage entzogen. Die Anforderungen im Falle eines Rückzugs vom regulierten Markt sind damit zumindest dann völlig ungeklärt, solange die Aktie nicht in ein Premium Segment des Freiverkehrs wechselt. Darüber hinaus verstärkt die Entscheidung die Zweifel hinsichtlich der Frage, ob der in einem Abfindungsangebot eines (Haupt-) Aktionärs gebotene Preis im Rahmen eines Spruchverfahrens erhöht werden kann.

1 Einleitung

Das Bundesverfassungsgericht hat am 11. Juli 2012 in 2 Verfahren[2] die Anträge der Antragsteller als unbegründet abgewiesen, in denen es um den grundsätzlichen Rechtsschutz von Aktionären bei einem Delisting geht, nämlich um die Frage

- ob und wieweit die **Zulassung zum Börsenhandel im regulierten Markt** wegen der daran anknüpfenden besonderen rechtlichen Regeln und der deshalb möglicherweise gesteigerten Verkehrsfähigkeit der Aktie den verfassungsrechtlichen **Schutz des Eigentumsgrundrechts** genießt (was das Bundesverfassungsgericht verneint hat), und

- ob der Bundesgerichtshof mit seiner „Macrotron-Entscheidung“ aus dem Jahr 2002[3] noch die Grenzen richterlicher Rechtsfortbildung wahrt, in der er für den „Verlust“ der mit der Börsennotierung verbundenen gesteigerten Verkehrsfähigkeit auf das Eigentumsgrundrecht gestützt ein Pflichtangebot an die Minderheitsaktionäre zur Übernahme ihrer Aktien oder zu einer Ausgleichszahlung und dessen Überprüfbarkeit in einem Spruchverfahren fordert

[1] Vgl. hierzu *Schanz*, Börseneinführung, 4. Aufl., § 18 III 2 Vollständiges Going Private.

[2] 1 BvR 3142/07 und 1 BvR 1569/08.

[3] BGHZ 153, 47.

(was das Bundesverfassungsgericht grundsätzlich für rechtmäßig eingestuft hat).

Der Senat hat zwar mit dem BGH die Zulässigkeit des Spruchverfahrens in Delisting-Fällen bejaht. Er hatte in seiner Entscheidung aber keinen Anlass, auf eine der wohl wichtigsten Fragen in diesem Zusammenhang einzugehen, nämlich die Frage nach der materiellen Rechtsgrundlage für einen im regulären Delisting-Verfahren geltend gemachten Anspruch von Minderheitsaktionären gegen einen anderen Aktionär bzw. Bieter auf Zahlung einer erhöhten Abfindung.

2 Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts

2.1 Zugrunde liegende Rechtsstreitigkeiten

Zunächst einmal ist festzustellen, dass die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts zwei völlig unterschiedliche Ausgangssituationen betraf.

2.1.1 MVS Zeppelin AG

Im Falle der MVS AG wendet sich die Beschwerdeführerin zu 1), die als Hauptaktionärin den anderen Aktionären ein – unter der Bedingung eines erfolgreichen Delisting stehendes - Angebot zum Erwerb deren Aktien unterbreitet hatte, gegen die Zulässigkeit (!) des Spruchverfahrens als solches. Einige der anderen Aktionäre hielten das von der Beschwerdeführerin zu 1) unterbreitete Kaufangebot für zu niedrig und beantragten beim Landgericht die Durchführung eines Spruchverfahrens zur Bestimmung der gebotenen Abfindung.

Das Landgericht erklärte das Spruchverfahren unter Zugrundelegung der Macrotron-Entscheidung des Bundesgerichtshofs aus dem Jahr 2002 im Wege einer Zwischenentscheidung für zulässig. Auch das Kammergericht und der Bundesgerichtshof[1] hielten die Anträge

[1] BGHZ 177, 131.

weiterer Aktionäre im Ergebnis für zulässig. Über die Begründetheit der Anträge hat das Landgericht bislang noch nicht entschieden.

2.1.2 Lindner KGaA

Demgegenüber betrifft der in derselben Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts abgehandelte Fall der Beschwerdeführerin zu 2) den Wechsel vom Amtlichen Handel in den sogenannten qualifizierten Freiverkehr, den „m:access" der Börse München. Dem Antrag der Gesellschaft ging hier weder ein entsprechender Hauptversammlungsbeschluss voraus noch wurde den Minderheitsaktionären ein Angebot zum Kauf ihrer Aktien unterbreitet.

Hier hatten das Land- und das Oberlandesgericht Anträge auf Einleitung des Spruchverfahrens von Minderheitsaktionären wie der Beschwerdeführerin zu 2) für nicht statthaft erklärt, da eine – nach ihrer Ansicht grundsätzlich mögliche analoge Anwendung von § 1 SpruchG auf Delisting-Fälle - vorliegend nicht geboten sei, weil die Verkehrsfähigkeit der Aktien bei dem Wechsel der Gesellschaft vom amtlichen Handel in das Premium-Segment „m:access" nicht beeinträchtigt sei.

2.2 Reichweite und Kernaussagen der Entscheidung

Das Bundesverfassungsgericht hat die Verfassungsbeschwerden beider Antragsteller als nicht begründet abgewiesen. In diesem Zusammenhang hat der Senat zwar – wie dargestellt – nicht die Frage nach der materiell-rechtlichen Grundlage eines Anspruchs auf Zahlung einer Abfindung bzw. deren Erhöhung beantwortet oder auch nur gestellt, gleichwohl aber eine Vielzahl von grundsätzlich hier interessanten Ausführungen getroffen:

2.2.1 Kein Eingriff in den Schutzbereich des Eigentumsgrundrechts

Die beiden Kernaussagen der Entscheidung lauten:

> *„Insbesondere berührt der Widerruf der Börsenzulassung von Aktien im regulierten Markt“ … „auf Antrag des Emittenten nicht den Schutzbereich des Eigentumsgrundrechts des Aktionärs (Art. 14 Abs. 1 GG).“*

und

> *„Das für den Fall eines vollständigen Rückzugs von der Börse von den Fachgerichten im Wege einer Gesamtanalogie zu den Vorschriften über andere gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahmen verlangte, gerichtlich überprüfbare Angebot der Gesellschaft oder ihres Hauptaktionärs an die übrigen Aktionäre, deren Aktien zu erwerben, hält sich in den verfassungsrechtlichen Grenzen richterlicher Rechtsfortbildung (Art. 2 Abs. 1 i.V.m. Art. 20 Abs. 3 GG).“*

und finden sich so bzw. leicht abgewandelt auch als Leitsatz der Entscheidung wieder.

Dabei ist der erste Leitsatz mit seiner Feststellung der fehlenden Berührung des Schutzbereichs des Eigentumsgrundrechts des Aktionärs wohl klar. Auf seine Bedeutung wird noch zurückzukommen sein.

2.2.2 Reichweite der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts

Demgegenüber wirft der zweite Leitsatz Fragen auf, die für den vorliegenden Fall von entscheidungsrelevanter Bedeutung sein können:

- So ist unklar, ob die Feststellung, das *„verlangte, gerichtlich überprüfbare Angebot der Gesellschaft oder ihres Hauptaktionärs an die übrigen Aktionäre, deren Aktien zu erwerben, hält sich in den verfassungsrechtlichen Grenzen richterlicher Rechtsfortbildung“* in Anbetracht der *weiteren Formulierung „im Wege einer Gesamtanalogie zu den Vorschriften über andere gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahmen“* die unter anderem infrage stehende Basis für einen Anspruch auf Zahlung einer angemessenen Barabfindung umfasst, oder (doch wohl eher)

- ob sich der Segen des Bundesverfassungsgerichts nicht lediglich auf das Erfordernis

    - der Existenz eines angemessenen Angebots und
    - dessen gerichtliche Überprüfbarkeit im Sinne einer reinen Feststellung der Angemessenheit und damit der Rechtmäßigkeit des Delisting-antrags

  beschränkt.

Die Frage nach der Reichweite der vom Bundesverfassungsgericht für statthaft erklärten Analogie bleibt auch bei der unter Rdnr. 72 nachfolgenden Feststellung

> *„Die Würdigung von Landgericht und Kammergericht, bei dem Angebot der Beschwerdeführerin zu 1) handele es sich um ein Pflichtangebot, das aus einer Gesamtanalogie zu gesetzlichen Regelungen anderer gesellschaftsrechtlicher Strukturmaßnahmen herzuleiten sei (§§ 305, 320b, 327b AktG, §§ 29, 207 UmwG), sowie die daran geknüpfte entsprechende Anwendung von § 1 SpruchG wahren die verfassungsrechtlichen Grenzen richterlicher Entscheidungsbefugnis …“*

offen.

3 Rechtsgrundlage

Die Festsetzung einer "angemessenen Abfindung“ gegen (die Gesellschaft oder) den Hauptaktionär setzt eine entsprechende Verpflichtung voraus, die wiederum einer materiellrechtlichen Grundlage bedarf. Ohne eine solche gesetzliche Grundlage darf ein Gericht allenfalls die Rechtswidrigkeit des Beschlusses der Hauptversammlung feststellen und – insoweit entsprechend den vom BVerfG in seiner „Naßauskiesung“-Entscheidung[1] gemachten Vorgaben – den Widerruf der Börsenzulassung als staatlichen Hoheitsakt untersagen bzw. dessen

[1] NJW 1982, 745.

Rechtswidrigkeit feststellen, nicht aber Entschädigungsansprüche zusprechen[1] oder entsprechende vertragliche Ansprüche erhöhen.

Im deutschen Recht gibt es keine materiell-rechtliche Regelung, die im Falle eines regulären Delistings ausdrücklich und/oder direkt einen Anspruch der Aktionäre auf Übernahme ihrer Aktien und Zahlung einer angemessenen Gegenleistung begründet. Das verfassungsrechtliche Entschädigungsgebot ist nicht geeignet, Entschädigungs- und Abfindungsansprüche originär aus Art. 14 GG abzuleiten.[2]

Auch der BGH hat nicht expressis verbis zum Ausdruck gebracht, dass es einen individualrechtlichen und selbstständig durchsetzbaren Anspruch von (Minderheits-) Aktionären auf Abnahme ihrer Aktien und Zahlung eines angemessenen Kaufpreises oder Erhöhung eines angebotenen Kaufpreises gegen den Emittenten, einen Mehrheitsaktionär oder sonstigen Bieter gibt. Er hat vielmehr lediglich festgestellt, dass die Rechtmäßigkeit eines regulären Delistings vom adäquaten Schutz der Minderheitsaktionäre, d.h. vom Vorliegen eines „Pflichtangebots" abhängig ist, das „die Erstattung des vollen Wertes des Aktieneigentums" gewährleistet.[3] Insoweit konnte dem BGH zugestimmt werden – zumindest vor der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts.[4]

So bleibt auch der BGH im Ergebnis jeglichen Hinweis dafür schuldig, welche materiellrechtliche Vorschrift direkt oder analog die Basis für eine Verpflichtung des Emittenten, eines Mehrheitsaktionärs oder sonstigen Bieters zur Zahlung einer Abfindung oder deren Erhöhung sein soll.[5] Während hinsichtlich eines Anspruchs gegen die Gesellschaft auf Abnahme der Aktien gegen Zahlung eines angemessenen Kaufpreises bzw. auf dessen Erhöhung aufgrund der Vergleichbarkeit der Situation und der Identität der beteiligten Parteien noch begründbar sein mag, ist ein Anspruch von Aktionären gegen einen anderen (Groß-) Aktio-

---

[1] *Krolop*, NZG 2005, 546, 547.

[2] BVerfG, Urteil vom 11. Juli 2012 - 1 BvR 3142/07 und 1 BvR 1569/08, Rdnr. 83. *Klöhn*, ZBB 2003, 208, 216 f. m.w.N.

[3] Sogenannte „*Bedingungslösung*". *Adolff/Tieves*, BB 2003, 797, 801; *Krolop*, NZG 2005, 546.

[4] Näher hierzu *Schanz*, CFL 2011, 161, 166.

[5] *Adolff/Tieves*, BB 2003, 797, 801.

när oder einen sonstigen bietenden Dritten zunächst einmal, d.h. vorbehaltlich von der vom Bundesverfassungsgericht ins Spiel gebrachten Gesamtanalogie[1] nicht wirklich überzeugend begründbar[2], zumal das Spruchverfahren an die Maßnahme und nicht am Abfindungsangebot anknüpft.[3]

4 Rechtsfortbildung durch Fachgerichte

In diesem Zusammenhang ist festzustellen, dass auch das Landgericht und das Kammergericht sich in ihren - so vom Bundesverfassungsgericht „abgesegneten" - Entscheidungen über ihre rein prozessrechtliche Aussage hinsichtlich der Eröffnung des Spruchverfahrens für Delisting Fälle hinaus **nicht** mit der Frage nach der materiell-rechtlichen Basis für einen Anspruch gegen einen Aktionär beschäftigt haben. Darüber hinaus ist festzustellen, dass auch der BGH in Macrotron eine solche Aussage nicht getroffen hat, sprich nicht expressis verbis einen Anspruch gegen einen Aktionär begründet hat. Er hat vielmehr nur die Feststellung getroffen, dass ein Delisting in Anbetracht des von ihm gesehenen – nunmehr vom Bundesverfassungsgericht verneinten (!) – Eingriffs in das verfassungsmäßig geschützte Eigentumsrecht nur rechtmäßig ist, wenn ein von ihm als Pflichtangebot bezeichnetes Abfindungsangebot vorliegt.

Diese Einschränkung ist auch deshalb von besonderer Bedeutung, weil das Bundesverfassungsgericht sehr deutlich macht, dass es sich hier nicht selbst zur proaktiven Rechtsfortbildung im Sinne der Schaffung eines materiell-rechtlichen Anspruchs berufen sieht. So führt der Senat unter Rdnr. 76 aus:

> *„Auch die Beantwortung der Frage, ob und in welchem Umfang Regelungslücken bestehen oder gewandelte Verhältnisse weiterführende rechtliche Antworten erfordern, obliegt zuvörderst den Fachgerichten. Das Bundesverfassungsgericht darf deren Wür-*

---

[1] Vgl. hierzu nachstehen *Ziff. 6 Gesamtanalogie: Reichweite und Voraussetzungen.*

[2] Eingehend hierzu *Schanz*, CFL 2011, 161, 166 f.

[3] *Drescher*, in: *Spindler/Stilz*, AktG, 2. Aufl., § 1 SpruchG Rdn. 17; OLG Frankfurt, Beschluss vom 20.12.2011, Az.: 21W 8/11, Juris, Rn. 28 f.

> *digung daher grundsätzlich nicht durch seine eigene ersetzen. Seine Kontrolle beschränkt sich darauf, ob die rechtsfortbildende Auslegung durch die Fachgerichte die gesetzgeberische Grundentscheidung und deren Ziele respektiert und ob sie den anerkannten Methoden der Gesetzesauslegung folgt (vgl. BVerfGE 96, 375 <395>; zuletzt BVerfGE 128, 193 <210 f.> m.w.N.).“*

Dementsprechend führt der Senat unter Rdnr. 91 weiter aus

> *„Es bleibt der weiteren Rechtsprechung der Fachgerichte überlassen, auf der Grundlage der mittlerweile gegebenen Verhältnisse im Aktienhandel zu prüfen, ob die bisherige Spruchpraxis Bestand hat und zu beurteilen, wie der Wechsel vom regulierten Markt in den qualifizierten Freiverkehr in diesem Zusammenhang zu bewerten ist.“*

So bleibt auch abzuwarten, ob vor dem Hintergrund der dem BGH widersprechenden Feststellung, ein Delisting stelle keinen Eingriff in die Eigentumsposition der Aktionäre dar, die Macrotron-Rechtsprechung so überhaupt aufrechterhalten wird.[1] Dementsprechend heißt es in ersten Auseinandersetzungen mit dem Urteil hinsichtlich der Frage, ob die Fachgerichte auch in Zukunft in Delisting-Fällen einen Hauptversammlungsbeschluss und eine angemessene Abfindung fordern werden, völlig zu Recht:

> *„Naheliegend und im Anschluss an die Karlsruher Entscheidung folgerichtig wäre es allerdings, wenn die Gerichte darauf verzichteten: Es steht nun höchstrichterlich fest, dass die tatsächliche Verkehrsfähigkeit von Aktien kein Bestandteil des verfassungsrechtlich geschützten Anteilseigentums ist. Damit entfällt der einstige leitende Gesichtspunkt für die Statuierung der Macrotron-Grundsätze. Wenn Aktionäre durch das Delisting aber nicht in rechtlich erheblicher Weise in ihrer Rechtsposition beeinträchtigt werden können, bedarf es auch keiner Maßnahmen zu ihrem Schutz.“*[2]

---

[1] Vgl. hierzu auch *Seibt/Wollenschläger*, FAZ v. 18.7.2012, 19.

[2] *Seiler/Wittgens*, Legal Tribune ONLINE, 12. S. 2012, http://www.uni-konstanz.de/FuF/Jura/koch/lehre/ss12/kapitalmarktrecht/Delisting%20BVerfG .pdf (abgerufen am 16.7.2012))

5 Natur des Spruchverfahrens

Soweit vorstehend festgestellt wurde, dass weder das Bundesverfassungsgericht noch das Landgericht bzw. das Kammergericht sich mit der Frage der tatsächlichen Existenz eines Anspruchs gegen einen Aktionär bzw. Bieter oder einer materiell-rechtlichen Rechtsgrundlage hiervon auseinandergesetzt haben – das Bundesverfassungsgericht beispielsweise verliert hierzu nicht ein Wort – stellt sich zugegebenermaßen die Frage, ob sich dies nicht bereits aus der Natur des Spruchverfahrens und/oder aus der Verwendung des Begriffs Gesamtanalogie ergibt.

Hierfür spräche, dass das Spruchverfahren unstreitig vom Gesetzgeber nicht lediglich auf die Feststellung der Rechtswidrigkeit, sondern auf die Anpassung des jeweils gebotenen Betrags ausgelegt ist und man argumentieren könnte, dass die Eröffnung des Spruchverfahrens bei Fehlen der Möglichkeit einer Erhöhung im Falle der Feststellung einer Unangemessenheit keinen Sinn macht. Ungeachtet dessen ist festzustellen, dass zwar

> *„bei einem gegebenen materiell-rechtlichen Anspruch keine Bedenken gegen eine analoge Anwendung der Vorschriften über das Spruchverfahren“*[1]

bestehen mögen, dies aber nicht in einem quasi umgekehrten Ansatz dazu führen kann, dass rein prozessrechtliche Regelungen – das SpruchG besteht lediglich aus solchen – materiell-rechtliche Verpflichtungen wie die zur Abgabe eines angemessenen Abfindungsangebots begründen und damit zu einem Eingriff in verfassungsrechtlich geschütztes Eigentum führen können.[2]

Die Rangordnung und damit Bedeutung von materiellem Recht einerseits und Prozessrecht andererseits scheint auch das Bundesverfassungsgericht so zu sehen, wenn es unter Rdnr. 85 ausführt

---

[1] BayObLG, NZG 2005, 312, 316.

[2] Näher hierzu *Schanz*, CFL 2011, 161, 167.

> *„Ist die Gesamtanalogie hinsichtlich des materiellen Rechts, des Erfordernisses eines Pflichtangebots bei einem vollständigen Rückzug von der Börse, verfassungsrechtlich nicht zu beanstanden, so gilt das auch für die entsprechende Anwendung des hier* ***dem materiellen Recht dienenden Prozessrechts****, um die Angemessenheit des angebotenen Kaufpreises einer Überprüfung zuführen zu können."*[1]

6 Gesamtanalogie: Reichweite und Voraussetzungen

Bei der Frage nach der Reichweite der „Gesamtanalogie" ist zunächst einmal festzuhalten, dass dieser Begriff nicht vom BGH in Macrotron, sondern vom Landgericht und Kammergericht verwandt wurde und es hierbei (bislang) lediglich um die Statthaftigkeit, nicht aber – zumindest expressis verbis – um den materiellen Anspruch und seine Rechtsgrundlage ging. Schon gar nicht ging es um einen Anspruch gegen einen Aktionär.

Auch das Bundesverfassungsgericht hatte bei seiner Zustimmung zur Rechtsfortbildung durch die Fachgerichte (!) keinerlei Anlass, sich mit der Frage nach der materiell-rechtlichen Basis für einen Anspruch auseinanderzusetzen.

Allerdings hat das Bundesverfassungsgericht sehr klar festgestellt, dass die Situationen, deren gesetzliche Regelungen hier im Wege der „Gesamtanalogie" herangezogen werden sollen, gravierende Unterschiede zu der hier bestehenden Interessenlage aufweisen[2], wenn es unter Rdnr. 80 folgendes ausführt:

> *„Soweit die Fachgerichte im Ergebnis eine Wertungsgleichheit der vorhandenen Regelungen mit der gesellschaftsrechtlichen Situation beim freiwilligen Delisting nach Voraussetzungen und Rechtsfolgen angenommen haben, mag man dies fachrechtlich verschieden beurteilen können.* ***Denn mit keiner der von den Fachgerichten zur Analogiebildung herangezogenen Regelungen (§§ 305, 320b, 327b AktG, §§ 29, 207 UmwG) ist der Verlust des regulierten Marktes der Börse als „Marktplatz" für***

[1] Hervorhebung durch den Verfasser.

[2] Eingehend hierzu *Schanz*, CFL 2011, 161, 164 ff.

> ***einen späteren Verkauf der Aktie im Zuge eines freiwilligen Delisting in allen Einzelheiten vergleichbar. Alle diese ein Pflichtangebot vorsehenden Regelungen weisen Besonderheiten auf, und überdies ist auch kein einheitlicher Schuldner für eine Abfindung feststellbar."***[1]

Gleichermaßen unklar wie die Reichweite der hier angesprochenen „Gesamtanalogie" bleibt die Frage nach den Voraussetzungen für eine solche. Dies wiederum wirft die Frage auf, was mit „Gesamtanalogie" überhaupt gemeint sein könnte: etwa eine Analogie zu allen genannten Vorschriften? Gegebenenfalls noch die Analogie zu weiteren, ähnlichen Normen? Soll sich ein Minderheitsaktionär jeweils die für ihn genehmste der genannten Anspruchsgrundlagen heraus suchen können? Dass dies nicht sein kann, ist offensichtlich.

Andererseits ist nicht zu verkennen, dass die genannten Normen maßgebliche Unterschiede in ihren tatbestandlichen Voraussetzungen aufweisen: so setzt beispielsweise ein Anspruch – nach dem einem Delisting am ehesten vergleichbaren – § 207 UmwG voraus, dass ein Aktionär in der Gesellschafter- bzw. Hauptversammlung gegen den Beschluss Widerspruch zur Niederschrift erklärt hat. Darüber hinaus richtet sich ein Anspruch nach § 207 wie dargestellt ausschließlich gegen den formwechselnden Rechtsträger, d.h. die Gesellschaft, nicht aber einen hinter dieser stehenden Aktionär.

Die vorstehenden Ausführungen zeigen, dass eine „Gesamtanalogie" geeignet sein mag, die Rechtmäßigkeit eines Delistings vom Vorliegen bestimmter Voraussetzungen wie Hauptversammlungsbeschluss, angemessenes Abfindungsangebot und dessen gerichtlicher Überprüfbarkeit abhängig zu machen, nicht aber einen positiven materiell-rechtlichen Anspruch zum Eingriff in eine verfassungsmäßig geschützte Rechtsposition eines anderen Aktionärs zu begründen.

[1] Hervorhebungen durch den Verfasser.

7 Eingriffe in Grundrechte

In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, dass es hier nicht nur um die – vom Bundesverfassungsgericht anders als vom BGH eingestufte – Rechtsposition der Minderheitsaktionäre geht, sondern auch um die eines (potentiellen) Anspruchsgegners.

7.1 Kein Eingriff in Grundrechte von Minderheitsaktionären

Der vorstehende – völlig richtige – Hinweis des Bundesverfassungsgerichts auf die fehlende völlige Vergleichbarkeit der von den Fachgerichten zur Analogiebildung herangezogenen Regelungen[1] mit der Situation und Interessenlage des Delistings gewinnt eine besondere Bedeutung vor dem Hintergrund der – dem BGH in Macrotron widersprechenden – Feststellung, dass ein Delisting keinen Eingriff in das verfassungsmäßig geschützte Recht des Minderheitsaktionärs darstellt. Demgegenüber liegt in den von vorstehenden Regelungen betroffenen Situationen jeweils ein Eingriff in die geschützte Eigentumsposition des von diesen Regelungen Begünstigten vor. Genau dieser Eingriff hat den Gesetzgeber veranlasst, dem in seiner geschützten Eigentumsposition Betroffenen durch die vorgenannten materiell-rechtlichen Vorschriften als Ausgleich einen Anspruch in angemessener Höhe einzuräumen, der wiederum einen Dritten in dessen geschützter Eigentumsposition beeinträchtigt. Die Angemessenheit dieses Anspruchs wiederum ist – logischerweise – gerichtlich überprüfbar und zwar im Spruchverfahren.

7.2 Eingriff in Grundrechte von Hauptaktionären?

Vor dem Hintergrund dieses maßgeblichen Unterschieds ist bei der Beantwortung der Frage nach der Reichweite der Gesamtanalogie festzustellen, dass es schlichtweg nicht sein kann, dass - wie vom Bundesverfassungsgericht festgestellt - der Minderheitsaktionär bei einem Delisting **nicht** in seiner verfassungsmäßig geschützten Eigentumsposition verletzt ist, trotzdem aber – und sogar ohne gesetzliche Regelung – einen materiell-rechtlichen Anspruch gegen einen Dritten haben soll, der letztendlich lediglich auf den rein prozessual-rechtlichen

[1] §§ 305, 320b, 327b AktG, §§ 29, 207 UmwG.

Normen des SpruchG beruht und zweifelsohne seinerseits in die verfassungsrechtlich geschützte Eigentumsposition dieses Dritten eingreift.[1]

Dies mag – wenn überhaupt – noch angehen für einen Anspruch gegen die Gesellschaft selbst (aber auch insoweit sehr zweifelhaft), nicht aber gegen einen sonstigen Dritten wie den (Haupt-) Aktionär oder einen Bieter. In diesem Zusammenhang ist auch zu berücksichtigen, dass im Falle des – hinsichtlich der Interessenlage von Minderheitsaktionären noch am ehesten vergleichbaren – § 207 UmwG die Verpflichtung zur Gewährung einer Barabfindung lediglich den formwechselnden Rechtsträger, nicht aber einen (auf einen Formwechsel ggfs. hinwirkenden) Großaktionär trifft.

Abgesehen davon, dass auch die Zivilgerichte einschließlich des BGH's vom Bundesverfassungsgericht ausdrücklich aufgerufen sind, im Falle eines vergleichbaren künftigen Rechtsstreits ihre Beurteilung von Macrotron-ähnlichen Delisting-Situationen in Anbetracht des fehlenden Eingriffs in die verfassungsrechtlich geschützte Eigentumsposition des Minderheitsaktionärs zu überdenken, dürfte eine neue Beurteilung allenfalls dazu führen, dass – wie in der Vergangenheit – die Rechtmäßigkeit eines Delistings von der Existenz eines zustimmenden Hauptversammlungsbeschlusses und einem gerichtlich auf seine Angemessenheit überprüfbaren Abfindungsangebot abhängig gemacht wird. Demgegenüber erscheint nunmehr ausgeschlossen, dass ein Gericht erstmals ausdrücklich einem von einem Delisting betroffenen (Minderheits-) Aktionär einen materiell-rechtlichen Anspruch gegen einen Hauptaktionär und damit einen Eingriff in dessen verfassungsrechtlich geschützte Eigentumsposition zubilligt, dem kein vergleichbarer Eingriff in eine Rechtsposition des Anspruchsinhabers gegenüberstehen würde.

8 Grenzen richterlicher Rechtsfortbildung

Wie das Bundesverfassungsgericht unter Rdnr. 76 richtig ausführt, darf

---

[1] Vgl. hierzu auch die vorstehend bereits zitierten *Seiler/Wittgens*, Legal Tribune ONLINE, 12. S. 2012, http://www.uni-konstanz.de/FuF/Jura/koch/lehre/ss12/kapitalmarktrecht/ Delisting%20BVerfG .pdf (abgerufen am 16.7.2012))

> *„Richterliche Rechtsfortbildung“ … „hingegen nicht dazu führen, dass die Gerichte ihre eigene materielle Gerechtigkeitsvorstellung an die Stelle derjenigen des Gesetzgebers setzen (vgl. BVerfGE 82, 6 <12>; 128, 193 <210>). Die Aufgabe der Rechtsprechung beschränkt sich vielmehr darauf, den vom Gesetzgeber festgelegten Sinn und Zweck eines Gesetzes unter gewandelten Bedingungen möglichst zuverlässig zur Geltung zu bringen oder eine planwidrige Regelungslücke mit den anerkannten Auslegungsmethoden zu füllen. Eine Interpretation, die als richterliche Rechtsfortbildung den Wortlaut des Gesetzes hintanstellt und sich über den klar erkennbaren Willen des Gesetzgebers hinwegsetzt, greift unzulässig in die Kompetenzen des demokratisch legitimierten Gesetzgebers ein (vgl. BVerfGE 118, 212 <243>; 128, 193 <210>).“*

Wenn der Senat diesbezüglich unter Rdnr. 77 ausführt,

> *„Diesen Maßstäben hält die von der Beschwerdeführerin zu 1) angegriffene Gesamtanalogie stand. Die Fachgerichte haben sich mit ihrer Rechtsfortbildung nicht in Widerspruch zu gesetzgeberischen Grundentscheidungen gesetzt; ihre Würdigung widerstreitet auch nicht den anerkannten Auslegungsmethoden.“*

so beinhaltet auch dies keine Würdigung eines materiell-rechtlichen Anspruchs auf eine Erhöhung der Abfindung durch einen Hauptaktionär bzw. Bieter, da die Fachgerichte hierzu – wie dargestellt – keine Aussage getroffen haben. Auch die weiteren Ausführungen des Bundesverfassungsgerichts sind nicht geeignet, im Sinne einer positiven Aussage hinsichtlich der Existenz des besagten Anspruchs gegen einen Hauptaktionär bzw. Bieter interpretiert zu werden, wenn der Senat unter Rdnr. 78 meint

> *„Das geschriebene Recht enthält allerdings keine gesetzliche Bestimmung, die vorschreibt, im Falle des Widerrufs der Zulassung zum regulierten Markt der Börse müsse der Mehrheitsaktionär oder die Gesellschaft selbst den Minderheitsaktionären einen Ausgleich für eine Beeinträchtigung der Handelbarkeit anbieten. Eine Schutzbestimmung findet sich allein auf der Ebene des Kapitalmarktrechts. Insoweit sieht § 39 Abs. 2 BörsG aber lediglich vor, dass der Widerruf dem Schutz der Anleger nicht wider-*

> *sprechen darf, überlässt die nähere Ausgestaltung indessen den einzelnen Börsenordnungen."*

In diesem Zusammenhang ist allerdings festzustellen, dass auch die hier vom Senat ins Spiel gebrachten „einzelnen Börsenordnungen" allenfalls weitere Voraussetzungen für die Rechtmäßigkeit eines Delistings wie Existenz eines Abfindungsangebots und dessen gerichtliche Überprüfbarkeit hätten statuieren können. Demgegenüber können die Börsenordnungen ohne Zustimmung der Betroffenen nicht einseitig rechtliche Verpflichtungen schaffen, wie solche zur Zahlung von Abfindungsangeboten.

Letztendlich helfen auch die weiteren Ausführungen des Senats für die vorliegende Frage nicht wirklich weiter, wenn er unter Rdnr. 79 ausführt

> *„Die Ausgangsgerichte haben diesen Schutz für unzureichend erachtet und einen näheren Interessenausgleich unter Rückgriff auf eine Gesamtanalogie zu gesellschaftsrechtlichen Regelungen für erforderlich gehalten. Diese Annahme eines Regelungsbedürfnisses ist von Verfassungs wegen nicht zu beanstanden. Verfassungsrechtlich unbedenklich ist insbesondere, dass sich die Fachgerichte an der Gesamtanalogie nicht von vornherein durch die kapitalmarktrechtliche Anlegerschutzbestimmung des § 39 Abs. 2 BörsG deshalb gehindert gesehen haben, weil diese Vorschrift als abschließend erachtet werden müsste (vgl. Krämer/Theiß, AG 2003, S. 225 <235>). Der Gesetzeshistorie und der Gesetzessystematik lassen sich dafür keine verlässlichen Gründe entnehmen (vgl. BTDrucks 13/8933, S. 182, siehe auch Adolff/Tieves, BB 2003, S. 797 <798>; a.A. Wilsing/Kruse, WM 2003, S. 1110 <1113>)."*

da auch hier wieder die Feststellung gilt, dass zur Frage nach der Existenz eines materiellrechtlichen Anspruchs von den Gerichten eben noch nicht Stellung genommen wurde. Dementsprechend konnte der Senat völlig zu Recht feststellen, dass die Annahme eines Regelungsbedürfnisses verfassungsrechtlich unproblematisch ist. Allerdings ist auch hier festzustellen, dass § 39 II BörsG lediglich vorschreibt, dass der Widerruf dem Schutz der Anleger nicht widersprechen darf. Wenn der Gesetzgeber damit die nähere Ausgestaltung indessen den einzelnen Börsenordnungen und/oder den Gerichten überlässt, ist wiederum darauf

hinzuweisen, dass die Interpretation und Ausfüllung des unbestimmten Rechtsbegriffs in § 39 II BörsG

„der Widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen"

mit dem Ziel der Feststellung der Rechtmäßigkeit des Delistings etwas ganz anderes ist als die materiell-rechtliche Begründung eines solchen potentiell gravierenden Anspruchs gegen einen Dritten, wie er im vorliegenden Fall geltend gemacht wird.

9 Fehlende Aktivitäten des Gesetzgebers

Bei der Beantwortung der Frage nach der Existenz eines materiell-rechtlichen Anspruchs gegen einen Hauptaktionär bzw. Bieter helfen auch die nachfolgenden Ausführungen des Senats unter Rdnr. 84

> *„Gegen die Annahme einer Überschreitung der Grenzen richterlicher Rechtsbindung spricht weiter, dass der Gesetzgeber trotz verschiedener Aktivitäten im Umwandlungs- und Gesellschaftsrecht keinen Anlass gesehen hat, der mit der Macrotron-Entscheidung des Bundesgerichtshofs eingeleiteten Rechtsentwicklung entgegenzutreten. Bei der Erweiterung des § 29 UmwG auf den Fall der Verschmelzung einer börsennotierten auf eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft im Jahr 2007 hat die Gesetzesbegründung der Bundesregierung die Argumentation dieser Entscheidung des Bundesgerichtshofs aus dem Jahr 2002 (BGHZ 153, 47) vielmehr inhaltlich aufgegriffen und ausgeführt, der Verlust der Börsennotierung erschwere nicht rechtlich, aber faktisch die Veräußerungsmöglichkeit der Anteile (vgl. BTDrucks 16/2919, S. 13, siehe dort auch S. 23, 28)."*

nicht weiter, da der BGH in der Macrotron-Entscheidung selbst – wie bereits dargestellt – hierzu keine Stellung genommen hat. Auch die hierdurch „eingeleitete Rechtsentwicklung", sprich die Spruchpraxis der Fachgerichte, hat dem Gesetzgeber insoweit keinen Anlass für ein Tätigwerden geboten, da die Thematik des materiell-rechtlichen Anspruchs, soweit bekannt, nicht in dieser Klarheit diskutiert wurde.

All dies wird auch deutlich in den nachfolgenden Ausführungen des Bundesverfassungsgerichts unter Rdnr. *86*

> *„Zudem besteht kein Anhalt dafür, dass der Gesetzgeber eine Überprüfung des Pflichtangebots beim freiwilligen Delisting im Rahmen eines Spruchverfahrens hätte ausschließen wollen.“,*

die zeigen, was das Bundesverfassungsgericht hier beurteilen wollte, nämlich einzig und allein die Frage, ob das „Pflichtangebot“ beim freiwilligen Delisting im Rahmen eines Spruchverfahrens überprüfbar ist.

Wenn der Senat bei dieser Gelegenheit die letztendlich viel wichtigere Frage nach dem besagten materiell-rechtlichen Anspruch gegen einen Hauptaktionär/Bieter nicht behandelt hat, so bietet dies keinen Anlass zu dem Vorwurf, der Senat hatte das Thema verfehlt, da sich diese Frage hier schlicht und einfach nicht gestellt hat – zumindest zunächst. Andererseits stellt sich in Anbetracht der Natur des Spruchverfahrens, das dem betroffenen Unternehmen im Gegensatz zur Anfechtungsklage die Durchführung der beschlossenen Maßnahme ermöglicht und lediglich zu einer Überprüfung/Festsetzung einer angemessenen Abfindung führt, doch die Frage, ob in Anbetracht der Frage nach so gravierenden materiell-rechtlichen Ansprüchen gegen die Gesellschaft oder Dritte, die ohnehin eine Vielzahl von Fragen offen lassen, die Übernahme der undifferenzierten Argumentation mit einer „Gesamtanalogie“ durch die Fachgerichte eine glückliche Entscheidung war, zumal sich auch die Fachgerichte nicht mit den hier interessierenden tatsächlichen Kernfragen befassen mussten.

10 Fazit

Durch die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts ist nunmehr geklärt, dass die unterschiedliche Behandlung eines vollständigen Delistings einerseits und eines Downgradings, sprich der Wechsel vom Regulierten Markt in ein Premiumsegment des Freiverkehrs ander-

seits, verfassungsrechtlich unproblematisch ist. Ob diese Differenzierung in Anbetracht der dadurch eröffneten Umgehungsmöglichkeiten sinnvoll ist, ist eine andere Frage.

Demgegenüber ist völlig offen, ob die Macrotron-Rechtsprechung aufrechterhalten bleibt, sprich, welche Anforderungen die Zivilgerichte künftig an ein Delisting stellen werden. Aus Vorsichtsgründen wäre auch weiterhin die Berücksichtigung der vom BGH aufgestellten Grundsätze zu empfehlen.

Ungeachtet dessen bleibt auch eine Vielzahl wichtiger weiterer Fragen ungeklärt. So hat zwar nun auch das Bundesverfassungsgericht im Anschluss an Literatur und Rechtsprechung festgestellt, dass ein nachfolgender Squeeze Out das Rechtsschutzinteresse von Antragstellern unbeeinflusst lässt, die ein Spruchverfahren wegen eines vorhergehenden Delistings angestrengt haben.

Offen ist aber weiterhin, ob das Gebot eines Dritten im Spruchverfahren gegen seinen Willen erhöht werden kann und worauf eine solche Entscheidung zu stützen wäre. Alternativ hierzu könnte die Angemessenheit des Angebots im Rahmen der Rechtmäßigkeit der Delisting-Entscheidung der Hauptversammlung geprüft werden – die vom BGH vorgegebenen Prüfung könnte/müßte dann wohl im Rahmen eines Anfechtungsverfahrens erfolgen, was schon in Anbetracht der damit verbundenen Verzögerungen unerfreulich wäre. Ungeklärt ist neben den spezifischen Anforderungen an das Abfindungsangebot[1] auch, ob – analog § 207 UmwG – nur solche Aktionäre einen Antrag auf Eröffnung des Spruchverfahrens stellen können, die zuvor in der Hauptversammlung Widerspruch zu Protokoll erklärt haben[2].

Vielleicht ist hier doch der Gesetzgeber zu einer Klärung berufen ?

[1] Z.B. hinsichtlich der Laufzeit der Annahmefrist.

[2] Vgl. BayOLG, 3Z BR 106/04 vom 1.12.2004 (NZG 2005, 312, 316).

Schlagworte

Macrotron, Delisting, Reguläres Delisting, Spruchverfahren, § 39 BörsG, Pflichtangebot, Abfindungsangebot, BGH; Bundesverfassungsgericht, MVS Zeppelin AG, Lindner KGaA

Abstract

Mit seiner Entscheidung zum Delisting hat das Bundesverfassungsgericht am 11. Juli 2012 festgestellt, dass die infolge ihrer Börsennotiz gesteigerte Verkehrsfähigkeit einer Aktie nicht den verfassungsrechtlichen Schutz des Eigentumsgrundrechts genießt. Damit hat der Senat einem wesentlichen Aspekt der Macrotron-Entscheidung des BGH´s die Grundlage entzogen. Die Anforderungen im Falle eines Rückzugs vom regulierten Markt sind damit zumindest dann völlig ungeklärt, solange die Aktie nicht in ein Premium Segment des Freiverkehrs wechselt. Darüber hinaus verstärkt die Entscheidung die Zweifel hinsichtlich der Frage, ob der in einem Abfindungsangebot eines (Haupt-) Aktionärs gebotene Preis im Rahmen eines Spruchverfahrens erhöht werden kann.

In his decision concerning two delisting cases, the German Federal Constitutional Court held that the retreat of a company from an EU-regulated stock market does not touch the constitutional rights of its shareholders. This denies the basic aspect of the so called Macrotron-decision of the Federal Court of Justice. Therefore, the legal requirements for such a delisting currently are completely open. In particular, important material-law questions with respect to compensations of minority shareholders are completely unresolved so far.