

BGH zieht Berufsklägern den Zahn

Rechtsprechungsänderung: Kein Barabfindungsanspruch beim regulären Delisting

Von Dr. Robert Oppenheim

Reguläres oder echtes Delisting bezeichnet den Rückzug einer börsennotierten Aktiengesellschaft vom Regulierten Markt auf Antrag des Emittenten (§ 39 Abs. 2 Satz 1 BörsG). In der sogenannten „Macroton“-Entscheidung des BGH vom 25.11.2002 (Az. II ZR 133/01) entschied der 2. Zivilsenat, dass die Entscheidung über das reguläre Delisting allein der Hauptversammlung vorbehalten sei und daher eines mit einfacher Mehrheit gefassten Hauptversammlungsbeschlusses bedürfe. Zum Schutz der Minderheitsaktionäre müsste diesen zusätzlich mit dem Beschlussantrag ein Pflichtangebot über den Kauf ihrer Aktien durch die Gesellschaft oder durch einen Großaktionär gemacht werden.

Mit Beschluss vom 08.10.2013 (Az. II ZB 26/12) hat der BGH diese Rechtsprechung nun aufgegeben. Ausgangspunkt jener Rechtsprechungsänderung war jedoch kein Fall des regulären Delistings, sondern ein sogenanntes „Downlisting“ oder auch „Downgrading“, also ein Wechsel der Gesellschaft vom Regulierten Markt in den qualifizierten Freiverkehr. Die Erforderlichkeit eines Barabfindungsangebots und eines Hauptversammlungsbeschlusses beim Downlisting war bislang höchststrichterlich nicht entschieden.

Der BGH nahm dies nun zum Anlass, auch für das reguläre Delisting seine Rechtsprechung zu ändern. Vorangegangen war ein Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 11.07.2012 (Az. 1 BvR 1569/08), wonach das reguläre

Delisting den Schutzbereich des Eigentumsgrundrechts der Aktionäre nicht berühre. Hierdurch war der „Macroton“-Entscheidung ihre argumentative Grundlage entzogen.

Sachverhalt

Die Antragsgegnerin – eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Bremerhaven – gab in einer von ihr veröffentlichten Ad-hoc-Mitteilung die Durchführung des zuvor vom Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats beschlossenen Wechsels vom Regulierten Markt der Wertpapierbörse in Berlin in den Entry Standard des Freiverkehrs (sogenannter „Open Market“) der Frankfurter Wertpapierbörse bekannt. Über den Widerruf der Zulassung am Regulierten Markt wurde weder ein Hauptversammlungsbeschluss gefasst, noch wurde den Minderheitsaktionären ein Abfindungsangebot unterbreitet.

Zwei Aktionäre der Antragsgegnerin, die dies unter Bezugnahme auf die „Macroton“-Entscheidung des BGH für erforderlich hielten, leiteten ein Spruchverfahren zur Festlegung einer angemessenen Barabfindung vor dem Landgericht Bremen ein. Die Anträge blieben ohne Erfolg. Auch das OLG Bremen wies die Beschwerden der Antragsteller mit Beschluss vom 12.10.2012 (Az. 2 W 25/12) zurück. Sowohl das Landgericht als auch das OLG Bremen waren der Auffassung, dass ein Abfindungsangebot an die Minderheitsaktionäre für den Fall des Wechsels

vom Regulierten Markt in den qualifizierten Freiverkehr nicht erforderlich sei. Die vom BGH in seiner „Macroton“-Entscheidung aufgestellten Voraussetzungen für die Notwendigkeit eines Abfindungsangebots lägen nicht vor. Tragende Erwägung der BGH-Rechtsprechung sei es gewesen, dass beim Rückzug der Gesellschaft vom Regulierten Markt den Aktionären die Möglichkeit genommen werde, den Wert ihrer Aktien jederzeit durch Veräußerung zu realisieren. Beim Wechsel vom Ge- ▶



Barabfindung entfällt: Wechselt die Gesellschaft vom Regierten Markt in den Freiverkehr, muss sie ihren Aktionären kein Abfindungsangebot mehr unterbreiten.

regelten Markt in den Freiverkehr sei dies aber gerade nicht der Fall. Den Aktionären bliebe ein Markt, der dem strafbewehrten Verbot von Insidergeschäften und dem bußgeldbewehrten Verbot von Marktmanipulationen unterliege. Schließlich werde die Verkehrsfähigkeit der Aktien durch die privatrechtliche Organisation des Aktienhandels im qualifizierten Freiverkehr nicht relevant beeinträchtigt.

Hiergegen richteten sich die von den Antragstellern beim BGH eingelegten Rechtsbeschwerden.

Entscheidung des BGH

Auch in letzter Instanz blieben die Aktionäre erfolglos. Der BGH entschied unter Abkehr von seiner bisherigen Rechtsprechung, dass bei einem Widerruf der Zulassung der Aktien zum Handel im Regulierten Markt kein Anspruch der Aktionäre auf Barabfindung bestehe. Es sei weder ein Hauptversammlungsbeschluss noch ein Pflichtangebot an die Aktionäre erforderlich.

Der BGH differenziert dabei – anders als noch die Vorinstanz – nicht zwischen dem regulären Delisting und dem Downlisting, sondern gibt seine bisherige Rechtsauffassung zum regulären Delisting ausdrücklich auf. Im Wesentlichen begründet er dies mit der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts vom 11.07.2012 (Az. 1 BvR 1569/08), nach der beim Delisting der Schutzbereich des Artikels 14 Abs. 1 GG des Aktionärs nicht betroffen sei. Seiner Rechtsprechung, wonach der Widerruf der Börsenzulassung für Minderheits- und Kleinaktionäre erhebliche wirtschaftliche Nachteile zur Folge habe, die nicht durch die Einbeziehung der Aktien in den Freiverkehr ausgeglichen werden könnten, sei hierdurch die Grundlage entzogen worden.

Dabei hatte das Bundesverfassungsgericht die Spruchpraxis der Fachgerichte, im Fall eines Delistings sei die Pflicht zur Abgabe eines Barabfindungsangebots an Klein- und Minderheitsaktionäre aus einer Gesamtanalogie zu gesetzlichen Regelungen anderer gesellschaftsrechtlicher Strukturmaßnahmen (§§ 305, 329b, 327b AktG, §§ 29, 207 UmwG) herzuleiten, für verfassungsrechtlich unbedenklich gehalten. Obwohl der Verlust des Regulierten Marktes mit keiner der zitierten Regelungen vollständig vergleichbar sei, stehe eine Analogie nicht im krassen Widerspruch zum erkennbaren Willen des Gesetzgebers. Verfassungsrechtlich bewege sich die angenommene Gesamtanalogie im Rahmen zulässiger richterlicher Rechtsfortbildung. Zugleich gab das Bundesverfassungsgericht jedoch auch zu verstehen, dass die angenommene Wertung der Fachgerichte zur Begründung eines Anspruchs auf Barabfindung zwar verfassungsrechtlich vertretbar, aber keinesfalls zwingend sei. Die wertungsmäßige Entscheidung überließ das Bundesverfassungsgericht im Rahmen der verfassungsrechtlichen Grenzen den Fachgerichten.

Von dieser Wertungsfreiheit macht der BGH nun (erneut) Gebrauch und lehnt einen Anspruch auf Barabfindung ab.

Eine entsprechende Anwendung des § 207 UmwG, wie sie beispielsweise vom BayObLG (Beschluss vom 01.12.2004 – Az. 3Z BR 106/04) zur Begründung eines materiell-rechtlichen Anspruchs auf Barabfindung nach einem Delisting herangezogen wurde, lehnt der BGH ab. Nach § 207 UmwG ist im Fall einer Umwandlung der formwechselnde Rechtsträger verpflichtet, jedem gegen die Umwandlung widersprechenden Anteilshaber den Erwerb seiner umgewandelten Beteiligung gegen

eine angemessene Barabfindung anzubieten. Gegen eine analoge Anwendung spricht nach Auffassung des BGH schon der Umstand, dass ein Formwechsel auch bei einer Aktiengesellschaft nicht immer zu einer Barabfindung führe (vgl. § 250 UmwG). Im Gegensatz zum Formwechsel werde zudem bei einer Gesellschaft, die ihre Börsennotierung verliere, weder deren Organisations- noch deren Beteiligungsstruktur wesentlich verändert.

„Berufsklägern wurde im Fall eines Delistings ein wesentliches Druckmittel genommen, nämlich die Androhung langwieriger Prozesse zur Herstellung von Rechtsunsicherheit für die Gesellschaft.“

Eine Absage erteilt der BGH auch einer Anwendung von § 243 Abs. 2 Satz 2 AktG. § 243 Abs. 2 Satz 1 AktG statuiert für Hauptversammlungsbeschlüsse einen Anfechtungsgrund, wenn ein Aktionär mit der Stimmausübung Sondervorteile zum Schaden der Gesellschaft oder anderer Aktionäre erstrebt und der Hauptversammlungsbeschluss hierzu geeignet war. Dies gilt nach Satz 2 der Vorschrift dann nicht, wenn anderen Aktionären für ihren Schaden ein angemessener Ausgleich gewährt wird. Gegen die Anwendung der Vorschrift spricht nach Auffassung des BGH bereits, dass eine Beteiligung der Hauptversammlung beim Delisting aktienrechtlich nicht vorgesehen sei (§ 119 Abs. 1 AktG). Zudem passe die Vorschrift nicht auf das Delisting, da der Börsenrück- ►

zug nicht immer auch einen von Großaktionären angestrebten Sondervorteil darstelle.

Auch eine analoge Anwendung von § 29 Abs. 1 Satz 1 Halbsatz 1 Fall 2 UmwG verneint der BGH. Die Vorschrift begründet bei der Verschmelzung einer börsennotierten auf eine nichtbörsennotierte Aktiengesellschaft die Verpflichtung, einen widersprechenden Anteilsinhaber abzufinden. Es handelt sich um einen Fall des sogenannten „kalten“ Delistings. Ein allgemeiner – auch für das reguläre Delisting geltender – Grundsatz soll der Vorschrift nicht entnommen werden können. So gäbe es zum einen auch Fälle des „kalten“ Delistings, in denen gesetzlich eine Abfindung nicht vorgesehen sei (§ 320b Abs. 1 Satz 2 AktG). Zum anderen habe die Einführung der Vorschrift dem Schutz der Aktionäre vor den Folgen des „kalten“ Delistings gedient, während beim regulären Delisting bereits über § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsG der Anlegerschutz gewährleistet werde.

Schließlich setzt sich der BGH mit der vom Bundesverfassungsgericht für verfassungsrechtlich zulässig erachteten Gesamtanalogie zu den gesetzlichen Regelungen anderer gesellschaftsrechtlicher Strukturmaßnahmen (§§ 305, 320b, 327b AktG, §§ 29, 207 UmwG) auseinander. Eine solche Gesamtanalogie sei im Fall des regulären Delistings nicht angezeigt, weshalb auch keine aktienrechtliche Pflicht, einen Hauptversammlungsbeschluss herbeizuführen, bestehe. Das Delisting sei keine Strukturmaßnahme und auch mit einer solchen nicht vergleichbar. Die Organisationsstruktur der Aktiengesellschaft werde durch das Delisting nicht verändert. Auch die mit dem Delisting einhergehenden kapitalmarktrechtlichen Veränderungen würden gesellschaftsrechtliche Maßnahmen nicht rechtfertigen. Entgegen

der in der „Macroton“-Entscheidung noch vertretenen Rechtsauffassung werde dem Anlegerschutz vor Beeinträchtigungen der Verkehrsfähigkeit ihrer Aktien ausreichend über § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsG Rechnung getragen. Die allgemein gehaltene Vorschrift wird durch die einzelnen Börsenordnungen näher ausgestaltet. Nach § 46 Abs. 2 Satz 2 der Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse (Stand: 28.10.2013) wird der Widerruf einer Börsenzulassung erst drei Monate nach dessen Veröffentlichung wirksam. Hierdurch werde den Anlegern nach Bekanntgabe der Widerrufsentscheidung genügend Zeit eingeräumt, um ihre Aktien zum aktuellen Börsenkurs zu veräußern, wenn sie mit dem Börsenrückzug Nachteile für sich befürchteten. Damit stünden sie aber wirtschaftlich nicht schlechter als bei einem Barabfindungsangebot durch die Gesellschaft. Das Argument, dass nicht alle Börsenordnungen – wie beispielsweise zum damaligen Zeitpunkt die der Berliner Börse – eine solche Übergangsfrist enthielten, ließ der BGH nicht gelten. Der Wechsel vom Regulierten Markt in den qualifizierten Freiverkehr bedeute für die Aktionäre noch keine zwingende Beeinträchtigung der Liquidität ihrer Beteiligungen.

Entscheidend sei aber jedenfalls, dass selbst beim Vorliegen etwaiger Beeinträchtigungen der Anleger im Falle eines Delistings und einer unzureichenden Anwendung von § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsG durch die Börsenordnungen dem nicht mit zivilrechtlichen oder gesellschaftsrechtlicher Rechtsfortbildung zu begegnen sei. Vielmehr müssten verwaltungsrechtliche und aufsichtsrechtliche Maßnahmen ergriffen werden.

Praxishinweis

Bei den Vorständen und Aufsichtsräten börsennotierter Gesellschaften dürfte die Entscheidung mit großer Zufriedenheit aufgenommen worden sein. Berufsklägern wurde im Fall eines Delistings ein wesentliches Druckmittel genommen, nämlich die Androhung langwieriger Prozesse zur Herstellung von Rechtsunsicherheit für die Gesellschaft. Die in der Praxis zum Teil vorherrschende Methode der systematischen Klageerhebung durch Kleinaktionäre, die hierdurch versuchten, ihren „Lästigkeitswert“ zu erhöhen, um eine möglichst hohe Zahlung von der Gesellschaft zu erlangen, ist beim Rückzug einer Gesellschaft von der Börse nun nicht mehr möglich. Delisting als Strukturmaßnahme zur Reduzierung der Kosten und des mit einer Börsennotierung zusammenhängenden Pflichtenkatalogs (vgl. Holzborn/Hilpert, WM 2010, 1347) dürfte – gerade für mittelständische Unternehmen – im Verhältnis zu anderen gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen (insbesondere Umwandlungen) attraktiver werden. ◀



Dr. Robert Oppenheim,
Rechtsanwalt, lindenpartners,
Berlin

oppenheim@lindenpartners.eu