

Rechtsprechung | Zivilgerichtsbarkeit

BGH, Widerruf der Zulassung der Aktie zum Handel im regulierten Markt*

AktG § 119; BörsenG § 39; GG Art. 14; SpruchG § 1

Beschluss vom 8. 10. 2013 – II ZB 26/12**Bei einem Widerruf der Zulassung der Aktie zum Handel im regulierten Markt auf Veranlassung der Gesellschaft haben die Aktionäre keinen Anspruch auf eine Barabfindung. Es bedarf weder eines Beschlusses der Hauptversammlung noch eines Pflichtangebotes (Aufgabe von BGH, Urteil vom 25. 11. 2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 53 ff.).**

(Vorgehend: LG Bremen, 6. 1. 2012 – 13 O 128/11; OLG Bremen, 12. 10. 2012 – 2 W 25/12)

Aus den Gründen

1 I. Die Antragsteller sind Aktionäre der Antragsgegnerin, einer Aktiengesellschaft. Mit einer Ad-hoc-Meldung vom 11. 2. 2011 gab die Antragsgegnerin den vom Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats beschlossenen Wechsel vom regulierten Markt der Wertpapierbörse in Berlin in den Entry Standard des Freiverkehrs (Open Market) der Frankfurter Wertpapierbörse bekannt. Am 16. 2. 2011 wurde der Widerruf der Zulassung am regulierten Markt wirksam; seither sind die 5. 2011 bzw. 16. 5. 2011 eingegangenen Anträgen haben die Antragsteller ein Spruchverfahren zur Festlegung einer angemessenen Barabfindung beantragt. Das Landgericht hat die Anträge als unzulässig zurückgewiesen. Die Beschwerden der Antragsteller sind ohne Erfolg geblieben. Dagegen richten sich die Rechtsbeschwerden der Antragsteller.

2 II. Die Rechtsbeschwerden haben keinen Erfolg. Es ist kein Spruchverfahren zur Ermittlung einer Barabfindung durchzuführen. Bei einem Widerruf der Zulassung der Aktie zum Handel im regulierten Markt auf Veranlassung der Gesellschaft haben die Aktionäre keinen Anspruch auf eine Barabfindung. Es bedarf weder eines Beschlusses der Hauptversammlung noch eines Pflichtangebotes.

3 1. Der Widerruf der Zulassung zum Handel im regulierten Markt nach § 39 Abs. 2 BörsenG auf Antrag der Gesellschaft führt nicht zu einer Beeinträchtigung des Aktieneigentums. Der Bundesgerichtshof ist allerdings davon ausgegangen, dass für die Minderheits- und Kleinaktionäre, deren Engagement bei einer Aktiengesellschaft allein in der Wahrnehmung von Anlageinteressen besteht, der Wegfall des Handels im regulierten Markt wirtschaftlich gravierende Nachteile mit sich bringt, die auch nicht durch die Einbeziehung der Aktien in den Freihandel ausgeglichen werden können, und dass daher der

verfassungsrechtliche Schutz des Aktieneigentums der Minderheitsaktionäre gebietet, dass ihnen mit dem Beschlussantrag an die Hauptversammlung, die über den Widerruf der Börsenzulassung zu entscheiden hat, ein Pflichtangebot über den Kauf ihrer Aktien durch die Gesellschaft oder ihren Großaktionär vorzulegen ist (BGH, Urt. v. 25. 11. 2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 53 ff.).

4 Dieser Rechtsprechung ist durch die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts, nach der der Widerruf der Börsenzulassung für den regulierten Markt den Schutzbereich des Eigentumsgrundrechts des Aktionärs nicht berührt (BVerfG, ZIP 2012, 1402), die Grundlage entzogen. Der Widerruf der Börsenzulassung nimmt danach dem Aktionär keine Rechtspositionen, die ihm von der Rechtsordnung als privatnützlich und für ihn verfügbar zugeordnet sind; er lässt die Substanz des Anteilseigentums in seinem mitgliedschaftsrechtlichen und seinem vermögensrechtlichen Element unbeeinträchtigt. Zu dem von Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Bestand zählt nur die rechtliche Verkehrsfähigkeit, während die tatsächliche Verkehrsfähigkeit eine schlichte Ertrags- und Handelschance ist.

5 Die mitgliedschaftsrechtliche Stellung des Aktionärs wird durch den Rückzug von der Börse nicht wie bei einer Mediatisierung seiner Mitwirkungsrechte (vgl. dazu BGH, Urt. v. 25. 2. 1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122, 136 ff.; Urt. v. 26. 4. 2004 – II ZR 155/02, BGHZ 159, 30, 37 ff.) geschwächt (BGH, Urt. v. 25. 11. 2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 54).

6 2. Ein Barabfindungsangebot ist nicht in entsprechender Anwendung von § 207 UmwG erforderlich. Teilweise wird zwar vertreten, dass wegen einer Ähnlichkeit des Verlustes der Börsennotierung mit einem Formwechsel die umwandlungsrechtlichen Vorschriften über den Formwechsel (§§ 190 ff. UmwG) entsprechend anwendbar seien (*Drygala/Staake*, ZIP 2013, 905, 912; a. A. *Wackerbarth*, WM 2012, 2077, 2078; *Kiefner/Gillessen*, AG 2012, 645, 653). Dagegen spricht aber schon, dass ein Formwechsel bei einer Aktiengesellschaft nicht immer zu einer Barabfindung führt. Nach § 250 UmwG ist § 207 UmwG auf den Formwechsel einer Aktiengesellschaft in eine Kommanditgesellschaft auf Aktien oder den umgekehrten Fall nicht anwendbar.

7 Die Unterschiede zwischen einer börsennotierten und einer nicht börsennotierten Aktiengesellschaft kommen einem Formwechsel auch nicht gleich, weil die Vorschriften, die eine Börsennotierung voraussetzen, weder die Organisationsstruktur noch die Beteiligungsstruktur der Gesellschaft entscheidend verändern. Zwar knüpfen zahlreiche Vorschriften des Aktienrechts an die Zulassung der Aktie zum Handel im regulierten Markt (§ 32 Abs. 1 BörsenG) an (§ 67 Abs. 6 Satz 2, § 87 Abs. 1 Satz 2, § 93 Abs. 6, § 100 Abs. 2 Nr. 4, § 110 Abs. 3, § 120 Abs. 4 Satz 1, § 121 Abs. 3 Satz 3, Abs. 4a und Abs. 7, § 122 Abs. 2 Satz 3, § 123 Abs. 3 Satz 3, § 124 Abs. 1 Satz 2, § 124a Satz 1, § 125 Abs. 1 Satz 3, § 126 Abs. 1 Satz 3, § 130 Abs. 1 Satz 3, Abs. 2 Satz 2 und Abs. 6, § 134 Abs. 1 Satz 2 und Abs. 3 Sätze 3 und 4, § 135 Abs. 5 Satz 4, § 149 Abs. 1, § 161 Abs. 1 Satz 1, § 171 Abs. 2 Satz 2, § 175 Abs. 2

* Mit Anmerkung von *Lukas Beck*.

Satz 1, § 176 Abs. 1 Satz 1, § 248 a Satz 1, § 328 Abs. 3 und § 404 Abs. 1 Satz 1 und Abs. 2 Satz 1 AktG über die Legaldefinition in § 3 Abs. 2 AktG, § 20 Abs. 8 AktG und § 21 Abs. 5 AktG über § 21 Abs. 2 WpHG, der im Inland ebenfalls nur die Zulassung im regulierten Markt betrifft [vgl. § 2 Abs. 5 WpHG, MK-AktG/Bayer, 3. Aufl., Anh. § 22, § 21 WpHG Rn. 12]). Weder die Börsenzulassung noch ihr Widerruf erfordern aber nach den genannten aktienrechtlichen Vorschriften in jedem Fall eine Satzungsänderung. Die grundlegende Organisationsstruktur der Aktiengesellschaft oder die Beteiligungsrechte sind von den genannten Vorschriften nicht betroffen. Die Zulassung zum Handel im regulierten Markt kann schließlich auch ohne Antrag der Gesellschaft, etwa wegen eines geringen Handelsumsatzes, widerrufen werden (§ 39 Abs. 1 BörsenG). Wenn der Widerruf der Zulassung einem Formwechsel gleichkommen soll, müsste auch für diesen Fall ein Formwechsel angenommen werden. Regelungen für einen zwangsweisen Formwechsel enthalten die §§ 190 ff. UmwG jedoch nicht.

8 3. Das Erfordernis eines Pflichtangebots folgt auch nicht aus § 243 Abs. 2 Satz 2 AktG. Teilweise wird vertreten, dass der Vorstand einen Beschluss der Hauptversammlung herbeiführen müsse, weil er nicht selbst über die rechtlichen Bedingungen entscheiden dürfe, unter denen er für die Gesellschaft unternehmerische Entscheidungen treffe, und bei Vorhandensein eines Großaktionärs dieser einen ihm durch das Delisting bzw. Downlisting entstehenden Sondervorteil durch ein Abfindungsangebot nach § 243 Abs. 2 Satz 2 AktG ausgleichen müsse (*Wackerbarth*, WM 2012, 2077, 2079f.). Dagegen spricht schon, dass aktienrechtlich eine Beteiligung der Hauptversammlung nicht vorgeschrieben ist (§ 119 Abs. 1 AktG). Sie kann auch nicht daraus hergeleitet werden, dass der Vorstand nicht über die Regeln für seine eigene Vergütung (§ 87 Abs. 1 Satz 2 AktG) mitbestimmen, Berichtspflichten abschaffen (§ 176 Abs. 1 AktG), die Verjährung seiner Haftung bei Pflichtverletzungen verkürzen (§ 93 Abs. 6 AktG), seine Strafbarkeit verringern (§ 404 Abs. 1 AktG) oder über das Stimmrecht von Aktionären entscheiden (§ 328 Abs. 3 AktG) soll. Dass eine Geschäftsführungsmaßnahme auch günstige Auswirkungen auf den Vorstand hat, nimmt ihm nicht die Geschäftsführungsbefugnis. Wenn der Vorstand Geschäftsführungsmaßnahmen nicht alleine verantworten soll, ist in erster Linie der Aufsichtsrat und nicht die Hauptversammlung zur Mitwirkung berufen (§ 111 Abs. 1 und 4 AktG). Abgesehen davon passt die Regelung in § 243 Abs. 2 AktG auf das Delisting nicht. Der Börsenrückzug ist nicht immer ein Sondervorteil, den ein Großaktionär gesucht hat. In § 243 Abs. 2 Satz 2 AktG ist ein angemessener Ausgleich und keine Abfindung für die anderen Aktionäre vorgesehen, und das Fehlen eines angemessenen Ausgleichs führt nicht zu einem Spruchverfahren, sondern zur Nichtigerklärung des Beschlusses (§ 243 Abs. 1 und Abs. 2 Satz 1 AktG).

9 4. Auf den Rückzug von der Börse ist auch nicht § 29 Abs. 1 Satz 1 Hs. 1 Fall 2 UmwG entsprechend anzuwenden (a. A. *Klöhn*, NZG 2012, 1041, 1045; *Habersack*, ZHR 176 [2012], 463, 464f.). Allerdings ist die Vorschrift eine Ausnahme von dem Grundsatz, dass die formwahrende Verschmelzung grundsätzlich abfindungsfrei ist. Wenn dennoch bei der Verschmelzung einer börsennotierten auf eine nicht börsennotierte Gesellschaft ein Abfindungsangebot zu machen ist, beruht dies auf dem Wechsel aus dem regulierten Markt. Daraus kann aber nicht entnommen werden, dass der Gesetzgeber mit § 29 Abs. 1 Satz 1 Hs. 1 Fall 2 UmwG einen allgemeinen Grundsatz anerkennen wollte, dass der Wechsel aus dem regulierten Markt in jedem Fall zu einer Abfindung führt. Dem Anerkenntnis eines solchen allgemeinen Grundsatzes steht entgegen, dass für andere Fälle des »kalten« Delistings, in denen Maßnahmen auf indirektem Weg zur Beendigung der Zulassung führen können, wie bei der Eingliederung in eine nicht börsen-

notierte Aktiengesellschaft, keine Barabfindung vorgesehen ist (§ 320 b Abs. 1 Satz 2 AktG). Die Gesetzesbegründung verweist auch nicht auf einen allgemeinen Grundsatz, sondern sieht nur in der faktischen Erschwernis der Veräußerbarkeit der Aktien einen Grund zur Gleichbehandlung mit der Verschmelzung auf einen nicht börsenfähigen Rechtsträger (Gesetzentwurf der Bundesregierung eines Zweiten Gesetzes zur Änderung des Umwandlungsgesetzes, BT-Drucks. 16/2919 S. 13). Bis zur Einfügung von § 29 Abs. 1 Satz 1 Hs. 1 Fall 2 UmwG waren die Aktionäre vor einer Beeinträchtigung durch das »kalte« Delisting bei der Verschmelzung einer börsennotierten Aktiengesellschaft auf eine nichtbörsennotierte Aktiengesellschaft nicht geschützt. Für das reguläre Delisting enthält dagegen bereits § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsenG eine Regelung, wonach der Widerruf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen darf.

10 Dass nur der spezielle Fall des sogenannten »kalten« Delistings bei der Verschmelzung einer börsennotierten Aktiengesellschaft auf eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft geregelt werden sollte und § 29 Abs. 1 Satz 1 Hs. 1 Fall 2 UmwG nicht Ausdruck eines allgemeinen Rechtsgrundsatzes ist, nach dem der Rückzug von der Börse mit einem Barabfindungsangebot einhergehen muss, folgt auch aus der Gesetzgebungsgeschichte des zweiten Gesetzes zur Änderung des Umwandlungsgesetzes. Der Bundesrat hatte unter Berufung auf das Urteil des Senats vom 25. 11. 2002 (II ZR 133/01, BGHZ 153, 47) darum gebeten, die Aufzählung der dem Spruchverfahrensgesetz unterliegenden Verfahren in § 1 SpruchG um das Delisting zu erweitern (Stellungnahme des Bundesrats, BR-Drs. 548/06 S. 10). Die Bundesregierung hat dies in ihrer Gegenäußerung (BT-Drs. 16/2919 S. 28) abgelehnt, weil die Diskussion in Wissenschaft und Praxis über die Voraussetzungen und Rechtsfolgen des Delistings andauere und der Gesetzgeber keine vorschnelle Antwort geben solle.

5. Eine Pflicht zu einem Barabfindungsangebot besteht auch nicht aufgrund einer nach der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG, ZIP 2012, 1402, 1406) zulässigen Gesamtanalogie zu gesetzlichen Regelungen anderer gesellschaftsrechtlicher Strukturmaßnahmen (§§ 305, 320 b, 327 b AktG, §§ 29, 207 UmwG) (im Ergebnis ebenso *Wasmann*, in: KK-AktG, 3. Aufl., § 1 SpruchG Rn. 25; *Bungert/Wettich*, DB 2012, 2265, 2268f.; *Goetz*, BB 2012, 2767, 2773; *Kiefner/Gillessen*, AG 2012, 645, 651f.). Da keine Gesamtanalogie zu diesen Vorschriften zu bilden ist und der Rückzug von der Börse auch nicht unter den Fällen genannt ist, in denen nach § 119 Abs. 1 AktG die Hauptversammlung beschließt, besteht auch keine aktienrechtliche Pflicht, einen Hauptversammlungsbeschluss herbeizuführen.

11 a) Der Widerruf der Börsenzulassung ist keine Strukturmaßnahme und ähnelt ihr nicht. Die Binnenstruktur der Gesellschaft erfährt dadurch, dass sie sich aus dem regulierten Markt der Börse zurückzieht, keine Veränderung (*Kiefner/Gillessen*, AG 2012, 645, 651f.; *Wackerbarth*, WM 2012, 2077, 2078). Die aktienrechtlichen Vorschriften, die auf die Börsennotierung abstellen, dienen nur mittelbar den Vermögens- und Mitgliedsinteressen des einzelnen Aktionärs (BVerfG, ZIP 2012, 1402, 1405f.). Sie berühren die Interessen des Aktionärs – wie etwa die Besonderheiten bei der Vorstandsvergütung oder der Vorstandshaftung – kaum oder führen – wie etwa die Veränderung der Informationspflichten im Zusammenhang mit der Einberufung der Hauptversammlung – nicht zu einer Veränderung der Rahmenbedingungen der Beteiligung in einem Ausmaß, das einer Strukturänderung gleichkommt und eines entsprechenden Schutzmechanismus bedarf.

12 b) Auch die bedeutenderen Auswirkungen des Rückzugs aus dem regulierten Markt im Kapitalmarktrecht auf die Interessen der

Anleger rechtfertigen eine analoge Anwendung der Vorschriften über Strukturmaßnahmen nicht. Die Meldepflichten für einen Beteiligungserwerb sind nach § 21 Abs. 1 Satz 1 WpHG bei börsennotierten Gesellschaften differenzierter als in § 20 Abs. 1 und 4 AktG; ein Kontrollwechsel kann aber grundsätzlich auch bei nicht börsennotierten Gesellschaften nicht unbemerkt stattfinden. Ein wesentlicher Unterschied liegt darin, dass bei einer nicht börsennotierten Gesellschaft kein Pflichtangebot nach § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG gemacht werden muss. Allerdings genießen auch die Aktionäre einer börsennotierten Gesellschaft keinen vollständigen Schutz durch ein Barabfindungsangebot nach dem Kontrollerwerb. Die einzelnen Aktionäre haben keinen Anspruch auf eine Gegenleistung, wenn entgegen § 35 Abs. 2 WpÜG kein Pflichtangebot veröffentlicht wird (BGH, Urt. v. 11. 6. 2013 – II ZR 80/12, WM 2013, 1511 Rn. 11ff.); vielmehr ist eine Kontrolle öffentlich-rechtlich durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht organisiert. Die Verbote bei Insidergeschäften (§ 14 WpHG) und das Marktmanipulationsverbot (§ 20a WpHG) gelten auch für nicht börsennotierte Gesellschaften, solange sie in den Freiverkehr einbezogen sind (§ 12 Satz 1 Nr. 1 WpHG). Lediglich die Ad-hoc-Publizitätspflicht gemäß § 15 WpHG trifft nach § 2 Abs. 7 WpHG nur Gesellschaften, deren Aktien zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind oder die einen Antrag auf Zulassung gestellt haben (§ 15 Abs. 1 Satz 2 WpHG). Der Verlust solcher Informationspflichten rechtfertigt aber keine gesellschaftsrechtlichen, sondern allenfalls kapitalmarkt-rechtliche Maßnahmen.

13 c) Der Schutz der Anleger ist in § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsenG geregelt. Dass dieser Schutz vor den tatsächlichen Beeinträchtigungen der Verkehrsfähigkeit durch den vollständigen Rückzug von der Börse oder den Wechsel in andere Börsensegmente durch das Börsengesetz unzureichend und darüber hinaus gesellschaftsrechtlich ein Barabfindungsangebot erforderlich ist, lässt sich entgegen der früheren Annahme des Senats (BGH, Urt. v. 25. 11. 2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 54), die allerdings den grundrechtlichen Schutz des Aktienerigentums im Blick hatte, nicht feststellen.

14 § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsenG verlangt, dass der Widerruf der Zulassung zum Handel im regulierten Markt nicht dem Schutz der Anleger widersprechen darf. Soweit die Börsenordnungen vorsehen, dass nach der Bekanntgabe der Widerrufsentscheidung den Anlegern ausreichend Zeit verbleiben muss, die vom Widerruf betroffenen Wertpapiere im regulierten Markt zu veräußern, und dazu die Wirksamkeit des Widerrufs bis zu sechs Monate hinausschieben, wenn den Aktionären nicht gleichzeitig ein Kaufangebot unterbreitet wird (z.B. § 40 Abs. 2 der Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse), bleibt der Schutz der Anleger hinter dem Schutz durch ein Barabfindungsangebot nicht zurück. Der Aktionär kann sich damit selbst für eine Deinvestition entscheiden, wenn er Vermögensnachteile aus dem Börsenrückzug und der Veränderung der Rahmenbedingungen für seine Investition befürchtet. Dass schon die Ankündigung des Börsenrückzugs regelmäßig zu einem Kursverlust führt, lässt sich nicht feststellen (*Heldt/Royé*, AG 2012, 660, 667f.). Wenn der Anleger sich unter diesen Voraussetzungen selbst für eine Deinvestition zum aktuellen Börsenkurs entscheidet, steht er im wirtschaftlichen Ergebnis nicht anders als bei einem Barabfindungsangebot. Auch bei einem Barabfindungsangebot muss sich der Anleger zeitnah entscheiden, ob er es annimmt. Er kann nicht die weitere Kursentwicklung abwarten und darf nicht zu Lasten der Gesellschaft oder ihres Großaktionärs spekulieren.

15 Auch wenn die Geschäftsführungen der Börse die sofortige Wirksamkeit des Widerrufs ohne ein Kaufangebot an die Anleger zulassen, wie hier offensichtlich die Berliner Börse im Fall des Wech-

sels in den Freiverkehr der Frankfurter Börse, muss dies nicht notwendig dem in § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsenG verlangten Schutz der Anleger widersprechen. Die plötzliche Veränderung der Grundlagen der Beteiligung ist nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts keine Eigentumsbeeinträchtigung. Eine Beeinträchtigung der Liquidität der Beteiligung und des Veräußerungswerts muss mit dem Wechsel, etwa vom regulierten Markt einer kleinen Börse in ein gesuchtes Segment des Freiverkehrs einer großen Börse, nicht zwangsläufig verbunden sein. Es lässt sich nicht feststellen, dass der Kurswert der Aktie infolge des Wechsels in den (qualifizierten) Freiverkehr grundsätzlich sinkt (*Heldt/Royé*, AG 2012, 660, 667f.). Das war auch im Fall des Downlisting der Aktien der Antragsgegnerin nicht anders. Soweit die Rechtsbeschwerdeführer einen Kursverlust von 10% zwischen Veröffentlichung des Widerrufs und Beschwerde-einlegung beklagt haben, hat dem die Antragsgegnerin unwidersprochen entgegengehalten, dass der Kursverlust der allgemeinen Kursentwicklung entsprochen habe.

16 Wenn die Anleger in der Verwaltungspraxis nicht ausreichend geschützt werden, ist einer unzutreffenden Anwendung von § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsenG mit den verwaltungsrechtlichen, auch aufsichtsrechtlichen Mitteln zu begegnen. § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsenG bietet, wie der 8. Revisionsssenat des Bundesverwaltungsgerichts in seiner Stellungnahme zu den Verfassungsbeschwerden, die zur Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts vom 11. 7. 2012 geführt haben, betont hat (1 BvR 3142/07, juris Rn. 35), ausreichende Ansatzpunkte für einen angemessenen, mit Widerspruch und Anfechtungsklage gegen den Widerruf der Zulassung durchsetzbaren Schutz der betroffenen Aktionäre. Hierdurch kann ein effektiver Rechtsschutz auch unabhängig von einer Erstreckung der grundrechtlichen Eigentumsgarantie nach Art. 14 GG auf die durch eine Börseneinführung gesteigerte Verkehrsfähigkeit der Aktien gewährleistet werden. Soweit der Gesetzgeber im Kapitalmarktrecht den Anlegerschutz allein öffentlich-rechtlich ausgestaltet hat, ist eine Ergänzung durch einen zivilrechtlichen Anspruch der Anleger nicht schon deshalb veranlasst, weil ein individuell durchsetzbarer Anspruch für sinnvoll oder effektiver gehalten wird.

17 6. Die Kostenentscheidung beruht auf § 15 Abs. 2 und 4 SpruchG, die auch für Rechtsmittelverfahren gelten (BGH, Beschl. v. 13. 12. 2011 – II ZB 12/11, ZIP 2012, 266 Rn. 21). Angesichts der ungeklärten Rechtslage bestand kein Anlass, aus Billigkeitsgründen die Gerichtskosten den Rechtsbeschwerdeführern aufzuerlegen.

Anmerkung

Der Bundesgerichtshof hat seine »Macrotron«-Grundsätze aufgegeben. Nach diesen war für das Delisting, den Rückzug der Gesellschaft aus dem amtlichen Handel und dem geregelten Markt an allen Börsen ein Beschluss der Hauptversammlung erforderlich¹. Das Erfordernis eines solchen Beschlusses resultierte daraus, dass die Verkehrsfähigkeit der Aktien eingeschränkt würde: Durch den Rückzug der Gesellschaft wird dem Aktionär der Markt genommen, der

¹ BGH, NJW 2003, 1032, 1034.

ihn in die Lage versetzt, den Wert seiner Aktien jederzeit durch Veräußerung zu realisieren².

Der Grund für die Abkehr des BGH von dieser Rechtsauffassung ist im Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 11. 7. 2012 zu finden³. Das BVerfG hatte dort ausgeführt, dass das Delisting auf Antrag des Emittenten nicht den Schutzbereich der Eigentumsgrundrechte (Art. 14 GG) der Aktionäre berührt⁴. In anderen Fällen, in denen das Eigentumsgrundrecht tatsächlich berührt ist, ist entscheidend, dass der Aktionär seine in der Aktie verkörperte Rechtsposition verliert oder diese in der Substanz verändert wird⁵. Der Bestand der Mitgliedschaftsrechte und die aus der Mitgliedschaft fließenden Beteiligungsrechte werden durch den Widerruf der Börsenzulassung nicht angetastet⁶. Zu diesen Beteiligungsrechten gehörte der Umstand, im Rahmen eines Hauptversammlungsbeschlusses an der Entscheidung über die Antragstellung mitzuwirken. Grundsätzlich nicht geschützt sind hingegen der bloße Vermögenswert des Aktieneigentums und der Bestand einzelner wertbildender Faktoren, insbesondere solcher, die die tatsächliche Verkehrsfähigkeit einer Aktie steigern⁷. Zu diesen wertbildenden Faktoren rechnen marktregulierende und unternehmensbezogene Vorschriften des Aktien- und des Börsenrechts, die Transparenz schaffen und der Missbrauchsprävention und dem Wohl der Allgemeinheit dienen sollen⁸.

Der BGH akzeptiert diese Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts, wenn er nunmehr erklärt, dass dem von ihm angenommen Schutz der Minderheits- und Kleinaktionäre die Grundlage entzogen ist (Tz. 3). Es bedarf nunmehr weder eines Beschlusses der Hauptversammlung noch eines Pflichtangebots (Tz. 2). Der BGH geht im Anschluss scheinbar einem anderen Begründungsansatz nach: Er überprüft die Statthaftigkeit einer Gesamtanalogie zu den Regelungen anderer gesellschaftsrechtlicher Strukturmaßnahmen (Tz. 10). Gleich räumt er aber ein, dass eine solche Gesamtanalogie nicht zu bilden ist (Tz. 10). Tatsächlich mag also nur die Formulierung verwirren. Schließlich hatte das BVerfG nämlich nicht die spezielle Gesamtanalogie als zulässig erachtet, sondern lediglich die Maßnahmen der richterlichen Rechtsfortbildung als für methodisch korrekt

erklärt⁹. Der BGH setzt somit lediglich die Vorgaben des BVerfG um.

Nichtsdestotrotz nimmt der BGH die Gelegenheit wahr, das Delisting außerhalb der Gesamtanalogie zu verschiedenen Regelungen abzugrenzen bzw. Bezüge zu diesen herzustellen. In Anbetracht der vielen offenen Problembereiche, die nach der »Macrotron«-Entscheidung und vor allem im Hinblick auf ihr Verhältnis zu »Holzmüller«¹⁰ und »Gelatine«¹¹ bestanden¹², will der BGH damit wohl dem Versuch vorbeugen, eine Hauptversammlungskompetenz für das Delisting aus anderen Rechtsinstituten herzuleiten¹³. Aktienrechtlich ist eine Hauptversammlungs-beteiligung in § 119 Abs. 1 AktG nicht vorgesehen (Tz. 7). Einer Erörterung des Verhältnisses des Delistings zu § 119 Abs. 2 AktG bedurfte es dabei nicht. Auf die Reduktion dieser Vorschrift war zwar die »Holzmüller«-Entscheidung gestützt worden. Diese Grundlage wurde dann aber in »Gelatine« aufgegeben¹⁴. Auch aus Geschäften, an denen der Vorstand nicht mitwirken kann, kann keine Hauptversammlungskompetenz begründet werden (Tz. 7). Ebenso wenig sieht der BGH Raum für die analoge Anwendung weiterer Vorschriften des UmwG, WpHG und des WpÜG (Tz. 8 ff.).

Raum bleibt schließlich dafür – und darauf hatte das BVerfG auch schon hingewiesen – dass der Widerruf der Börsenzulassung verwaltungsgerichtlich überprüft wird¹⁵. Es müsste in den Fällen des freiwilligen Börsenrückzugs (§ 39 Abs. 2 BörsenG) dann inzident geprüft werden, ob der Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung innergesellschaftlich ordnungsgemäß zustande gekommen ist¹⁶. Ein fehlender Hauptversammlungsbeschluss schadet dabei allerdings nun nicht mehr. Nach dem BGH steht dieser verwaltungsrechtliche Rechtsschutz den »betroffenen Aktionären« offen (Tz. 16). Das lässt annehmen, dass jeder einzelne Aktionär hier berechtigt ist, nicht nur die Gesamtheit der (betroffenen) Aktionäre¹⁷.

Der Beschluss des BGH erweckt bei alledem zunächst den Anschein, eine punktuelle Entscheidung einen Einzelfall betreffend zu sein. Die zentrale Aussage steckt dabei in

2 BGH, NJW 2003, 1032, 1034.

3 BVerfG, NZG 2012, 826.

4 BVerfG, NZG 2012, 826, 828.

5 BVerfG, NZG 2012, 826, 828.

6 BVerfG, NZG 2012, 826, 828.

7 BVerfG, NZG 2012, 826, 828.

8 BVerfG, NZG 2012, 826, 828.

9 BVerfG, NZG 2012, 826, 830 f.

10 BGH, NJW 1982, 1703.

11 BGH, ZIP 2004, 993.

12 Siehe dazu etwa *Habersack*, AG 2005, 137.

13 Zu diesen Kompetenzen siehe demnächst *Beck*, in: *Forum Mergers & Acquisitions* 2013, 2014.

14 BGH, ZIP 2004, 993 Tz. 45.

15 BVerfG, NZG 2012, 826, 827.

16 *Hopt*, in: *Baumbach/Hopt*, HGB, 35. Aufl. 2012, § 39 BörsG Rn. 12; *Groß*, in: *E/B/I/S*, HGB, 2. Aufl. 2009, § 39 BörsG Rn. IX 339 ff.

17 Siehe zur bisherigen Streitlage *Hopt*, in: *Baumbach/Hopt*, HGB, 35. Aufl. 2012, § 39 BörsG Rn. 12.

einem Satz, den der BGH nicht in das Zentrum seiner Begründung gestellt hat: Der Widerruf der Börsenzulassung ist keine Strukturmaßnahme und ähnelt ihr nicht (Tz. 11). Allein diese gesellschaftsrechtliche Erkenntnis ermöglicht die richtige Einordnung und Behandlung des Börsenrückzugs in allen Bereichen und erklärt damit die Nichtanwendung anderer Vorschriften, die Hauptversammlungsbeschlüsse verlangen¹⁸. Freilich oblag dabei die

letzterverbindliche Aussage darüber, ob eine Strukturmaßnahme vorliegt, inhaltlich dem BVerfG. Diese Einordnung bestimmt am Ende darüber, ob der Aktionär neben dem Schutz, der ihm in seiner Funktion als Anleger zukommt (explizit § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsenG) einen weiteren spezifischen (gesellschaftsrechtlichen) Schutz in seiner Rolle als Minderheitsaktionär erfährt. Das haben das BVerfG und nun der BGH verneint.

18 Zur allgemeinen Bedeutung von Strukturmaßnahmen siehe demnächst *Beck*, in: *Forum Mergers & Acquisitions* 2013, 2014.

Lukas Beck: Wissenschaftlicher Mitarbeiter, Universität Würzburg.