

## Offen gesprochen

Die neue Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts zum Delisting und die Frosta-Entscheidung des Bundesgerichtshofs – frostige Zeiten für Streubesitz-Aktionäre?

*Sowohl das Bundesverfassungsgericht als auch der Bundesgerichtshof (BGH) haben mit ihren Entscheidungen in Sachen Schutz der Minderheitsaktionäre bei einem Börsenrückzug eine Kehrtwende um 180 Grad gemacht. Gerade Kleinaktionäre fürchten um ihre Rechte. Die mögliche Tragweite der Entscheidungen gibt Anlass, sich mit deren Hintergründen und Auswirkungen auseinanderzusetzen.*

Seit der Macrotron-Entscheidung des BGH aus dem Jahr 2002 profitierten insbesondere die Minderheitsaktionäre im Falle eines vollständigen Rückzugs von der Börse (Delisting) von einem umfangreichen Korsett von Schutzmechanismen. So unterlag der Rückzug eines Unternehmens aus dem regulierten Markt im Rahmen der sogenannten Macrotron-Triade drei Voraussetzungen: Hauptversammlungsbeschluss, Abfindungsangebot an die Aktionäre und gerichtliche Überprüfbarkeit der Höhe des Abfindungsangebotes in einem Spruchverfahren. Die Mechanismen zum Schutz der Minderheitsaktionäre führten dazu, dass Delisting-Verfahren in Deutschland selten, langwierig und teuer waren und gesellschaftsrechtliche Umstrukturierungen z. B. nach dem Umwandlungsgesetz (sog. Cold Delisting) einem Delisting vorgezogen wurden. Abgeleitet wurden diese Mechanismen zum Schutz der Minderheitsaktionäre aus den Vorgaben zum Aktionärsschutz bei gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen sowie aus dem Gedanken, dass ein Delisting aufgrund der damit verbundenen erheblichen Verschlechterung der Verkehrsfähigkeit der Aktie das verfassungsrechtlich durch Art. 14 GG geschützte Eigentumsrecht tangiert. Diese Entscheidung sowie deren Wertungen wurde von Aktionärsschützern und auch von Teilen der juristischen Literatur weitgehend positiv

aufgenommen. Sie sorgte immerhin – trotz langwieriger Spruchverfahren – für klare rechtliche Vorgaben bei Delisting-Verfahren. Problematisch an dieser Entscheidung war jedoch, dass zum einen die drei Elemente der Macrotron-Triade nicht unmittelbar im Gesetz verankert sind und der Bundesgerichtshof seine Rechtsprechung im Wesentlichen auf richterliche Rechtsfortbildung gestützt hat, sowie zum anderen, dass die Pflicht zur Abgabe eines Kaufangebotes an die Minderheitsaktionäre pauschal einem sogar ggf. völlig unbeteiligten Hauptaktionär aufgebürdet werden konnte.

Im Rahmen des Entstehens von sogenannten Qualitätssegmenten im Freiverkehr (z. B. Entry Standard) kam es in den letzten Jahren verstärkt zu Downlistings oder Downgradings, also dem Wechsel vom regulierten Markt in privatrechtlich regulierte Märkte einzelner Börsen, als Alternative zu einem kompletten Delisting. Auf diesen privatrechtlich regulierten Märkten findet weiterhin eine fortlaufende Preisfeststellung statt, lediglich einzelne spezielle Vorschriften für börsennotierte Unternehmen finden keine Anwendung. Mehrere oberste Landesgerichte hatten sich mit Downlisting-Verfahren auseinanderzusetzen und kamen jeweils zu dem Schluss, dass aufgrund der fortbestehenden Handelsmöglichkeit kein Eingriff in Art. 14 GG vorliegt und auch durch den Wegfall einzelner Compliance- und Transparenzstandards weder ein gesellschaftsrechtlicher noch ein verfassungsrechtlicher Eingriff gegeben sei. Aktionäre hatten somit z. B. den Verlust einer Quartalsberichterstattung, der Beteiligungstransparenz über Stimmrechtsmitteilungen oder Director's Dealings sowie den Schutz bei öffentlichen Übernahmen nach dem

Wertpapierübernahmegesetz entschädigungslos und ohne vorherige Mitsprache, z. B. durch einen Hauptversammlungsbeschluss, hinzunehmen. Auch das Bundesverfassungsgericht musste sich in seiner Entscheidung im Juli 2012 in erster Linie mit einem solchen Downlisting-Verfahren auseinandersetzen, erweiterte jedoch die rechtliche Wertung auch auf den Fall des Delistings und hat durch diese Entscheidung der bisherigen Rechtsprechung zum Delisting weitestgehend die Grundlage entzogen. Nach Auffassung des Bundesverfassungsgerichts tangiere ein Rückzug von der Börse – ob vollständig (Delisting) oder nur partiell (Downlisting) – nicht per se das durch Art. 14 GG geschützte Eigentumsrecht. Einzelne wertbildende Faktoren, die die tatsächliche Verkehrsfähigkeit einer Aktie steigern, seien nicht vom verfassungsrechtlichen Schutz des Eigentums umfasst. Lediglich die rechtliche Verkehrsfähigkeit sei geschützt. Diese werde jedoch durch einen Rückzug von der Börse nicht tangiert. Der verfassungsrechtliche Schutz des Eigentums umfasse daher die faktische Veräußerungschance im Markt sowie die wertbildenden Faktoren marktregulierender und unternehmensbezogener Vorschriften im Aktien- und Kapitalmarktrecht nicht. Die besonderen Regelungen für börsennotierte Aktiengesellschaften dienten lediglich mittelbar den Vermögens- und Mitgliedschaftsinteressen des einzelnen Aktionärs und kämen diesem lediglich indirekt zugute. Der für die Begründung einer Hauptversammlungskompetenz herangezogene Vergleich zu den gesetzlichen Regelungen für die gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen wurde vom Bundesverfassungsgericht zwar als verfassungsrechtlich zulässig, aber nicht zwingend notwendig für den Aktionärsschutz erachtet. Ein Schutz der Aktionäre soll vielmehr über die Regelung des § 39 BörsG gewährleistet werden.

Ermuntert durch die Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts hat auch der BGH seine bisherige Rechtsprechung zum Rückzug einer Aktiengesellschaft von der Börse revidiert und nun im Rahmen der Rechtsstreitigkeiten im Zusam-

menhang mit dem Börsenrückzug des Tiefkühlproduzenten Frosta (sog. Frosta-Entscheidung vom 8. Oktober 2013) entschieden, die Macrotron-Trias als Voraussetzung für einen Rückzug von der Börse aufzugeben. Die Richter des BGH gingen dabei allerdings weiter als ihre Kollegen am Bundesverfassungsgericht. Sie urteilten, dass beim Delisting nicht nur aus verfassungsrechtlicher Sicht keine Pflicht zu einem Barabfindungsangebot bestehe, sondern ebenso wenig aus dem entwickelten zivilrechtlichen Vergleich zu den gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen. Die Stellungnahmen zu dieser Entscheidung sind vielfältig. Während die Entscheidung beider Gerichte in der juristischen Literatur überwiegend zustimmend kommentiert wird, sprechen Vertreter der Kleinaktionäre wie die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (SdK) oder die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) von „Enteignung“ und einer „Schädigung der deutschen Aktienkultur“. Die Folgen der Entscheidungen für die Praxis könnten vielfältig sein. Anders als zahlreiche Kommentierungen, die bereits von einer abschließenden Klärung des Delistings in Deutschland sprechen, sind aus unserer Sicht viele Fragen noch nicht geklärt, sondern vielfach neue Unsicherheiten – gerade im Vergleich zu den relativ klaren Vorgaben der Macrotron-Rechtsprechung – entstanden. Dies liegt zum einen an der Auffassung, dass Fungibilität nicht schützenswert sei, und zum anderen an der Verlagerung der Beschlusskompetenz für ein Delisting von der Hauptversammlung auf Vorstand und Aufsichtsrat der Aktiengesellschaft.

Grundannahme der Macrotron-Entscheidung war, dass ein Börsenrückzug und der damit einhergehende Verlust der Fungibilität gerade für die Minderheits- und Kleinaktionäre wirtschaftlich erhebliche Nachteile mit sich bringe, da bereits die Ankündigung eines Delistings aufgrund des dadurch entstehenden Verkaufsdrucks den Kurs und somit den wirtschaftlichen Wert der Aktie erheblich sinken ließe. Diese Grundannahme wird nunmehr

von beiden Gerichten abgelehnt bzw. die Folgen eines Delistings für die Minderheitsaktionäre werden anders beurteilt. Die Handelbarkeit einer Aktie aufgrund einer Börsenzulassung sei lediglich eine nicht geschützte Marktchance bzw. ein wertbildender Faktor. Der Widerruf der Börsennotierung sei daher bloß ein wertbildender Umstand, welcher den eigentlich geschützten Wert der Aktie nicht tangiert. Diese aus rechtlichen Gesichtspunkten wahrscheinlich nicht angreifbare Wertung zeigt jedoch im Hinblick auf die Einschätzungen der Kapitalmarktteilnehmer wenig Realitätsnähe. In der Realität ist nämlich nach Einstellung des Börsenhandels die mögliche Realisierung des tatsächlichen Wertes der Beteiligung gerade für Kleinaktionäre höchst fraglich. Die indirekte Bezugnahme des Bundesverfassungsgerichts z. B. auf die ggf. bestehende Möglichkeit der Veräußerung über eine Zeitungsanzeige, zeigt – unabhängig von den möglichen weiteren rechtlichen Folgen eines solchen „öffentlichen Angebotes“ von Wertpapieren – wenig Realitätsbezug.

Erfahrungen aus der Transaktionspraxis und eigene Analysen zeigen ferner, dass für institutionelle Investoren Liquidität und Handelbarkeit wesentliche Entscheidungsfaktoren sind, die mitgliederschäftlich geschützten Rechten wie einem Stimmrecht oder einem Dividendenvorzug häufig vorgezogen werden. Dies wird auch durch aktuelle Kursvergleiche bei Gesellschaften untermauert, bei denen zwei Aktiengattungen an der Börse notieren. Unabhängig von der Bewertung von Stimmrechten oder Dividendenvorzug weist jeweils die Aktiengattung mit der höheren Liquidität einen höheren Börsenkurs auf (Beispiele dafür sind Dräger-Vorzugsaktien, Henkel-Vorzugsaktien und Sixt-Stammaktien).

Die Bewertung beider Gerichte, dass die Handelbarkeit einer Aktie eine bloße Markt- und Ertragschance darstellt, dürfte ferner aus einem weiteren Grund zu erheblichen Unsicherheiten führen. Das

Bundesverfassungsgericht lässt in seiner Urteilsbegründung nämlich ausdrücklich offen, ob der verfassungsrechtlich zu gewährleistende Schutz des Aktieneigentums in seinem vermögensrechtlichen Element eine andere Beurteilung rechtfertige, wenn mit einem Delisting bzw. dessen Ankündigung ein Kursverfall einträte, welcher in seinem Ausmaß die wirtschaftliche Substanz des Aktieneigentums träfe. Mit dieser Öffnung erkennt das Bundesverfassungsgericht zwar richtigerweise die erhebliche Bedeutung der Handelsmöglichkeit einer Aktie für deren Wert und somit für das vermögensrechtliche Element des Aktieneigentums, versäumt es jedoch, zum einen das erforderliche Ausmaß der Beeinträchtigung zu quantifizieren und sich zum anderen mit den tatsächlichen Auswirkungen eines Delistings auseinanderzusetzen. Das Bundesverfassungsgericht verneint eine mögliche Relation zwischen dem Widerruf der Börsenzulassung und einem möglichen Kursverfall unter Verweis auf eine Analyse des Deutschen Aktieninstituts, wonach keine systematischen Kurseffekte aufgrund eines Delistings festgestellt werden konnten. Dieser Verweis ist jedoch irreführend, da die Analyse des Deutschen Aktieninstituts nur Delisting-Fälle seit 2004 – und somit nach der Etablierung der Macrotron-Trias – berücksichtigt und die in dieser Zeitspanne verpflichtende Barabfindung einen Kursverfall der Aktie verhinderte. Betrachtet man stattdessen ausländische Kapitalmärkte, die keine verpflichtende Barabfindung bei einem Delisting vorsehen, können erhebliche Kurseinbrüche (z. B. an der New York Stock Exchange von rund 50%) festgestellt werden. Es wird daher interessant zu sehen sein, wie die Kurse im Falle eines Delistings nunmehr nach Wegfall der verpflichtenden Barabfindung reagieren. Sollte es – wie in anderen Kapitalmärkten geschehen – zu Einbrüchen der Kurse kommen, dürfte es sehr wahrscheinlich sein, dass sich das Bundesverfassungsgericht erneut mit dem Thema Delisting wird auseinandersetzen müssen, nämlich wenn es um die Frage geht, ob dann ein erheblicher Kursverfall eingetreten ist, der ausreicht, die wirtschaftliche

Substanz des Aktieneigentums zu treffen. Von einer abschließenden verfassungsrechtlichen Klärung kann daher u.E. noch nicht die Rede sein. Besser als eine weiter fortschreitende Rechtsfortbildung wäre es allerdings, wenn sich der Gesetzgeber endlich mit diesem Thema beschäftigt, um verbindliche Regelungen zu schaffen, die ein oftmals wirtschaftlich für alle Beteiligten sinnvolles Delisting ohne erhebliche rechtliche Unsicherheiten ermöglichen.

Auch die Verlagerung der Beschlusskompetenz von der Hauptversammlung auf Vorstand und ggf. Aufsichtsrat führt zu Fragestellungen, die die Gerichte im Rahmen von Delistings auch zukünftig beschäftigen werden. Die Delisting-Entscheidung des Vorstands stellt eine unternehmerische Entscheidung dar, die somit im Rahmen der Vorgaben des § 93 Abs. 1 S. 2 AktG (Business Judgement Rule) einer gerichtlichen Überprüfung zugänglich sein wird. In der Regel profitiert der Hauptaktionär von einem Delisting und initiiert ein solches auch. Der Vorstand ist jedoch sowohl den Interessen der Gesellschaft als auch denen sämtlicher Aktionäre verpflichtet. Die Gefahr eines erheblichen Interessenkonflikts für den Vorstand ist somit offensichtlich. Dieser Interessenkonflikt macht für den Vorstand eine Interessenabwägung erforderlich und wirft die Frage auf, unter welchen Voraussetzungen die Interessen des Hauptaktionärs und ggf. die Interessen der Gesellschaft die Interessen der Minderheitsaktionäre überwiegen. Eine gerichtliche Überprüfung dieser Interessenabwägung mit dem Hinweis auf etwaige Treupflichtverletzungen ist möglich und wird mit erheblicher Wahrscheinlichkeit von den betroffenen Aktionären angestrebt werden. Welche Kriterien und Parameter an die Vorstandsentscheidung und die Interessenabwägung zu stellen sind, ist jedoch unklar.

Zur Vermeidung rechtlicher Risiken könnte daher eine freiwillige Befassung der Hauptversammlung mit dem Delisting und ggf. sogar ein flankierendes freiwilliges Abfindungsangebot anzuraten

sein, welches aber nicht der rechtlichen Überprüfung im Rahmen eines Spruchverfahrens unterliegt. Sowohl das Bundesverfassungsgericht als auch der BGH lassen ferner die Vorgaben des § 39 BörsG unberührt, wonach ein Börsenrückzug den Interessen und Schutz der Aktionäre nicht zuwiderlaufen darf, sie verweisen sogar vielmehr darauf. Aufgrund der Macrotron-Rechtsprechung hat diese Norm ein relatives Schattendasein geführt, da angenommen wurde, dass bei Erfüllung der Macrotron-Trias ein solch widerstrebendes Interesse nicht besteht. Zukünftig wird abzuwarten sein, wie die zuständigen Verwaltungsgerichte die Regelung des § 39 BörsG und somit den Umfang und die Reichweite des Anlegerschutzes interpretieren und ob Klagen gegen Widerrufsentscheidungen der Börsen allgemein sowie insbesondere im einstweiligen Rechtsschutz zugelassen werden. Eine Verlagerung der Rechtsstreite von den Zivil- auf die Verwaltungsgerichte ist daher zu erwarten. Wie die Gerichte entscheiden werden, ist ebenso unklar wie die Reaktion der Börsen auf die neue Rechtslage. Eine Konkretisierung der anlegerschützenden Vorgaben dürfte hier zu erwarten sein.

Die Frosta-Entscheidung des BGH sowie die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts haben somit mitnichten zu einer Vereinfachung oder Klärung der Delisting-Thematik in Deutschland geführt. Vielmehr wurden klare Vorgaben aufgehoben und neue Problembereiche und Fragestellungen eröffnet, die einer gerichtlichen Klärung zugänglich sind. Abzuwarten bleibt auch, wie sich sowohl die Verwaltungsgerichte als auch die Börsen im Hinblick auf die Börsenordnungen verhalten werden. Lediglich der Wegfall des Abfindungsangebotes und somit langwieriger Spruchverfahren dürfte für Unternehmen eine gewisse Erleichterung bedeuten. Die aktuelle Unsicherheit wird jedoch auch zu Delisting-Bestrebungen führen, die als missbräuchlich einzustufen sind. Langwierige gerichtliche Verfahren und eine Weiterführung der richterlichen Rechtsfortbildung sind zu deren Vermeidung nur

bedingt geeignet. Es wäre besser, wenn sich der Gesetzgeber dem Delisting-Thema annähme und durch verbindliche Regeln Rechtssicherheit schafft. Für Aktionäre und deren Schutz brechen daher ver-

mutlich nur neue Zeiten an. Ob diese auch frostig sind, wird die weitere Entwicklung in der verwaltungs- und zivilrechtlichen Rechtsprechung sowie hoffentlich endlich auch in der Politik zeigen.

Felix Pröfrock, Corporate Finance  
April 2014

Unsere Referenzen finden Sie auf unserer Homepage:  
[www.mmwarburg.com/de/firmenkunden](http://www.mmwarburg.com/de/firmenkunden)

**Kontakt:**

**Dr. Jens Kruse**

Leiter Corporate Finance

Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg

[jkruse@mmwarburg.com](mailto:jkruse@mmwarburg.com)



**M. M. WARBURG & CO**

1798