

Legal Update

Gesellschaftsrecht und Steuern, Mergers & Acquisitions



Delisting und Downgrading im Lichte der Entscheidung des BVerfG vom 11. Juli 2012 – Handlungsempfehlungen für die Praxis

Dr. Christian Becker, Lutz Pospiech
München, 10.01.2013

In Bezug auf das reguläre Delisting (vollständiger Rückzug von der Börse) und für das Downgrading (Wechsel aus dem regulierten Markt in ein Qualitätssegment des Freiverkehrs einer deutschen Wertpapierbörse) gab es in jüngster Zeit einige bemerkenswerte gerichtliche Entscheidungen. Das Bundesverfassungsgericht („BVerfG“) hat in seinem Delisting-Urteil vom 11.07.2012 die Begründung der bislang grundlegenden Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs („BGH“) zum Delisting aus verfassungsrechtlichen Erwägungen zurückgewiesen. Abweichend von der Ansicht des BGHs sieht das BVerfG die Verkehrsfähigkeit einer Aktie als bloße Ertrags- und Handelschance an, die nicht dem verfassungsrechtlichen Eigentumsschutz des Art. 14 GG unterfällt. Im Folgenden werden die Auswirkungen der Entscheidung des BVerfG auf das Delisting und das Downgrading erörtert.

Einführung

Die „Macrotron“-Rechtsprechung des BGH

Nach dem bislang grundlegenden „Macrotron“-Urteil des BGH (BGHZ 153, 47) aus dem Jahre 2002 erfordert ein reguläres Delisting (i) einen Hauptversammlungsbeschluss, (ii) ein Abfindungsangebot an die Minderheitsaktionäre und (iii) die mögliche Überprüfung des Abfindungsangebots in einem Spruchverfahren. Diese Voraussetzungen hat der BGH aus einer Gesamtanalogie zu den §§ 305, 320b, 327b AktG und den §§ 29, 207 UmwG abgeleitet und dabei rechtsdogmatisch maßgeblich darauf abgestellt, dass ein Delisting die Verkehrsfähigkeit einer Aktie und damit das Eigentumsgrundrecht der Aktionäre (Art. 14 GG) beeinträchtigt.

Der BGH hat im „Macrotron“-Urteil zudem in einem obiter dictum ausgeführt, dass die infolge des Wegfalls der Notierung im regulierten Markt entstehenden vermögensrechtlichen Nachteile für die Minderheitsaktionäre auch nicht durch die Einbeziehung der Aktien in den Freiverkehr ausgeglichen werden könnten. Die entwickelten

Delisting-Regeln wären daher grundsätzlich auch bei einem Downgrading zu beachten.

Abweichende instanzgerichtliche Entscheidungen zum Downgrading

Das OLG München und das Kammergericht in Berlin („KG“) sind von dieser pauschalen Betrachtung des BGH ausdrücklich abgewichen. Sie haben differenzierend entschieden, dass ein Downgrading aus dem regulierten Markt in das Qualitäts- und Transparenzsegment „m:access“ an der Börse München bzw. den „Entry Standard“ an der Frankfurter Wertpapierbörse in den konkreten Fällen weder ein Abfindungsangebot an die Minderheitsaktionäre noch eine vorherige Beschlussfassung der Hauptversammlung erfordert (OLG München, NZG 2008, 755; KG, NZG 2009, 752). Das OLG München und das KG stellen maßgeblich auf die weiterhin gegebene Liquidität der Aktie in den Qualitätssegmenten der jeweiligen Freiverkehre ab.

Entscheidende Faktoren für die Liquidität sind etwa die Anzahl der handelbaren Stücke, die Höhe des Streubesitzes, der Bekanntheitsgrad und die Branchenzugehörigkeit des Unternehmens, Unternehmensmeldungen und auch der Geschäftsgang. Das OLG München und das KG begründeten ihre Entscheidungen ferner mit den inzwischen veränderten tatsächlichen Rahmenbedingungen im Freiverkehr, namentlich der erhöhten Qualitäts- und Transparenzanforderungen der erst nach der „Macrotron“-Entscheidung im Freiverkehr eingerichteten Teilsegmente „m:access“ bzw. „Entry Standard“.

Mit einem Wechsel aus dem regulierten Markt in den allgemeinen Freiverkehr einer deutschen Wertpapierbörse haben sich bislang – soweit ersichtlich – lediglich zwei Gerichte befasst. Sowohl das LG Köln (AG 2009, 835) als auch das OLG Frankfurt a.M. (AG 2012, 330) haben insoweit mangels erhöhter Transparenz- und Folgepflichten im allgemeinen Freiverkehr die Grundsätze der

„Macrotron“-Entscheidung des BGH für anwendbar erklärt und jeweils einen Hauptversammlungsbeschluss sowie ein Abfindungsangebot für einen entsprechenden Segmentwechsel gefordert.

Das Delisting-Urteil des BVerfG vom 11. Juli 2012

Der 1. Senat des BVerfG hat am 11. Juli 2012 in einem Urteil zwei Verfassungsbeschwerden entschieden, die sich beide auf die Rechtsfortbildung des BGH zum Delisting in seinem „Macrotron“-Urteil bezogen haben.

In der einen Verfassungsbeschwerde hat sich der Hauptaktionär gegen das Erfordernis eines Abfindungsangebots und der Überprüfung des Abfindungsangebots in einem Spruchverfahren gewendet, da es hierfür keine gesetzliche Regelung gebe und die erfolgte richterliche Rechtsfortbildung insoweit unzulässig sei (1 BvR 3142/07). In der zweiten Verfassungsbeschwerde hat ein Minderheitsaktionär verlangt, dass auch das Downgrading in der Form eines Wechsels aus dem organisierten Markt in ein Qualitätssegment des Freiverkehrs stets (i) einen Hauptversammlungsbeschluss, (ii) ein Abfindungsangebot und (iii) die Überprüfbarkeit im Spruchverfahren als zwingende Voraussetzungen haben müsse (1 BvR 1569/08).

Das BVerfG hat beide Verfassungsbeschwerden abgewiesen und dabei klargestellt, dass weder das reguläre Delisting noch das Downgrading das Eigentumsrecht der Aktionäre (Art. 14 GG) berühre. Die gesteigerte Verkehrsfähigkeit von Aktien sei als bloße Ertrags- und Handlungschance anzusehen, der für die Zuordnung des Aktieneigentums i.S.d. Art. 14 GG keine Bedeutung zukomme. Daher sei die „Macrotron“-Rechtsprechung mit der Verpflichtung zur Abgabe eines Abfindungsangebots und der Überprüfbarkeit im Spruchverfahren aus verfassungsrechtlicher Sicht nicht geboten. Zugleich betont das BVerfG aber auch, dass die – ohne verfassungsrechtliche

Notwendigkeit – vom BGH entwickelte richterliche Rechtsfortbildung zum Delisting nicht unzulässig und daher auch keinen Verstoß gegen die Gesetzesbindung der Judikative (Art. 20 Abs. 3 GG) darstelle.

Auswirkungen für die Praxis und Handlungsempfehlungen

Delisting

Durch das Urteil des BVerfG hat die wesentliche Argumentation der bislang grundlegenden „Macrotron“-Entscheidung des BGH zum Delisting keinen Bestand mehr. Da das BVerfG die erhöhte Verkehrsfähigkeit einer Aktie nicht dem verfassungsrechtlichen Schutz der Eigentumsgarantie unterstellt, ist es unklar, ob der BGH weiterhin an seiner „Macrotron“-Rechtsprechung festhalten wird und, sollte er daran festhalten, wie diese dann begründet wird. Nimmt man die Begründungsansätze des BVerfG ernst, dass ein Delisting Minderheitsaktionäre nicht in rechtlich erheblicher Weise in ihrer Rechtsposition beeinträchtigt, spricht einiges dafür, die „Macrotron“-Grundsätze zu überdenken und ganz oder teilweise aufzugeben.

Allerdings hat der BGH noch wenige Monate vor dem BVerfG-Urteil das Erfordernis eines Abfindungsangebots beim Delisting ausdrücklich bestätigt (BGH, ZIP 2011, 1708 – „Kässbohrer“). Ferner könnte sich der BGH in Bezug auf eine Aufrechterhaltung seiner „Macrotron“-Grundsätze auf eine Wertentscheidung des Gesetzgebers stützen, der sich bei der Neufassung des § 29 Abs. 1 UmwG im Gesetzgebungsverfahren explizit auf die Rechtsfortbildung des BGH zum Delisting beruft.

Solange der BGH die von ihm im Wege der richterlichen Rechtsfortbildung entwickelten Voraussetzungen eines Delistings nicht ausdrücklich aufgibt, kann aus Gründen der Rechtssicherheit nur empfohlen werden, ein Delisting

nicht ohne (i) einen Hauptversammlungsbeschluss und (ii) ein Abfindungsangebot durchzuführen.

Downgrading

Ein Downgrading erfordert kein Abfindungsangebot an die Minderheitsaktionäre und folglich keine Überprüfbarkeit im Spruchverfahren. Unklar ist auch nach der Entscheidung des BVerfG lediglich noch, ob ein Downgrading zwingend der Zustimmung der Hauptversammlung bedarf. Mangels höchstrichterlicher Klärung der betreffenden Rechtsfrage durch den BGH ist die Rechtslage in Bezug auf das Erfordernis der Beschlussfassung der Hauptversammlung beim Downgrading noch nicht abschließend geklärt. Nach unserer Rechtsauffassung halten wir es für vertretbar, im Einklang mit den obergerichtlichen Entscheidungen des OLG München und des KG als Voraussetzung für ein Downgrading keinen Hauptversammlungsbeschluss als Voraussetzung für ein Downgrading vom organisierten Markt in ein Qualitätssegment eines Freiverkehrs zu fordern.

Sofern in der Hauptversammlung jedoch die erforderlichen Mehrheiten sichergestellt sein sollten, empfehlen wir angesichts der noch bestehenden – unseres Erachtens geringen – Rechtsunsicherheit, die Hauptversammlung über die Zustimmung zu einem Downgrading vor dessen Durchführung beschließen zu lassen.

Hinweis

Dieser Überblick dient ausschließlich der allgemeinen Information und kann konkreten Rechtsrat im einzelnen Fall nicht ersetzen. Sprechen Sie bei Fragen bitte Ihren gewohnten Ansprechpartner bei GÖRG bzw. die Autoren Herrn Dr. Christian Becker unter +49 89 3090 667-39 oder cbecker@goerg.de bzw. Herrn Lutz Pospiech unter +49 89 3090 667-39 oder lpospiech@goerg.de an. Informationen zu den Autoren finden Sie auf unserer Homepage www.goerg.de.

Unsere Standorte

GÖRG Partnerschaft von Rechtsanwälten

BERLIN

Klingelhöferstraße 5, 10785 Berlin
Tel +49 30 884503-0, Fax +49 30 882715-0

ESSEN

Alfredstraße 220, 45131 Essen
Tel +49 201 38444-0, Fax +49 201 38444-20

FRANKFURT AM MAIN

Neue Mainzer Straße 69 – 75, 60311 Frankfurt am Main
Tel +49 69 170000-17, Fax +49 69 170000-27

HAMBURG

Dammtorstraße 12, 20354 Hamburg
Tel +49 40 500360-0, Fax +49 40 500360-99

KÖLN

Kennedyplatz 2, 50679 Köln
Tel +49 221 33660-0, Fax +49 221 33660-80

MÜNCHEN

Prinzregentenstraße 22, 80538 München
Tel +49 89 3090667-0, Fax +49 89 3090667-90