

# Spruchverfahren nach regulärem Delisting – alles klar nach Macrotron?

von Dr. Kay-Michael Schanz

► CFL0415126

## » Executive Summary

» Die Macrotron-Entscheidung des BGH hat für das reguläre Delisting nur scheinbar Klarheit geschaffen. Tatsächlich sind für den Widerruf der Börsenzulassung auf Antrag des Emittenten in Anbetracht der vom BGH quasi nebenbei erfolgten Eröffnung des Spruchverfahrens nicht nur prozessuale Fragen ungeklärt, sondern auch gewichtige materiell-rechtliche Fragestellungen völlig offen.

» The Macrotron decision of the Federal Court of Justice only at first glance provided clarity with respect to the requirements and consequences of the delisting according to Sec. 39 par. 2 Stock Exchange Act – seemingly. Actually, the Federal Court's remark to give access to the so called „Spruchverfahren“ in order to check the adequacy of the compensation for the shareholders gave rise to a variety of procedural and, even more importantly, material-law questions that are completely unresolved so far.

## I. Einleitung

In seiner viel diskutierten Entscheidung in Sachen „Macrotron“<sup>1</sup> hat der BGH die Voraussetzungen für ein reguläres Delisting<sup>2</sup>, d.h. den Widerruf der Zulassung von Aktien zum Handel im regulierten Markt auf Antrag des Emittenten, spezifiziert. Diese gehen weit über die Anforderungen des (heutigen) § 39 II BörsG<sup>3</sup> und die diesen konkretisierenden Börsenordnungen hinaus. Danach

- » fällt die Entscheidung über ein Delisting nicht in die Kompetenz des Vorstands, sondern bedarf eines entsprechenden Beschlusses der Hauptversammlung, für den eine einfache Mehrheit genügt. Dieser Beschluss bedarf in Anbetracht seines unternehmerischen Charakters keiner sachlichen Rechtfertigung und keines Berichts des Vorstands entsprechend § 186 IV 2 AktG.
- » Vor dem Hintergrund der besonderen Bedeutung der Verkehrsfähigkeit der Aktien einer an der Börse zugelassenen Gesellschaft sieht der BGH einen adäquaten Schutz der Minderheitsaktionäre nur dann als gewährleistet an, wenn „ihnen mit dem Beschlussantrag ein Pflichtangebot über den Kauf ihrer Aktien durch die Gesellschaft (in den nach §§ 71 f. AktG bestehenden Grenzen) oder durch den Großaktionär vorgelegt wird“, das ihnen eine volle Entschädigung in Höhe des Verkehrswertes der Aktien vermittelt.
- » Da es dem Senat „nicht zweckmäßig“ erschien, die auch vom BVerfG zwingend vorausgesetzte Möglichkeit von Aktionären, die angebotene Entschädigung in einem gerichtlichen Verfahren auf ihre Angemessenheit überprü-

## » AUTOR Dr. Kay-Michael Schanz

Der Verfasser ist Partner bei Schalast & Partner, Rechtsanwälte in Frankfurt a.M.

fen zu lassen, durch das Institut der Anfechtungsklage sicherzustellen, hält er es für „sinnvoll, den zwischen den Parteien aufgetretenen Konflikt ebenso wie beim Squeeze-out nicht auf dem Weg des Anfechtungsverfahrens, sondern des Spruchverfahrens zu lösen.“

Die Entscheidung, für die der BGH als mutig<sup>4</sup> und – fragend – als der bessere Gesetzgeber<sup>5</sup> bezeichnet wurde, ist unter einer Vielzahl von Aspekten durchaus streitig diskutiert worden und hat daher letztendlich nur sehr eingeschränkt und bei undifferenzierter Betrachtung Zustimmung erfahren<sup>6</sup>. Ungeachtet dessen bleiben grundlegende Fragen offen, von denen einige auch in der Praxis Probleme bereiten. Damit nicht gemeint ist die missverständliche Verwendung des Begriffs „Pflichtangebot“ als solcher: Hier besteht Übereinstimmung dahingehend, dass es sich nicht um ein Pflichtangebot i.S.v. §§ 35 ff. WpÜG<sup>7</sup> handelt und dass die Regelungen des WpÜG in ihrer Gesamtheit, d.h. insbesondere hinsichtlich des Verfahrens und der Einschaltung der BaFin, der Angebotsunterlage und der Preisbestimmungsregeln auf Abfindungsangebote als solche (!)<sup>8</sup> nicht anwendbar sind, auch wenn man dies in mancher Hinsicht durchaus bedauern mag. Die Praxis kann damit leben, die BaFin wacht aufmerksam darüber, dass „Abfindungsangebote“ so strukturiert sind, dass sie nicht unter das WpÜG fallen<sup>9</sup>, und ist ansonsten – auch in der empfehlenswerten Abstimmung im Vorfeld – konstruktiv.

4 Heidel, DB 2003 S. 548.

5 Ekkenga, ZGR 2003 S. 878.

6 Vgl. z.B. Benecke, WM 2004 S. 1122 ff.; Adolff/Tieves, BB 2003 S. 797 ff.; Kritisch Klöhn, ZBB 2003 S. 208 ff.; Ekkenga, ZGR 2003 S. 878 ff.

7 So ausdrücklich der ehemalige Vorsitzende des erkennenden Senats, Röhrich, in: Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2003, S. 1 (43); vgl. auch Schlitt, ZIP 2004 S. 533 (538); Groß, in: Happ, 16.03 Rdn. 8 m.w.N.

8 Ungeachtet dessen spricht nichts dagegen, im Zusammenhang mit einem Delisting ein Angebot nach WpÜG vorzulegen, sofern mit diesem auch die Vorgaben des BGH bzw. des BVerfG erfüllt werden, was insbesondere den nach WpÜG zunächst irrelevanten inneren Wert betreffen dürfte. Näher hierzu vgl. Land/Behnke, DB 2003 S. 2531 (2532 f.).

9 Hier empfiehlt sich neben rein formellen Aspekten wie Bezeichnung als „Delisting-Abfindungsangebot“ und Hinweisen auf das beabsichtigte Delisting sowie die Nichtanwendbarkeit des WpÜG mit Blick auf die BaFin auch in substantieller Hinsicht eine Sicherstellung, dass es sich bei dem Angebot nicht um ein freiwilliges Erwerbsangebot oder ein Übernahmeangebot i.S.d. WpÜG handelt. Dies kann zum einen dadurch gewährleistet werden, dass die Frist für die Annahme erst mit der Veröffentlichung des Widerrufs der Zulassung der Aktien beginnt (vgl. beispielsweise das Angebot der Eurofins Ventures B.V. an die Aktionäre der GeneScan Europe AG vom 4.6. 2009). Zum anderen kann das Angebot unter die Bedingung gestellt werden, dass die Hauptversammlung der Emittentin – unabhängig von einer eventuellen Anfechtung – den vorgelegten Delisting-Beschluss fasst, wodurch ggfs. die Annahmefrist früher in Gang gesetzt wird bzw. endet.

1 BGH-Urteil vom 25.11.2002 – II ZR 133/01, BB 2003 S. 806 ff. = ZIP 2001 S. 700 ff.

2 Näher hierzu und den alternativen Möglichkeiten für den Rückzug von der Börse vgl. Schanz, Börseneinführung, 3. Aufl. 2007, S. 670 ff.

3 So bereits § 43 Abs. 4 BörsG a.F., eingeführt durch das III. FinföG, seit dem IV. FinföG von 2002 fand sich die gleiche Regelung in § 38 Abs. 4 BörsG.

Tatsächlich problematisch aber ist die vom BGH relativ undifferenziert für sinnvoll gehaltene Eröffnung des Spruchverfahrens, wobei die Sinnhaftigkeit der den Senat hierbei leitenden Gedanken von Verfahrensbeschleunigung und Kostenersparnis im Interesse der Beteiligten gar nicht in Abrede gestellt werden soll, ganz im Gegenteil. Ungeachtet dessen bleibt hier eine Vielzahl un geregelter Fragen, die auch von den wenigen, die sich im Rahmen einer Auseinandersetzung mit dem Macrotron-Urteil überhaupt näher mit der Thematik „Spruchverfahren nach Delisting“ beschäftigen, allenfalls zum Teil erkannt werden. Schlicht und einfach falsch jedenfalls ist der Hinweis, „Am einfachsten hatte es der BGH noch mit der letzten Voraussetzung, der Überprüfung im Spruchverfahren<sup>10</sup> – hier hat er es sich allenfalls zu leicht gemacht. Schwachpunkt der Entscheidung ist zum einen das Fehlen einer sauberen Differenzierung zwischen den potenziellen Antragsgegnern sowie einer solchen zwischen prozessualen und materiell-rechtlichen Fragestellungen, mithin der Frage, ob die vom BGH für „sinnvoll“ gehaltene Eröffnung des Spruchverfahrens im Wege der Analogie auch mit einer Verpflichtung zur Zahlung eines höheren Kaufpreises sowie einem entsprechenden individualrechtlichen Anspruch korrespondiert, was den vom BGH verwendeten Begriff „Pflichtangebot“ in einem gänzlich anderen Licht erscheinen lassen würde. Zum anderen sind für das Spruchverfahren im Rahmen eines Delistings wichtige prozessuale Fragen ungeklärt, kein Wunder in Anbetracht der nur analog anwendbaren Regelungen des für andere Fälle gedachten Spruchgesetzes.

## II. Zulässigkeit des Spruchverfahrens

Der BGH hat die Thematik „Spruchverfahren nach regulärem Delisting“ rein prozessrechtlich „aufgehängt“. Vor diesem Hintergrund werden in den nachfolgenden Ausführungen prozessuale Fragen in der Behandlung vorangestellt, wenngleich materielles Recht – wie noch zu zeigen sein wird – auch hier die letztendlich entscheidende Rolle einnehmen wird.

### 1. Analoge Anwendbarkeit des § 1 SpruchG

Der Katalog des § 1 SpruchG führt das reguläre Delisting nicht als eine Konstellation für das Spruchverfahren auf. Allerdings ist mittlerweile wohl anerkannt, dass § 1 SpruchG nicht abschließend ist und ein Spruchverfahren durchaus im Wege der Analogie auf andere, vergleichbare Situationen angewandt werden kann<sup>11</sup>. Dem BGH folgend hält eine Vielzahl von Stimmen in der Literatur das Spruchverfahren für das geeignete Instrument im Falle eines regulären Delistings.

Dabei darf aber nicht übersehen werden, dass eine Analogie nur unter engen Voraussetzungen in Betracht kommt. So

kann nach h.L. eine Analogie vorgenommen werden, wenn für einen bestimmten Sachverhalt keine Rechtsnorm existiert und ein Sachverhalt nicht unter das Gesetz subsumierbar ist, mithin eine Regelungslücke vorliegt. Diese Regelungslücke darf vom Gesetzgeber nicht beabsichtigt gewesen, sondern muss planwidrig sein. Sie ist planwidrig, wenn der Gesetzgeber bei der Regelung eines Komplexes schlicht übersehen hat, eine Regelung zu treffen.

### 2. Vorgaben des BVerfG und Rechtsschutz des Antragstellers

Fraglich ist aber, ob das Vorliegen dieser Voraussetzungen zwingend dazu führen muss, dass ein Spruchverfahren angestrengt werden kann, zumal gegen einen Aktionär oder Bieter. Festzustellen ist, dass die Vorgaben des BVerfG, nach dem gewährleistet sein muss, dass der Aktionär in einem gerichtlichen Verfahren überprüfen lassen kann, ob der ihm erstattete Betrag dem Wert des Anteils entspricht, nicht nur durch ein Spruchverfahren festgestellt werden können. So betont der BGH auch in Macrotron, dass das BVerfG es in seinem Moto Meter Urteil<sup>12</sup> offen gelassen hätte, ob diese Kontrolle mit dem Institut der Anfechtungsklage oder durch analoge Anwendung der Vorschriften über das Spruchverfahren (§ 306 AktG, §§ 305 ff. UmwG) sicherzustellen ist. Die Richtigkeit dieser Interpretation durch den BGH muss bezweifelt werden: Das BVerfG hat im Moto Meter-Fall im Rahmen einer anderen Konstellation vielmehr nach Diskussion ein Spruchverfahren ausdrücklich abgelehnt, da „die gerichtliche Kontrolle auch im Rahmen einer Anfechtungsklage erfolgen kann.“

Hier ist festzustellen, dass der Beschluss der Hauptversammlung hinsichtlich des Delistings eigentlich durch Widerspruch und Anfechtungsklage unter bestimmten, in § 245 AktG geregelten Voraussetzungen angegriffen werden kann. In diesem Zusammenhang kann der Minderheitsaktionäre den Einwand einer unzureichenden Gegenleistung erheben, ist also keinesfalls schutzlos. Würde er damit durchdringen, wäre der Delistingbeschluss rechtswidrig. Die Gesellschaft stünde – abgesehen von unterschiedlichen Szenarien eines Vergleichs – vor der Möglichkeit, auf die Abgabe eines höheren Angebot hinzuwirken und die Hauptversammlung zu wiederholen. Die Durchführung des Delistings könnte der dissentierende Aktionär im Wege des einstweiligen Rechtsschutzes verhindern.

### 3. Regelungslücke

Vor diesem Hintergrund ist zunächst einmal fraglich, ob und inwieweit hier tatsächlich eine überbrückungswürdige Regelungslücke vorliegt. Aus Sicht eines Aktionärs ist eine solche sicherlich nicht zwingend, da sein Rechtsschutzinteresse wie dargelegt auch über eine Anfechtungsklage befriedigt werden kann, wohingegen die längeren Fristen des Spruchverfahrens nicht zwingend die Annahme einer Regelungslücke nahe legen und eine Analogie erforderlich machen.

Demgegenüber ist einzuräumen, dass aus Sicht der Gesellschaft ein Spruchverfahren durchaus mit einer Vielzahl von Vorteilen gegenüber einer passiven Rolle in einer Anfechtungsklage verbunden ist. Hier weist der BGH zu Recht da-

<sup>10</sup> Benecke, WM 2004 S. 1122.

<sup>11</sup> BGH-Beschluss vom 25. Juni 2008 II ZB 39/07, DB 2008 S. 1735 (1736). Soweit sich der BGH in dieser Rechtsprechung mit der Anordnung eines Barabfindungsangebots im Fall der Verschmelzung einer börsennotierten AG auf eine nicht notierte AG durch § 29 Abs. 1 Satz 1 UmwG i.d.F. des Art. 1 des Zweiten Gesetzes zur Änderung des Umwandlungsgesetzes befasst, sieht er daher verfassungsrechtlichen Bedenken hinsichtlich einer unzulässigen richterlichen Rechtsfortbildung eine Absage erteilt, kann dem in dieser Pauschalität nicht gefolgt werden, da die zitierte Norm ausschließlich eine Verpflichtung des übernehmenden Rechtsträgers im Verschmelzungsvertrag festschreibt, eine angemessene Barabfindung anzubieten. Von einer korrespondierenden Verpflichtung der hinter diesem stehenden Aktionäre – nur diese wären einem dritten Bieter in einem den Vorgaben des BGH entsprechenden Delistingverfahren vergleichbar – ist demgegenüber keine Rede.

<sup>12</sup> BVerfG, NJW 2001 S. 279 = NZG 2000 S. 1117 = ZIP 2000 S. 1670 (1672 f.).

rauf hin, dass eine Anfechtungsklage nicht zweckmäßig ist. Insoweit kann eine Regelungslücke durchaus bejaht werden und eine Analogie grundsätzlich nahelegen.

Aus Sicht des Bieters stellt sich die Situation aber ganz anders dar. In diesem Zusammenhang ist zunächst einmal festzustellen, dass die in § 1 SpruchG geregelten Tatbestände – und insbesondere der in Ziffer 3 geregelte Squeeze-out – auf den ersten Blick durchaus vergleichbar erscheinende Aspekte betreffen. Sie unterscheiden sich aber in einem ganz wesentlichen Punkt:

- » Alle in § 1 aufgezählten Tatbestände zeichnen sich durch ein bilaterales Verhältnis zweier Parteien, d.h. immer der Menge der Minderheitsaktionäre einerseits und der Gesellschaft oder eines dominanten Hauptaktionärs andererseits aus. In jedem dieser tatbestandsmäßigen bilateralen Verhältnisse nutzt der dominante Aktionär oder die Gesellschaft ihre auf eine entsprechende Aktienmehrheit begründete Machtposition zu einem durch das Gesetz gestatteten direkten Eingriff in die Rechtsposition der Minderheitsaktionäre und muss hierfür einen Ausgleich leisten.
- » Demgegenüber stellt sich in dem vom BGH „regulierten“ Delisting-Szenario die Situation anders dar: hier gibt es mit den Minderheitsaktionären, der Gesellschaft mit ihrer Hauptversammlung und dem das Angebot abgebenden dritten Bieter, der nicht einmal Aktionär sein muss, drei oder – wenn man die Hauptversammlungsmehrheit im Delistingbeschluss separat zählen sollte – vier Interessengruppen/Parteien, wobei lediglich die Gesellschaft in der Lage ist, aufgrund ihrer eigenen „Kompetenz“/Macht gegen die oder ohne eine Entscheidung der Aktionäre deren Vermögensposition durch die Stellung des Delistingantrags zu beeinflussen. In diesen Prozess ist der das Angebot abgebende dritte Bieter nicht oder nicht zwingend involviert. Er bringt lediglich zum Ausdruck, dass er bereit ist, Aktien zu einem bestimmten Preis zu erwerben – gegebenenfalls auch unter Hinweis auf das Delistingvorhaben der Gesellschaft. Ob dieses Angebot angenommen wird oder nicht, ist für den Angebotsempfänger völlig freiwilliger Natur und unterscheidet sich daher nachhaltig von der Situation eines Squeeze-out. Erst in einem von dem Angebot zunächst einmal unabhängigen weiteren Schritt, dem Delistingantrag und dessen Umsetzung wird in die Rechtsposition der Aktionäre eingegriffen.
- » Darüber hinaus ist auch zu berücksichtigen, dass ein vom BGH vorgegebenes „Pflichtangebot“ auch dann vorliegen würde, wenn ein völlig unbeteiligter Dritter ein freiwilliges Angebot nach §§ 10 ff. WpÜG bzw. ein Übernahmeangebot nach §§ 29 ff. WpÜG abgeben würde. Für freiwillige Angebote ergeben sich aus dem WpÜG (!) keinerlei Mindestpreise. Für Übernahmeangebote enthält das Gesetz zwar Mindestpreise; die Missachtung der entsprechenden Regelungen führt aber i.d.R. nicht dazu, dass der Preis des Übernahmeangebots – wie dies in einem hier verfolgten Spruchverfahren mit Wirkung gegenüber allen der Fall wäre – automatisch nach oben angepasst wird, sondern dass das Angebot schlicht und einfach unzulässig ist. Dann liegt es in der freien Entscheidung des Bieters, ob er das Angebot erhöht, um noch die Genehmigung der BaFin zu erhalten, oder ob er auf dieses gänzlich verzichtet. (Eine automatische Anpassung nach oben,

die auch Drittwirkung entfaltet, erfolgt nur im Falle von Parallel- bzw. Nacherwerben zu höheren Preisen<sup>13</sup> – hier setzt der Bieter aber selbst die Ursache).

- » Denkbar wäre nun, dass die Hauptversammlung einer Gesellschaft nach Vorliegen eines solchen freiwilligen Angebots oder eines Übernahmeangebots eines unbeteiligten Dritten ein Delisting beschließt. Wäre nun – wie hier vom Antragsteller inzident behauptet – ein Spruchverfahren möglich, könnte – im Falle eines entsprechenden materiell-rechtlichen Anspruchs – selbst das Angebot eines unbeteiligten Bieters gegen dessen Willen erhöht werden. Abgesehen davon, dass eine solche Erhöhung wie dargelegt im WpÜG nur unter hier nicht vorliegenden Ausnahmen der Parallel- bzw. Nacherwerbe vorgesehen ist, ist zu berücksichtigen, dass eine Preiserhöhung nach WpÜG immer nur an dem Börsenkurs bzw. an einem möglicherweise außerhalb der Börse bezahlten Preis anknüpft. Demgegenüber wird in den von § 1 SpruchG für das Spruchverfahren erfassten Konstellationen – wie auch vom BGH im Macrotron-Fall bzw. vom BVerfG z.B. in DAT/Altana<sup>14</sup> und Moto Meter<sup>15</sup> – immer (auch) auf den inneren Wert abgestellt, der deutlich höher als der vom WpÜG zugrunde gelegte Kurswert sein kann.

#### 4. Eingriff in die Rechtsposition des Bieters

Insoweit würde aus der vorgeschlagenen analogen Anwendung der Regelungen über das Spruchverfahren im Gegensatz zu allen anderen Konstellationen von § 1 SpruchG und ohne ausdrückliche gesetzliche Grundlage in die Rechtsposition eines möglicherweise mehr oder weniger unbeteiligten Dritten eingegriffen werden, dazu noch in einer im Gesetz nicht geregelten und daher für ihn nicht vorhersehbaren Weise. Vor diesem Hintergrund wird zu Recht bezweifelt, „ob das auf dem Macrotron-Urteil beruhende Richterrecht allein hier eine zulässige Bestimmung der Schranken der Handlungsfreiheit (Art. 2 GG) bzw. eine zulässige Inhaltsbestimmung des Eigentums (Art. 14 GG) von Gesellschaft und Hauptaktionär darstellen kann, zumal andere Sachverhalte, wie z.B. Strukturmaßnahmen nach der Holz Müller-Rechtsprechung zwar zu einer Veränderung der rechtlichen Rahmenbedingungen und auch zu einer wirtschaftlichen Entwertung der Aktien führen können, aber kein Spruchverfahren nach sich ziehen.“<sup>16</sup>

Dieser Unterschied verbietet insoweit von vornherein eine analoge Anwendung von § 1 SpruchG und eine Anstrengung eines Spruchverfahrens gegen den Hauptaktionär oder einem sonstigen Dritten, der ein Angebot abgegeben hat, zumindest mit dem Ziel einer diesen verpflichtenden Erhöhung dessen Angebots. In diesem Zusammenhang ist auch darauf hinzuweisen, dass der BGH in seinen gesamten Ausführungen hinsichtlich des richtigen prozessualen Vorgehens lediglich zwei Interessen im Auge hat: die der Gesellschaft und die der Minderheitsaktionäre. Den Hauptaktionär erwähnt er in diesem Zusammenhang lediglich im Zusammenhang mit der von ihm nicht befürworteten Anfechtungsklage, wo er darauf hinweist, dass die Minderheitsaktionäre mit der Anfechtungsklage „nur mittelbar eine Erhöhung des Kaufange-

<sup>13</sup> § 31 Abs. 4 und 5 WpÜG.

<sup>14</sup> BVerfGE 100 S. 289 (303).

<sup>15</sup> BVerfG ZIP 2000 S. 1670 (1672).

<sup>16</sup> Schiffer/Götz, BB 2005 S. 453 (456).



botspreises durch die Gesellschaft oder den Mehrheitsaktionär erreichen können“, und als potenzieller Bieter im Rahmen des „Pflichtangebots“, durch das ein adäquater Schutz der Minderheitsaktionäre erreicht werden könne. Mit keinem Wort geht der BGH auf die Interessen des Bieters bzw. „Großaktionärs“<sup>17</sup> ein oder wägt diese gar mit anderen Interessen der Gesellschaft oder der Minderheitsaktionäre ab.

In diesem Zusammenhang stellt sich auch die Frage, an welchen Vorgang hier eigentlich ein Vorgehen (und ein nachstehend im Rahmen der Begründetheit zu behandelnder Anspruch) gegen einen (Groß-) Aktionär bzw. bietenden Dritten geknüpft werden soll. In Betracht kommt hier zum einen das – nicht dem WpÜG unterliegende – Angebot zum Erwerb von Aktien der Gesellschaft – allein mit diesem hat der Aktionär bzw. der bietende Dritte direkt etwas zu tun. Hieraus resultierte aber kein Eingriff in die Rechte der anderen Aktionäre. Ein solcher erfolgte vielmehr durch den hiervon strikt zu trennenden Beschluss der Hauptversammlung der Gesellschaft und dessen Umsetzung.

Diese Trennung der Rechtsbeziehungen und saubere Identifikation der Anknüpfungspunkte für potenzielle Ansprüche zeigt auch, in welchem Verhältnis (Ansprüche und) ein Spruchverfahren allenfalls möglich ist, nämlich zwischen einem möglicherweise betroffenen Minderheitsaktionär einerseits und der Gesellschaft, nicht aber zwischen einem Aktionär und einem Bieter, zumal auch das Abstimmungsverhalten eines Aktionärs in der Hauptversammlung keinen geeigneten Anknüpfungspunkt für ein prozessuales Vorgehen oder Ansprüche gegen ihn bietet.

Dies gilt unabhängig davon, dass sich in diesem Verhältnis Aktionär/Gesellschaft andere Fragen wie der nach der Rechtsgrundlage bzw. der Art des Anspruchs ergeben und darüber hinaus Restriktionen, insbesondere nach §§ 57, 71 AktG bestehen.

All dies ist aber auch im Lichte der – völlig richtigen – Vorgabe des BVerfG unproblematisch, nach der gewährleistet sein muss, „dass der Aktionär in einem gerichtlichen Verfahren überprüfen lassen kann, ob der ihm erstattete Betrag dem Wert der Anteile entspricht“<sup>18</sup>, da – wie vorstehend bereits dargelegt – ein Aktionär dies im Rahmen einer Anfechtungsklage gegen den Hauptversammlungsbeschluss über das Delisting tun kann. So hielt auch das BVerfG in *Moto Meter*

„es verfassungsrechtlich nicht“ für „geboten, den Weg einer analogen Anwendung des § 306 AktG zu begehen. Entscheidend ist, dass die Rechtsordnung hinreichende Schutzvorkehrungen für die Minderheitsaktionäre bereithält. Die gerichtliche Kontrolle kann auch im Rahmen einer Anfechtungsklage erfolgen. Sollten die Gerichte sich allerdings aus aktienrechtlichen Gründen an einer Wertkontrolle des vom Großaktionär gezahlten Kaufpreises hindern sehen, haben sie die „übertragende Auflösung“, wie sie hier praktiziert worden ist, auf eine Anfechtungsklage hin zu unterbinden, weil andernfalls die schutzwürdigen Eigentumsbelange der Minderheitsaktionäre nicht hinreichend gewahrt wären.“

## 5. Prozessuale Auswirkungen des Fehlens eines materiell-rechtlichen Anspruchs

Darüber hinaus wird nachstehend noch darzustellen sein, dass es in Delisting-Fällen keinen materiell-rechtlichen

<sup>17</sup> Offen ist auch, wann ein Aktionär „Großaktionär“ i.d.S. ist.

<sup>18</sup> BGH-Urteil vom 25.11.2002, – II ZR 133/01 (Macrotron), NJW 2003 S. 1032 (1035).

Anspruch gegen einen dritten Bieter auf Erhöhung seines Angebots gibt. Daher könnte im Rahmen eines Spruchverfahrens, das gegen einen anderen als die Gesellschaft gerichtet ist, selbst wenn ein solches zulässig sein sollte, lediglich geprüft werden, ob ein solches angemessen ist oder nicht. Eine Festsetzung eines höheren Preises mit allgemeiner Wirkung scheidet damit von vornherein aus, zumindest in Spruchverfahren, die nicht gegen die Gesellschaft selbst gerichtet sind. Dies hat notgedrungen zur Folge, dass im Falle der Feststellung einer fehlenden Angemessenheit des angebotenen Preises im Rahmen eines Spruchverfahrens entweder

- » ein Delistingverfahren bereits durchgeführt wurde oder
- » aber noch nicht durchgeführt wurde und schon in Anbetracht potenzieller Schadensersatzverpflichtungen des Vorstands de facto auch nicht mehr durchgeführt werden wird, bis ein höheres Angebot vorlegt wird.

Im zweiten Fall liegt in den praktischen Auswirkungen für die Parteien, d.h. insbesondere in zeitlicher Hinsicht, kein tatsächlicher Unterschied zu einer vom BGH in *Macrotron* abgelehnten Anfechtungsklage vor, wohingegen sich im ersten Fall die Problematik des vom BGH vorgegebenen Lösungsansatzes in akzentuierter Form zeigt: ein vorsichtiger Vorstand wird in Anbetracht drohender Schadensersatzverpflichtungen von der Stellung des Delistingantrags absehen wollen, bis die Angemessenheit des angebotenen Kaufpreises im Rahmen des Spruchverfahrens überprüft wurde. In diesem Zusammenhang stellt sich das Problem, dass die Fristen für die Beantragung des Spruchverfahrens nach h. M. erst mit Veröffentlichung des Widerrufsbescheids in einem überregionalen Börsenpflichtblatt zu laufen beginnen<sup>19</sup>. Vor diesem Hintergrund würde durch ein – korrekterweise auf eine Überprüfung der Angemessenheit und eine insoweit digitale Entscheidung – begrenztes Spruchverfahren genau das Gegenteil der auch vom BGH angestrebten Beschleunigung des Verfahrens erreicht.

## 6. Sonstige verfahrensrechtliche Fragestellungen

Die Unterschiede zwischen dem regulären Delisting einerseits und den Konstellationen des § 1 SpruchG andererseits wirken sich wiederum auf eine Vielzahl von prozessrechtlichen Fragen wie Antragsberechtigung und Erfordernis bzw. Zeitpunkt des Aktienbesitzes sowie die Anforderungen an das Verhalten (z.B. in einer Hauptversammlung) aus, die im SpruchG nicht oder so geregelt sind, dass dieses auch im Falle seiner Anwendbarkeit keine (sinnvolle) Regelung bieten würde.

### a) Antragsberechtigung und Aktionärsstellung

Hinsichtlich der Antragsberechtigung in einem Spruchverfahren im Zusammenhang mit einem regulären Delisting schafft § 3 SpruchG nicht wirklich Klarheit: so ist nach seinem Satz 1

<sup>19</sup> BGH-Beschluss vom 25.06.2008 – II ZB 39/07, DB 2008 S. 1735 (1736). OLG Zweibrücken, Beschluss vom 03.08.2004 – 3 W 60/04 m.w.N. Mit der Veröffentlichung der Widerrufsentscheidung erhält dieser Verwaltungsakt seine Außenwirkung mit der Folge, dass auch die diesbezüglichen verwaltungsgerichtlichen Rechtsmittelfristen in Gang gesetzt werden. Demgegenüber hält das BayObLG, NZG 2005 S. 312 (314), ein Abstellen auf einen etwa ergangenen Beschluss der Hauptversammlung nicht für sachgerecht, weil ein Publizitätsakt fehle und auch bei einem positiven Beschluss über das durchzuführende Delisting letztendlich nicht gesichert sei, ob und vor allem wann es tatsächlich durchgeführt wird.

- » im Falle von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen jeder außenstehende Aktionär antragsberechtigt, wohingegen
- » im Falle von Eingliederungen und Squeeze-outs jeder ausgeschiedene Aktionär und
- » im Falle der Maßnahmen nach dem Umwandlungsgesetz der in der jeweiligen Norm bezeichnete Anteilshaber antragsberechtigt ist. Gleichzeitig wird in Satz 2 festgeschrieben, dass die Antragsberechtigung in allen Fällen des Katalogs des § 1 SpruchG mit Ausnahme von Eingliederungen und Squeeze-outs nur besteht, wenn der Antragsteller zum Zeitpunkt der Antragstellung noch Anteilshaber ist. All dies mag für die in §§ 1 und 3 SpruchG aufgeführten Konstellationen Sinn machen.

Hinsichtlich der Eröffnung des Spruchverfahrens für das reguläre Delisting besteht aber eine gewisse Verwirrung, da der BGH zu der Frage, auf welche der Konstellationen er denn seine Analogie begründen möchte, schweigt. Klar ist, dass entsprechend der übergeordneten Leitlinie von § 3 SpruchG, nach der beispielsweise im Falle von Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsverträgen der andere Vertragsteil oder seine Aktionäre keinesfalls antragsberechtigt sind und damit vertraglich zugesagte Ausgleichs- und Abfindungsleistungen nicht im Spruchverfahren herabsetzen können<sup>20</sup>, der das „Pflichtangebot“ vorlegende Bieter dieses nicht im Wege des Spruchverfahrens überprüfen lassen kann<sup>21</sup> – wozu auch, eine Senkung des Preises ist nach dem Verbot der reformatio in peius ohnehin nicht möglich<sup>22</sup>. Trotzdem bleibt offen, ob nun alle außenstehenden Aktionäre antragsberechtigt sein sollen oder – entsprechend den Eingliederungs- bzw. Squeeze-out-Fällen – nur die ausgeschiedenen. Wäre das reguläre Delisting nun nicht analog zu den besagten Eingliederungs- bzw. Squeeze-out-Fällen zu behandeln, so wäre nach dem bereits zitierten Satz 2 von § 3 SpruchG die Antragsberechtigung wohl konsequenterweise wiederum davon abhängig, dass der Antragsteller zum Zeitpunkt der Antragstellung weiterhin Anteilshaber ist<sup>23</sup>. Demnach wären all die Aktionäre nicht mehr antragsberechtigt, die vor Stellung eines Antrags auf Einleitung eines Spruchverfahrens (ihre Aktien entweder über die Börse verkauft oder) das Delisting-Abfindungsangebot angenommen haben. Zur Klarstellung der Auswirkungen: bei konsequenter Umsetzung dieser Vorgaben wären entweder

- » nur die ausgeschiedenen Aktionäre (nächste Unklarheit: dies umfasst wohl nur diejenigen, die durch Annahme des Abfindungsangebots ausgeschieden sind, nicht aber diejenigen, die zwischenzeitlich ihre Aktien verkauft haben<sup>24</sup>) antragsberechtigt, oder
- » nur diejenigen, die weiterhin im Besitz der Aktien sind, mithin das Abfindungsangebot nicht angenommen haben, was vor dem Hintergrund der ungeklärten Auswirkungen des Auslaufens der Annahmefrist problematisch sein kann<sup>25</sup>.

20 Hüffer, AktG Anh. 305, § 3 SpruchG Rdn. 2.

21 Kubis, MünchKomm-AktG, § 3 Rdn. 21; Wasmann, KölnerKomm-SpruchG, § 3 Rdn. 20.

22 Kubis, MünchKomm-AktG, § 11 Rdn. 6.

23 So im Ergebnis das BayObLG in seinem Beschluss vom 01. Dezember 2004 (3Z BR 106/04) hinsichtlich eines Antragstellers, der vor Antragstellung aufgrund eines Squeeze-out seine Aktionärsstellung verloren hatte und vom Senat auf ein anderes, separat durchzuführendes Spruchverfahren verwiesen wurde, vgl. NZG 2005 S. 312 (314).

24 Vgl. hierzu auch Hüffer, AktG, Anhang § 305 § 15 SpruchG Rdn. 4.

In unmittelbarem Zusammenhang hiermit ist andererseits zu berücksichtigen, dass die Entscheidung des Gerichts nach § 13 Satz 2 SpruchG „für und gegen alle, einschließlich derjenigen Anteilshaber“ wirkt, „die bereits gegen die ursprünglich angebotene Barabfindung oder sonstige Abfindung aus dem betroffenen Rechtsträger ausgeschieden sind.“ Hier mag – ohne abschließende Stellungnahme – die Frage gestattet sein, ob es sinnvoll sein kann, dass möglicherweise ein großer Teil der durch einen Entscheid des Gerichts über § 13 Satz 2 SpruchG profitierenden Gesellschafter nicht antragsberechtigt sein sollen.

#### b) Rechtsschutzbedürfnis und Annahmefrist des Abfindungsangebots

In unmittelbarem Zusammenhang mit den vorstehenden Ausführungen zur Abhängigkeit der Antragsberechtigung vom Zeitpunkt der Aktionärsstellung stellt sich die Frage, was passiert, wenn bei Stellung des Antrags auf Eröffnung des Spruchverfahrens die Annahmefrist des Abfindungsangebots bereits abgelaufen ist. Fordert man nun mit der wohl h.M.<sup>26</sup>. unter Verweis auf Satz 2 des § 3 SpruchG, dass der Antragsteller im Zeitpunkt der Antragstellung noch Aktionär ist, so fehlt in diesen Fällen das Rechtsschutzbedürfnis, da er das ggfs. erhöhte Angebot gar nicht mehr annehmen könnte<sup>27</sup>.

Eine „automatische“ Verlängerung der Annahmefrist würde neben der Frage nach der Rechtsgrundlage weitere Fragen aufwerfen, z.B. die nach der Dauer der Verlängerung und – in Anbetracht der in § 13 Satz 2 SpruchG angeordneten allgemein verbindlichen Gestaltungswirkung – die nach der Möglichkeit anderer, nicht ausgeschiedener Aktionäre das nunmehr durch den Gerichtsentscheid erhöhte Angebot anzunehmen. Soweit hier vorgeschlagen wird, dass die Stellung des Antrags im Spruchverfahren in Analogie zu §§ 209 Satz 2 UmwG, 305 Abs. 4 Satz 3 AktG zu einer Verlängerung der Annahmefrist des Angebots führt, die dann frühestens zwei Monate nach dem Tag endet, an dem die gerichtliche Entscheidung oder ein entsprechender Vergleich gem. § 14 Nr. 1, 4 i.V.m. § 6 Abs. 1 Satz 4 und 5 SpruchG in den Gesellschaftsblättern bekannt gemacht worden ist<sup>28</sup>, stößt eine solche Analogie in Anbetracht der fehlenden Vergleichbarkeit zumindest dann auf Bedenken, wenn das Angebot nicht von der Gesellschaft, sondern einem (Mehrheits-) Aktionär oder einem Dritten abgegeben wurde.

#### c) Rechtsschutzbedürfnis und Abstimmungsverhalten

Gleichermaßen nicht endgültig geklärt ist, ob die Antragsberechtigung davon abhängt, dass der Antragsteller bereits zum Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses Aktionär war und darüber hinaus Widerspruch gegen den Delisting-

25 Vgl. hierzu nachstehend Abschnitt II.6.b) Rechtsschutzbedürfnis und Annahmefrist des Abfindungsangebots.

26 Kubis, MünchKomm-AktG, § 3 Rdn. 21; Wasmann, KölnerKomm-SpruchG, § 3 Rdn. 20.

27 Der BGH hat in seiner Macrotron-Entscheidung keinerlei Aussage über die Mindestdauer des Angebots gemacht. Einziger zeitlicher Anknüpfungspunkt ist die Feststellung, dass die Minderheitsaktionären „mit den Beschlussantrag ein Pflichtangebot“ vorgelegt wird. Eine Mindestfrist ergibt sich daher allenfalls aus „Missbrauchsüberlegungen“, diese dürfte aber deutlich kürzer sein als die Dreimonatsfrist nach § 4 Abs. 1 SpruchG, die zudem nicht schon mit der Hauptversammlung zu laufen beginnt, sondern – so die wohl h. M. – erst mit Veröffentlichung der Widerrufsentscheidung durch die Börse.

28 Land/Behnke, DB 2003 S. 2531 (2535).

beschluss erhoben hat<sup>29</sup>. Letzteres wird aus einer Analogie zu den Verschmelzungsfällen mit Rechtsformwechsel bzw. Verlust der Börsennotiz nach §§ 34, 29 UmwG abgeleitet<sup>30</sup>. Auch § 207 UmwG, den das BayOLG in seiner Delisting-Entscheidung vom 1. Dezember 2004<sup>31</sup> für analog anwendbar erklärt, macht die Zahlung einer Abfindung davon abhängig, dass der eine solche begehrende Aktionär Widerspruch zu Protokoll eingelegt hat.

## 7. Fazit

Alle Konstellationen des im Wege der Analogie herangezogenen § 1 SpruchG weisen gravierende Unterschiede hinsichtlich der Voraussetzungen, der jeweils involvierten Parteien und ihrer spezifischen Interessenkonstellation aus. Da dissentierende Minderheitsaktionäre die Angemessenheit des Abfindungsangebots im Rahmen einer Anfechtungsklage gegen den Delisting-Beschluss angreifen können, bestehen in Fällen des regulären Delistings deutliche Zweifel an der Eröffnung des Spruchverfahrens, zumindest soweit es sich gegen einen (Groß-) Aktionär oder einen dritten Bieter richtet.

## III. Materiell-rechtliche Fragestellungen

Das Spruchverfahren ist in seiner gesamten (gesetzgeberischen) Zielsetzung auf die möglichst unproblematische und effiziente Festsetzung einer „angemessenen Abfindung“ ausgerichtet. Die Erreichung dieser Zielsetzung ist nur gewährleistet, wenn bei Feststellung einer Divergenz zwischen angebotener und angemessener Abfindung direkt durch das Gericht eine Anpassung erfolgen kann. Eine solche wiederum setzt eine entsprechende Verpflichtung bzw. einen korrespondierenden Anspruch voraus, der wiederum einer materiell-rechtlichen Grundlage bedarf.

Ohne gesetzliche Grundlage darf ein Gericht allenfalls die Rechtswidrigkeit des Beschlusses der Hauptversammlung feststellen und – insoweit entsprechend den vom BVerfG in seiner „Naßauskiesung“-Entscheidung<sup>32</sup> gemachten Vorgaben – den Widerruf der Börsenzulassung als staatlichen Hoheitsakt untersagen, nicht aber Entschädigungsansprüche zusprechen<sup>33</sup> oder entsprechende vertragliche Ansprüche erhöhen.

### 1. Anspruchslösung versus Bedingungslösung

Die Eröffnung des Spruchverfahrens durch den BGH macht aus den vorstehend unter Abschnitt I.5. dargelegten Gründen keinen Sinn, wenn eine solche Rechtsgrundlage für einen Anspruch bzw. seine Erhöhung nicht besteht und daher eine Anpassung des Abfindungspreises nicht möglich ist. Vor diesem Hintergrund wäre zunächst einmal zu vermuten, dass der BGH einen solchen Anspruch als grundsätzlich gegeben ansieht und daher der so genannten „Anspruchslösung“ zuneigt<sup>34</sup>.

Dabei würde zum einen überraschen, wenn der BGH einen solchen, potenziell sehr substanziellen Anspruch im Wege der richterlichen Rechtsfortbildung ohne irgendeine weitere Erklärung oder Ausführungen zu einer Interessenabwägung begründen wollte. Zum anderen stellt die Alternativität zwi-

schen der Gesellschaft und der vom BGH neu eingeführten, dem Aktien- und dem Umwandlungsrecht bislang fremden Figur des Großaktionärs<sup>35</sup> als Angebotsverpflichteten in der Anspruchslösung ein tatsächliches Problem dar. Hier wird – ohne nähere diesbezügliche Erläuterungen – darüber spekuliert, der Senat sähe offenbar die Gesellschaft als angebotsverpflichtet an und gestatte dem Großaktionär das Recht, die Angebotspflicht zu übernehmen<sup>36</sup>.

Andererseits stellt der Senat in Macrotron lediglich fest, 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. Diese materiell-rechtliche Aussage beinhaltet zunächst einmal nur die Feststellung, dass ein Delisting und wohl auch ein Hauptversammlungsbeschluss über ein solches rechtswidrig sind, wenn kein angemessenes Abfindungsangebot an die Minderheitsaktionäre vorliegt, was in der Literatur als „Bedingungslösung“ umschrieben wird<sup>37</sup>. Insoweit kann dem BGH zugestimmt werden.

Demgegenüber statuiert der BGH nicht – zumindest nicht ausdrücklich –, 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. Soweit der BGH dies möglicherweise inzident mit seinem nicht differenzierenden Verweis auf das Spruchverfahren tun sollte, ist zunächst einmal darauf hinzuweisen, dass es sich – wie der BGH<sup>38</sup> selbst feststellt – hierbei um eine rein prozessrechtliche Vorschrift handelt. Diese beinhaltet – wie auch das gesamte SpruchG – keinerlei materiell-rechtlichen Regelungsgehalt. So regelt das Spruchgesetz lediglich die Art und Weise der Durchsetzung von Ansprüchen, die ihre materiell-rechtliche Grundlage durchweg in anderen Gesetzen wie dem UmwG oder dem AktG haben. Soweit § 13 Abs. 2 SpruchG Auswirkungen auf nicht beteiligte Aktionäre zeitigt, handelt es sich nicht um eine eigenständige materiell-rechtliche Anspruchsgrundlage.

So bleibt der BGH im Ergebnis jeglichen Hinweis schuldig, welche materiell-rechtliche 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<sup>39</sup>.

### 2. Anspruchsgrundlage

Es gibt im deutschen Recht 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<sup>40</sup>. Das verfassungsrechtliche Entschädi-

29 So Kubis, MünchKomm-AktG, § 3 Rdn. 21; a.A. Weingärtner, in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, § 4 SpruchG Rdn. 8.

30 Hüffer, AktG Anh. § 305, § 3 SpruchG Rdn. 4 m.w.N. Kritisch hierzu mit nicht nachvollziehbarer Begründung Krolop, NZG 2005 S. 546 (547).

31 3Z BR 106/04, NZG 2005 S. 312 (316).

32 NJW 1982 S. 745.

33 Krolop, NZG 2005 S. 546 (547).

34 So auch die Interpretation von Groß, in: Happ, 16.03 Rdn. 8. m.w.N.

35 Benecke, WM 2004 S. 1122 (1126); kritisch hierzu Klöhn, ZBB 2003 S. 208 (211 f.); Bürgers, NJW 2003 S. 1642 (1644).

36 Klöhn, ZBB 2003 S. 208 (211).

37 Adolff/Tieves, BB 2003 S. 797 (801); Krolop, NZG 2005 S. 546.

38 NJW 2003 S. 1032 (1035).

39 Adolff/Tieves, BB 2003 S. 797 (801).

40 BayObLG, Beschluss vom 01.12.2004 – 3Z BR 106/04, NZG 2005 S. 312 (314). Einzelne Börsenordnungen wie die der Börse Berlin (§ 68 Abs. 2) stellen fest, dass der Schutz der Anleger einem Widerruf der Zulassung nicht entgegensteht, wenn den Inhabern der Wertpapiere ein angemessenes Kaufangebot unterbreitet wird, wobei schon offen bleibt, durch wen dies abzugeben ist. Ein entsprechender Anspruch wird hierdurch nicht begründet.



gungsgebot ist nicht geeignet, Entschädigungs- und Abfindungsansprüche originär aus Art. 14 GG abzuleiten<sup>41</sup>.

**a) Emittent als Erwerbspflichtiger**

Hinsichtlich eines Anspruchs gegen die Gesellschaft auf Abnahme der Aktien gegen Zahlung eines angemessenen Kaufpreises bzw. auf dessen Erhöhung kommt aufgrund der Vergleichbarkeit der Situation und der Identität der beteiligten Parteien, d.h. Gesellschaft einerseits und dem antragsberechtigten Aktionär andererseits, eine analoge Anwendung von Vorschriften des UmwG wie der §§ 207 I<sup>42</sup>, 29 in Betracht. § 29 UmwG ist schon daher besonders naheliegend, da hier die Verpflichtung der Gesellschaft zur Leistung einer Abfindung ausdrücklich an den Verlust der Börsennotiz geknüpft wird.

Es ist offensichtlich, dass hier die Grenzen des § 71 Abs. 2 Satz 1, 2 AktG einzuhalten wären. Dementsprechend wäre ein Anspruch eines Aktionärs von vornherein durch diese Grenzen gedeckelt. Ob man hieraus tatsächlich schließen kann, dass eine Analogie mit Blick auf den Gläubigerschutz ausgeschlossen sein muss<sup>43</sup>, erscheint zweifelhaft: reichen die besagten Grenzen nicht zur Befriedigung der Ansprüche aller Aktionäre, die das Angebot ggfs. auch nach seiner Erhöhung durch das Gericht annehmen, aus und erfährt die Emittentin hier auch keine Unterstützung durch einen das Angebot begleitenden Aktionär oder sonstigen Dritten, so verbliebe es bei diesem Konstrukt entsprechend den Vorgaben der Bedingungslösung bei der Rechtswidrigkeit eines Beschlusses der Hauptversammlung zur Gestattung des Delistings.

**b) Aktionäre als Erwerbspflichtige**

Demgegenüber ist ein Anspruch von Aktionären gegen einen anderen (Groß-) Aktionär oder einen sonstigen bietenden Dritten sehr viel schwerer begründbar und im Ergebnis abzulehnen<sup>44</sup>.

*aa) § 207 UmwG i.V.m. § 5 SpruchG*

Das BayObLG, das in seiner Entscheidung vom 1. Dezember 2004<sup>45</sup> die Macrotron-Entscheidung ausschließlich i.S.d. Anspruchslösung interpretiert und sich mit der Bedingungslösung mit keinem Wort auseinandersetzt, sieht im Falle des dort durchgeführten regulären Delistings „keine Bedenken gegen die analoge Anwendung von § 207 UmwG als Anspruchsgrundlage für eine Barabfindung“. Soweit der Senat neben der Gesellschaft auch einen dort bietenden Aktionär als verpflichtet ansieht, sieht er dies als „Ergebnis ... aus der Gesamtschau der Ansprüche, die in einem Spruchverfahren verfolgt werden können“<sup>46</sup>, was immer dies auch heißen mag. Dabei weist der Senat völlig zu Recht darauf hin, dass die Rechtsprechung des BGH das Eigentum des Mehrheitsaktionärs und/oder der Abfindung für den Gesellschaft berührt<sup>47</sup> bzw. bei dieser Interpretation berühren würde, und hierfür eine gesetzliche Eingriffsnorm nicht zur Verfügung

steht. In diesem Zusammenhang differenziert er durchaus zwischen Ansprüchen gegen die Gesellschaft und solchen gegen einen Aktionär bzw. sonstigen bietenden Dritten und erkennt, dass § 207 UmwG – zumindest allein – keine geeignete Basis für eine Inanspruchnahme der Letzteren bietet.

Nach der vergeblichen Suche nach einer materiell-rechtlichen Anspruchsgrundlage greift der Senat auf die rein prozessrechtlichen Regelungen des SpruchG zurück, nach dessen § 5 Nrn. 1 und 3 in Fällen der Überprüfung eines Abfindungsangebots derjenige Antragsgegner ist, der ein Angebot gemacht hat oder hätte machen müssen. Diese Regelung hält der Senat für „sachgerecht, da der Anbietende die Höhe des zu zahlenden Betrags festlegt und die Abfindung auch zu bezahlen“<sup>48</sup> habe. Er verkennt dabei allerdings, dass zwar „bei einem gegebenen materiell-rechtlichen Anspruch keine Bedenken gegen eine analoge Anwendung der Vorschriften über das Spruchverfahren bestehen“<sup>49</sup> mögen, dies aber nicht in einem quasi umgekehrten Ansatz dazu führen kann, dass rein prozessrechtliche Regelungen wie § 5 SpruchG materiell-rechtliche Verpflichtungen wie die zur Abgabe eines angemessenen Abfindungsangebots begründen und damit zu einem Eingriff in verfassungsrechtlich geschütztes Eigentum führen können.

Im Ergebnis müssen Analogien zu Vorschriften, die wie die §§ 207 oder 29 UmwG lediglich eine Verpflichtung der Gesellschaft, nicht aber von Dritten begründen, schon aufgrund der insoweit fehlenden Vergleichbarkeit von vornherein als Basis für Ansprüche gegen Aktionäre und andere ausscheiden.

*bb) §§ 327b, 320b I bzw. §§ 304 f. AktG*

Vor diesem Hintergrund wird in der Literatur teilweise versucht, Verpflichtungen von Aktionären oder einem bietenden Dritten durch Analogien zu Vorschriften des Rechts der verbundenen Unternehmen herzuleiten. Diese Diskussionen lassen regelmäßig zunächst einmal eine saubere Differenzierung<sup>50</sup> danach vermissen, ob

- » es hier nur um Verpflichtungen zur Erhöhung eines abgegebenen Angebots geht – diese können von vornherein nur den tatsächlichen Bieter treffen – oder ob
- » es hier schon um die grundsätzliche Verpflichtung von „Großaktionären“ geht, im Falle eines Delistingbeschlusses der Hauptversammlung ein Abfindungsangebot in angemessener Höhe abzugeben.

Im zweiten Fall, d.h. hinsichtlich der Verpflichtung zur Abgabe eines Angebots würden sich Fragen anschließen wie die nach der Mindesthöhe der eine solche Verpflichtung begründenden Beteiligung, die nach der Möglichkeit einer Addition von Beständen von ggfs. zusammenwirkenden Großaktionären<sup>51</sup> oder die nach der Abhängigkeit der Verpflichtung von einem bestimmten Abstimmungsverhalten in der Hauptversammlung. Abgesehen davon, dass die bei Beantwortung dieser Fragen auftretenden Abgrenzungsschwierigkeiten offensichtlich sind, scheint die Begründung einer Verpflichtung

41 Klöhn, ZBB 2003 S. 208 (216 f.) m.w.N.

42 Vgl. Adolff/Tieves, BB 2003 S. 797 (802); Land/Behnke, DB 2003 S. 2531 (2533); Hellwig/Bormann, ZGR 2002 S. 465 (489); BayObLG, NZG 2005 S. 312 (315 f.); a.A. Ekkenga, ZGR 2003 S. 878 (896 f.); Mülbart, ZHR 2001 S. 105 (137 f.).

43 So Ekkenga, ZGR 2003 S. 878 (902 ff.).

44 Kruse, WM 2003 S. 1843 (1849).

45 NZG 2005 S. 312 (315).

46 NZG 2005 S. 312 (316).

47 Krämer/Theiß, AG 2003 S. 225 (241).

48 NZG 2005 S. 312 (316).

49 NZG 2005 S. 312 (316) m.w.N.

50 Das OLG Zweibrücken, Beschluss vom 03.08.2004 – 3 W 60/04 differenziert insoweit es ausdrücklich offen lässt, ob das Spruchverfahren statthaft ist, wenn ein Pflichtangebot, das zur Überprüfung gestellt werden kann, fehlt.

51 Vgl. hierzu auch Benecke, WM 2004 S. 1122 (1126).

tung zur Abgabe eines angemessenen Angebots allein mit der Höhe der Beteiligung auf Basis einer Analogie schwerlich möglich. Gleichermaßen helfen – nach derzeitiger Rechtslage – Versuche nicht weiter, Verpflichtungen von Großaktionären an deren Abstimmungsverhalten beim Zustandekommen des Delistingbeschlusses zu knüpfen und dies beispielsweise mit der Treuepflicht gegenüber Mitgesellschaftern zu begründen<sup>52</sup>. Verpflichtungen von Aktionären zur Abgabe eines Abfindungsangebots kommen daher allenfalls auf Basis von Schadensersatzverpflichtungen nach § 117 AktG in Betracht<sup>53</sup>.

Ungeachtet dessen bestehen auch Bedenken, Verpflichtungen des Bieters zur Erhöhung eines bereits abgegebenen Angebots mit Analogien zu den entsprechenden Normen für Squeeze-outs (§ 327b AktG)<sup>54</sup>, Eingliederungen (§ 320b Abs. 1 AktG) oder Vertragskonzernen<sup>55</sup> zu begründen, auch wenn in diesen Konstellationen neben den zu kompensierenden Minderheitsaktionären und der Gesellschaft wie im Falle der vom BGH als Alternative skizzierten Delisting-Situation dominante Aktionäre beteiligt sind.

Begründet wird diese Ablehnung der Analogie damit, dass sich all diese Vorschriften „nicht mit dem Zwangserwerb gegen Vergütung, sondern mit der Nachholung der Vergütung bzw. einer Ausgleichsleistung für einen bereits realisierten Erwerb (Squeeze-out, Eingliederungen) oder eine verbindlich zugesagte Vorteils-gewährung (Vertragskonzern)“ befassen. Auch wäre ihnen „gemeinsam, dass der Mehrheitsgesellschafter einen gesetzlich oder vertraglich schon begründeten Vermögensvorteil erlangt, dessen Entgelt noch“ ausstehe, was sich nicht mit einem Delisting vergleichen ließe<sup>56</sup>.

Der maßgebliche, eine Analogie zulasten des Bieters ausschließende Unterschied ist, dass in allen Konstellationen der im Wege der Analogie herangezogenen §§ 327b, 320b Abs. 1 bzw. §§ 304 f. AktG ein dominierender Aktionär tatbestandlich direkt beteiligt ist, wohingegen er in der vom BGH mit Zielrichtung auf den Schutz von Minderheitsaktionären vorgegebenen Delisting-Situation als Bieter nicht zwangsläufig direkt involviert ist. All die genannten Fälle betreffen gesetzlich in ihren Voraussetzungen, Folgen und im Ablauf detailliert geregelte Konstellationen, in denen der Großaktionär aktiv und direkt in die Rechtsposition von Minderheitsaktionären eingreift und hiervon profitiert, wohingegen er in Delistingfällen zunächst einmal lediglich über sein – als solches völlig legitimes – Abstimmungsverhalten in der Hauptversammlung mitwirkt. Gibt nicht die Gesellschaft, sondern der Großaktionär zur Erfüllung der in Macrotron vorgegebenen Voraussetzungen das Abfindungsangebot ab – beides sieht der BGH als gleichwertig an -, so könnte man den Bieter auch in einer reinen Hilfsfunktion sehen, die keine weitergehende Inanspruchnahme rechtfertigt.

Im Ergebnis kommt angesichts des Fehlens einer direkten oder analogen gesetzlichen Verpflichtung von Aktionären nur eine rechtsgeschäftliche Erwerbsverpflichtung nach Ab-

gabe eines Angebots in Betracht. Wird eine solche erst durch das Angebot begründet, so hilft dies aber auch nicht in Richtung eines weitergehenden Erhöhungsanspruchs des Minderheitsaktionärs gegen den Bieter weiter. Ein Vertrag zugunsten Dritter zwischen Bieter und Gesellschaft kommt allenfalls auf Basis des tatsächlich gebotenen Angebotspreises, sicherlich aber nicht in nicht klar festgeschriebener Höhe in Betracht<sup>57</sup>, zumal das WpÜG mit seinen Erhöhungsklauseln hier nach richtiger ganz h. M. nicht anwendbar ist.

#### IV. Fazit

Die Macrotron-Entscheidung des BGH schafft für reguläre Delistings insoweit Klarheit, als dass deren Rechtmäßigkeit von der Zahlung einer angemessenen Abfindung abhängig ist und die Entscheidung in die Kompetenz der Hauptversammlung fällt. Im Übrigen enthält sie neben der missverständlichen Verwendung des Begriffs „Pflichtangebot“ massive Schwächen, die belegen, dass die im Falle Macrotron gar nicht wirklich entscheidungsrelevante Eröffnung des Spruchverfahrens für Delistingfälle grundsätzlich zwar wünschenswert sein mag, in ihren einzelnen Konsequenzen aber nicht zu Ende gedacht wurde und eine Vielzahl von gravierenden Fragen offen blieb. Im Ergebnis bestehen unter geltendem Recht bei regulären Delistings zumindest dann Bedenken gegen die Eröffnung des Spruchverfahrens, soweit ein solches gegen einen Aktionär oder einen außenstehenden Bieter angestrengt wird. Vor allem aber findet sich keine geeignete Rechtsgrundlage für einen materiell-rechtlichen Anspruch gegen einen anderen als die Gesellschaft selbst.

In Anbetracht des massiven Eingriffs in die Rechtsposition des Verpflichteten wäre für die – letztendlich durchaus sinnvolle – Schaffung einer materiell-rechtlichen Basis eines solchen Anspruchs auf Abgabe eines „Pflichtangebots“ der insoweit „entschlusslose Gesetzgeber“<sup>58</sup> berufen. Sinnvollerweise könnte dieser Anspruch direkt im BörsG in Abänderung des heutigen § 39 Abs. 2 verankert werden. Inhaltlich bietet sich in Hinblick auf den Anspruch gegen die Gesellschaft eine den §§ 29, 34 UmwG vergleichbare Regelung, nach der ein solcher – in den Grenzen von § 71 Abs. 1 und 2 AktG – direkt mit dem Delisting-Beschluss entstehen würde. Demgegenüber wären Ansprüche gegen Aktionäre (oder Dritte) an ein Angebot, das im Zusammenhang mit einem Delisting-Beschluss entsprechend den Vorgaben in Macrotron Verwendung findet, oder aber eine bestimmte Beteiligungshöhe<sup>59</sup> in Verbindung mit einem bestimmten Abstimmungsverhalten zu knüpfen. Besteht danach kein Anspruch gegen einen Dritten und reicht der Anspruch gegen die Gesellschaft in Anbetracht der Begrenzungen durch § 71 Abs. 1 und 2 AktG nicht zur Abfindung aller außenstehenden Aktionäre aus, so wäre ein Delisting-Beschluss rechtswidrig. In verfahrenstechnischer Hinsicht sollte in Erwägung gezogen werden, das gesamte Verfahren tatsächlich den Regelungen des WpÜG zum Pflichtangebot zu unterwerfen. In diesem Zusammenhang hätte dann auch eine Anpassung der Regelungen des SpruchG zu erfolgen.

52 Ekkenga, ZGR 2003 S. 878 (906) m.w.N.

53 Vgl. BGHZ 129 S. 136 (160), („Girmes“); Ekkenga, ZGR 2003 S. 878 (906 f.).

54 So Benecke, WM 2004 S. 1122 (1126).

55 § 304 f. AktG.

56 Ekkenga, ZGR 2003 S. 878 (906).

57 Ekkenga, ZGR 2003 S. 878 (907).

58 So im Titel von Adolff/Tieves, BB 2003 S. 797.

59 Ggfs. unter Verwendung von Zurechnungsvorschriften wie § 30 WpÜG.