

Delisting einer börsennotierten Aktiengesellschaft

*Gerald Spindler / Lars Klöhn **

- I. Einleitung
- II. Die Angebotspflicht beim regulären Delisting
 1. Bedeutung der neuen Grundsätze
 2. Dogmatische Grundlage der Angebotspflicht
 3. Zusammenfassung
- III. Die Kompetenz der Hauptversammlung und das nötige Quorum
- IV. Paradigmenwechsel: Abfindung statt materiell-rechtlicher Beschlusskontrolle
- V. Die Überprüfung des Ausstiegsangebotes im Spruchverfahren

Mit dem Delisting-Urteil des BGH in der Sache „*Macrotron*“ vom 25.11.2002 hat der BGH einen weiteren Meilenstein im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft gesetzt. Neben zahlreichen Praxisfragen, vor allem der Übertragbarkeit auf andere Fallkonstellationen, ist aus dogmatischer und rechtsvergleichender Sicht vor allem der verfassungsrechtliche Bezug der Entscheidung von Interesse. Denn der Gerichtshof stützt seinen Spruch im wesentlichen auf die Beeinträchtigung der Verkehrsfähigkeit der Aktie als Teil des verfassungsrechtlich geschützten Eigentums. Der folgende Beitrag setzt sich im Hinblick auf diese Fragen kritisch mit dem Urteil auseinander und beleuchtet insbesondere die verfassungsrechtlichen Grundlagen der Entscheidung.

I. EINLEITUNG

Mit seinem „*Macrotron*“-Urteil vom 25.11.2002 hat der BGH zu den wichtigsten Fragen des regulären Delistings Stellung genommen. Für die Praxis ist jetzt klar: Entschließt sich der Vorstand einer AG dazu, den vollständigen Rückzug von allen Börsen zu beantragen, muss er dafür die Zustimmung der Hauptversammlung einholen, die hierüber mit einfacher Mehrheit beschließt.¹ Der Beschluss bedarf keiner sachlichen Rechtfertigung im Sinne der „*Kali und Salz*“-Rechtsprechung.² Statt dessen muss die AG oder der Mehrheitsaktionär den dissentierenden Aktionären ein Ausstiegsangebot in angemessener Höhe unterbreiten, das im Spruchverfahren nachgeprüft wird.³

* Teile des Beitrages führen Überlegungen von KLÖHN, ZBB 2003, 208 ff. fort.

1 BGH ZIP 2003, 387, 389 sub. II 1.

2 BGH ZIP 2003, 387, 391 sub. II 3.

3 BGH ZIP 2003, 387, 390 sub. II 2.

Das stark verfassungsrechtlich geprägte Urteil setzt den Siegeszug des „Aktienverfassungsrechts“⁴ fort und liegt somit auf einer Linie mit den ebenfalls stark verfassungsrechtlich argumentierenden Beschlüssen in den Sachen „*Guano*“⁵ und „*DAT/Altana*“.⁶ Zum anderen (und passend zum verfassungsrechtlichen Hintergrund⁷) fährt das Urteil mit dem Ausschluss der materiellen Beschlusskontrolle bei gleichzeitiger „voller Entschädigung“ der Aktionäre im Fahrwasser einer Ansicht, die sich auf die Fahnen geschrieben hat, Vermögensschutz an die Stelle von Bestandsschutz zu setzen,⁸ statt „*voice*“ also ein „*exit*“ zu gewähren.⁹

Mit der Entscheidung pro Hauptversammlungszuständigkeit entspricht der BGH der schon vorher festzustellenden „herrschenden“ Meinung,¹⁰ wenn auch im einzelnen unter-

4 Zum Begriff FLEISCHER, DNotZ 2000, 876, 879. Vgl. hierzu aus neuerer Zeit RAISER, FS Kumpel, 2003, 437; SCHÖN, FS Ulmer, 2003, 1359.

5 BGHZ 135, 374 (*Guano*).

6 BGHZ 147, 108 (*DAT/Altana*).

7 Dazu DRYGALA, WuB 2001, 172, 172 f.; FLEISCHER, DNotZ 2000, 876, 878; H. HANAU, NZG 2002, 1040, 1042 f.; SAENGER, AG 2002, 536, 543.

8 Stellvertretend hierfür MÜLBERT, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 2. Aufl. 1996.

9 Dazu grundlegend HIRSCHMAN, Exit, Voice and Loyalty, 1970. Rezeption bei KALSS, Anlegerinteressen, 2001, 339 ff. Vgl. auch vorher schon WIEDEMANN, Die Unternehmensgruppe im Privatrecht, 1988, S. 60 ff.; FLEISCHER, ZGR 1997, 368, 390.

10 OLG München ZIP 2001, 700, 703 (*Macrotron*); LG München I ZIP 1999, 2017, 2019 (*Macrotron*); BAUMS / VOGEL in: Lutter / Scheffler / Schneider, Handbuch der Konzernfinanzierung, 1998, Rn. 9, 64; BAUMS / SEGNA, Börsenreform, 1998, S. 76; v. BRAUNSCHWEIG, M&A-Review 1999, 165, 167; HELLWIG, ZGR 1999, 781, 799 f. (analog § 240 I 1 UmwG); GRUPP, Börseneintritt und Börsenaustritt, 1995, S. 192 ff.; HOPT, FS Drobnig, 1998, 525, 537 (s. aber auch BAUMBACH / HOPT, HGB, 30. Aufl. 2000, § 43 BörsG Rn. 3); KLEINDIEK, FS Bezenberger, 2000, 653, 655 f.; KLEPPE, Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse, 2002, S. 121; LAND / HASSELBACH, DB 2000, 557, 558; LEINEKUGEL, Die Ausstrahlungswirkungen des Umwandlungsgesetzes, 2000, S. 73; LUTTER in: Sandrock / Jäger, Internationale Unternehmenskontrolle und Unternehmenskultur, 1994, S. 60, 62; LUTTER, FS Zöllner, 1998, 363, 380; RADTKE, Delisting, Rückzug aus dem amtlichen Handel oder dem geregelten Markt auf Wunsch des Emittenten aus kapitalmarktrechtlicher Sicht, 1998, S. 83 f.; SCHINDLER, Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften, 1999, S. 216; SCHWARK / GEISER, ZHR 161 (1997), 739, 761 ff.; STECK, AG 1998, 460, 461; VOLLMER / GRUPP, ZGR 1995, 459, 475; DE VRIES, Delisting, 2002, S. 103; WIESNER in: Münchener Handbuch AG, 2. Aufl. 1999, § 19 Rn. 8; ZETZSCHE, NZG 2000, 1065, 1066. Unentschieden HOPT / BAUM in: Hopt / Rudolph / Baum, Börsenreform, 1997, S. 287, 418; KLENKE, WM 1995, 1089, 1099. Dagegen BUNBERT, BB 2000, 53, 55; GROB, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2002, §§ 42, 43 BörsG Rn. 21; MARTINIUS / SCHIFFER, DB 2001, 751 (vorher nur zweifelnd MARTINIUS / SCHIFFER, DB 1999, 2460, 2461); MEYER-LANDRUT / KIEM, WM 1997, 1361, 1367; MÜLBERT, ZHR 165 (2001), 104, 129 ff.; MUTTER, EWiR 2001, 459, 460; SCHIEBL, AG 1999, 442, 452; WIRTH / ARNOLD, ZIP 2000, 111, 114 ff.; diese Frage offen lassend REGIERUNGSKOMMISSION CORPORATE GOVERNANCE in: Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rn. 166. Abhängig vom Niveau des kapitalmarktrechtlichen Schutz entscheidend STREIT, ZIP 2002, 1279, 1287.

schiedliche Ansichten darüber herrschen, welche Mehrheitsanforderungen man an den Delisting-Beschluss stellen sollte. Gleiches gilt für die Ablehnung der materiellen Beschlusskontrolle.¹¹ Blendet man in den soeben genannten Punkten die Begründung aus, mit der der BGH zu seinen Ergebnissen kommt, sind die eigentlichen Paukenschläge des Urteils die Ausstiegsmöglichkeit der Minderheitsaktionäre und die These, dass das dabei zu unterbreitende Pflichtangebot im Spruchstellenverfahren überprüft werden soll.¹² Zwar wurde auch vorher schon (überwiegend *de lege lata*, teils als Appell an den Gesetzgeber) die Forderung nach einer solchen *exit*-Möglichkeit erhoben¹³ und auch wurde vorher schon die Ausdehnung des Spruchverfahrens im Wege der Analogie befürwortet bzw. für möglich gehalten.¹⁴ Die Ergebnisse des BGH in diesen Fragen

-
- 11 OLG München ZIP 2001, 700, 704 (*Macrotron*); LG München I ZIP 1999, 2017, 2020 (*Macrotron*); BAUMBACH / HOPT, HGB, 30. Aufl. 2000, § 43 BörsG, Rn. 3; BUNGERT, BB 2000, 53, 57; HELLWIG, ZGR 1999, 781, 800; LUTTER, FS Zöllner, 1998, 363, 380; MARTINIUS / SCHIFFER, DB 1999, 2460, 2461; WILSING / KRUSE, NZG 2002, 807, 811; RICHARD / WEINHEIMER, BB 1999, 1613, 1617; SCHWARK / GEISER, ZHR 161 (1997), 739, 763 f.; ZETZSCHE, NZG 2000, 1065, 1067. Andere Ansicht BAUMS / VOGEL in: Lutter / Scheffler / Schneider, Handbuch der Konzernfinanzierung, 1998, Rn. 964; KLEPPE, Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse, 2002, S. 183 f. Differenzierend DE VRIES, Delisting, 2002, S. 113. Für eine Prüfung der sachlichen Rechtfertigung durch die Zulassungsstelle der Börse VOLLMER / GRUPP, ZGR 1995, 459, 477 ff.; dagegen GROB, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2002, §§ 42, 43 BörsG Rn. 22.
- 12 Vgl. aber auch die Prophezeiung von STREIT, ZIP 2002, 1279, 1288.
- 13 BAUMBACH / HOPT, HGB, 30. Aufl. 2000, § 43 BörsG, Rn. 3; HELLWIG / BORMANN, ZGR 2002, 465, 487 ff.; KALSS, Anlegerinteressen, 2001, S. 500 f.; KALSS, wbl 2001, 366, 374; KALSS in: Semler / Stengel, UmwG, 2003, § 29 Rn. 16; HELLWIG, ZGR 1999, 781, 800; KLEINDIEK, FS Bezenberger, 2000, 653, 655 ff.; KLEPPE, Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse, 2002, S. 198; PLUSKAT, WM 2002, 833, 835; RICHARD / WEINHEIMER, BB 1999, 1613, 1616; RADTKE, Delisting, Rückzug aus dem amtlichen Handel oder dem geregelten Markt auf Wunsch des Emittenten aus kapitalmarktrechtlicher Sicht, 1998, S. 87; SCHANZ, Börseneinführung, 2000, § 6 Rn. 73; SCHINDLER, Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften, 1999, S. 216 f.; WILSING / KRUSE, NZG 2002, 807, 811; ZETZSCHE, NZG 2000, 1065, 1068. Im Rahmen ihres sog. Drei-Stufen-Modells auch ALBACH / LUTTER in: Albach / Corte / Friedewald / Lutter / Richter, Deregulierung des Aktienrechts, 1988, S. 62. *De lege ferenda* vorsichtig befürwortend HOPT / BAUM in: Hopt / Rudolph / Baum, Börsenreform, 1997, S. 287, 419 f. Daneben findet sich die Ansicht, der Vorstand sei verpflichtet, den Großaktionär zu einem angemessenen Abfindungsangebot zu drängen, sofern der Rückzug im überwiegenden Interesse eines Großaktionärs erfolgt, so EICKHOFF, WM 1988, 1713, 1716.
- 14 BayObLGZ 1998, 211, 215 f. (*Magna Media*); HENZE, Höchststrichterliche Rechtsprechung zum Aktienrecht, 5. Aufl. 2002, Rn. 748; KLEPPE, Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse, 2002, S. 226 ff.; LUTTER in: Lutter, UmwG, 2. Aufl. 2000, § 1 Rn. 14; LUTTER / LEINEKUGEL, ZIP 1999, 261, 265 ff. Dagegen BAUER, NZG 2000, 1214, 1214 f.; KALLMEYER, FS Lutter, 2000, 1245, 1257 ff.; LUTTER / DRYGALA, FS Kropff, 1997, 191, 199, 215; unter Berücksichtigung des neuen SpruchG auch RÜHLAND, WM 2002, 1957, 1956 (dazu noch u. III). Das BVerfG hat sich in dieser Frage nicht festgelegt, vgl. BVerfG NJW 2001, 279, 281 (*Moto Meter*); BVerfG ZIP 1999, 1804, 1807 (*Hartmann & Braun*).

müssen trotzdem überraschen, hatten doch beide Vorinstanzen¹⁵ unter Zustimmung gewichtiger Teile der Literatur¹⁶ anders entschieden.

Ob diese Rechtsprechungsgrundsätze noch einmal konkretisiert werden können oder ob der BGH dem Delisting einen „Todesstoß“ versetzt hat,¹⁷ bleibt abzuwarten. Nicht schwer fällt jedenfalls die Prophezeiung, dass die Schlussfolgerungen, mit denen der BGH seine Thesen begründet, die Art und Weise der Argumentation und die vielen *obiter dicta* der Entscheidung die Gesellschaftsrechtswissenschaft noch lange beschäftigen werden.

Jede der oben genannten Thesen des BGH¹⁸ verdient eine tiefe wissenschaftliche Auseinandersetzung, die im Rahmen dieses Beitrags allerdings schon aus Platzgründen nicht geleistet werden kann. Im folgenden sollen daher die praktisch und theoretisch am wichtigsten erscheinenden Fragen nach dem Ausstiegsrecht der Minderheitsaktionäre und dessen Rechtsschutz im Spruchverfahren in den Mittelpunkt gerückt werden.

II. DIE ANGEBOTSPFLICHT BEIM REGULÄREN DELISTING

Zunächst soll die Bedeutung der BGH-Grundsätze über das Pflichtangebot für Praxis und Rechtswissenschaft umrissen werden (sogleich unter 1). Über die dogmatische Grundlage dieser Angebotspflicht (dazu unter 2) gilt es dann, zu einer Kritik des Urteils und Antwort auf die aufgeworfenen Fragen vorzudringen (s.u. 3).

1. Bedeutung der neuen Grundsätze

Das vom BGH befürwortete Pflichtangebot beeinflusst das gesamte aktien- und umwandlungsrechtliche „Recht der Strukturentscheidungen“:

a) Weitere Fälle ungeschriebener Angebotspflichten?

Zum einen wird sich in Zukunft häufiger als bisher die Frage stellen, bei welchen sonstigen grundlegenden Veränderungen „im Leben der AG“ die Gesellschaft oder ihr

15 OLG München ZIP 2001, 700, 705 (*Macrotron*); LG München I ZIP 1999, 2017, 2021 (*Macrotron*).

16 BUNGERT, BB 2000, 53, 57 f.; GROß, Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2002, §§ 42, 43 BörsG Rn. 21; GROß, ZHR 165 (2001), 141, 160 f.; MÜLBERT, ZHR 165 (2001), 104, 137 ff.; STECK, AG 1998, 460, 465; ferner KRUSE, NZG 2000, 1112, 1113 f., KRUSE, BB 2000, 2271 ff., der Rechtsschutz allein über den Verwaltungsrechtsweg gewähren will. Offen REGIERUNGSKOMMISSION CORPORATE GOVERNANCE in: Baums (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rn. 168 sowie HOLZBORN / SCHLÖBER, BKR 2002, 486, 487.

17 So THEIB, FAZ Nr. 54 v. 5.3.2003, S. 19.

18 Und auch die nicht speziell das Delisting betreffenden Ausführungen zur Anfechtbarkeit des Entlastungsbeschlusses, dazu BGH ZIP 2003, 387, 388 f. sub. I.

Großaktionär den übrigen Anteilshabern ein Pflichtangebot nach „*Macrotron*“-Grundsätzen unterbreiten muss. Der BGH begründet die Notwendigkeit dieses Schutzinstrument hauptsächlich mit den „wirtschaftlich gravierenden Nachteilen“, die der Börsenrückzug für die Kleinaktionäre mit sich bringe und gegen die der Aktionär nicht schon allein durch die Hauptversammlungszuständigkeit für die Delisting-Entscheidung geschützt sei.¹⁹ Solche gravierenden Nachteile wird man auch in anderen Maßnahmen sehen können, etwa wenn ein Energieversorger seinen Unternehmensgegenstand ändert und sich aus dem Kernenergiegeschäft zurückzieht,²⁰ oder bei der übertragenden Auflösung.²¹ Wird der BGH also auch in diesen Fällen zugunsten eines Pflichtangebotes an die dissentierenden Aktionäre entscheiden?

b) *Das Prinzip der Abfindungsfreiheit von formwahrender Verschmelzung und Spaltung*

Außerdem wurde dem *exit* beim Delisting bisher unter anderem entgegengesetzt, dass das UmwG in seinen §§ 29 ff., 207 ff., 250 „die Börsennotierung konsequent ausblende“²². Hierhinter versteckt sich ein ganzes Prinzip, das der Gesetzgeber bei der Abgrenzung der abfindungspflichtigen von den abfindungsfreien Strukturmaßnahmen in der AG verfolgt: die Abfindungsfreiheit der formwahrenden Verschmelzung und Spaltung.

Dieses Prinzip ergibt sich nicht nur aus einem ex § 29 I 1 UmwG gezogenen *argumentum e contrario* sowie einem auf die §§ 78, 250 UmwG aufbauenden *argumentum a fortiori*²³. Es ist auch an anderer Stelle im Gesetz verwirklicht. So verfolgt der variable Ausgleich nach § 304 II 2 AktG das Konzept, die außenstehenden Aktionäre dividendenmäßig so zu stellen, wie sie bei einer rechtsformwahrenden Verschmelzung stehen würden.²⁴ Da Bezugspunkt des Ausgleichs kein Zustand sein kann, der selbst abfindungspflichtig wäre, bestätigt § 304 II 2 das soeben genannte Prinzip. Gleiches gilt für die Mehrheitseingliederung und den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag: Hier sehen die §§ 305 II Nr.1, 320b I 2 AktG vor, dass die außenstehenden Aktionäre in bestimmten Fällen ausschließlich in Aktien der herrschenden Gesellschaft abgefunden werden, wodurch die Aktionäre exakt so gestellt werden wie die außenstehenden Aktionäre einer formwahrenden Verschmelzung (vgl. auch §§ 305 III 1, 320b I 4 AktG). Abfindung ist zu gewähren bei der Verschmelzung/Spaltung auf Rechtsträger, in denen die Aktionäre rechtlichen Verfügungsbeschränkungen unterliegen (§ 29 I 2 UmwG), wenn

19 BGH ZIP 2003, 387, 390 sub. II 2 vor a i.V.m. 389 sub. II 1.

20 Beispiel von MÜLBERT, ZHR 165 (2001), 104, 139.

21 Dazu zuletzt HENZE, FS Wiedemann, 2002, 935, 939 ff.; RÜHLAND, WM 2002, 1957; MARTIN WOLF, ZIP 2002, 153.

22 MÜLBERT, ZHR 165 (2001), 104, 137 f.

23 Vgl. auch MÜLBERT, ZHR 165 (2001), 104, 137 f.

24 Statt aller EMMERICH / HABERSACK, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 2. Aufl. 2001, § 304 Rn. 45.

der Rechtsträger beherrscht wird (arg ex §§ 305 II Nr. 2, 1. Alt. , 320b I 3 AktG)²⁵ oder bei der „Heraus-Umwandlung“ ins Ausland (arg ex § 305 I Nr. 1 AktG („Sitz im Inland“)).²⁶ Der Verlust der Veräußerungsmöglichkeit über die Börse taucht trotz dieser detaillierten Regelung nicht auf²⁷.

Entsprechend der *Macrotron*-Entscheidung müssten dagegen alle oben genannten Normen auf den verfassungsrechtlichen Prüfstand. Folgerichtig müsste der aufnehmende Rechtsträger einer rechtsformwahrenden Verschmelzung den dissentierenden Aktionären ein – im Spruchverfahren nachprüfbares – Abfindungsangebot unterbreiten, wenn er nicht an der Börse gelistet ist.²⁸ Ebenso wären die §§ 305 II Nr.1, 320b I 2 AktG im Wege einer teleologischen Reduktion nicht anwendbar, wenn die herrschende AG nicht börsennotiert ist. Denkbar wäre auch, daß der variable Ausgleich gem. § 304 II Nr. 2 AktG nicht zum Zuge käme, wenn das herrschende Unternehmen eine nicht börsennotierte AG ist.

2. Dogmatische Grundlage der Angebotspflicht

Der BGH äußert sich zur dogmatischen Grundlage leider nur höchst kryptisch: „Ein solcher (ergänze: ausreichender Minderheitenschutz beim regulären Delisting) ist nur dann sichergestellt, wenn den Minderheitsaktionären der Wert ihrer Aktien ersetzt wird und ihnen die Möglichkeit offensteht, die Richtigkeit der Wertbemessung in einem gerichtlichen Verfahren überprüfen zu lassen (es folgen Verweise auf die *DAT/Altana*-²⁹ und *Moto-Meter*-Entscheidung³⁰ des BVerfG)“³¹. Nachdem der BGH danach ausführt, dass die einschlägigen Börsenordnungen keinen solchen ausreichenden Minderheitenschutz garantierten, folgt das Ergebnis: „Ein adäquater Schutz der Minderheitsaktionäre kann nur dadurch erreicht werden, dass ihnen mit dem Beschlussantrag ein Pflichtangebot

25 Eine entsprechende Einschränkung findet sich in § 29 UmwG nicht. Da sich das Prinzip der Abfindungsfreiheit von formwahrender Verschmelzung und Spaltung aber auch aus den §§ 305 II, 320b I 2 AktG ergibt, müssen auch die Grenzen, denen das Prinzip hier unterliegt, auf die §§ 29 ff. UmwG übertragen werden. Dies alles kann an dieser Stelle freilich nicht vertieft werden.

26 Im Ergebnis ebenso LUTTER in: Lutter, UmwG, 2. Aufl. 2000, § 1 Rn. 15. Zu den vorgelegerten kollisionsrechtlichen Fragen KALLMEYER in: Kallmeyer, UmwG, 2. Aufl. 2001, § 1 Rn. 10 ff.; LUTTER aaO, § 1 Rn. 5 ff.

27 So MÜLBERT, ZHR 165 (2001), 104, 137 f.

28 So konsequent KALSS in: Semler / Stengel, UmwG, 2002, § 29 Rn. 16. Bisher wurde hauptsächlich diskutiert, ob die Aktionäre des übertragenden Rechtsträgers im Rahmen der Verschmelzwertrelation einen Fungibilitätszuschlag erhalten, vgl. dazu KLEPPE, Anleger-schutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse, 2002, S. 245 ff. m.w.N.

29 BVerfGE 100, 289, 303 (*DAT/Altana*).

30 BVerfG NJW 2001, 279, 280 f. = ZIP 2000, 1670, 1672 f. (*Moto Meter*).

31 BGH ZIP 2003, 387, 390 sub. II 2 a.

über den Kauf ihrer Aktien durch die Gesellschaft (in den nach §§ 71 f. AktG bestehenden Grenzen) oder durch den Großaktionär vorgelegt wird“³².

Das zentrale dogmatische Problem dieser Grundsätze resultiert aus der Alternativität zwischen AG und „Großaktionär“ als Angebotsverpflichtetem. Hierfür muss man berücksichtigen, dass in der Praxis ein großes Bedürfnis danach besteht, dass das Ausstiegsangebot nicht nur von der AG, sondern auch von Dritten unterbreitet werden darf, denn die AG ist beim Erwerb eigener Aktien – wie auch der BGH betont – an die Grenzen der §§ 71 ff. AktG gebunden.³³

Vor dem 26.3.2002 schrieb § 54a BörsO Frankfurt aF vor, dass der Widerruf der Börsenzulassung mit dem von § 43 IV 2 BörsG aF (heute § 38 IV 2 BörsG) geforderten Anlegerschutz regelmäßig dann entspreche, wenn den dissentierenden Aktionären ein angemessenes Kaufangebot über ihre Anteile unterbreitet werde. Gleiches galt für den alten § 54 BörsO München, wo die *Macrotron AG* ebenfalls gelistet war.³⁴ Da diese Vorschriften nur die (öffentlich-rechtlichen) Voraussetzungen des Widerrufs der Börsenzulassung durch die Zulassungsstelle konkretisierten,³⁵ handelte es sich bei diesem Kaufangebot um eine nicht einklagbare Obliegenheit, bei deren Nichterfüllung die AG bzw. deren Mehrheitsgesellschafter riskierten, dass der Delisting-Antrag abgelehnt wurde. Deshalb brauchte man sich aber auch keine Gedanken über den „Verpflichteten“ dieses

32 BGH ZIP 2003, 387, 390 sub. II 2 b.

33 Der Hinweis des BGH auf die „nach §§ 71 f. AktG bestehenden Grenzen“ ist noch konkretisierungsbedürftig. § 71 I AktG enthält keinen Erlaubnistatbestand für den Erwerb eigener Aktien im Zuge des regulären Delistings. Denkbar ist aber eine Analogie zu § 71 I Nr. 3 AktG. Hier stellt sich einerseits die Frage, ob eine solche Ausdehnung mit der in den §§ 71 ff. AktG umgesetzten EG-Kapitalrichtlinie vereinbar ist (dazu MARTENS, FS Boujong, 1996, 335, 346). Andererseits ist problematisch, ob nicht der Wille des Gesetzgebers einer analogen Anwendung des § 71 I Nr. 3 AktG entgegensteht (Begr FrakE UmwBerG 1994 BTDrucks. 12/6699, S. 177: „Der Erwerb eigener Aktien soll nur in den wenigen Fällen zulässig sein, die in § 71 I Nr. 3 n.F. ausdrücklich genannt sind.“). Trotzdem wird die Frage, ob § 71 I Nr. 3 AktG im Falle ungeschriebener Abfindungsansprüche zur Anwendung kommt, von einigen Stimmen bejaht (KLEPPE, Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse, 2002, S. 201 f.; SCHINDLER, Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften, 1999, S. 99 f.; wohl auch KLEINDIEK, FS Bezenberger, 2000, 653, 666. Eine analoge Anwendung des § 71 I Nr. 3 AktG für die Verschmelzung nach § 62 UmwG befürwortend MARTENS, FS Boujong, 1996, 335, 339 ff.). Auch wenn sich der BGH dieser Meinung nicht ausdrücklich angeschlossen hat, geht er jedenfalls im Ergebnis davon aus, dass der Erwerb eigener Aktien beim regulären Delisting grundsätzlich möglich ist. Ebenso zeigt der Verweis auf die „nach §§ 71 f. AktG bestehenden Grenzen“, dass sowohl die 10 %-Grenze des § 71 II 1 AktG anwendbar ist als auch die AG zur Rücklagenbildung nach §§ 71 II 2 AktG, 272 IV HGB verpflichtet werden soll (ebenso schon KLEPPE a.a.O., 202 ff.)

34 Zur Fassung der für das Delisting wichtigen Vorschriften der einzelnen Börsenordnungen vor dem 26.3.2002 bei DE VRIES, Delisting, 2002, S. 169 ff.

35 Zur Rechtsnatur der Börsenordnungen in diesem Zusammenhang WILSING / KRUSE, NZG 2002, 807, 810; s. auch VG Frankfurt ZIP 2002, 1446, 1450 (*Macrotron*) und dazu einerseits WILSING / KRUSE, EWIR 2002, 953, 954; andererseits BECK / HEDTMANN, BKR 2003, 190, 195 f.

Angebots zu machen: Fraglich war lediglich, ob dem Anlegerschutz auch dann gedient war, wenn das Angebot nicht von der AG, sondern von einem Mehrheitsaktionär unterbreitet wurde, was überwiegend bejaht wurde.³⁶

Das zentrale Problem der *Macrotron*-Entscheidung besteht darin, dass der BGH einerseits – wie bereits der Begriff „Pflichtangebot“ verdeutlicht und was auch die mögliche Korrektur des Angebots im Spruchstellenverfahren belegt – von diesem Obliegenheits-Modell abrückt, andererseits hinsichtlich der Angebotsverpflichteten die o.g. Flexibilität beibehalten möchte. Der II. Senat sieht offenbar jedenfalls die AG als angebotsverpflichtet an und gestattet dem Großaktionär das Recht, die Angebotspflicht der AG zu übernehmen. Zur Pflicht des Mehrheitsaktionärs soll dieses „Ablösungsrecht“ werden, wenn (und soweit) das Pflichtangebot der AG an den §§ 71 f. AktG scheitern würde.³⁷ Damit entsteht ein Gebilde, das dem geltenden Aktien- und Umwandlungsrecht – soweit ersichtlich – unbekannt ist: Weder ist die Alternativität zwischen AG und Großaktionär als Schuldner einer Abfindungs- oder Entschädigungsleistung dem geltenden Recht vertraut, noch kennt es überhaupt den Begriff des „Großaktionärs“.

Virulent würden die aus der Konstruktion des BGH resultierenden Probleme werden, wenn weder die AG noch der Großaktionär den dissentierenden Anteilsinhabern bei Beschlussfassung ein Angebot zum Kauf ihrer Anteile unterbreiteten. Dann würde sich die Frage stellen, ob die Minderheitsaktionäre nur den Delisting-Beschluss anfechten könnten oder auch berechtigt wären, den Delisting-Beschluss hinzunehmen und einen Antrag gegen AG und Großaktionär auf Festsetzung eines angemessenen Kaufangebots über ihre Anteile einzureichen.³⁸ Pikant würde die Rechtslage, wenn der überwiegende Anteil der Aktien von zwei oder mehreren annähernd gleich starken „Großaktionären“ gehalten würden. Müsste das Landgericht in diesem Fall mit Wirkung für alle Großaktionäre ein Kaufangebot festlegen? Ab wann ist man eigentlich ein „Großaktionär“? Zu diesem Fall wird es freilich nie kommen, denn ohne Angebot schon beim Delisting-Beschluss würde der Antrag auf Widerruf der Zulassung im Verwaltungsverfahren abgelehnt werden. Dies alles verdeutlicht, dass man sich davor hüten sollte, die „*Macrotron*“-Grundsätze zum Pflichtangebot vorschnell zu verallgemeinern. Der BGH brauchte nur den vorliegenden Fall zu entscheiden und hatte offenbar nicht den Ehrgeiz,

36 BUNGERT, BB 2000, 53, 54; WIRTH / ARNOLD, ZIP 2000, 111, 112. Offen gelassen wird diese Frage von KRUSE, NZG 2000, 1112 Fn. 6. Auch im Rahmen eines gesellschaftsrechtlich begründeten Abfindungsangebot sollte der Mehrheitsaktionär das Recht – nicht aber wohl auch die Pflicht – haben, das Ausstiegsangebot zu unterbreiten (so HELLWIG / BORMANN, ZGR 2002, 465, 489; KLEINDIEK, FS Bezenberger, 2000, 653, 667 f.; KLEPPE, Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse, 2002, S. 206 ff.; ZETZSCHE, NZG 2000, 1065, 1069; dagegen MÜLBERT, ZHR 165 (2001), 104, 119 f.).

37 BGH ZIP 2003, 387, 390 sub. II 2 b.

38 Zur Anwendbarkeit der §§ 305 V 2 AktG, 32, 210 UmwG oder §§ 320b II 1, 2. Alt., 327a II 1, 2. Alt. AktG s. noch u. III.

allgemeine Prinzipien aufzustellen. Die weitgehend fehlende dogmatische Verankerung der BGH-Grundsätze kann man daher auch als Ausdruck des Willens verstehen, gerade kein verallgemeinerungsfähiges Richterrecht zu schaffen.³⁹

Andererseits liegt diese dogmatische Offenheit des Urteils auf einer Linie mit der *Bremer Vulkan*-Entscheidung aus dem Jahre 2001⁴⁰ und fordert ebenso die Phantasie und Konzept-Baukunst der Gesellschaftsrechtswissenschaft hinaus⁴¹. Im folgenden seien daher einige Normen und gesellschaftsrechtliche Institute daraufhin abgeklopft, ob sie als Aufhänger für die Thesen des BGH taugen.

a) *Einfach-gesetzliche Grundlagen*

aa) Börsenordnung?

Zunächst könnte man meinen, Rechtsgrundlage des Pflichtangebotes seien die im konkreten Fall einschlägigen Regelungen des § 54a BörsO Frankfurt a.F. und § 54 BörsO München a.F., die im Lichte des Art. 14 GG verfassungskonform (insbesondere nicht als freiwilliges, sondern eben als „Pflichtangebot“) ausgelegt wurden. Allerdings versteht der BGH sein Pflichtangebot als „gesellschaftsrechtlichen Minderheitenschutz“⁴², der gerade deshalb geboten sei, weil die Börsenordnungen insoweit nicht ausreichten.⁴³ Außerdem verdeutlicht der BGH mit seiner hinsichtlich des (neuen) Frankfurter Regelwerks geäußerten Kritik an den Börsenordnungen („können jederzeit geändert werden“⁴⁴), dass seine Grundsätze gerade unabhängig von diesen Satzungen gelten sollen.

bb) Gesetzes- oder Rechtsanalogie zu den §§ 305, 320b, 327a AktG, 29, 207 UmwG? Austrittsrecht aus wichtigem Grund?

Der Terminus des „gesellschaftsrechtlichen Minderheitenschutzes“ lenkt den Blick daher auf einschlägige gesellschaftsrechtliche Institute:

Zunächst wäre denkbar, die Grundsätze des BGH auf eine Gesetzes- oder Rechtsanalogie zu vorhandenen Abfindungsvorschriften des AktG und UmwG, also die §§ 305, 320b, 327a AktG, 29, 207 UmwG) zurückzuführen.⁴⁵ So wurde auch schon vor der Entscheidung ein Austritts- bzw. Abfindungsrecht der Minderheitsaktionäre teils auf § 207

39 Diesen Willen belegt auch das fehlende Bekenntnis zur oben in Fn. 33 genannten Meinung zur Analogiefähigkeit des § 71 I Nr. 3 AktG.

40 BGHZ 149, 10 (*Bremer Vulkan*).

41 Dazu ohne den Anspruch auf Vollständigkeit ALTMIPPEN, ZIP 2001, 1837; ALTMIPPEN, NJW 2002, 321; BITTER, WM 2001, 2133; CAHN, ZIP 2001, 2159; HOFFMANN, NZG 2002, 68; LUTTERMANN, BB 2001, 2433; K. SCHMIDT, NJW 2001, 3577; ULMER, ZIP 2001, 2021; H.P. WESTERMANN, NZG 2002, 1129.

42 BGH ZIP 2003, 387, 390 sub. II 2 a aE.

43 BGH ZIP 2003, 387, 390 sub. II 2 a.

44 BGH ZIP 2003, 387, 390 sub. II 2 a.

45 Einer solchen Verankerung zuneigend STREIT, ZIP 2003, 392, 394.

UmwG analog gestützt,⁴⁶ teils auf eine Rechtsanalogie zu den §§ 29, 207 UmwG⁴⁷, §§ 29, 207 UmwG, 305 AktG⁴⁸ sowie § 29, 207 UmwG, 320b AktG.⁴⁹ Auch wurde sich (darüber hinaus) auf das Institut des Austrittsrechts aus wichtigem Grund gestützt,⁵⁰ wonach „niemand (...) auf unbegrenzte Dauer gegen seinen Willen an einer Beitrittsentscheidung auch dann festgehalten werden (soll, Anm. d. Verf.), wenn ein wichtiger Grund dagegen spricht“⁵¹, wenn also dem Aktionär der Verbleib in der Gesellschaft unzumutbar geworden ist.

Gegen eine Analogie zu den Abfindungsvorschriften spricht freilich zunächst, dass der BGH diese Normen mit keinem Wort erwähnt. Zwar beruft er sich hinsichtlich der Analogiefähigkeit des Spruchstellenverfahrens auf die §§ 304 III 2, 305 V 2 AktG, 15, 34, 96, 212 UmwG. Hierbei handelt es sich jedoch gerade nicht um diejenigen Normen, die die Abfindungspflicht statuieren, sondern nur die Überprüfung dieses Angebots ins Spruchstellenverfahren verweisen. Es ist daher davon auszugehen, dass der BGH an die §§ 304 III 2, 305 V 2 AktG, 15, 34, 96, 212 UmwG nur die Anwendbarkeit des Spruchverfahrens knüpfen wollte, die dogmatische Grundlage der Angebotspflicht jedoch woanders verankert hat. Dies wird auch dadurch unterstützt, dass es auch schon an der ersten Voraussetzung für die Vergleichbarkeit des Delisting-Beschlusses mit den in den §§ 305, 320b, 327a AktG, 29, 207 UmwG geregelten Fällen fehlt, nämlich an dem Hauptversammlungsbeschluss mit $\frac{3}{4}$ -Mehrheit (nach dem BGH ist für das Delisting ein Beschluss mit einfacher Mehrheit ausreichend⁵²). Schließlich enthält keine der im AktG und UmwG genannten Normen die vom BGH befürwortete Konkurrenz der Abfindungsschuldner, so dass auch eine Rechtsfolgenübertragung nicht zu dem gewünschten Ziel führen könnte.

46 GRUPP, Börseneintritt und Börsenaustritt, 1995, S. 202 ff.; HELLWIG, ZGR 1999, 781, 800; RICHARD / WEINHEIMER, BB 1999, 1613, 1616; SCHANZ, Börseneinführung, 2000, § 6 Rn. 73; VOLLMER / GRUPP ZGR 1995, 459, 475 f.; WEBER, ZinsO 2001, 385, 390; ZETZSCHE, NZG 2000, 1065, 1068.

47 HELLWIG/BORMANN, ZGR 2002, 465, 487 f. („entsprechend den umwandlungsrechtlichen Vorschriften zur Ausgleichszahlung“); KLEINDIEK, FS Bezenberger, 2000, 653, 655 ff.; RADTKE, Delisting, Rückzug aus dem amtlichen Handel oder dem geregelten Markt auf Wunsch des Emittenten aus kapitalmarktrechtlicher Sicht, 1998, S. 87; SCHINDLER, Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften, 1999, S. 216 f.

48 KLEPPE, Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse, 2002, S. 198.

49 PLUSKAT, WM 2002, 833, 835. Einer Rechtsanalogie zu den §§ 305, 320b, 327a AktG, 29, 207 UmwG zuneigend STREIT, ZIP 2003, 392, 394.

50 KALSS, Anlegerinteressen, 2001, S. 500 f.; KALSS in: Semler / Stengel, UmwG, 2002, § 29 Rn. 16; KALSS, wbl 2001, 366, 375, 500; vgl. auch SCHWARK / GEISER, ZHR 161 (1997), 739, 765.

51 GRUNEWALD, FS Claussen, 1997, 103, 112; ähnlich DECHER in: Lutter, UmwG, 2. Aufl. 2000, § 207 Rn. 3; KALSS, Anlegerinteressen, 2001, S. 500 f.; KALSS, wbl 2001, 366; KALSS in: Semler / Stengel, UmwG, 2003, § 29 Rn. 19; LEINEKUGEL, Die Ausstrahlungswirkungen des Umwandlungsgesetzes, 2000, S. 84 f., 227 f.; SCHINDLER, Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften, 1999, S. 1 ff., 205.

52 BGH ZIP 2003, 387, 389 sub. II 1.

Gleiches gilt – erkennt man ein solches Institut überhaupt an⁵³ – für das Austrittsrechts aus wichtigem Grunde, über das der BGH ebenfalls kein Wort verliert.⁵⁴ Denn nach dieser Lehre kann Abfindungsschuldner grundsätzlich nur die AG sein.⁵⁵ Zwar wird teilweise dem herrschenden Aktionär das Recht eingeräumt, anstelle der AG die Abfindung zu zahlen,⁵⁶ die vom BGH (anscheinend) bejahte Pflicht des Großaktionärs zum Ausstiegsangebot, falls die Verpflichtung der AG an den §§ 71 f. AktG scheitern würde, kann aber auch diese Meinung schon aufgrund ihrer dogmatischen Grundlage nicht erklären.⁵⁷ Schließlich soll die Unzumutbarkeit dieser Ansicht zufolge immer im Einzelfall⁵⁸ aufgrund einer besonderen Interessenabwägung (Minderheitsaktionäre, Mehrheit, Gläubiger) ermittelt werden⁵⁹, wohingegen der BGH – wenn überhaupt – von einem typisierten Austrittsrecht ausgeht.⁶⁰

cc) § 243 II 2 AktG? Treuepflichten?

Die Rolle des herrschenden Aktionärs als Abfindungsschuldner richtet die Aufmerksamkeit daher auf § 243 II 2 AktG. Da die Entschädigungspflicht nach dem BGH (der auch § 243 II 2 AktG mit keinem Wort erwähnt⁶¹) aber jedenfalls unabhängig von den Voraussetzungen des § 243 II 1 AktG erfüllt sein sollen, könnte diese Norm höchstens analog, in teleologischer Extension oder in sonstiger teleologischer Ausdehnung ange-

53 Ablehnend etwa RAISER, *Recht der Kapitalgesellschaften*, 3. Aufl. 2001, § 63 Rn. 12; WÜRDINGER, *Aktienrecht und das Recht der verbundenen Unternehmen*, 4. Aufl. 1981, § 1 II 5 = S. 5; inzident MÜLBERT, *Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt*, 2. Aufl. 1996, S. 456 f., der explizit nur das Austrittsrecht bei Entstehen einer Abhängigkeitslage diskutiert.

53 RAISER, *Recht der Kapitalgesellschaften*, 3. Aufl. 2001, § 12 Rn. 63.

54 Der BGH hat sich zu diesem Institut im Aktienrecht bisher ohnehin noch nicht offen bekannt, dazu m.w.N. SCHINDLER, *Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften*, 1999, S. 81 f.

55 GRUNEWALD, FS Claussen, 1997, 103, 113; WIEDEMANN, *Die Unternehmensgruppe im Privatrecht*, 1988, S. 69.

56 So SCHINDLER, *Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften*, 1999, S. 95 f.

57 S.o. bei Fn. 51.

58 GRUNEWALD, FS Claussen, 1997, 103, 112; s. ferner PAPADIMOPOULOS, *Das Austritts- und Auflösungsrecht als Minderheitsbehelfe de lege ferenda im deutschen und griechischen Aktienrecht*, 1994, S. 48 f.; auch WIEDEMANN, *Die Unternehmensgruppe im Privatrecht*, 1988, S. 69 f., der ein typisiertes Austrittsrecht nur anerkennen möchte, wenn eine geschlossene AG ihre Selbständigkeit verliert, und die Gesellschafter (der geschlossenen Gesellschaft) im übrigen auf eine Einzelfallbetrachtung verweist.

59 GRUNEWALD, FS Claussen, 1997, 103, 112; KALSS in: Semler / Stengel, *UmwG*, 2003, § 29 Rn. 19; PAPADIMOPOULOS, *Das Austritts- und Auflösungsrecht als Minderheitsbehelfe de lege ferenda im deutschen und griechischen Aktienrecht*, 1994, S. 49; SCHINDLER, *Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften*, 1999, S. 88 ff.

60 Vgl. allerdings auch auch WIEDEMANN, *Die Unternehmensgruppe im Privatrecht*, 1988, S. 69 f., der ein typisiertes Austrittsrecht nur anerkennen möchte, wenn eine geschlossene AG ihre Selbständigkeit verliert, und die Gesellschafter (der geschlossenen Gesellschaft) im übrigen auf eine Einzelfallbetrachtung verweist.

61 Vgl. dagegen OLG München ZIP 2001, 700, 705 (*Macrotron*); LG München I ZIP 1999, 2017, 2020 (*Macrotron*).

wendet werden.⁶² Hierfür könnte man das allgemeine, in concreto auch vom BGH verfolgte Konzept des „Vermögensschutzes statt Bestandsschutz“ fruchtbar machen. So könnte man die Angebotspflicht des Großaktionärs in erster Linie als Recht verstehen, sich durch eine Abfindung von der treuhänderischen Bindung für die Minderheitsaktionäre zu befreien, die ihm im Rahmen der materiellen Beschlusskontrolle aufgezwängt wird.⁶³ Genau so könnte man die Angebotspflicht des Großaktionärs aus Treuepflichtgesichtspunkten begründen und annehmen, das Pflichtangebot ersetze die ansonsten bestehende Rücksichtnamepflicht auf das Bestandsinteresse der Aktionäre. All diese Konzeptionen können aber nicht erklären, warum alternativ auch die AG angebotspflichtig sein soll. Es blieben damit Kombinationslösungen, die aus den oben erwähnten Elementen zusammengesetzt sein könnten.

b) *Verfassungsrechtliche Grundlage*

Wahrscheinlicher ist jedoch, dass der BGH sein Pflichtangebot direkt aus Art. 14 GG ableiten wollte.⁶⁴ Nahe gelegt wird dies zum einen durch den oben 2. vor a) zitierten Verweis des BGH auf die einschlägige BVerfG-Rechtsprechung. Zum anderen lässt die Offenheit des Art. 14 GG auf Rechtsfolgenseite dem BGH den nötigen Freiraum, unabhängig von den unflexiblen Rechtsfolgenanordnungen der einfach-gesetzlichen Vorschriften seine „Konkurrenzlösung“ hinsichtlich der Angebotsverpflichteten abzuleiten.

Selbst wenn eine Ableitung direkt aus Art. 14 GG nicht der Ansicht des BGH entsprechen sollte, liegt es zumindest nahe, dass sich dissentierende Aktionäre in Zukunft bei Strukturveränderungen ihrer AG auf Art. 14 GG als Grundlage eines Pflichtangebotes berufen, weil sie im einfachen Recht keine hinreichende Ableitungsbasis sehen. Auch die wissenschaftliche Diskussion, die sich an die Entscheidung des BGH anschließen wird, wird in vielen Teilen verfassungsrechtlich determiniert sein. Im folgenden sei daher untersucht, inwieweit Art. 14 GG als Ableitungsbasis ungeschriebener

62 Die teleologische Extension kommt nach der Formulierung von LARENZ, Methodenlehre der Rechtswissenschaft, 6. Aufl. 1991, S. 397 eine Auffangfunktion für nicht terminologisch festgelegte Formen teleologischer Gesetzeskorrektur zu. Enger wird der Begriff jedoch von seinem Schöpfer verstanden (vgl. CANARIS, Die Feststellung von Lücken im Gesetz, 2. Aufl. 1983, S. 89 ff.).

63 Dazu allgemein für die gesellschaftsrechtlichen Treuepflichten wohl zuerst DORPALEN, ZHR 102, 1, 20; s. ferner MESTMÄCKER, Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre, 1958, S. 196 (Wiedergabe US-amerikanischer Rechtsprechung); TIMM, ZGR 1987, 403, 405; TIMM, WM 1991, 481, 483; WIEDEMANN, Gesellschaftsrecht I, 1980, § 8 II 3 a = S. 432; M. WINTER, Mitgliedschaftliche Treuebindungen im GmbH-Recht, 1988, S. 143, offen gelassen von ZÖLLNER, Die Schranken mitgliederschaftlicher Stimmrechtsmacht bei den Personenverbänden, 1963, S. 342.

64 So auch in ersten Stellungnahmen STREIT, ZIP 2003, 392, 394: „Herleitung direkt aus Art. 14 GG“; HEIDEL, DB 2003, 548: „Da das Delisting ein Eingriff in das Eigentum ist, (...) verlangt (es) gesellschafts- und grundrechtlich den vollen wirtschaftlichen Ausgleich der Aktionäre“.

Angebotspflichten im Sinne der *Macrotron*-Rechtsprechung taugt. Dabei ist zunächst (auf Voraussetzungsseite) zu untersuchen, inwieweit der Veräußerungsmöglichkeit über die Börse Eigentumsqualität i.S.d. Art. 14 GG zukommt (sogleich aa)). Sodann ist (auf Rechtsfolgenrechte und losgelöst vom Fall des Delisting) zu fragen, inwieweit man aus der Rechtsprechung des BVerfG das vom BGH befürwortete Pflichtangebot ableiten kann (bb).

aa) Die Veräußerungsmöglichkeit über die Börse als Eigentum i.S.d. Art. 14 GG? Ob die Veräußerungsmöglichkeit über die Börse unter den verfassungsrechtlichen Eigentumsbegriff fällt, wurde schon vor der *Macrotron*-Entscheidung des BGH eingehend diskutiert. Das LG und OLG München haben die Frage verneint.⁶⁵ Im Schrifttum wird sie teilweise bejaht,⁶⁶ andererseits aber auch verneint⁶⁷. Dieser Streit soll hier nicht im einzelnen wieder aufgerollt werden. Statt dessen sei die auf den *DAT/Altana*-Beschluss des BVerfG abstellende Argumentation des *Macrotron*-Urteils in den Mittelpunkt gerückt.

Mit der Berufung auf ein ohne Pflichtangebot bestehendes Schutzdefizit knüpft der BGH an seine Ausführungen zur Hauptversammlungszuständigkeit für die Delisting-Entscheidung an. Dort benutzt er folgenden Syllogismus, um zu begründen, dass das verfassungsrechtliche Aktieneigentum der Kleinaktionäre durch das Delisting betroffen wird:⁶⁸ (1) Unter die Eigentumsgarantie fallen alle Eigenschaften des verfassungsrechtlichen Eigentums (2) Die Verkehrsfähigkeit der Aktie gehört zu den Eigenschaften des Aktieneigentums.⁶⁹ (3) Folglich ist die Verkehrsfähigkeit der Aktie Teil der Eigentumsgarantie.

An dieser Argumentation stört zunächst, dass allein die Subsumtion der *Verkehrsfähigkeit* der Aktie unter die Eigentumsgarantie des Art. 14 GG die Entscheidung noch nicht voranbringt; vielmehr war zu begründen, dass gerade die *Veräußerungsmöglichkeit über die Börse* verfassungsrechtlichen Schutz genießt.⁷⁰

65 OLG München ZIP 2001, 700, 705 (*Macrotron*); LG München I ZIP 1999, 2017, 2021 (*Macrotron*).

66 Etwa HELLWIG / BORMANN, ZGR 2002, 465, 473; KRUSE, NZG 2000, 1112, 1113.

67 HOLZBORN / SCHLÖBER, BKR 2002, 486, 487; MARTINIUS / SCHIFFER, DB 1999, 2460, 2462; MÜLBERT, ZHR 165 (2001), 104, 113 ff. S. auch DE VRIES, Delisting, 2002, S. 115 f.

68 BGH ZIP 2003, 387, 390 sub. II 1. Ähnlich schon vorher HELLWIG / BORMANN, ZGR 2002, 465, 473 ff. sowie KRUSE, BB 2000, 2271, 2272; die aus der Berücksichtigung des Börsenkurses bei der Abfindungsbemessung in Verbindung mit dem vom BVerfG geprägten Satz, der Aktionär könne nur für das Ausgleich verlangen „was ihm an Eigentum i.S.d. Art. 14 GG verloren ginge“ ableiteten, die Veräußerungsmöglichkeit über die Börse gehöre zum verfassungsrechtlichen Aktieneigentum.

69 Mit Verweis auf BVerfGE 100, 289, 305 f. (*DAT/Altana*).

70 Ebenso statt vieler: ADOLFF / TIEVES, BB 2003, 797, 799 f.; KRÄMER / THEIB, AG 2003, 225, 229 f.

Der zweite Einwand richtet sich gegen den Schluss von den „Eigenschaften“ des verfassungsrechtlichen Aktieneigentums auf dessen Inhalt. Mit der „Verkehrsfähigkeit als Eigenschaft des Aktieneigentums“ bezieht sich der BGH – wie bereits erwähnt – auf den DAT/Altana-Beschluss des BVerfG.⁷¹ Dem BVerfG diene diese Prämisse bekanntlich zur näheren Konkretisierung des verfassungsrechtlichen Entschädigungsgebots (Stichwort: Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung).⁷² Dieses Entschädigungsgebot ist aber – und das ist entscheidend – eine Notwendigkeit *auf Rechtfertigungsebene*. So bejahte das BVerfG im DAT/Altana-Beschluss auch die „grundrechtlich relevante Einbuße“, bevor es zur Berücksichtigung des Börsenkurses kam.⁷³

Mit der „Verkehrsfähigkeit als Eigenschaft des verfassungsrechtlichen Aktieneigentums“ knüpft das BVerfG außerdem an seine Praxis an, bei der Beurteilung von eigentumsrelevanten Maßnahmen auf die Eigenart und Bedeutung des jeweiligen Eigentumsrechts zu schauen⁷⁴, z.B. auf Grund und Boden als „unentbehrliches und unvermehrbares Gut, das nicht dem unübersehbaren Spiel der freien Kräfte überlassen werden darf“⁷⁵; auf den Ertrag eigener Leistung und Arbeit als besonders schützenswerte Rechtsposition⁷⁶ oder auf das Aktieneigentum als vermitteltes Eigentum von Produktionsmitteln, auf deren Nutzung einerseits die Arbeitnehmer des Unternehmens angewiesen sind und das daher besonders sozialpflichtig ist⁷⁷, das andererseits keinen sonderlich hohen Stellenwert für die Freiheitsentfaltung und daher keinen starken personalen Bezug hat⁷⁸. Die Berücksichtigung des Börsenkurses zeigt sich insofern als konsequente Fortschreibung⁷⁹ des Bilds vom Aktionär als reinem Anleger, der als Eigentümer einer Rechtsposition, die hinsichtlich ihrer freiheitssichernden Komponente „verdünnt“ ist,⁸⁰ zwar kaum Bestandsschutz genießt, aber dafür effektiven Vermögens-

71 BVerfGE 100, 289, 305 f. (DAT/Altana).

72 Mittlerweile näher definiert in BGHZ 147, 108 (DAT/Altana).

73 BVerfGE 100, 289, 305 (DAT/Altana).

74 Dazu allgemein DEPENHEUER in: v. Mangoldt / Klein / Starck, GG, 4. Aufl. 1999, Art. 14 Rn. 279 ff.; PIEROTH / SCHLINK, Grundrechte, 18. Aufl. 2002, Rn. 930 ff.; WIELAND in: Dreier, GG, 1996, Art. 14 Rn 80 f.

75 Vgl. BVerfGE 21, 73, 82 f.; BVerfGE 82, 6, 16 (für Wohnraum); BVerfGE 87, 114, 146; kritisch hierzu DEPENHEUER in: v. Mangoldt / Klein / Starck, GG, 4. Aufl. 1999, Art. 14 Rn. 287.

76 BVerfGE 58, 137, 150 (Pflichtexemplar); hierzu auch BRYDE in: von Münch / Kunig, GG, 5. Aufl. 2000, Art. 14 Rn. 59; JARASS/PIEROTH, GG, 6. Aufl. 2002, Art. 14 Rn. 44; SIECKMANN in: Friauf / Höfling, Berliner Kommentar (Loseblatt), Stand: Dezember 2002, Art. 14 Rn. 142.

77 BVerfGE 50, 290, 341 ff. (Mitbestimmung); DEPENHEUER in: v. Mangoldt / Klein / Starck, GG, 4. Aufl. 1999, Art. 14 Rn.

78 BVerfGE 50, 290, 347 ff. (Mitbestimmung); BVerfGE 99, 367, 392 (Montanmitbestimmung); JARASS / PIEROTH, GG, 6. Aufl. 2002, Art. 14 Rn. 43.

79 Zu diesem Konsequenzgebot der Verfassungsrechtsdogmatik SCHÖN, FS Ulmer, 2003, 1359.

80 Dazu SPINDLER, Unternehmensorganisationspflichten, 2001, S. 475 f.

schutz erhält.⁸¹ Auch diese Eigenschaften des Eigentums werden aber festgelegt, um die näheren Voraussetzungen der *Rechtfertigung* zu bestimmen⁸². Dass ein Eingriff vorliegt, ist an dieser Stelle schon bejaht worden.

Nach alledem erweisen sich die *DAT/Altana*-Grundsätze über die Verkehrsfähigkeit der Aktie als Eigenschaft des verfassungsrechtlichen Aktieneigentums für die Ableitung des vom BGH befürworteten Pflichtangebots als untauglich.

bb) Das aktienverfassungsrechtliche Prinzip der vollen Entschädigung

Selbst wenn man jedoch die oben aufgezeigten Hürden nehmen würde und die Veräußerungsmöglichkeit über die Börse zum verfassungsrechtlichen Eigentum i.S.d. Art. 14 GG zählte, so bliebe weiterhin fraglich, ob man unter Berufung auf die vom BGH genannten BVerfG-Zitate⁸³ auch die *in concreto* bejahte Angebotspflicht ableiten könnte. Dies sei im folgenden untersucht.

Der BGH stützt sich bei der Herleitung des von ihm befürworteten Pflichtangebots auf den *DAT/Altana*- sowie *Moto-Meter*-Beschluss des BVerfG, wonach der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags und die sog. übertragende Auflösung nur dann mit der Eigentumsfreiheit der dissentierenden Aktionäre vereinbar ist, wenn diese eine „volle Entschädigung“ erhalten (im folgenden: *Prinzip der vollen Entschädigung*)⁸⁴. Dieses Prinzip entwickelte das BVerfG als Kehrseite seiner Ansicht zum Umfang des verfassungsrechtlich garantierten Bestandsschutz für Aktionäre: Gesellschaftsrechtliche Vorschriften, die einem Mehrheitsaktionär oder einer Mehrheit von Aktionären den zwangsweisen Ausschluss von Minderheitsaktionären oder solche Maßnahmen erlauben, die „einem Verlust (der Mitgliedschaft, Anm. d. Verf.) wirtschaftlich gleichsteht“⁸⁵, sind demnach aufgrund eines „weiten Gestaltungsspielraums“

81 Dazu auch o. II 2. b) bb) Entsprechende Einschätzung der verfassungsgerichtlichen Rechtsprechung bei DRYGALA, WuB 2001, 172, 172 f.; FLEISCHER, DNotZ 2000, 876, 878; SAENGER, AG 2002, 536, 543.

82 Vgl. aus den oben in Fn. 74-78 Genannten nur DEPENHEUER in: v. Mangoldt / Klein / Starck, GG, 4. Aufl. 1999, Art. 14 Rn. 279 ff; PIEROTH / SCHLINK, Grundrechte, 18. Aufl. 2002, Rn. 930 ff.

83 Dazu o. II 2. vor a).

84 BVerfGE 100, 289, 303 (*DAT/Altana*); BVerfG NJW 2001, 279, 280 = ZIP 2000, 1670, 1672 f. (*Moto Meter*).

85 So die Ergänzung von BVerfGE 100, 289, 303 (*DAT/Altana*); vgl. auch vorher schon BVerfGE 14, 263, 281 (*Feldmühle*) sowie danach BVerfG ZIP 1999, 1804, 1806 (*Hartmann & Braun*). Diese Formulierung geht zurück auf BGHZ 135, 374, 377 f. (*Guano*), der mit einem Hinweis auf die Vorinstanz OLG Düsseldorf AktE ZIP 1996, 1610, 1611 f. (*Guano*) darauf darlegt, dass der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag den Wert jeder Aktie „weitgehend aufzehrt“.

des Gesetzgebers⁸⁶ grundsätzlich mit Art. 14 GG vereinbar⁸⁷. Voraussetzung in diesen Fällen ist jedoch, dass die berechtigten Interessen der außenstehenden Aktionäre gewahrt werden.⁸⁸ Dazu gehört insbesondere, dass die Aktionäre für ihren Rechtsverlust voll entschädigt werden⁸⁹ und wirksame Rechtsbehelfe gegen einen Missbrauch wirtschaftlicher Macht zur Verfügung stehen.⁹⁰

(1) Verfassungsdogmatische Einordnung

Fraglich ist, wie dieses Gebot der vollen Entschädigung ins Dogmengebäude des Verfassungsrechts passt.

Hier ist zunächst festzuhalten, dass das BVerfG Vorschriften des AktG und UmwG, die der Aktionärsmehrheit die Möglichkeit geben, tief in die Mitgliedsrechte der Minderheitsaktionäre einzugreifen bzw. diese Mitgliedschaft zu vernichten, unter Zustimmung der Literatur⁹¹ nicht als Enteignungen i.S.d. Art. 14 III 1 GG, sondern als Inhalts- und Schrankenbestimmungen i.S.d. Art. 14 I 2 GG ansieht.⁹² Wenn auf der anderen Seite betont wird, dass diese Inhalts- und Schrankenbestimmungen nur unter voller Entschädigung der Aktionäre zulässig seien, dann schimmert hier die gängige Definition eines verfassungsrechtlichen Instituts hervor, das höchststrichterlich erstmals in der sog. Pflichtexemplar-Entscheidung⁹³ anerkannt wurde und das in der heutigen Praxis zu Art. 14 GG eine überragende Rolle spielt⁹⁴: die *ausgleichspflichtige Inhalts- und Schrankenbestimmung*⁹⁵. Hierunter versteht man abstrakt-generelle Eigentums-schranken, die zwar keine Enteignungen nach Art. 14 III GG sind, aber doch so stark in

86 Dazu BVerfG NJW 1999, 1699, 1700 (*SEN/KHS*).

87 BVerfGE 14, 263, 281 f. (*Feldmühle*); BVerfGE 100, 289, 302 f. (*DAT/Altana*); BVerfG NJW 2001, 279 (*Moto Meter*).

88 BVerfGE 14, 263, 283 (*Feldmühle*); BVerfGE 100, 289, 303 (*DAT/Altana*); BVerfG NJW 2001, 279, 280 (*Moto Meter*).

89 BVerfGE 14, 263, 283 (*Feldmühle*); BVerfGE 100, 289, 303 (*DAT/Altana*); BVerfG NJW 1999, 1699, 1700 (*SEN/KHS*); BVerfG NJW 2001, 279, 280 (*Moto Meter*); BVerfG DB 2000, 611.

90 BVerfGE 14, 263, 283 (*Feldmühle*); BVerfGE 100, 289, 303 (*DAT/Altana*). Ein solcher Missbrauch kann aber nicht schon darin gesehen werden, dass sich ein Mehrheitsaktionär der wenigen verbliebenen Minderheitsaktionäre entledigen will, BVerfG NJW 2001, 279, 281 (*Moto Meter*).

91 Zuletzt SCHÖN, FS Ulmer, 2003, 1359, 1384; vgl. aber auch SCHWABE, Die sogenannte Drittwirkung der Grundrechte, 1977, S. 118 ff., insbes. S. 125.

92 BVerfGE 14, 263, 277, 279 (*Feldmühle*); BVerfGE 100, 289, 304 f. (*DAT/Altana*); BVerfG NJW 2001, 279, 280 (*Moto Meter*); inzident BVerfG NJW 1999, 1699, 1700 (*SEN/KHS*).

93 BVerfGE 58, 137 (Pflichtexemplar); vgl. vorher schon BVerfG 31, 229, 243 (Urheberrecht); BVerfGE 57, 107, 117 (Bundes-Seuchengesetz).

94 Vgl. etwa BVerfG 79, 174, 192 (Straßenverkehrslärm); BVerfGE 83, 201, 213 (Vorkaufrecht); BVerfGE 100, 226, 244 (Rheinland-pfälzisches Denkmalschutzgesetz).

95 Kritisch zur Terminologie DEPENHEUER in: v. Mangoldt / Klein / Starck, GG, 4. Aufl. 1999, Art. 14 Rn. 244.

das Eigentum eingreifen, dass sie den verfassungsrechtlichen Geboten der Verhältnismäßigkeit und Gleichheit nur genügen, wenn sie zumindest für bestimmte Ausnahmefälle Entschädigungsansprüche der Eigentümer festlegen.⁹⁶ Unter diese Gruppe können auch privatrechtliche Normen fallen,⁹⁷ und gerade die §§ 3 ff. UmwG 1956, mit denen sich das BVerfG in seiner grundlegenden Feldmühle-Entscheidung befasste,⁹⁸ werden zu diesen Beschränkungen gezählt.⁹⁹ Dazu steht es auch nicht im Widerspruch, dass das BVerfG in den oben genannten Entscheidungen „volle“ Abfindung für notwendig hält. Zwar gilt im „Recht der ausgleichspflichtigen Inhalts- und Schrankenbestimmung“ der Grundsatz, dass der von einer solchen Norm betroffene Eigentümer nur Ersatz verlangen kann, soweit die Beschränkung seines Eigentums die Zumutbarkeitsschwelle überschreitet.¹⁰⁰ Dies gilt aber gerade nicht, wenn der Eingriff – wie beim Abfindungsrecht – auch im Interesse Privater erfolgt.¹⁰¹

Damit entpuppt sich das oben genannte Prinzip der vollen Entschädigung als Ausformung eines von *L. Schulze-Osterloh*¹⁰² entwickelten Gebots, dem die gesamte Figur der ausgleichspflichtigen Inhalts- und Schrankenbestimmungen ihre Existenz verdankt: dem (von *L. Schulze-Osterloh* so genannten) verfassungsrechtlichen Prinzip der Eigentumsopferungsentschädigung, dem (von Art. 14 III GG zu unterscheidenden, aus dem

96 So oder ähnlich DEPENHEUER in: v. Mangoldt / Klein / Starck, GG, 4. Aufl. 1999, Art. 14 Rn. 242; JARASS / PIEROTH, GG, 6. Aufl. 2002, Art. 14 Rn. 46; PAPIER, DVBl. 2000, 1398, 1401; SCHMIDT-BLEIBTREU in: Schmidt-Bleibtreu / Klein, GG, 9. Aufl. 1999, Art. 14 Rn. 6b; WIELAND in: Dreier, GG, 1996, Art. 14 Rn. 124; auch schon L. SCHULZE-OSTERLOH, NJW 1981, 2537, 2543. In der Sache ähnlich das Konzept von WENDT zur von ihm so genannten „sozialpflichtüberschreitenden Schrankenziehung“, vgl. WENDT, Eigentum und Gesetzgebung, 1985, S. 337 ff.

97 BRYDE in: von Münch / Kunig, GG, 5. Aufl. 2000, Art. 14 Rn. 65; WENDT in: Sachs, GG, 3. Aufl. 2003, Art. 14 Rn. 84.

98 BVerfGE 14, 263 (*Feldmühle*).

99 BRYDE in: von Münch / Kunig, GG, 5. Aufl. 2000, Art. 14 Rn. 65; PAPIER in: Maunz / Dürig / Herzog, GG (Loseblatt), Stand: Juni 2002, Art. 14 Rn. 344 mit Fn. 2; L. SCHULZE-OSTERLOH, Das Prinzip der Eigentumsopferentschädigung im Zivilrecht und im öffentlichen Recht, 1980, S. 262; L. SCHULZE-OSTERLOH, NJW 1981, 2537, 2543 f.; vgl. auch WENDT in: Sachs, GG, 3. Aufl. 2003, Art. 14 Rn. 84, WENDT, Eigentum und Gesetzgebung, 1985, S. 336, 337 ff. Hierzu passt auch die dogmatische Einordnung der aktien- und umwandlungsrechtlichen Abfindungsansprüche als privatrechtliche Aufopferungsansprüche (dazu KLÖHN, AG 2002, 443 ff.), denn auch diese Aufopferungsansprüche werden als Folge von ausgleichspflichtigen Inhalts- und Schrankenbestimmungen verstanden (AK-RITTSTIEG, GG, 1989, Art. 14 Rn. 177; WENDT in: Sachs, a.a.O.; WENDT, Eigentum und Gesetzgebung, 1985, S. 336; differenzierend L. SCHULZE-OSTERLOH, Das Prinzip der Eigentumsopferentschädigung im Zivilrecht und im öffentlichen Recht, 1980, S. 297 ff.).

100 DEPENHEUER in: v. Mangoldt / Klein / Starck, GG, 4. Aufl. 1999, Art. 14 Rn. 254. Hierzu auch WENDT in: Sachs, GG, 2. Aufl. 1999, Art. 14 Rn. 83 ff.

101 Vgl. auch WENDT in: Sachs, GG, 2. Aufl. 1999, Art. 14 Rn. 83 ff.

102 Jetzt: OSTERLOH.

Gleichheits- und Verhältnismäßigkeitsgrundsatz folgenden) *verfassungsrechtlichen Entschädigungsgebot*^{103, 104}

Will man also allein unter Berufung auf die BVerfG-Grundsätze zum Aktienverfassungsrecht aus Art. 14 GG die Pflicht zur Unterbreitung eines Kaufangebotes zugunsten benachteiligter Minderheitsaktionäre ableiten, muss man sich fragen, ob dieses Entschädigungsgebot eine solche Pflicht hergibt.

(2) Das verfassungsrechtliche Entschädigungsgebot als Grundlage der Angebotspflicht? Versucht man, zu dieser Frage den Bestand der verfassungsrechtlichen Literatur aufzunehmen, so stößt man auf das Problem, dass das o.g. Entschädigungsgebot meist nur im Verhältnis Bürger – Staat, aber nicht im Verhältnis zwischen Privaten, und nur als Vorgabe für den Gesetzgeber, nicht aber als Ableitungsbasis für den Richter untersucht wird.¹⁰⁵ Aus dem bisherigen Kenntnisstand über die ausgleichspflichtigen Inhalts- und Schrankenbestimmungen sowie aus allgemeinen verfassungsdogmatischen Gesichtspunkten lässt sich jedoch eine Kritik formulieren:

Aus rechtsmethodischer Sicht ist zunächst zu bemängeln, dass die ausschließliche Arbeit mit Art. 14 GG die Gefahr birgt, dass die Wertungen des einfachen Gesetzesrechts durch verfassungsrechtliche Abwägungen überspielt werden.¹⁰⁶ Auch die mittelbare Drittwirkung der Grundrechte findet nur im Rahmen der Gesetzesbindung des

103 L. SCHULZE-OSTERLOH, Das Prinzip der Eigentumsopferentschädigung im Zivilrecht und im öffentlichen Recht, 1980, S. 276 ff.; L. SCHULZE-OSTERLOH, NJW 1981, 2537, 2541 ff. Hierzu als Grundlage der ausgleichspflichtigen Inhalts- und Schrankenbestimmung BRYDE in: von Münch / Kunig, GG, 5. Aufl. 2000, Art. 14 Rn. 65; PIEROTH / SCHLINK, Grundrechte, 18. Aufl. 2002, Rn. 934; WIELAND in: Dreier, GG, 1996, Art. 14 Rn. 123. Kritisch zu diesem Entschädigungsgebot neben Art. 14 III GG PAPIER in: Maunz / Dürig / Herzog, GG (Loseblatt), Stand: Juni 2002, Art. 14 Rn. 346; SCHMITT-KAMMLER, FS Rechtswissenschaftliche Fakultät zur 600-Jahr-Feier der Universität zu Köln, 1988, 821, 837 ff. Als grundlegend für das Institut der ausgleichspflichtigen Inhalts- und Schrankenbestimmungen gelten ferner der Aufsatz von H.P. IPSEN, VVDStRL 10 (1952), 96 sowie die Schrift von P. LERCHE, Übermaß und Verfassungsrecht, 1961 (insbes. S. 181 ff.).

104 Im Gegensatz zur im Haupttext vertretenen Ansicht sieht WIEDEMANN, ZGR 1999, 857, 867 das vom BVerfG für das Abfindungsrecht anerkannte Entschädigungsgebot als Ausprägung des verfassungsrechtlichen Untermaßverbotes an. BILDA in: MünchKommAktG, 2. Aufl. 2000, § 305 Rn. 45 hält die Abfindung für die nach Art 14 III 2 GG gebotene Entschädigung; diese Ansicht ist aber schon deshalb nicht zutreffend, weil es sich bei den abfindungspflichtigen Strukturmaßnahmen nicht um Enteignungen i.S.d. Art. 14 III GG handelt (schon o. II 2. b) bb) (1)).

105 Stellvertretend L. SCHULZE-OSTERLOH, Das Prinzip der Eigentumsopferentschädigung im Zivilrecht und im öffentlichen Recht, 1980, S. 269 *et passim*; WENDT, Eigentum und Gesetzgebung, 1985, S. 343 f. Im Sinne der hier vertretenen Meinung auch für das Zivilrecht recht deutlich AK-RITTSTIEG, GG, 1989, Art. 14 Rn. 177.

106 Dazu allgemein DIEDERICHSEN, AcP 198 (1998), 171, 193 ff.; STERN, FS Wiedemann, 2002, 133, 146. Vgl. im vorliegenden Zusammenhang auch L. SCHULZE-OSTERLOH, Das Prinzip der Eigentumsopferentschädigung im Zivilrecht und im öffentlichen Recht, 1980, S. 286.

Richters statt.¹⁰⁷ Arbeitet man ohne einfach-gesetzliche Anknüpfungsbasis allein mit Art. 14 GG, so ist die Gefahr, dass man *contra legem* judiziert, besonders groß.

Verfassungsdogmatisch wäre die Ableitung von Angebotspflichten unter Privaten ohne einfaches Gesetz, auf das die in Art. 14 GG enthaltene Wertentscheidung ausstrahlen könnte, außerdem eine unmittelbaren Drittwirkung der Grundrechte und als solche nach der heute ganz überwiegenden Ansicht unzulässig.¹⁰⁸ Auch wenn das BVerfG im *SEN/KHS*-Beschluss von einem „verfassungsrechtlich gebotenen Anspruch“ spricht,¹⁰⁹ so ist diese Formulierung vor dem Hintergrund des entschiedenen Einzelfalls zu sehen, in dem es darum ging, ob der Abfindungsanspruch außenstehender Aktionäre beim Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag auch dann bestehen bleibt, wenn der Unternehmensvertrag nach Eröffnung des Spruchverfahrens beendet wird. Hier brauchte nicht der Anspruch selbst aus Art. 14 GG hergeleitet zu werden, es reichte einfach-gesetzliche Dogmatik, die durch die Ausstrahlung des Art. 14 GG unterstützt wurde (z.B. indem man den Abfindungsanspruch aus § 305 AktG von seiner Rechtsnatur her als gesetzlichen Anspruch begriff¹¹⁰).

Schließlich ist auch im Verhältnis Bürger-Staat anerkannt, dass die Gerichte aus dem oben genannten Entschädigungsgebot nicht eigenmächtig Entschädigungspflichten ohne einfach-gesetzliche Grundlage ableiten dürfen.¹¹¹ Enthalten ausgleichspflichtige Inhalts- und Schrankenbestimmungen keine Entschädigungsbestimmung, und sind sie deshalb verfassungswidrig, so muss der Bürger bekanntlich gegen das Gesetz vorgehen, er kann sich nicht auf ein „Dulde, aber liquidiere“ berufen.¹¹² Zwar wird dieser Grundsatz im öffentlichen Recht hauptsächlich mit der Budgethoheit des Parlaments begründet (keine Staatshaftung für legislatives Unrecht).¹¹³ Entscheidend ist daneben aber ein zweiter Gesichtspunkt, der auch für das Verhältnis unter Privaten fruchtbar gemacht werden kann: Allgemeine Ansicht ist, dass ausgleichspflichtige Inhalts- und Schrankenbestimmungen auch ohne Entschädigungspflichten verfassungskonform sein können,

107 Zuletzt STERN, FS Wiedemann, 133, 144 ff.

108 Dazu nur JARASS / PIEROTH, GG, 6. Aufl. 2002, Art. 1 Rn. 35; vgl. aber auch HAGER, JZ 1994, 373, 383 sowie die Nachweise bei STERN, Staatsrecht III/1, 1988, S. 1531 f., 1538.

109 BVerfG NJW 1999, 1699, 1701 (*SEN/KHS*).

110 Vgl. dazu LUTTERMANN, JZ 1997, 1183 sowie später RÖHRICHT, ZHR 162 (1998), 249, 257; M. SCHWAB, BB 2000, 527, 528. Den Ausführungen RÖHRICHTS zustimmend BayObLGZ 1998, 231, 234 (*März/EKU*); AMMON, FGPrax 1998, 121, 123.

111 Statt aller DEPENHEUER in: v. Mangoldt / Klein / Starck, GG, 4. Aufl. 1999, Art. 14 Rn. 248.

112 BVerfGE 58, 300, 320 (*Nassauskiesung*); DEPENHEUER in: v. Mangoldt / Klein / Starck, GG, 4. Aufl. 1999, Art. 14 Rn. 248; OSSENBÜHL, FS Friauf, 1996, 391, 393, 401; SIECKMANN in: Friauf / Höfling, Berliner Kommentar (Loseblatt), Stand: Dezember 2002, Art. 14 Rn. 181.

113 Stellvertretend DEPENHEUER in: v. Mangoldt / Klein / Starck, GG, 4. Aufl. 1999, Art. 14 Rn. 251; kritisch SIECKMANN in: Friauf / Höfling, Berliner Kommentar (Loseblatt), Stand: Dezember 2002, Art. 14 Rn. 194.

wenn der Gesetzgeber befristete Übergangsregelungen¹¹⁴, HärteklauseIn, Anpassungshilfen oder Dispense¹¹⁵ sowie administrative und technische Vorgaben¹¹⁶ vorsieht. Der Gesetzgeber hat somit – wie auch das BVerfG zum Aktienverfassungsrecht betont hat¹¹⁷ – einen weiten Gestaltungsspielraum und ist keineswegs auf die Statuierung von Geldansprüchen festgelegt.¹¹⁸ Dieser Spielraum würde ignoriert, wenn man aus Art. 14 GG eine Entschädigungspflicht herleiten würde.¹¹⁹ Zurückhaltend zeigte sich insofern auch der *Moto-Meter*-Beschluss, in dem das BVerfG ausführt, dass der notwendige Schutz der Aktionäre bei der übertragenden Auflösung auch über ein Anfechtungsverfahren gesichert werden kann, in dem über die Angemessenheit der von der AG eingestrichenen Gegenleistung entschieden wird.¹²⁰

Das verfassungsrechtliche Entschädigungsgebot taugt somit nur dazu, die Rechtsfolgen von im einfachen Recht verankerten Entschädigungs-, Abfindungsansprüche und Pflichtangebote zu konkretisieren.¹²¹ Es ist aus den oben genannten Gründen aber ungeeignet, solche Ansprüche bzw. Pflichten originär aus Art. 14 GG abzuleiten.

3. Zusammenfassung

Die Entscheidung des BGH zur Angebotspflicht beim regulären Delisting kann nach alledem nicht überzeugen. Zum einen liegt es in der Konsequenz der *DAT/Altana*-Rechtsprechung, die Veräußerungsmöglichkeit über die Börse unter Art. 14 GG zu subsumieren. Sollte der BGH so zu verstehen sein, dass er das von ihm befürwortete Pflichtangebot ohne einfach-gesetzliche Grundlage direkt aus Art. 14 GG herleiten wollte, so taugt auch das von ihm dabei bemühte verfassungsrechtliche Entschädigungsgebot nicht als Ableitungsbasis für das befürwortete Pflichtangebot. Dies alles gibt Anlass, die Grundsätze des BGH zum Pflichtangebot nicht zu verallgemeinern.¹²²

Festzuhalten bleibt somit trotz des *Macrotron*-Urteils, dass das einfache Recht die Börsennotierung im Rahmen der konzernrechtlichen Abfindungs- und Ausgleichsvor-

114 BVerfGE 70, 191, 201 f.; BVerfGE 83, 201, 212 f. (Vorkaufsrecht).

115 BVerfGE 58, 137, 152 (Pflichtexemplar); BVerfGE 100, 226, 245 (Rheinland-pfälzisches Denkmalschutzgesetz).

116 BVerfGE 100, 226, 245 (Rheinland-pfälzisches Denkmalschutzgesetz).

117 Dazu die Nachweise o. Fn. 86.

118 Statt aller L. SCHULZE-OSTERLOH, *Das Prinzip der Eigentumsopferentschädigung im Zivilrecht und im öffentlichen Recht*, 1980, 297 ff.; OSSENBÜHL, FS Friauf, 1996, 391, 393; vgl. auch WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht I*, 1980, § 12 III 2 = S. 705.

119 In diesem Sinne wohl auch PAPIER in: Maunz / Dürig / Herzog, GG (Loseblatt), Stand: Juni 2002, Art. 14 Rn. 347 a.E.

120 Dazu BVerfG NJW 2001, 279, 281 (*Moto Meter*).

121 Hierbei kann es sich auch um die Gegenleistungsforderung der AG handeln, über die die Minderheitsaktionäre mittelbar geschützt werden (so die Konstellation der übertragenden Auflösung, dazu BVerfG NJW 2001, 279, 281 (*Moto Meter*)).

122 Dazu, dass diese Sichtweise auch dem Willen des II. Senats entsprechen könnte, s.o. II 2. vor a).

schriften sowie bei der Abfindungsfreiheit von formwahrender Verschmelzung und Spaltung und beim Formwechsel zwischen AG und KGaA „konsequent ausblendet“. Für die Auslegung der §§ 304 II 2, 305 II, 320b I 2 AktG ergeben sich daher aus der Tatsache, dass es sich beim herrschenden Unternehmen bzw. bei der Obergesellschaft um eine nicht börsennotierte AG handelt, keine durch das *Macrotron*-Urteil verursachten Besonderheiten.

III. DIE KOMPETENZ DER HAUPTVERSAMMLUNG UND DAS NÖTIGE QUORUM

Die vom BGH angenommene Erstreckung des grundrechtlichen Schutzes des Aktien Eigentums auf die Verkehrsfähigkeit an der Börse wirkt sich auch auf die Frage der Zuständigkeit für ein Delisting-Verfahren und das aktienrechtliche Kompetenzgefüge aus: Während im Vorfeld der *Macrotron*-Entscheidung breite Kreise im Schrifttum von der entsprechenden Anwendung der *Holzmüller*-Grundsätze¹²³ ausgingen, indem das Delisting als eine strukturverändernde Entscheidung angesehen wurde,¹²⁴ teilweise unter Hinweis auf § 240 I S. 1 UmwG,¹²⁵ erteilt der II. Zivilsenat dieser Auffassung eine klare Absage. Soweit der Senat sich darauf stützt, daß der Rückzug von der Börse keine Auswirkung auf das eigentliche Mitgliedschaftsrecht hat, insbesondere nicht auf die Mitwirkungsrechte, des Aktionärs, kann ihm sicherlich nicht die Gefolgschaft verwehrt werden.¹²⁶ Denn die reine Verringerung der Wahrscheinlichkeit, seine Aktie jederzeit zu veräußern, ist nicht gleichzusetzen mit den Eingriffen, die der Aktionär erleidet, wenn er etwa Gewinnbezugsrechte verliert oder sein Einfluß auf die AG und das gebundene Vermögen verringert wird, indem das Vermögen der AG auf eine Tochtergesellschaft verlagert wird.¹²⁷ Dies hätte es gerade auch im Zusammenhang mit dem kapitalmarktrechtlichen Verfahren nach § 38 IV BörsG und der Frage des Drittschutzes gegenüber Entscheidungen der Börsenorgane nahegelegt, die Zuständigkeit für das Delisting überhaupt nicht bei der Hauptversammlung zu verorten.¹²⁸

123 BGHZ 83, 122; dazu zuletzt HENZE FS Ulmer 2003, 211; HÜFFER FS Ulmer 2003, 279, je m.w.Nachw.

124 SCHWARK / GEISER ZHR 161 (1997), 739, 761 ff.; VOLLMER/GRUPP, ZGR 1995, 459, 474 f.; LUTTE / LEINEKUGEL ZIP 1998, 802, 803; PLUSKAT WM 2002, 833, 834 f.; DE VRIES, Delisting 2002, S. 83 ff., je m.w.Nachw.

125 HELLWIG, ZGR 1999, 781, 799 ff.; s. auch KLEINDIEK FS Bezenberger 2000, 653, 656.

126 Zust. auch ADOLFF / TIEVES, BB 2003, 797, 798; KRÄMER / THEIB, AG 2003, 225, 236 f.; zuvor schon HENZE FS Ulmer 2003, 211, 239 ff.; a.A. nach wie vor EKKENGA ZGR 2003, 878, 889; wohl auch LUTTER JZ 2003, 685, 686.

127 So bereits MÜLBERT ZHR 165 (2001), 104, 129; BUNGERT BB 2000, 53, 55; SCHIESSL, AG 1999, 442, 452; prononciert auch KRÄMER / THEIB, AG 2003, 225, 236 f.; im Grundsatz auch *Streit*, ZIP 2003, 392, 393.

128 So konsequent KRÄMER / THEIB, AG 2003, 225, 236 ff.; s. auch STREIT, ZIP 2003, 392, 393, der allerdings wegen des unterschiedlichen Anlegerschutzniveaus in den einzelnen Börsenordnungen die Hauptversammlungszuständigkeit (dennoch) annehmen will.

Dennoch hält der BGH die Hauptversammlung zuständig und begründet dies wiederum mit dem verfassungsrechtlich gebotenen Schutz der Aktie nach Art. 14 GG. Daß dies nicht zu überzeugen vermag, ist bereits oben festgestellt worden. Daß die Entscheidung zum Rückzug von der Börse für den einzelnen Aktionär problematisch aufgrund der Verringerung der Wahrscheinlichkeit eines Verkaufs sein kann, ist nicht zu bestreiten; doch vermag der reine Verlust von Chancen nicht das Eigentum selbst zu tangieren, solange die Verkehrsfähigkeit an sich bestehen bleibt, zumal diese Chance gerade im konkreten Fall angesichts eines kaum noch zu verzeichnenden *free floats* an der Börse nur theoretisch bestand.¹²⁹ Daher kann auch nicht die Flucht in einer „verfassungskonformen Auslegung“ des § 119 II AktG gesucht werden,¹³⁰ da schon der Ausgangspunkt nicht zutreffend ist.¹³¹ Wenig hilfreich ist auch der Hinweis auf den Wegfall der Zulassungsfolgepflichten, der der Minderheit die Kontrolle der Verwaltung ermöglichen soll.¹³² Warum ausgerechnet allein die im Börsenrecht verankerten Zulassungsfolgepflichten diese Kontrolle ermöglichen sollen und die Minderheit in der nicht-börsennotierten Gesellschaft nicht genügend aktienrechtlich verbürgte Rechte, wie Frage- und Auskunftsrecht, Publizitätspflichten etc. wahrnehmen können sollen, ist nicht ersichtlich.

Gleiches gilt, wenn der Grund für die Zuständigkeit der Hauptversammlung in einer individualschützenden Funktion liegen soll.¹³³ Denn dem Individualschutz entspräche entweder ein Abfindungsanspruch oder ein negatorischer Schutz im Wege einer Klagemöglichkeit auf Unterlassung; warum der Individualschutz aber unbedingt an einen Beschluß der Hauptversammlung gekoppelt sein sollte, wird nicht recht klar, da dieser Beschluß praktisch nur noch als Durchgangsstation für die sich anschließende Anfechtungsklage und dem damit gewonnenen Individualschutz erscheint. Konsequenter wäre es dann, den schon in den siebziger Jahren von *Mertens* aufgebrachten Gedanken des Individualschutzes des Mitgliedschaftsrechts aufzunehmen. Die Wurzel des Übels liegt letztlich aber in der unzureichenden Verzahnung und des Ausbaus des kapitalmarktrechtlichen Schutzes gegenüber den gesellschaftsrechtlichen Strukturfragen;¹³⁴ denn gerade das kapitalmarktrechtliche Verfahren könnte den ins Feld geführten Individualschutz garantieren.

Eng mit der Zuständigkeit der Hauptversammlung verbunden ist die Frage nach dem nötigen Quorum für einen Delisting-Beschluss: Wer hier für Analogien zu struktur-

129 Darauf weist zu Recht HOLZBORN WM 2003, 1105, 1107 hin; KRÄMER / THEIB, AG 2003, 225, 228; s. auch ADOLFF / TIEVES, BB 2003, 797, 799.

130 So aber ADOLFF / TIEVES, BB 2003, 797, 800; ähnlich STREIT ZIP 2003, 392, 393.

131 Krit. zu Recht KRÄMER / THEIB, AG 2003, 225, 237 (Fn. 105); s. auch K. SCHMIDT, NZG 2003, 601, 603.

132 So aber WILSING / KRUSE, WM 2003, 1110, 1111.

133 So wohl K. SCHMIDT, NZG 2003, 601, 603 unter Verweis auf HÜFFER FS Ulmer 2003, 211.

134 Zutr. KRÄMER / THEIB, AG 2003, 225, 236 ff.; BÜRGERS, NJW 2003, 1642, 1643; s. auch HOLZBORN WM 2003, 1105, 1106.

ändernden Beschlüssen im Bereich der Zuständigkeit eintritt, muß konsequenterweise für die Notwendigkeit einer satzungsändernden Mehrheit plädieren.¹³⁵ Andernfalls müßte angenommen werden, daß es strukturändernde Beschlüsse von unterschiedlicher Intensität gäbe – was schwerlich mit dem aktienrechtlichen Kompetenzgefüge vereinbar wäre und sich allenfalls aus den unterschiedlichen Quoren für satzungsändernde Beschlüsse einerseits und *Squeeze-Out*-Beschlüssen andererseits ableiten ließe. Aber auch von der Position des BGH aus ist nicht nachvollziehbar, warum der behauptete Eingriff in Art. 14 GG keine qualifiziertes Quorum von 75% rechtfertigen soll.¹³⁶ Von der Warte des VI. Zivilsenats aus hätte begründet werden müssen, wo die Unterschiede gegenüber anderen Eingriffen in das Aktieneigentum liegen und warum der Gesetzgeber für solche Eingriffe (Satzungsänderung etc.) andere Quoren gewählt hat. Wenn man denn einen Hauptversammlungsbeschluß für erforderlich hält, hätte eine Rechtsfortbildung durch Analogie zu den umwandlungsrechtlichen Beschlußerfordernissen näher gelegen.

IV. PARADIGMENWECHSEL: ABFINDUNG STATT MATERIELL-RECHTLICHER BESCHLUSSKONTROLLE

Eng verknüpft mit der verfassungsrechtlichen Argumentation des II. Zivilsenats ist der – aus praktischer Sicht sicherlich nachvollziehbare – Ausschluß einer materiellen Beschlußkontrolle zugunsten der Abfindungslösung. Doch darf nicht verkannt werden, daß dieser Verzicht auf eine Inhaltskontrolle des Beschlusses im Gegensatz zu einer langen Tradition der richterrechtlich begründeten Minderheitenschutz in der AG steht.¹³⁷ Damit begegnet uns der schon auf verfassungsrechtlicher Ebene zweifelhaft Grundsatz des „Dulde und Liquidiere“ auf der gesellschaftsrechtlichen Ebene wieder.¹³⁸ Auch wenn der Vorrang einer Abfindungslösung manchem Charme für sich haben mag, fehlen doch bislang Kriterien, die es – auch *de lege ferenda* – erlauben würden, zwischen beiden Alternativen jeweils zu entscheiden, etwa im Fall des Bezugsrechtsausschlusses, der Satzungsänderung, der Umwandlung oder der strukturändernden Maßnahme.

135 So VOLLMER / GRUPP ZGR 1995, 459, 474; KLEINDIEK FS Bezenberger 2000, 653, 659; LUTTER, FS Zöllner 1998, 363, 378, 380; ZETZSCHE ZIP 2000, 1066; abl. HEIDEL DB 2003, 548: „viel zu weitgehend“, aber ohne nähere Begründung; offen WILSING / KRUSE, WM 2003, 1110, 1111.

136 S. auch BÜRGERS, NJW 2003, 1642, 1643; KRÄMER/THEIB, AG 2003, 225, 237: Beschluß mit einfacher Mehrheit reine „Förmelei“; ähnlich K. SCHMIDT, NZG 2003, 601, 603; für qualifizierte Mehrheit ebenfalls LUTTER JZ 2003, 685, 686.

137 Allen voran die Kontrolle des Ausschlusses des Bezugsrechts, s. BGHZ 71, 40, 44 ff. – *Kali & Salz*.

138 Zutr. K. SCHMIDT, NZG 2003, 601, 603; EKKENGA, ZGR 2003, 878, 890, 899 ff.

V. DIE ÜBERPRÜFUNG DES AUSSTIEGSANGEBOTES IM SPRUCHVERFAHREN

Hingegen sind die Ausführungen des BGH zur grundsätzlichen Analogiefähigkeit des Spruchverfahrens grundsätzlich zu begrüßen.¹³⁹ Reduziert man, wie der BGH im *Macrotron*-Urteil mit der Verneinung der materiellen Beschlusskontrolle, den Aktionärsschutz auf einen rein vermögensbezogenen Schutz, so muss – wie in allen Fällen, in denen Bestandsinteressen gegen Vermögensausgleich aufgeopfert werden – dafür gesorgt sein, dass am Ende tatsächlich ein angemessener Ausgleich gezahlt wird.¹⁴⁰ Das Spruchverfahren erweist sich mit seinem Amtsermittlungsgrundsatz und der für Kleinaktionäre günstigen Kostenregelung daher als tragende Säule des vom BGH vertretenen Konzept: Während die seit „*DAT/Altana*“ befürwortete Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze der Entschädigung dafür sorgt, dass der Aktionär grundsätzlich nicht weniger erhält als bei einer freiwilligen Desinvestition, sorgt die nunmehr anerkannte Analogiefähigkeit des Spruchverfahrens dafür, dass der Aktionär sein Recht auf volle Entschädigung in prozessual günstiger Weise durchsetzen kann.¹⁴¹ Dies überzeugt auch für andere Fälle, in denen vom Gesetz kein Spruchverfahren vorgesehen ist, in denen die Minderheitsaktionäre aber ebenfalls nicht über eine materielle Beschlusskontrolle geschützt werden, insbesondere also bei der übertragenden Auflösung.¹⁴²

Die eigentliche Frage lautet hier, ob sich die Ansicht des BGH auch über die Reform des Spruchverfahrens durch das Spruchverfahrensneuordnungsgesetz¹⁴³ retten kann. Sollte der Gesetzgeber des neuen SpruchG sich nicht dazu durchringen, den Anwendungsbereich des Gesetzes durch eine Generalklausel offen zu halten, könnte der Analogiefähigkeit nämlich das in § 1 RegE SpruchG (zumindest nach dem Textbefund) enthaltene Enumerativprinzip entgegen stehen.¹⁴⁴ Hier bleibt abzuwarten, wie der Gesetzgeber auf die Entscheidung des BGH reagiert. Sollte er sich nicht weiter äußern,

139 Zustimmend auch *Streit*, ZIP 2003, 392, 395; K. SCHMIDT, NZG 2003, 601, 603 f.; a.A. WILLSING / KRUSE WM 2003, 1110, 1113; KRÄMER / THEIB, AG 2003, 225, 241; zum Streitstand über die Analogiefähigkeit des Spruchverfahrens vor der Entscheidung des BGH s.o. I.

140 Hierzu schon HIRTE, WM 1997, 1001, 1007 in Besprechung des von MÜLBERT, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, 2. Aufl. 1996 propagierten Prinzips rein vermögensmäßigen Ausgleichs. Vgl. neuerdings auch H. HANAU, NZG 2002, 1040, 1043.

141 Zu den Vorteilen des Spruchverfahrens gegenüber der Anfechtungsklage etwa KLÖHN, AG 2002, 443, 451 m.w.N. in Fn. 94, 95.

142 Zum Ausschluss der materiellen Beschlusskontrolle in diesen Fällen BGHZ 103, 184, 189 ff. (*Linotype*); dem folgend BayObLGZ 1998, 211, 217 (*Magna Media*); OLG Stuttgart ZIP 1995, 1515, 1519 (*Moto Meter I*); LG Stuttgart ZIP 1993, 514, 516 (*Moto Meter*); s. auch OLG Düsseldorf WM 1994, 337, 343; aus der Literatur etwa HÜFFER in: MünchKommAktG, 2. Aufl. 2001, § 243 Rn. 64; dagegen aber z.B. WIEDEMANN, JZ 1989, 447, 448 f. Verfassungsrechtliche Zwänge bestehen insoweit nicht, vgl. BVerfG NJW 2001, 279, 281 (*Moto Meter*).

143 Dazu der RegE BTDrucks. 15/371.

144 S. schon RÜHLAND, WM 2002, 1957, 1966 (zur übertragenden Auflösung).

wäre dieses Schweigen allerdings nicht als ein „beredtes Schweigen“ anzusehen, das eine Gesetzeslücke ausschließen würde, denn bisher ist aus den Gesetzesmaterialien nichts dafür ersichtlich, dass der Gesetzgeber nicht nur prozessuale, sondern auch materiell-rechtliche Fragen entscheiden wollte.

Ebenfalls offen ist, inwieweit die Überprüfung des vom BGH befürworteten Pflichtangebots im Spruchverfahren dazu führt, dass Beschlussmängel, die auf die fehlende Angemessenheit des Kaufpreises abstellen, bei einer Anfechtungsklage ausgeschlossen sind. Folgt man den Grundsätzen des BGH, sollte im Hinblick auf die insoweit übereinstimmenden Regelungen der §§ 305 V 2, 320b II 1, 2. Alt., 327a II 1, 2. Alt. AktG, 32, 210 UmwG zumindest der Einwand ausgeschlossen werden, die Höhe des Kaufpreises sei nicht angemessen. Ob gleiches auch gilt, wenn kein Angebot vorgelegt wurde oder es sich hierbei um ein nicht ordnungsgemäßes Angebot handelt, muss angesichts der insoweit divergierenden §§ 305 V 2 AktG, 32, 210 UmwG einerseits und §§ 320b II 1, 2. Alt., 327a II 1, 2. Alt. AktG andererseits als offen gelten, wird wegen des parallel laufenden Verfahrens aber kaum jemals praktisch werden.¹⁴⁵ Offen ist auch die Frage, inwieweit die „MEZ“- und „Aqua-Butzke-Werke“-Rechtsprechung des BGH¹⁴⁶ zu den abfindungsbezogenen Informationspflichten auf das reguläre Delisting zu übertragen ist. Zwar wird diese Frage dadurch entschärft, dass der BGH keinen speziellen Bericht über das Delisting und die Angemessenheit der Abfindung fordert,¹⁴⁷ trotzdem muss das Abfindungsangebot in der Hauptversammlung bekannt gemacht werden,¹⁴⁸ so dass den Aktionären das allgemeine Informationsrecht aus § 131 AktG verbleibt.¹⁴⁹ Nach der hier vertretenen Ansicht kommt es auf diese Fragen freilich nicht an, weil bereits die Prämisse des BGH (Pflichtangebot) abzulehnen ist.

145 S. schon o. II 2. vor a). HEIDEL, DB 2003, 548, 549 versteht den BGH so, dass ein fehlendes Angebot den Beschluss nichtig mache und begründet dies mit der Wendung des BGH „dass ihnen (...) ein Pflichtangebot (...) vorgelegt wird“ (BGH ZIP 2003, 387, 390 sub. II 2 b) sowie der Alternativität der Abfindungsschuldner nach den *Macrotron*-Grundsätzen und dem daraus folgenden Interesse der dissentierenden Aktionäre an Klarheit über den Abfindungspflichtigen.

146 BGHZ 146, 179 (MEZ); BGH NJW 2001, 1428 (*Aqua-Butzke-Werke*); dazu BÄRWALDT, GmbHR 2001, 251; HIRTE, ZHR 167 (2003), 8; HECKSCHEN, NotBZ 2001, 206; HENZE in: Henze / Hoffmann-Becking, Gesellschaftsrecht 2001, 2001, S. 39; HOFFMANN-BECKING in: Henze / Hoffmann-Becking, Gesellschaftsrecht 2001, 2001, S. 55; KALLMEYER, GmbHR 2001, 204; KLEINDIEK, NZG 2001, 552; KLÖHN, AG 2002, 443; LUTTERMANN, BB 2001, 382; MARSCH-BARNER, LM H. 5/2001 UmwG Nr. 9; SINEWE, DB 2001, 690; VETTER, FS Wiedemann, 2002, 1323; WENGER, EWiR § 210 UmwG 1/01; WILSING / KRUSE DB 2002, 1539; WITT, WuB II N. § 210 UmwG 1.01; WITT WuB II N. § 210 UmwG 2.01.

147 BGH ZIP 2003, 387, 391 sub. II 3.

148 BGH ZIP 2003, 387, 391 sub. II 3, der hierfür den Rechtsgedanken des § 124 II 2 AktG heranzieht.

149 So auch HEIDEL, DB 2003, 548, 549.

SUMMARY

Delisting has turned out to be one of the major problems of German corporate law. Capital market law and corporate law are closely interwoven, thus creating distortions in determining the proper minority protection. The German Supreme Court recently ruled that minorities may claim substantial compensation for a violation of their constitutional rights, including shareholders' rights in a corporation. This article scrutinizes the constitutional reasoning of the Supreme Court, arguing that the court mistook the fundamental notions of the constitutionally granted right of property. Furthermore, the article tackles the entangled issues of competences inside the corporation, the fundamental change of paradigm in German corporate law – switching from substantial control of resolutions of general assemblies to a right to be compensated – and the procedure to follow if compensations are not sufficient.