

**Delisting und Aktionärsrechte**  
**Urteilsbesprechung, BGH, Urt. V. 25. November 2002 - II ZR**  
**133/01 - OLG München, LG München I, („Macrotron“)**

von Dr. Werner Nägel, Nürnberg

GG Art. 14 Abs. 1; AktG §§ 120 Abs. 2, 314 Abs. 2, 306; UmwG §§ 306 ff.; BörsG a.F. § 43 Abs. 4

Delisting als schwerwiegender Eingriff in das Aktieneigentum nur dann gerechtfertigt, wenn Hauptversammlungsbeschuß mit Pflichtangebot an die Minderheitsaktionäre vorliegt, welches in einem Spruchverfahren auf Angemessenheit überprüft werden kann („Macrotron“.

BGH, Urteil vom 25. November 2002 - II ZR 133/01 - OLG München, LG München I

1. Ein Entlastungsbeschuß ist auch dann anfechtbar, wenn Gegenstand der Entlastung ein Verhalten vom Vorstand oder Aufsichtsrat ist, das eindeutig einen schwerwiegenden Gesetzes- oder Satzungsverstoß beinhaltet (Klarstellung von BGH, WM 1967, 503, 507). Verletzt der Aufsichtsrat seine Berichtspflicht nach § 314 Abs. 2 AktG, ist der ihm Entlastung erteilende Hauptversammlungsbeschuß anfechtbar.

2. Das reguläre Delisting beeinträchtigt wegen der damit verbundenen erheblichen Beeinträchtigung der Verkehrsfähigkeit der Aktien das Aktieneigentum. Es bedarf eines Beschlusses der Hauptversammlung sowie eines Pflichtangebotes der Aktiengesellschaft oder des Großaktionärs über den Kauf der Aktien der Minderheitsaktionäre. Der Beschuß bedarf keiner sachlichen Rechtfertigung. Der Vorstand braucht dazu keinen Bericht zu erstatten.

3. Ein adäquater Schutz der Minderheit beim regulären Delisting ist nur dann gewährleistet, wenn Inhalt des Pflichtangebotes die Erstattung des vollen Wertes des Aktieneigentums ist und die Minderheitsaktionäre diesen Umstand in einem

**gerichtlichen Verfahren überprüfen lassen können. Die Überprüfung hat entsprechend den Regeln des Spruchverfahrens im Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit zu erfolgen.**

#### **Zum Tatbestand:**

Die Beklagte, eine börsennotierte Aktiengesellschaft, verfügt über ein Grundkapital von 11 Mio. DM, das je zur Hälfte aus Stammaktien und aus stimmrechtslosen Vorzugsaktien besteht. Inhaber des größten Teils der Aktien ist eine ausländische Gesellschaft; in Streubesitz befinden sich noch 1,07 % der Stammaktien und 8,5 % der Vorzugsaktien.

Die Kläger wenden sich mit ihrer Anfechtungsklage in der Revisionsinstanz noch gegen den von der Hauptversammlung am 21. Mai 1999 zu TOP 9 gefaßten Beschluß (Delisting), die Kläger zu 1 und 2 ferner gegen die zu TOP 5 bis 8 gefaßten Beschlüsse (Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat). Dem liegt folgender Sachverhalt zugrunde:

Die Aktien der Beklagten waren bei der Frankfurter Wertpapierbörse und der Bayerischen Börse zur amtlichen Notierung zugelassen. Da nach dem Vortrag der Beklagten mit Rücksicht auf den niedrigen Streubesitz ein Börsenhandel mit ihren Aktien nur noch in geringem Umfang stattfand, hielt sie den mit der Zulassung verbundenen Kostenaufwand nicht mehr für gerechtfertigt. Sie behauptet zudem, es sei infolge des geringen Aktienhandels zu sprunghaften Kursveränderungen gekommen, die durch die Geschäftsentwicklung der Beklagten nicht gerechtfertigt und für das Unternehmen schadenträchtig gewesen seien. Außerdem habe sie Kursmanipulationen befürchtet. Ihre Hauptversammlung hat daher entsprechend dem Vorschlag der Verwaltung zu TOP 9 den Vorstand ermächtigt, bei den beiden Börsen den Widerruf der Zulassung zu beantragen. Die Beklagte hat ferner bekannt gegeben, ihr Großaktionär beabsichtige, den Minderheitsaktionären ein Kaufangebot für jede Aktie im Nennwert von 50,00 DM über 1.057,00 DM (Stammaktien) bzw. 820,00 DM (Vorzugsaktien) zu unterbreiten.

Die Kläger halten den Ermächtigungsbeschluß mangels Befristung, fehlender sachlicher Rechtfertigung und Unverhältnismäßigkeit sowie wegen Fehlens eines Vorstandsberichtes für fehlerhaft.

Die Kläger zu 1 und 2 halten ferner die zur Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat gefaßten Beschlüsse (TOP 5 bis 6: Vorstand; TOP 7 bis 8: Aufsichtsrat) für unrechtmäßig, weil die Abhängigkeitsberichte, die der Vorstand für das Geschäftsjahr 1997/1998 und das Rumpfgeschäftsjahr 1998 erstattet hat, nicht den gesetzlichen Anforderungen entsprechen. Soweit man überhaupt davon ausgehen könne, daß der Aufsichtsrat in seinen nach § 171 Abs. 2 AktG erstatteten Bericht das Ergebnis seiner Überprüfung des Abhängigkeitsberichtes des Vorstandes aufgenommen habe, entspreche seine Berichtstätigkeit nicht den gesetzlichen Voraussetzungen.

Das Landgericht hat die Anfechtungsklage abgewiesen. Das Oberlandesgericht hat die Berufung der Kläger sowie den Hilfsantrag der Klägerinnen zu 3 und 4, den Rechtsstreit unter Abtrennung des Verfahrens zur Überprüfung der Angemessenheit des Kaufangebotes des Mehrheitsaktionärs der Beklagten an das zuständige Gericht der freiwilligen Gerichtsbarkeit zu verweisen, zurückgewiesen.

Die Kläger verfolgen ihre Klageanträge in der Revisionsinstanz in dem dargelegten Umfange weiter. Der Senat hat die Revision nicht angenommen, soweit die Anfechtungsklage gegen die den Vorstand entlastenden Beschlüsse abgewiesen worden ist.

### **Entscheidungsgründe:**

I. Die Revision der Kläger zu 1 und 2 rügt zu Recht, daß das Berufungsgericht die Rechtmäßigkeit der Hauptversammlungsbeschlüsse über die Entlastung der Aufsichtsratsmitglieder mit der Begründung bejaht hat, der Aufsichtsrat sei seiner Verpflichtung nachgekommen, der Hauptversammlung über das Ergebnis seiner Prüfung des vom Vorstand erstatteten Abhängigkeitsberichtes zu berichten. Zudem weist sie zutreffend darauf hin, das Berufungsgericht habe übersehen, daß der Bericht des Aufsichtsrates den Bestätigungsvermerk des Abschlußprüfers nicht enthält. Die Entlastungsbeschlüsse zu TOP 7 und 8 beruhen auf Gesetzesverstößen, so daß sie unter Aufhebung des Berufungsurteils und Abänderung des Landgerichtsurteils für nichtig zu erklären sind (§ 243 Abs. 1 AktG).

1. In Rechtsprechung und Schrifttum ist allerdings umstritten, unter welchen Voraussetzungen ein Entlastungsbeschluß angefochten werden kann. Unter Hinweis auf die Regelung der §§ 120 Abs. 2 Satz 2 bzw. 93 Abs. 4 AktG wird die Ansicht vertreten, auch einer pflichtvergessenen Verwaltung, der erhebliche Gesetzes- oder Satzungsverstöße zur Last fielen, könne Entlastung erteilt werden (vgl. OLG München, WM 1991, 1843, 1851; OLG Düsseldorf, WM 1996, 777, 781; Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff, AktG § 120 Rdn. 38; Mülbart in: Großkomm. AktG, 4. Aufl. § 120 Rdn. 76; Münchner Handbuch AG/Semler, 2. Aufl. Bd. 4 (AG) § 34 Rdn. 23; Lutter, NJW 1973, 113, 114). In der Entlastung liege allein die Erklärung, daß die Verwaltung unternehmerisch zweckmäßig gehandelt habe und weiterhin das Vertrauen der Aktionäre genieße. Eine Anfechtung kommt danach nur bei Vorliegen von Verfahrensfehlern, insbesondere Informationsmängeln, oder ganz bestimmter Inhaltsmängel in Betracht (vgl. Mülbart aaO, § 120 Rdn. 23 ff., 117 ff.).

Dem steht die Ansicht gegenüber, nach der die Entlastung in erster Linie die Erklärung der Hauptversammlung ist, sie billige die Verwaltung als - im großen und ganzen - gesetz- und satzungsmäßig; nur nebenher sei sie auch Vertrauenserweis für die Zukunft (OLG Hamm, ZIP 1993, 119, 121; Hüffer, AktG 5. Aufl. § 120 Rdn. 12; Kölner Kommentar/Zöllner, § 120 Rdn. 47; Volhard in: Semler/Volhard [Hrs.], Arbeitshandbuch für die Hauptversammlung 1999, II C 4; Sethe, ZIP 1996, 1321, 1324).

Die Rechtsprechung des Senats zu dieser Frage erscheint nicht eindeutig. So wird in einem Urteil ausgeführt, die Hauptversammlung könne selbst dann Entlastung erteilen, wenn Gründe vorlägen, die eine Versagung der Entlastung rechtfertigten. Denn ein Aktionär könne über die Anfechtungsklage nicht den übrigen Aktionären seine Meinung aufzwingen (Urt. v. 30. März 1967 - II ZR 245/63, WM 1967, 503, 507). In einer späteren Entscheidung hat der Senat ausgesprochen, die Hauptversammlung handele gesetzeswidrig, wenn sie trotz fehlender oder fehlerhafter Berichterstattung nach § 314 Abs. 2 AktG den Aufsichtsratsmitgliedern Entlastung erteile (BGHZ 62, 193, 194 f.). Aus einem zur GmbH ergangenen Urteil geht hervor, daß die Gesellschafterversammlung mit der Entlastung - auch - darüber befände, ob der Geschäftsführer innerhalb der von Gesetz,

Satzung oder Einzelanweisung seiner unternehmerischen Entscheidungsfreiheit gezogenen Grenzen zweckmäßige Entscheidungen getroffen habe (BGHZ 94, 324, 326 f.).

Der Senat hält unter Klarstellung seiner Rechtsprechung daran fest, daß ein Entlastungsbeschluß anfechtbar ist, wenn Gegenstand der Entlastung ein Verhalten ist, das eindeutig einen schwerwiegenden Gesetzes- oder Satzungsverstoß darstellt. Zutreffend ist darauf hingewiesen worden, daß dem die Vorschrift des § 120 Abs. 2 Satz 2 AktG nicht entgegensteht (Hüffer aaO, § 120 Rdn. 12). Die in § 243 Abs. 1 AktG getroffene Regelung, daß jeder gesetzes- oder satzungswidrige Beschluß der Hauptversammlung angefochten werden kann, erfährt durch die Abtrennung des Verzichts auf Schadensersatzansprüche von der Entlastung keine Durchbrechung (vgl. Sethe, ZIP 1996, 1321, 1323 f.). Würde man eine solche Durchbrechung für den Entlastungsbeschluß zulassen, könnte eine zur Billigung rechtsbrechenden Verhaltens entschlossene Mehrheit gegen den Widerstand einer gesetzes- und satzungstreuen Minderheit eine Entlastung der Verwaltung jederzeit durchsetzen (Volhard in: Semler/Volhard aaO, II C 4). Das widerspricht nicht nur der Regelung des § 243 Abs. 1 AktG, sondern wäre auch mit dem Gesichtspunkt der Treupflicht der Mehrheit gegenüber der Minderheit nicht vereinbar (vgl. BGHZ 103, 184, 193 ff. - Linotype).

Dem steht auch die Regelung des § 93 Abs. 4 AktG nicht entgegen. Denn im Gegensatz zu der Vorschrift des § 243 Abs. 1 AktG, die ein uneingeschränktes Anfechtungsrecht bei Verstößen der Hauptversammlung gegen Gesetz oder Satzung vorsieht, läßt § 93 Abs. 4 AktG die Vereinbarung über den Erlaß einer Schadensersatzforderung in beschränktem Umfang zu.

Dieses Verständnis vom Inhalt der Entlastung führt keineswegs dazu, daß der Entlastungsbeschluß nicht widerspruchsfrei gestaltet werden kann (so aber offenbar Mühlbert aaO, § 120 Rdn. 25). Ist Gegenstand des Urteils der Hauptversammlung lediglich ein Verhalten, das sich im Rahmen von Gesetz und Satzung bewegt hat, betrifft es das unternehmerisch zweckmäßige Handeln und die Entscheidung über das Vertrauen für die Zukunft. Muß über ein gesetz- oder satzungswidriges Verhalten befunden werden, wird dem Verwaltungsmitglied auch für die Zukunft kein Vertrauen ausgesprochen, wenn ihm die Entlastung insgesamt verweigert wird. Daraus folgt jedoch nicht zwingend, daß die Hauptversammlung ein Organmitglied nicht trotz des Vertrauensverlustes im Amt belassen darf, wenn sie der Ansicht sein kann, daß das gleichwohl im Interesse der Gesellschaft liege und das Organ künftig Gesetz und Satzung beachten werde.

2. Auch das Berufungsgericht geht zwar im Grundsatz zutreffend davon aus, daß ein Beschluß, der den Verwaltungsmitgliedern trotz eines schwerwiegenden und eindeutigen Gesetzesverstoßes Entlastung erteilt, selbst gesetzwidrig ist und nach § 243 Abs. 1 AktG angefochten werden kann. Es verneint jedoch im konkreten Fall zu Unrecht einen Verstoß der Aufsichtsratsmitglieder gegen § 314 Abs. 2 AktG.

Es verkennt einmal, daß in den nach § 171 Abs. 2 AktG vom Aufsichtsrat an die Hauptversammlung erstatteten Berichten nicht, wie es § 314 Abs. 2 Satz 1 AktG fordert, zum Ausdruck kommt, der Aufsichtsrat habe die Abhängigkeitsberichte des Vorstandes geprüft. Vielmehr heißt es in den Berichten nur, der Jahresabschluß sowie die Berichte der Geschäftsführung für die Gesellschaften und den Konzern einschließlich der Buchführung für das betroffene Geschäftsjahr seien von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft P.

W. GmbH geprüft und mit deren uneingeschränktem Bestätigungsvermerk versehen worden. Diese Ergebnisse habe der Aufsichtsrat zur Kenntnis genommen, genehmigt und den Jahresabschluß selbst geprüft. Die weiteren Bemerkungen betreffen den konsolidierten Abschluß, den dazu erstatteten Prüferbericht und die Gewinnverwendung. Vom Abhängigkeitsbericht wird nirgends gesprochen. Dessen Prüfung wird auch nicht in dem Passus angesprochen, nach dem alle Vorgänge, für die der Gesetzgeber oder die Unternehmenssatzung die Zustimmung des Aufsichtsrates verlangten, vom Aufsichtsrat geprüft und, soweit erforderlich, genehmigt worden sind. Dabei handelt es sich offensichtlich nur um zustimmungspflichtige Geschäftsvorgänge, wie sie beispielsweise in § 111 Abs. 4 Satz 2 oder in § 204 Abs. 1 Satz 2 AktG umschrieben werden. Der Abhängigkeitsbericht bedarf aber nach der gesetzlichen Regelung keiner Zustimmung des Aufsichtsrates.

Der Bericht des Aufsichtsrates erwähnt zwar, die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft P. W. GmbH habe "die Berichte der Geschäftsführung" mit dem "uneingeschränkten Bestätigungsvermerk" versehen. Darunter kann auch der vom Vorstand erstattete Abhängigkeitsbericht fallen. Dieser Hinweis genügt jedoch nicht, wie die Revision zutreffend ausführt. Das Gesetz (§ 314 Abs. 2 Satz 3 AktG) verlangt vielmehr, daß "ein von dem Abschlußprüfer erteilter Bestätigungsvermerk in den Bericht aufzunehmen" ist. Von dem Erfordernis der wörtlichen Wiedergabe geht auch das Landgericht München I in dem von den Klägern zu 1 und 2 zu den Senatsakten gereichten Urteil vom 31. Mai 2001 (5 AR O 17738/00) aus.

II. Die Revision hat jedoch keinen Erfolg, soweit sich die Kläger gegen den Beschluß der Hauptversammlung über die Ermächtigung des Vorstandes wenden, das reguläre Delisting der Aktien der Beklagten bei den Börsen in Frankfurt und München zu beantragen (TOP 9).

1. Entgegen der Ansicht der Revisionserwiderung geht das Berufungsgericht im Ergebnis zu Recht davon aus, daß das reguläre Delisting - darunter ist der Rückzug der Gesellschaft aus dem Amtlichen Handel und dem geregelten Markt an allen Börsen zu verstehen - eines mit einfacher Mehrheit gefaßten Beschlusses der Hauptversammlung bedarf.

Allerdings kann die Zuständigkeit der Hauptversammlung für die Entscheidung über das reguläre Delisting nicht daraus hergeleitet werden, daß mit ihr in die Innenstruktur der Aktiengesellschaft oder in die Mitverwaltungsrechte der Aktionäre eingegriffen würde. Denn die innere Struktur der Gesellschaft wird dadurch, daß sie sich von der Börse zurückzieht, nicht verändert (vgl. im einzelnen Wirth/Arnold, ZIP 2000, 111, 114 f.; Streit, ZIP 2002, 1279, 1287; grundlegend aus rechtsvergleichender Sicht Hopt, FS Drobniig 1998, S. 525, 536). Ebensowenig werden der Bestand des Mitgliedschaftsrechtes - wie etwa bei der Regelung des "Squeeze out" im Sinne der §§ 327 a ff. AktG - oder das Mitgliedschaftsrecht als relatives Beteiligungsrecht (Dividendenrecht, Anspruch auf Liquidationsanteil) berührt, der Vermögenswert der Beteiligung verwässert (vgl. dazu insgesamt BGHZ 71, 40 - Kali und Salz) bzw. ausgezehrt (BGHZ 135, 374, 378 f. - Guano) oder die mitgliedschaftliche Stellung des Aktionärs durch Mediatisierung seiner Mitwirkungsrechte geschwächt (BGHZ 83, 129, 136 ff. - Holzmüller).

Es darf jedoch nicht übersehen werden, daß dem Aktionär mit dem Rückzug der Gesellschaft aus dem amtlichen Handel (§ 38 Abs. 4 BörsG) oder vom geregelten Markt (§ 52 Abs. 2 BörsG) der Markt genommen wird, der ihn in die Lage versetzt, den Wert seiner Aktien jederzeit durch Veräußerung zu realisieren. Das ist für den Großaktionär oder für Paketbesitzer, die mit ihrer Beteiligung unternehmerische Interessen und nicht lediglich Anlageinteressen verfolgen, ohne Bedeutung. Für die Minderheits- und Kleinaktionäre, deren Engagement bei einer Aktiengesellschaft allein in der Wahrnehmung von Anlageinteressen besteht, bringt der Wegfall des Marktes hingegen wirtschaftlich gravierende Nachteile mit sich, die auch nicht durch die Einbeziehung der Aktien in den Freihandel ausgeglichen werden können.

Dieser Verkehrsfähigkeit der Aktien einer an der Börse zugelassenen Aktiengesellschaft ist mit der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts für die Wertbestimmung der Anteile eine besondere Bedeutung beizumessen: Steht dem Aktionär nach Abschluß eines Unternehmensvertrages im Sinne des § 291 AktG oder nach Vornahme einer Eingliederung im Sinne der §§ 319 ff. AktG ein Abfindungsanspruch zu, dann muß der Abfindungsbetrag so bemessen sein, daß die Minderheitsaktionäre nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung in dem maßgebenden Zeitpunkt hätten erzielen können (BVerfGE 100, 289 - DAT/Altana; BVerfG, Beschl. v. 23. August 2000 - 1 BvR 68/95 u. 147/97, ZIP 2000, 1670 - Moto Meter; zum variablen Ausgleich vgl. BVerfG, Beschl. v. 8. September 1999 - 1 BvR 301/89, ZIP 1999, 1804 - Hartmann & Braun; zum Abfindungsanspruch bei Abschluß eines Unternehmensvertrages vgl. bereits BGHZ 135, 374, 377 ff.). Der Verkehrswert und die jederzeitige Möglichkeit seiner Realisierung sind danach Eigenschaften des Aktieneigentums (BVerfGE 100, 289, 305 f. - DAT/Altana), die wie das Aktieneigentum selbst verfassungsrechtlichen Schutz genießen. Dies muß unmittelbare Auswirkungen auf den Umfang des vermögensrechtlichen Schutzes haben, den das Mitgliedschaftsrecht des Aktionärs genießt. Zwar erstreckt sich der mitgliedschaftliche Vermögensschutz nach der gesetzlichen Regelung unmittelbar lediglich auf die Gewährleistung des Gewinnbezugsrechtes, des Liquidationsanteils und des relativen Vermögenswertes der Beteiligung. Hat der Verkehrswert einschließlich der Verkehrsfähigkeit des Aktienanteils aber Teil an der Eigentumsgarantie des Art. 14 Abs. 1 GG, so ist dieser Schutz auch im Verhältnis der Gesellschaft zu den Aktionären zu beachten. Unter dieser Voraussetzung betrifft er keineswegs nur das außermitgliederschaftliche Rechtsverhältnis des Aktionärs zu Dritten; er ist vielmehr bei börsennotierten Gesellschaften unerläßlicher Bestandteil des Rechtsverhältnisses zwischen Aktiengesellschaft und Aktionär (vgl. dazu Hellwig/Bormann, ZGR 2002, 465, 473 ff.; a.A. Wirth/Arnold aaO, S. 115). Da der Schutz des mitgliedschaftlichen Vermögenswertes nicht in den Händen der Geschäftsleitung, sondern der Hauptversammlung liegt, ist für Entscheidungen darüber auch die Hauptversammlung zuständig. Die Hauptversammlung, nicht die Verwaltung hat darüber zu befinden, ob das Delisting als eine die Verkehrsfähigkeit der Aktie und damit den Verkehrswert des Anteils beeinträchtigende Maßnahme im Hinblick auf den Minderheitenschutz durchgeführt werden darf und soll (i.E. ebenso Hüffer aaO, § 119 Rdn. 24; Hellwig, ZGR 1999, 781, 799; Lutter, FS Zöllner 1998, Bd. I S. 363, 380; Lutter/Leinekugel, ZIP 1998, 805, 806; Schwark/Geiser, ZHR 161 (1997), 739, 763; Vollmer/Grupp, ZGR 1995, 459, 474 f.).

2. Der Umstand, daß die Entscheidung über ein Delisting der Hauptversammlung vorbehalten ist, vermag allein keinen hinreichenden Schutz der Minderheitsaktionäre zu

gewährleisten. Ein solcher 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 (BVerfGE 100, 289, 303; BVerfG, Beschl. v. 23. August 2000 aaO, S. 1672 f.).

a) Die einschlägige Regelung des Börsengesetzes gewährleistet keinen wirksamen gesellschaftsrechtlichen Minderheitenschutz. Allerdings schreibt § 43 Abs. 4 BörsG a.F. (§ 38 Abs. 4 Satz 2 in der Fassung des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes v. 1. Juli 2002, BGBl. I, 2010) vor, daß der Widerruf der Zulassung dem Schutz der Anleger nicht widersprechen darf. Die nähere Ausgestaltung dieses Schutzes überläßt das Gesetz aber den Börsen (§ 43 Abs. 4 Satz 5 BörsG a.F., § 38 Abs. 4 Satz 5 BörsG n.F.). Die Börsenordnungen sehen zwar Regelungen vor, mit denen ein Anlegerschutz gewährleistet werden soll. Dieser entspricht jedoch nicht den an einen Minderheitenschutz im Aktienrecht zu stellenden Anforderungen.

Einmal können die entsprechenden Bestimmungen der Börsenordnungen von dem zuständigen Börsengremium jederzeit geändert werden. Das zeigt exemplarisch der Fall der Frankfurter Börse: Durfte nach dem bis zum 26. März 2002 geltenden § 54 a Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 BörsO FWB dem Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung nur stattgegeben werden, wenn ein öffentliches Kaufangebot zu einem Preis unterbreitet wurde, der in einem angemessenen Verhältnis zum höchsten Börsenpreis der letzten sechs Monate vor Antragstellung stand, kann nach der neuen Regelung der Widerruf schon dann ausgesprochen werden, wenn den Anlegern nach Veröffentlichung der Widerrufsentscheidung genügend Zeit (sechs Monate, vgl. § 54 a Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 BörsO FWB) verbleibt, die vom Widerruf betroffenen Aktien zu veräußern (vgl. dazu Streit, ZIP 2002, 1279, 1281 f.). Diese Regelung gewährt schon deswegen keinen hinreichenden Anlegerschutz, weil unmittelbar nach dem Bekanntwerden des Delisting erfahrungsgemäß ein Kursverfall der Aktien eintritt, der es dem Anleger unmöglich macht, die von ihm investierten Vermögenswerte zu realisieren (vgl. dazu Schwark/Geiser, ZHR 161 [1977], S. 739, 762).

Zum anderen schreiben die Börsenordnungen nicht zwingend die Erstattung des Wertes der Aktien vor, sondern verlangen überwiegend - wie früher die Frankfurter Wertpapierbörse - die Erstattung eines Betrages, der in einem angemessenen Verhältnis zu dem höchsten Börsenpreis der letzten, vor der Veröffentlichung des Widerrufs liegenden sechs Monate steht. Da dieser Betrag auch niedriger sein kann als der Wert der Aktien, ist eine - nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts erforderliche - volle Entschädigung der Minderheitsaktionäre nicht sichergestellt.

Das Kapitalmarktrecht schließt demnach nicht aus, daß den Minderheitsaktionären durch das Delisting ein vermögensrechtlicher Nachteil entsteht. Dieser muß somit durch Gewährung eines gesellschaftlichen Minderheitenschutzes ausgeschlossen werden.

b) Ein adäquater Schutz der Minderheitsaktionäre kann nur dadurch erreicht werden, daß ihnen mit dem Beschlüßantrag ein Pflichtangebot über den Kauf ihrer Aktien durch die Gesellschaft (in den nach §§ 71 f. AktG bestehenden Grenzen) oder durch den Großaktionär vorgelegt wird. Da den Minderheitsaktionären eine volle Entschädigung zusteht, muß der Kaufpreis dem Anteilswert entsprechen.

c) Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts muß gewährleistet sein, daß der Aktionär in einem gerichtlichen Verfahren überprüfen lassen kann, ob der ihm erstattete Betrag dem Wert des Anteils entspricht. Dabei hat es offengelassen, ob diese Kontrolle mit dem Institut der Anfechtungsklage oder durch analoge Anwendung der Vorschriften über das Spruchverfahren (§ 306 AktG, §§ 305 ff. UmwG) sicherzustellen ist (BVerfG, Beschl. v. 23. August 2000 - 1 BvR 68/95 u. 147/97, ZIP 2000, 1670, 1672 f.).

Dem Senat erscheint es nicht zweckmäßig, die Möglichkeit der Überprüfung, ob das Kaufangebot dem Verkehrswert der Aktien entspricht, durch das Institut der Anfechtungsklage sicherzustellen. Es kann den Interessen beider Parteien nicht vollständig gerecht werden. Die Aktionäre können lediglich eine Kassation des Beschlusses erreichen und dadurch dessen Durchsetzung verhindern. Sie vermögen auf diese Weise nur mittelbar eine Erhöhung des Kaufangebotspreises durch die Gesellschaft oder den Mehrheitsaktionär zu erreichen. Der Gesellschaft entstehen durch das Erfordernis der erneuten Einberufung einer Hauptversammlung unverhältnismäßige Kosten. Ferner können für sie durch die Verzögerung des Delisting erhebliche Nachteile eintreten.

Wie entsprechende Regelungen im Unternehmensvertragsrecht (§ 304 Abs. 3 Satz 2, § 305 Abs. 5 Satz 2 AktG) und im Umwandlungsrecht (§§ 15, 34, 196, 212 UmwG) zeigen, kann den Belangen der Beteiligten eher dadurch entsprochen werden, daß die Höhe des Angebotsbetrages in einem dafür geschaffenen Verfahren (Spruchverfahren) geklärt wird. Diese Überlegungen, die der Einführung des Spruchverfahrens im Unternehmensvertrags- und Umwandlungsrecht zugrunde liegen, treffen auch auf das Verfahren des Delisting zu. Es ist daher sinnvoll, den zwischen den Parteien aufgetretenen Konflikt ebenso wie beim Squeeze out nicht auf dem Weg des Anfechtungsverfahrens, sondern des Spruchverfahrens zu lösen.

Verfassungsrechtlich begegnet eine analoge Anwendung dieser prozeßrechtlichen Vorschriften keinen Bedenken (BVerfG, Beschl. v. 23. August 2000 - 1 BvR 68/95 u. 147/97, ZIP 2000, 1670, 1673). Aber auch unter prozessualen Aspekten ist die Analogiefähigkeit dieser Vorschriften zu bejahen. Zu Recht ist darauf hingewiesen worden, daß prozessuale Regelungen lediglich Hilfsmittel zur Durchsetzung des materiellen Rechts sind und ihre Analogiefähigkeit aus diesem Grunde ebenso gegeben ist wie diejenige des Rechtes, dessen Durchsetzung sie dienen (vgl. BayObLG, ZIP 1998, 2002, 2004; Wiedemann, ZGR 1999, 857, 866 f.; derselbe ZGR 1978, 477, 492; Lutter/Leinekugel, ZIP 1999, 261, 266 f.). Durch die Anwendung der Vorschriften über das Spruchverfahren auf den Fall des Delisting wird zugleich gewährleistet, daß durch die gerichtliche Entscheidung der Wert der Aktien für alle Aktionäre verbindlich festgelegt wird.

3. Entgegen der Ansicht der Revision bedarf der Hauptversammlungsbeschluß keiner sachlichen Rechtfertigung, wie sie vom Senat für den Ausschluß des Bezugsrechtes gefordert worden ist (vgl. BGHZ 71, 40; 83, 319; 125, 239; ablehnend auch Hüffer aaO, § 119 Rdn. 24; Hellwig, ZGR 1999, 781, 800; Zetzsche, NZG 2000, 1065, 1067; a.A. u.a. Lutter, FS Zöllner 1998, Bd. I S. 363/381). Die auf Vorschlag des Vorstandes über das Delisting zu treffende Entscheidung hat unternehmerischen Charakter. Da sie von der Hauptversammlung zu treffen ist, liegt es somit im Ermessen der Mehrheit der Aktionäre, ob die Maßnahme im Interesse der Gesellschaft zweckmäßig ist und geboten



erscheint. Der vermögensrechtliche Schutz der Minderheitsaktionäre ist durch das Erfordernis eines Pflichtangebotes, die Aktien zum vollen Wert zu übernehmen, sowie die Möglichkeit sichergestellt, die Höhe in einem Spruchverfahren überprüfen zu lassen.

Eines Vorstandsberichtes entsprechend § 186 Abs. 4 Satz 2 AktG zum Delisting bedarf es nicht. Die Beklagte hat in der Hauptversammlung die Gründe schlüssig dargelegt, aus denen das Delisting betrieben werden soll. Sie hat die Einsparung der Kosten, drohende Kursschwankungen und drohende Nachteile für die Gesellschaft sowie die Gefahr von Kursmanipulationen aufgeführt. Diese Gründe sind aus sich heraus verständlich und tragen die Entscheidung der Hauptversammlung.

Wie das Berufungsgericht dargelegt hat, ist dem Informationsbedürfnis der Minderheitsaktionäre hinreichend entsprochen worden. Nach dem Rechtsgedanken des § 124 Abs. 2 Satz 2 AktG, der hier entsprechend heranzuziehen ist, genügt es, daß ihnen die Einzelheiten des Widerrufsanspruches und das Abfindungsangebot des Mehrheitsaktionärs bekannt gegeben werden. Diese Voraussetzungen hat die Beklagte nach den Feststellungen des Berufungsgerichts erfüllt.

4. Die Rüge der Revision, der Ermächtigungsbeschluß sei zeitlich nicht hinreichend fixiert, ist ebenfalls nicht begründet. Es ist zwar richtig, daß in den Fällen, in denen das Gesetz der Hauptversammlung erlaubt, den Vorstand zur Vornahme bestimmter Maßnahmen zu ermächtigen, die Dauer der Ermächtigung im Gesetz befristet wird (vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG) oder der Hauptversammlung eine Höchstfrist eingeräumt wird, auf die sie die Ermächtigung begrenzen darf (§ 202 Abs. 2 AktG). Trifft das Gesetz keine Regelung über die Dauer der Ermächtigung, ist die Hauptversammlung in der Bestimmung der Frist frei. Befristet sie die Ermächtigung nicht, ist der Vorstand gehalten, aufgrund der ihm als Organ obliegenden Pflichten im Rahmen seiner unternehmerischen Handlungsfreiheit zu entscheiden, ob und wann er die Maßnahme, zu der er ermächtigt worden ist, durchführt. Über den Stand der Angelegenheit hat er auf der nächsten ordentlichen Hauptversammlung, die jährlich abzuhalten ist (§ 175 Abs. 1 AktG), zu berichten. Ist die Maßnahme zu diesem Zeitpunkt noch nicht durchgeführt, kann die Hauptversammlung darüber beschließen, ob die Ermächtigung aufrechterhalten bleibt, oder ob sie widerrufen wird. Die Ermächtigung unterliegt somit einer hinreichend konkreten zeitlichen Kontrolle durch die Hauptversammlung. Eine weitergehende zeitliche Beschränkung ist nicht erforderlich.

Die Revision der Kläger zu 1 und 2 rügt außerdem, das Berufungsgericht sei zu Unrecht dem Vortrag nicht gefolgt, die Maßnahme des Delisting sei mißbräuchlich, weil die Minderheitsaktionäre mit willkürlichen Mitteln aus der Beklagten gedrängt werden sollten. Die Willkür zeige sich darin, daß die Dividende für Stamm- und Vorzugsaktionäre im Vergleich zu den Vorjahren erheblich gekürzt worden sei, obwohl die Beklagte keine Gewinneinbußen zu verzeichnen gehabt habe. Auch dem vermag der Senat nicht zu folgen. Die Revisionserwiderung hat auf den Vortrag der Beklagten verwiesen, nach dem die Gewinnmargen aufgrund eines im Verhältnis zum Umsatz erheblich gestiegenen Materialaufwands stark gesunken seien, so daß sich die Beklagte gezwungen gesehen habe, ihre Kosten durch laufende Investitionen zu senken. Dieser erhöhte Investitionsaufwand gehe zu Lasten des ausschüttungsfähigen Gewinns. Die Revision zeigt keinen Vortrag auf, mit dem die Kläger zu 1 und 2 diesem in sich schlüssigen Vortragen der Beklagten mit plausiblen Gründen entgegengetreten sind. Das Berufungs-

gericht ist danach zu Recht davon ausgegangen, daß von einer mißbräuchlichen Handhabung des Delisting nicht gesprochen werden kann.

III. Die Anwendung der Vorschriften des Spruchverfahrens auf das Verfahren des Delisting zur Festsetzung des den Minderheitsaktionären für ihre Anteile zu gewährenden Verkehrswertes hat zur Folge, daß dem Hilfsantrag der Klägerinnen zu 3 und 4 stattgegeben werden muß. Für das Spruchverfahren sind funktionell nicht die ordentlichen Gerichte, sondern die Gerichte der freiwilligen Gerichtsbarkeit zuständig. Entsprechend § 17 a Abs. 2 GVG, der auf das Verhältnis zwischen ordentlicher streitiger und freiwilliger Gerichtsbarkeit entsprechend anzuwenden ist (vgl. BGH, Beschl. v. 5. April 2001 - III ZB 48/00, WM 2001, 1045; Zöller/Gummer, ZPO 23. Aufl. Vorbem. 11 zu §§ 17-17 b GVG m.w.N.), ist für die Feststellung des Wertes der Aktien der Beklagten der Rechtsweg vor den Gerichten der streitigen Gerichtsbarkeit nicht gegeben und daher das Verfahren an das zuständige Gericht der freiwilligen Gerichtsbarkeit abzugeben.

## **Anmerkung:**

### **I. Einleitung**

Das Urteil klärt wichtige aktienrechtliche Grundfragen des Zusammenwirkens von Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung bei unternehmerischen Entscheidungen. Im Zentrum stehen aber Rechtsfragen des Anleger- bzw. Aktionärsschutzes beim Börsenrückzug einer Gesellschaft, einer Materie, die wie kaum eine andere das Gesellschafts- wie das Kapitalmarktrecht gleichermaßen tangiert.

### **II. Entlastung bei schwerwiegenden Gesetzes- oder Satzungsverstößen**

Widersetzen sich Vorstand oder Aufsichtsrat eindeutig und in schwerwiegender Form gesetzlichen oder in der Satzung niedergelegten Bestimmungen, so darf ihnen keine Entlastung erteilt werden. Wird ein derartiges Verwaltungshandeln mehrheitlich gebilligt, so können überstimmte Minderheitsaktionäre den Entlastungsbeschluß erfolgreich anfechten (§ 243 I AktG). Der BGH hat damit seine bisher nicht ganz eindeutige Rechtsprechung klargestellt und die im Schrifttum umstrittene Frage entschieden.

Die praktischen Auswirkungen der Entscheidung sind insofern gering, weil die Entlastung keine unmittelbaren Rechtsfolgen für die Amtsstellung der Betroffenen auslöst.<sup>1</sup> Mit ihr ist vor allem kein Verzicht auf Ersatzansprüche der Gesellschaft gegen Vorstand und Aufsichtsrat verbunden (§ 120 Abs. 2 S. 2 AktG). Das unterscheidet die Aktienge-

---

<sup>1</sup> Eingehend GroßKomm/Mülbert § 120 AktG Rdn. 44 ff.

sellschaft grundlegend von den anderen Verbandsformen, insbesondere der GmbH, wo die Entlastung durch eine mit ihr verbundene Präklusionswirkung gekennzeichnet ist.<sup>2</sup>

Nichtsdestotrotz bringen die Anteilseigner mit der Verweigerung der Entlastung nicht nur ihre Unzufriedenheit mit der Verwaltung zum Ausdruck. Sie entfaltet auch einen beruflichen wie persönlichen Ansehensverlust der Organmitglieder. Hinzu kommt eine Signalfunktion für den Kapitalmarkt.<sup>3</sup> Gleiches gilt für die erfolgreiche Anfechtung von Entlastungsbeschlüssen, so dass mit diesem Instrument die überstimmte Minderheit weiterhin ein nicht zu unterschätzendes Druckmittel gegenüber der Verwaltung besitzt.

### **III. Voraussetzungen eines freiwilligen Delistings (Börsenrückzug)**

Im zweiten Teil der Entscheidung werden Fragen im Zusammenhang mit den Problemen des freiwilligen Rückzugs von der Börse behandelt. Dabei richtet sich die Hauptfrage auf die gesellschaftsrechtlichen Erfordernisse.

Der Anleger- bzw. Aktionärsschutz ist auch Regelungsgehalt des Kapitalmarkt- bzw. Börsenrechts. Die §§ 38 Abs. 4, 53 Abs. 2 BörsG beschränken sich aber auf die Aussage, dass der Widerruf der Börsenzulassung bei einem freiwilligen Rückzug nicht dem Schutz der Anleger widersprechen darf.

Hinzu kommt, daß die Frage, ob der Vorstand den Antrag auf Zulassung von sich aus stellen darf oder dafür die Zustimmung der Hauptversammlung einholen muß und ob den außenstehenden Aktionären ein Abfindungsangebot zu unterbreiten ist, kein Gegenstand des Börsenrechts sein kann.<sup>4</sup>

#### **1. Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses**

Der BGH verlangt zunächst, dass die Hauptversammlung den Vorstand in einem Hauptversammlungsbeschluss ermächtigt, ein Delisting durchzuführen. Der BGH leitet dieses Erfordernis aus einem Eingriff in das Aktieneigentum der Aktionäre ab. Tatsächlich liegt keine Beeinträchtigung der Mitgliedschaft vor, wie er etwa beim „squeeze out“ vorliegt. Auch bleiben die Verwaltungsrechte wie die Vermögensrechte der Aktionäre anders als beim Abschluss von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen unangetastet.

---

<sup>2</sup> vgl. BGHZ 94, 324, 326; OLG Naumburg, NZG 2000, 380, 382 f.; Hachenburg/Hüffer § 46 GmbHG Rdn. 62 ff. m. w. Nachw.

<sup>3</sup> Sehte, ZIP 1996, 1321 f.

<sup>4</sup> Hüffer, § 119 AktG Rdn. 23.

Beeinträchtigt werden aber insbesondere die Klein- oder Minderheitsaktionäre in ihrer tatsächlichen Veräußerungsfreiheit. Der Rückzug von der Börse ist gleichbedeutend mit dem Wegfall des Marktes dieser Aktionärsgruppe. Als alleiniger Kaufinteressent verbleibt oftmals nur der Mehrheitsgesellschafter, so dass die Maßnahme typischerweise mit beträchtlichen negativen Vermögensfolgen einhergeht.<sup>5</sup> Insofern ist es gerechtfertigt, den Börsenrückzug als Eingriff in den durch § 14 GG garantierten mitgliedschaftlichen Vermögenswert der Aktionäre einzuordnen.<sup>6</sup>

Dem BGH ist auch zuzustimmen, dass er im Delisting keine Veränderung der inneren Struktur der Gesellschaft angenommen hat. Dies mag überraschen, weil der Gesetzgeber die „kleine“ gleich nicht an der Börse notierte Aktiengesellschaft seit der Reform von 1994<sup>7</sup> von einer Reihe von kostensparenden Erleichterungen profitieren lässt.<sup>8</sup> Die Aktiengesellschaft sollte damit als Rechtsform für mittelständische, bisher in der Regel in Form der GmbH organisierte Unternehmen attraktiver gemacht werden. In der Folgezeit haben Gesetzesänderungen, wie die Pflicht zur Entsprechenserklärung zur Corporate Governance (§ 161 AktG n. F.)<sup>9</sup> zu einem weiteren Auseinanderdriften des Rechts der börsennotierten AG vom Recht der „kleinen“ nicht am organisierten Kapitalmarkt vertretenen Gesellschaft geführt.

Trotzdem geht diese Entwicklung so weit, dass man von im inneren unterschiedlich strukturierten Gesellschaften sprechen könnte. Dies liegt im wesentlichen am unverändert für alle Aktiengesellschaften geltenden Grundsatz der Satzungsstrenge (§ 23 Abs. 5 AktG). Die Vorschrift sorgt für die Verkehrsfähigkeit der Aktie. Jeder (künftige) Aktionär soll sich darauf verlassen können, dass die Satzung der Gesellschaft keine ungewöhnlichen Bestimmungen enthält. Damit wird die Fungibilität der Aktie, ihre Handelbarkeit an der Börse sichergestellt, weil sie verhindert, dass sich jeder Aktionär zuvor anhand der Satzung über die Verfassung der Gesellschaft im einzelnen

---

<sup>5</sup> Schwark/Geiser, ZHR 161 (1997), 739, 762: „kaum mehr als der halbe Börsenpreis“.

<sup>6</sup> Verfassungsrechtliche Vorgaben in BVerfG ZIP 1999, 1436 ff „DAT-Altana“; ZIP 2000, 1670 ff. „Moto-Meter“.

<sup>7</sup> Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts v. 2.8.1994, BGBl. I, 1961.

<sup>8</sup> So z. B. § 130 Abs. 1 S. 3, der keine notarielle Niederschrift des Hauptversammlungsprotokolls verlangt.

<sup>9</sup> Transparenz- und Publizitätsgesetz v. 19.7.2002, BGBl. I, 2681.

vergewissern muß.<sup>10</sup> Die Vorschrift formt somit zusammen mit der hohen Regeldichte des Aktiengesetzes die börsennotierte Publikums-AG und deren Aktien in rechtlicher Beziehung zu einem hochgradig standardisierten Serienprodukt.<sup>11</sup> Insofern liegt es auf der Hand, dass dieser Vorschrift bei der kleinen, nicht börsennotierten Aktiengesellschaft nicht der gleiche Stellenwert zukommt. Man mag in diesen Fällen eine Deregulierung im Sinne von größerer Satzungsfreiheit für zweckmäßig halten. So lange aber der Gesetzgeber § 23 Abs. 5 AktG für alle Aktiengesellschaften zwingend vorschreibt ist diese Unternehmensform so weit vereinheitlicht, dass sie ihre innere Struktur auch nach einem Börsengang bzw. einem Börsenrückzug beibehält.

## **2. Pflichtangebot und Überprüfung im Spruchverfahren**

Da der BGH im Börsenrückzug einen Verlust der Veräußerungsfreiheit sieht, so ist es konsequent, dass er als Kompensation ein Pflichtangebot der Gesellschaft bzw. des Mehrheitsgesellschafters fordert. Ohne ein solches Kaufangebot wäre die bloße Ankündigung eines möglichen Delistings geeignet, einen starken Kursrückgang auszulösen. Mangels Fungibilität der Anteile wäre nach einem Börsenrückzug eine Erhöhung der Nachfrage, verbunden mit einer Kurserholung wohl ausgeschlossen.

Zustimmung verdient es auch, dass das Kaufangebot im Spruchverfahren analog § 306 AktG überprüft werden kann. Dem BGH ist zu folgen, wenn er das Spruchverfahren geeigneter hält als eine Kontrolle im Rahmen einer Anfechtungsklage gegen den Zustimmungsbeschluss, vor allem weil so keine Blockade des Börsenrückzugs mit Hilfe von Anfechtungsklagen möglich ist.

Er verweist dabei auf die Überlegungen, die zur Einführung von derartigen Regelungen im Unternehmensvertrags- und Umwandlungsrecht geführt haben. Die analoge Anwendung dieser Vorschriften durch den BGH überrascht aber trotzdem, weil sie im Widerspruch zur Behandlung der „übertragenden Auflösung“ nach § 179 a AktG stehen.<sup>12</sup>

§ 179 a AktG dient dem Schutz der Aktionäre vor einer unangemessenen Vertragsgestaltung, die insbesondere droht, wenn das Vermögen an den bisherigen Mehr-

---

<sup>10</sup> MünchKomm/Pentz § 23 AktG Rdn. 150.

<sup>11</sup> GroßKomm/Röhricht § 23 AktG Rdn. 167.

<sup>12</sup> OLG Stuttgart, ZIP 1995, 1515, 1518 („MotoMeter I“); OLG Stuttgart, ZIP 1997, 362 („MotoMeter II“) und BVerfG, NJW 2001, 279 („Moto-Meter“)

heitsaktionär übertragen werden soll.<sup>13</sup> Wird der Beschluß zur Übertragung des Vermögens auf den Mehrheitsaktionär gefaßt und in einem zweiten Schritt gemäß § 262 I Nr. 2 AktG die Auflösung der Gesellschaft beschlossen, so kommt der Vorgang wirtschaftlich betrachtet einer Verschmelzung gleich. Trotzdem werden auf den Fall weder die umwandlungsrechtlichen Sonderregeln, noch die vergleichbaren §§ 293 a ff. AktG angewendet.<sup>14</sup> Die Minderheitsaktionäre erhalten weder einen Ausgleich, noch eine Abfindung nach dem Vorbild der §§ 15, 29 UmwG.<sup>15</sup> Die Minderheit wird in Form ihres Anteils am Liquidationserlös entschädigt (§ 271 AktG). Die Angemessenheit der Gegenleistung des Mehrheitsaktionärs wird gerichtlich überprüft. Die Kontrolle wird aber nicht im Spruchverfahren vorgenommen, sondern im Rahmen des Anfechtungsprozesses gegen den Zustimmungsbeschluß, sofern dieser angestrengt wurde.<sup>16</sup>

Das kann zu erheblichen Verzögerungen führen. Das Spruchverfahren wäre für den Mehrheitsaktionär vorteilhafter, da er im Zweifel nur einen höheren Kaufpreis akzeptieren, nicht jedoch die Nichtigkeit der übertragenden Auflösung befürchten müßte.

Dieser Nachteil wiegt aber deshalb nicht so schwer, weil der Mehrheitsaktionär Strukturänderungen mit den Vorschriften des Umwandlungsgesetzes vollziehen kann. Hinzu kommt dass der Gesetzgeber im Aktiengesetz nunmehr die §§ 327 a ff. eingefügt<sup>17</sup> und damit eine echte Ausschlussmöglichkeit von Minderheitsaktionären geschaffen hat. Danach kann der mit über 95 % beteiligte Mehrheitsaktionär die anderen Aktionäre gegen die Gewährung einer Barabfindung ausschließen. Eine Auflösung der Gesellschaft ist nicht mehr erforderlich.<sup>18</sup>

Der „squeeze out“ nach den §§ 327 a ff. AktG könnte sich in der Praxis auch als ein dem Delisting vorzuschaltendes Verfahren bewähren. Trotz der Klarstellung des BGH bleiben

---

<sup>13</sup> Eingehend Hüffer, § 179 a AktG Rdn. 1.

<sup>14</sup> OLG Stuttgart, ZIP 1995, 1515, 1518 („MotoMeter I“); Henze, ZIP 1995, 1473, 1474 f.; krit. Hüffer, § 179 a AktG Rdn. 12 a; a. A. Lutter/Drygala, FS Kropff, S. 191, 195 ff., 208.

<sup>15</sup> OLG Stuttgart, ZIP 1997, 362 („MotoMeter II“).

<sup>16</sup> Unter diesen Voraussetzungen bejaht das BVerfG, NJW 2001, 279 („Moto-Meter“) die Verfassungskonformität der Regelung.

<sup>17</sup> Art. 7 Nr. 2 WpÜG v. 20.12.2001, BGBl. I, S. 3822.

<sup>18</sup> Im Fall „MotoMeter“ hatte sich die Muttergesellschaft von den 1 % Streubesitzaktionären getrennt, indem sie die Auflösung beschlossen und das Unternehmen auf eine Auffanggesellschaft überführt hatte; erfolglose Klagen gegen dieses Vorgehen: OLG Stuttgart, ZIP 1995, 1515 (Auflösungsbeschluß); ZIP 1997, 362 (Bestimmung Liquidationsquote) und BVerfG, NJW 2001, 279 (Nichtannahmebeschluß).

Unsicherheiten, die im ungeklärten Verhältnis des gesellschaftsrechtlichen Rechtsschutzes zu den verwaltungsrechtlichen Rechtsbehelfen begründet liegen. Der Widerruf der Börsenzulassung ist Verwaltungsakt der die Aktionäre der betreffenden Gesellschaft möglicherweise eine Widerrufs- und Anfechtungsbefugnis gewährt.<sup>19</sup> Diese – weiterhin vorhandenen – verwaltungsrechtlichen Unwägbarkeiten sind bei einem „squeeze out“ nicht zu befürchten. Mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses aufgrund des squeeze out sind nämlich alle Aktien auf den Hauptaktionär übergegangen, so dass der anschließende Widerruf der Börsenzulassung unproblematisch erfolgen kann.<sup>20</sup>

---

<sup>19</sup> So VG Frankfurt, dazu Wising/Kruse, EWIR 2002, 953 f.

<sup>20</sup> Vorgehen vorgeschlagen von Streit, ZIP 2003, 392, 395.