

# Kolloquium zu gesellschafts- rechtlichen Entscheidungen

- Wiederholung und Vertiefung -

Fall 10 - *Macrotron & FROSTA*

PD Dr. Sebastian Mock, LL.M. (NYU)  
Attorney-at-Law (New York)

# A. Sachverhalt

Die Bekl., eine börsennotierte Aktiengesellschaft, verfügt über ein Grundkapital von 11 Mio. DM. Inhaber des größten Teils der Aktien ist eine ausländische Gesellschaft; in Streubesitz befinden sich noch 1,07% der Stammaktien. Die Kl. wenden sich mit ihrer Anfechtungsklage gegen den von der Hauptversammlung am 21.5.1999 zu TOP 9 gefassten Beschluss (Delisting). Die Aktien der Bekl. waren bei der Frankfurter Wertpapierbörse zur amtlichen Notierung zugelassen. Da nach dem Vortrag der Bekl. 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 Bekl. nicht gerechtfertigt und für das Unternehmen schadensträchtig gewesen seien. Außerdem habe sie Kursmanipulationen befürchtet. Ihre Hauptversammlung hat daher entsprechend dem Vorschlag der Verwaltung zu TOP 9 den Vorstand ermächtigt, den Widerruf der Zulassung zu beantragen. Die Bekl. hat ferner bekannt gegeben, ihr Großaktionär beabsichtige, den Minderheitsaktionären ein Kaufangebot für jede Aktie im Nennwert von 50 DM über 1057 DM (Stammaktien) zu unterbreiten. Die Kl. halten den Ermächtigungsbeschluss mangels Befristung, fehlender sachlicher Rechtfertigung und Unverhältnismäßigkeit sowie wegen Fehlens eines Vorstandsberichts für fehlerhaft.

(angelehnt an BGH v. 25.11.2002 - II ZR 133/01 (*Macrotron*), BGHZ 153, 47 = NJW 2003, 1032 und BGH v. 8.10.2013 - II ZB 26/12 (*FROSTA*), NJW 2014, 146)

# B. Hintergrund der Entscheidung

## I. Der Gang an die Börse

- Börsengang (*Going Public*) als umfassende (Struktur-)Maßnahme mit erheblichem Vorbereitungsaufwand
- Bestehen zahlreicher
  - Vorteile
    - frisches Kapital,
    - Exit für die Initiatoren,
    - erhöhter Bekanntheitsgrad aber auch
  - Nachteile
    - erhöhter Aufwand
    - erhöhte Kostenlast [Zulassungsfolgepflichten],
    - Gefahr des Scheiterns des Börsengangs,
    - erhöhte mediale Aufmerksamkeit hinsichtlich der Unternehmensführung
    - Eintritt unbekannter Gesellschafter in die Gesellschaft (Störfaktor)

# B. Hintergrund der Entscheidung

## I. Der Gang an die Börse

A und B haben zusammen ein Unternehmen zum Vertrieb von Fitnessgeräten in der Rechtsform der AG mit einem Grundkapital von 50.000 € gegründet. A und B sind Gesellschafter mit jeweils 25.000 Stückaktien. Da das Unternehmen inzwischen ein Nettovermögen von einer Million Euro hat stetig wächst und dringend neues Kapital benötigt, vereinbaren A und B einen Börsengang für ihr Unternehmen.

**Variante 1:** Dazu führen sie eine Kapitalerhöhung mit einem Bezugsrechtsausschluss um 20 Millionen Euro durch und geben 40.000 neue Stückaktien zum Preis von 500 € aus.

### **Beteiligungsverhältnisse nach dem Börsengang**

A = 25.000 von 90.000 Stückaktien	= 27,8%
B = 25.000 von 90.000 Stückaktien	= 27,8%
sonstige Aktionäre	= 44,4%

### **Nettovermögen der AG nach dem Börsengang**

1 Million + 20 Millionen €	= 21 Millionen €
----------------------------	------------------

### **Grundkapital der AG nach dem Börsengang**

50.0000 € + 20 Millionen €	= 20,050 Millionen €
----------------------------	----------------------

### **Vermögen von A und B unter Berücksichtigung des Nettovermögen der AG**

A = 27,8% von 21 Millionen € (Wert der Aktien)	= 5,838 Millionen €
B = 27,8% von 21 Millionen € (Wert der Aktien)	= 5,838 Millionen €

# B. Hintergrund der Entscheidung

## I. Der Gang an die Börse

A und B haben zusammen ein Unternehmen zum Vertrieb von Fitnessgeräten in der Rechtsform der AG mit einem Grundkapital von 50.000 € gegründet. A und B sind Gesellschafter mit jeweils 25.000 Stückaktien. Da das Unternehmen inzwischen ein Nettovermögen von einer Million Euro hat stetig wächst und dringend neues Kapital benötigt, vereinbaren A und B einen Börsengang für ihr Unternehmen.

**Variante 2:** Dazu führen sie eine Kapitalerhöhung um 40.000 € durch und zeichnen selbst 40.000 neue Stückaktien zum Preis von 1 € aus. Anschließend führen sie einen Börsengang durch und veräußern jeweils 20.000 Aktien zu je 500 €.

### Beteiligungsverhältnisse nach dem Börsengang

A = 25.000 von 90.000 Stückaktien	= 27,8%
B = 25.000 von 90.000 Stückaktien	= 27,8%
sonstige Aktionäre	= 44,4%

### Nettovermögen der AG nach dem Börsengang

1 Million + 40.000 €	= 1,04 Millionen €
----------------------	--------------------

### Grundkapital der AG nach dem Börsengang

50.0000 € + 40.000 €	= 90.000 €
----------------------	------------

### Vermögen von A und B unter Berücksichtigung des Nettovermögen der AG

A = 27,8% von 1,04 Millionen € (Aktienwert) + Erlös von 10 Millionen € durch Börsengang (cash!) = <u>10,29 Millionen €</u>
B = 27,8% von 1,04 Millionen € (Aktienwert) + Erlös von 10 Millionen € durch Börsengang (cash!) = <u>10,29 Millionen €</u>

# B. Hintergrund der Entscheidung

## I. Der Gang an die Börse

- **gesellschaftsrechtliche Vorbereitungsmaßnahmen**
  - Beschluss des Vorstands und ggf. des Aufsichtsrats
  - Zustimmung der Hauptversammlung (*Holzmüller/Gelatine-Grundsätze*) → Auswirkungen auf die rechtliche Struktur der Gesellschaft (str.) – Relevanz des Streits aufgrund der meist notwendigen Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss irrelevant (→ „Herstellung“ der erforderlichen Finanzinstrumente)
- **kapitalmarktrechtliche Vorbereitungsmaßnahmen**
  - Beantragung der Zulassung durch die Börsengeschäftsführung
  - Erfüllung der Zulassungsvoraussetzungen (§ 32 BörsG) – vor allem Beifügung eines veröffentlichten Prospektes (Erfordernis der Billigung durch die BaFin)
  - Bestehen eines Rechtsanspruchs auf Zulassung bei Erfüllung der Voraussetzungen

# B. Hintergrund der Entscheidung

## II. Delisting

- große **Welle von Delistings** ab ca. 2005 nach massivem Boom von Börsengängen Ende der 90er Jahre
- **Delisting** als weitere ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeit (*Macrotron*-Entscheidung des BGH [BGHZ 153, 47])
- Konflikt von **Kostenersparnis** durch fehlende Börsennotierung und Erhaltung der **(einfachen) Deinvestitionsentscheidung** (Verkehrsfähigkeit) durch (Minderheits-)Aktionäre
- **Absicherung der Minderheitsaktionäre** aufgrund von Art. 14 I GG durch:
  - Erfordernis einer einfachen Mehrheit für Rückzug von der Börse
  - Erfordernis einer Pflichtangebots der AG bzw. des Großaktionärs (Abfindung der Minderheitsaktionäre, die kein Interesse an einem Verbleib in der Gesellschaft haben)
  - Absicherung des Abfindungsanspruchs das Spruchverfahren

# C. Lösung des Gerichts

## I. Macrotron

- Erfordernis einer **einfachen Mehrheit auf der Hauptversammlung** für das Delisting ohne Erfordernis einer sachlichen Rechtfertigung
- keine Veränderung der **internen Struktur** der Gesellschaft, Veränderung der Mitgliedschaft oder Verwässerung
- Unterscheidung zwischen **Kleinaktionären und Großaktionären** hinsichtlich des Interesses an der Verkehrsfähigkeit
- Erfassung der Verkehrsfähigkeit durch die **Eigentums-garantie** des Art. 14 GG
- Zuständigkeit der HV als **nicht ausreichender Schutz**, da Aktionäre insbesondere die Delisting-Entscheidung der Börse nicht angreifen können
- Erfordernis des Schutzes durch ein **Pflichtangebot der Gesellschaft** in den Grenzen von §§ 71 ff. AktG oder durch den Großaktionär mit Spruchverfahren statt Anfechtung



# C. Lösung des Gerichts

## II. FROSTA

- kein Erfordernis zur Durchführung eines **Spruchverfahrens**
- Verweis auf die **Entscheidung des BVerfG** → Entzug der Grundlage für die Macrotron-Rechtsprechung
- fehlende Beeinträchtigung der mitgliedschaftlichen und vermögensrechtlichen **Elemente des Aktieneigentums**
- keine **analoge Anwendung von § 207 UmwG** → Delisting kein Formwechsel
- keine **(analoge) Anwendung** von § 243 II 2 AktG
- keine **analoge Anwendung** von § 29 I 1 Halbs. 2 Fall 2 UmwG
- keine Schutzbedürftigkeit der Aktionäre wegen Unmöglichkeit des **verdeckten Kontrollerwerbs**

## D. Heutige Rechtslage

- **Regelung des Delisting** durch das Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 20.11.2015 (BGBl. I, S. 2029)
  - o kein Erfordernis der Zustimmung der Hauptversammlung
  - o Angebotspflicht (§ 39 II 3 BörsG)
  - o Absicherung der Angebotspflicht durch das Spruchverfahren

# D. Heutige Rechtslage

## § 39 BörsG

- (2) <sup>1</sup>Die Geschäftsführung kann die Zulassung im Sinne des Absatzes 1 auch auf Antrag des Emittenten widerrufen. <sup>2</sup>Der Widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen. <sup>3</sup>Bei Wertpapieren im Sinne des § 2 Absatz 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes ist ein Widerruf nur zulässig, wenn
1. bei Antragstellung unter Hinweis auf den Antrag eine Unterlage über ein Angebot zum Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des Antrags sind, nach den Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes veröffentlicht wurde oder
  2. die Wertpapiere weiterhin zugelassen sind
    - a) an einer anderen inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt oder
    - b) in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt, sofern für einen Widerruf der Zulassung zum Handel an diesem Markt Nummer 1 entsprechende Voraussetzungen gelten.