

ÖSTERREICHISCHE NOTARIATS ZEITUNG

149. JAHRGANG

09
2017



MONATSSCHRIFT FÜR NOTARIAT UND VERFAHREN AUSSER STREITSACHEN

Aus dem Inhalt:

BEITRAG

Heinrich Foglar-Deinhardstein:

Wurde das kalte Delisting kaltgestellt?

Seite 321

RECHTSPRECHUNG

Grenzen der Befreiung des Eigenheims von der Immobilienertragsteuer

Seite 337

Entbindung von der Verschwiegenheitspflicht zur Feststellung
der Testierfähigkeit

Seite 341

Kaltes Delisting durch Verschmelzung auf eine nicht börsennotierte Gesellschaft Seite 348

Keine Anordnung zur Teilnahme an Mediationssitzungen

Seite 357

REDAKTION: Ludwig Bittner, Hans Hoyer, Waldemar Jud, Elisabeth Lovrek, Peter G. Mayr, Christian Rabl, Alexander Schopper, Rudolf Welser, Alexander Winkler. BEIRAT: Hans Georg Ruppe, Karl Stöger, Wolfgang Zankl.

NZ 2017/119

Wurde das kalte Delisting kaltgestellt?

Wie tief darf der „Griff in die umgründungsrechtliche Trickkiste“¹ sein, wenn es gilt, dem allfälligen „Mausefalleneffekt“² einer aufrechten Börsenotierung zu entrinnen? In der mit Spannung erwarteten E 6 Ob 221/16 t (siehe auch in diesem Heft 2017/127) beschäftigte den OGH ein geplantes kaltes Delisting. Das zu beurteilende Delisting sollte durch Downstream-Verschmelzung einer börsennotierten AG auf eine nicht börsennotierte Tochter-AG – und somit ohne (gesellschaftsrechtlich eröffnete) Exitmöglichkeit für die Minderheitsaktionäre – herbeigeführt werden. Der OGH verneinte die Zulässigkeit dieser Umgründung. Ergebnis und Begründung der OGH-Entscheidung werden nachstehend aus dem Blickwinkel der Praxis beleuchtet. Zur Abrundung wird auch die Neuregelung des Delisting im BörseG 2018 dargestellt.

Von Heinrich Foglar-Deinhardstein

Inhaltsübersicht:

- A. Einleitung: Begriff des Delisting und bisherige Praxis
 - 1. Wirtschaftlicher Hintergrund: Doch kein Ende der Geschichte
 - 2. Begriff und Arten des Delisting
 - 3. Das geplante BWT-Delisting: ein untypischer Fall
 - 4. Die Frage der Barabfindung beim kalten Delisting
- B. Verlauf des geplanten Delisting der BWT
- C. Die OGH-Entscheidung zum BWT-Delisting
 - 1. Begründung der Unzulässigkeit
 - 2. Kritik
 - a) Versuch einer Gesamtwürdigung
 - b) Zur Frage des Rechtsmissbrauchs
 - c) Kontrollüberlegung: Kritik an der Begründung des Rechtsmissbrauchs
 - d) Fehlendes Barabfindungsangebot als Kriterium
- D. Ausblick
 - 1. Rechtsmissbrauch als *ultima ratio*
 - 2. Kaltes Delisting nach dem BörseG 2018
 - 3. Zusammenschau von BWT-Entscheidung und BörseG 2018
- E. Fazit

A. Einleitung: Begriff des Delisting und bisherige Praxis

1. Wirtschaftlicher Hintergrund: Doch kein Ende der Geschichte

„Das Ende der Geschichte“ – unter diesem Titel veröffentlichte der Politologe Francis Fukuyama 1989 einen Artikel, dem er 1992 ein gleichnamiges Buch folgen ließ. Die von Fukuyama vertretene These, dass global ein stabiler politischer Dauerzustand erreicht oder zumindest in greifbarer Nähe sei, traf offensichtlich einen Nerv der Zeit. Man könnte meinen, die Erwartung einer nahezu unendlichen Situation der Stabilität auch auf wirtschaftlicher und rechtlicher Ebene im kleinen Öster-

reich habe den Gesetzgeber bei der Schaffung des BörseG 1989 und des PrivatstiftungsG 1993 ebenso inspiriert wie zahlreiche bedeutende österreichische Unternehmer(familien), die in der Folge auf Basis dieser neuen gesetzlichen Regelungen ihre Unternehmen an die Börse brachten und/oder die Kernbeteiligung in eine Privatstiftung transferierten. In der Tat stand hinter der Schaffung einer Unternehmensstruktur mit Börsennotierung und/oder Privatstiftung wohl häufig der Wunsch, einen stabilen und dauerhaften rechtlichen Rahmen für das Unternehmen zu etablieren.

Mehr als 20 Jahre später ist mit einer gewissen Ernüchterung auch eine etwas differenziertere Sicht der Dinge eingekehrt. Börsenotierungen und Privatstiftungen werden laufend hinterfragt: Für manche Unternehmen sind sie ungebrochen sinnvoll; für andere erscheint es zeitgemäßer, den (vorläufigen) Rückzug von der Börse und/oder aus der Stiftung anzutreten.

Vor diesem Hintergrund hoher Aktualität und praktischer Relevanz wird nachstehend die aktuelle OGH-E 6 Ob 221/16 t³ zu Fragen iZm dem Börserückzug (Delisting) der BWT Aktiengesellschaft beleuchtet.

2. Begriff und Arten des Delisting

Mit dem Begriff *Delisting*⁴ wird im Allgemeinen die Beendigung der Börsenotierung von bisher notierten Finanzinstrumenten bezeichnet.⁵ Spricht man spezifisch vom Delisting einer börsennotierten Aktiengesellschaft (oder SE), so ist damit gewöhnlich der Börserückzug der bisher notierten Aktien dieser Gesellschaft (aus ei-

¹ Riss/Winner/Wolfbauer, Delisting – höchste Zeit für eine Regelung! ZFR 2017, 209.

² Limberg, „Nichts wie weg!“ – Delisting auch im Amtlichen Handel? ecolx 2015, 847 (848).

³ OGH 23. 6. 2017, 6 Ob 221/16t, BWT Aktiengesellschaft, ZFR 2017, 387 (Winner) = ÖBA 2017, 629 (Diregger/Edelmann) = ecolx 2017, 868 (J. Reich-Rohrwig).

⁴ Wörtlich übersetzt bedeutet *delisting* einfach „Streichung von der Liste“ und kann daher – ohne Zusammenhang mit dem Kapitalmarkt – ganz allgemein zB auch die Streichung von einer „schwarzen Liste“ bezeichnen (vgl OGH 30. 9. 2008, 1 Ob 225/07 f).

⁵ Vgl etwa OGH 6. 7. 2010, 1 Ob 105/10p, sowie den vom OGH in der BWT-Entscheidung zitierten § 16 FMA-Kostenverordnung 2016. Allg zu Marktaustritt und Marktwechsel von Wertpapieren St. Weber, Kapitalmarktrecht (1999) 231 ff.

nem geregelten Markt) durch Notierungslöschung gemeint.⁶ Der Begriff *Börsenotierung* hat übrigens im Börserecht, im Unternehmensrecht, im Aktienrecht und im Übernahmerecht jeweils eine eigene Bedeutung.⁷

Eine börsenotierte Aktiengesellschaft kann nach geltender österreichischer Rechtslage grundsätzlich von drei Arten des Delisting betroffen sein, nämlich von (i) einem unfreiwilligen oder zwangsweisen Delisting, von (ii) einem freiwilligen, regulären, formalen oder echten Delisting und von (iii) einem kalten, informellen oder unechten Delisting.⁸

Im Fall eines unfreiwilligen oder eines kalten Delisting erfolgt der Widerruf der Zulassung zum Börsenhandel von Amts wegen; nur beim freiwilligen Delisting ist der Börserrückzug die rechtliche Konsequenz eines (formellen) Antrags der notierten Gesellschaft.

- Ein *unfreiwilliges oder zwangsweises Delisting* wird von der Wiener Börse insb als Sanktion für beharrliche kapitalmarktrechtliche Pflichtverletzung herbeigeführt; es dreht sich also um Sachverhalte, in denen der Wegfall der Voraussetzungen für die Zulassung zum Börsenhandel zwar – insb bei Verletzung börsenrechtlicher Vorschriften – der gelisteten Gesellschaft zurechenbar, aber idR nicht Teil eines planmäßigen Börserrückzugs ist.⁹ Das unfreiwillige Delisting ist für das Thema dieser Untersuchung nicht weiter relevant.
- Ein *freiwilliges oder echtes Delisting* ist nach geltendem Recht (§ 83 Abs 4 BörseG 1989) in Österreich nur für den Geregeltten Freiverkehr¹⁰ vorgesehen;

ein derartiger freiwilliger Börserrückzug kann grundsätzlich schlicht durch Anzeige einen Monat vor Notierungsbeendigung bewirkt werden.

- Eine entsprechende gesetzliche Regelung fehlt für den Amtlichen Handel.¹¹ Nach einer Entscheidung des VwGH¹² kann § 83 Abs 4 BörseG 1989 für den Amtlichen Handel nicht analog angewendet werden; ein formeller Zurückziehungs- oder Widerrufs Antrag ist daher für Unternehmen im Amtlichen Handel nach geltendem Recht nicht möglich.¹³
- Soll daher ein Delisting einer Gesellschaft, deren Aktien im Amtlichen Handel notieren, herbeigeführt werden, bleibt nach geltendem Recht nur das sogenannte *kalte oder unechte Delisting*. Darunter wird das planmäßige und strukturierte Herbeiführen eines Zustands verstanden, in dem die bisher notierte Gesellschaft die Zulassungsvoraussetzungen nicht mehr erfüllt, sodass das Börseunternehmen die Notierung durch Zulassungswiderruf in Bescheidform zu beenden hat.¹⁴

Zur geplanten Herstellung des Wegfalls der Voraussetzungen der Zulassung zum Börsenhandel sind insbesondere gesellschaftsrechtliche Umstrukturierungen geeignet. In der Transaktionspraxis erprobte und daher belastbare Varianten sind etwa (i) der Squeeze-out gemäß GesAusG,¹⁵ (ii) die (innerösterreichische oder grenzüberschreitende) Verschmelzung auf eine andere (börsenotierte) Gesellschaft¹⁶ sowie (iii) die formwechselnde Umwandlung in

1989). Der Dritte Markt der Wiener Börse ist kein geregelter Markt.

¹¹ Temmel in Temmel, BörseG §§ 83 f Rz 22; St. Weber, Kapitalmarktrecht 233.

¹² VwGH 28. 3. 2014, 2014/02/0033, BF Holding AG, ÖBA 2015, 303 (Dollenz) = ZFR 2015, 22 (Wolffbauer) = Limberg, ecolx 2015, 847; krit Koppensteiner, RdW 2015, 549, und OGH 6 Ob 221/16 t Punkt 3.1.2.

¹³ In diesem Sinne auch schon Übernahmekommission 17. 10. 2006, 2006/3/4–17, CEE Immobilien Development AG: „Der Gesetzgeber hat den Anlegerschutz im geregelten Freiverkehr durchgehend auf niedrigerem Niveau angesetzt als im amtlichen Handel. In diesem Lichte ist auch die Möglichkeit des Delistings gem § 85 Abs 4 BörseG mittels Anzeige an das Börseunternehmen zu sehen, durch die der Gesetzgeber bewusst auch gewisse Einbußen für die (va Minderheits-)Aktionäre in Kauf genommen hat. Es spricht insgesamt viel dafür, dass der Gesetzgeber die mindestens einmonatige Frist gem § 85 Abs 4 BörseG für dieses Marktsegment als für den Anlegerschutz ausreichend angesehen hat.“

¹⁴ Nicolussi, GesRZ 2013, 124 (125); Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² Rz 26/37, Rz 26/39.

¹⁵ Siehe zB OGH 8. 2. 2010, 6 Ob 221/09 g, Bank Austria I, GesRZ 2010, 228 (Ofner) = EvBl 2010/92 (Garber); 11. 10. 2010, 6 Ob 186/10 m, Austrian Airlines I; 31. 1. 2013, 6 Ob 210/12 v, Austrian Airlines II, GesRZ 2013, 162 (H. Foglar-Deinhardstein); 27. 9. 2016, 6 Ob 31/16 a, Bank Austria II, GesRZ 2017, 54 (H. Foglar-Deinhardstein). Zum Schiedsverfahren zum Bank-Austria-Squeeze-out siehe auch OGH 17. 2. 2014, 4 Ob 197/13 v; 22. 3. 2016, 5 Ob 30/16 x; Schüppen, Schiedsverfahren und Unternehmensbewertungsgutachten, in FS Elsing (2015) 509 (520 f); VfGH 14. 6. 2017, G 26/2017–14.

¹⁶ So etwa die innerösterreichische Verschmelzung der börsenotierten IMMOEAST AG auf die ebenfalls börsenotierte IMMOFI-

⁶ Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² (2015) Rz 26/2; Hasch/Brditschka, Delisting, in Gratzl/Hausmaninger/Justich, HB AG² (2017) Rz 3; M. Gruber, Aktienrechtliche Ordnungsfragen des Delistings, GesRZ 2005, 107.

⁷ Vgl Hlawati/Glas/H. Foglar-Deinhardstein/Aichinger, Squeeze-out: Spatz in der Hand statt Taube auf dem Dach? GesRZ 2016, 29 FN 2; E. Gruber/H. Foglar-Deinhardstein, Satzungsstrenge und neue Spielräume für „autonome“ Satzungsbestimmungen, GesRZ 2014, 73 (75).

⁸ Vgl OGH 6 Ob 221/16 t, Punkte 3.1.1 und 3.1.2; Hasch/Brditschka, Delisting, in Gratzl/Hausmaninger/Justich, HB AG² Rz 8, 65; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² Rz 26/3; Temmel in Temmel, Börsengesetz (2011) §§ 83, 84 Rz 20; C. Schmidt in Birkner, HB Übernahmerecht (2012) 188; Zollner, Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach österreichischem Recht Teil I, GeS 2004, 140; Nicolussi, „Kaltes“ Delisting als Konsequenz der Verschmelzung zweier Aktiengesellschaften, GesRZ 2013, 124 (125); Simon/Burg, Zum Anwendungsbereich des § 29 Abs 1 Satz 1 UmwG, Der Konzern 2009, 214 (215).

⁹ Näher dazu St. Weber, Kapitalmarktrecht 232; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² Rz 26/3, Rz 26/6 f, Rz 26/11 ff; Hasch/Brditschka, Delisting, in Gratzl/Hausmaninger/Justich, HB AG² Rz 9 ff; E. Gruber/H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2014, 73 (76); Dollenz, ÖBA 2015, 304 f; Koppensteiner, Über den Rückzug von der Börse, RdW 2015, 549 (552). Siehe auch BVwG 21. 3. 2014, W210 2003383-1/2E ZFR 2014, 291 (Wolffbauer); VwGH 28. 4. 2015, Ra 2014/02/0023; BVwG 16. 2. 2015, W210 2003383-1/3E ZFR 2015, 589.

¹⁰ An der Wiener Börse gibt es nach geltendem Recht (noch) zwei geregelte Märkte, nämlich den Amtlichen Handel einerseits und den Geregeltten Freiverkehr andererseits (vgl § 76 Abs 1 BörseG

die Rechtsform einer GmbH.¹⁷ Ein partielles Delisting kann durch Abspaltung von Vermögen einer börsennotierten Gesellschaft in eine nicht-börsennotierte Gesellschaft mit Gewähr von nicht-notierten Aktien an die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft erreicht werden.¹⁸ Unklar ist, ob auch die Einleitung der Liquidation einer börsennotierten AG für ein kaltes Delisting geeignet ist.¹⁹

In der E 6 Ob 221/16t wurde nunmehr die schon lange diskutierte und schließlich an den OGH herangetragene Frage behandelt, ob ein kaltes Delisting durch Verschmelzung auf eine nicht-börsennotierte Gesellschaft – im konkreten Fall ohne gesellschaftsrechtliches Barabfindungsangebot an die dissentierenden Aktionäre – rechtlich zuzulassen sei.

3. Das geplante BWT-Delisting: ein untypischer Fall

Trotz des bisher unbefriedigenden gesetzlichen Rahmens konnten beabsichtigte und planmäßig herbeigeführte Delistings in der österreichischen Praxis meist verhältnismäßig zügig durchgeführt werden. Der vom OGH zu 6 Ob 221/16t behandelte Fall des geplanten Delisting der BWT (zu den näheren Umständen des Falls siehe B.) ist daher schon deswegen bemerkenswert, weil hier ein Delisting trotz gemeinsamer Bemühungen

NANZ AG (HG Wien 28. 4. 2010, 73 Fr 1585/10b, 73 Fr 1584/10a), die innerösterreichische Verschmelzung der börsennotierten S & T System Integration & Technologie Distribution AG auf die in Frankfurt börsennotierte Quamax AG (LG Linz 11. 12. 2012, 32 Fr 7153/12h, 73 Fr 1584/10a), die grenzüberschreitende Verschmelzung der börsennotierten bwin Interactive Entertainment AG auf die in London börsennotierte PartyGaming plc (HG Wien 14. 3. 2011, 74 Fr 2929/11w; 13. 5. 2011 74 Fr 8234/11x), die grenzüberschreitende Verschmelzung der börsennotierten Intercell AG auf die in Paris börsennotierte Vivalis SA (HG Wien 12. 4. 2013, 73 Fr 3529/13m; 3. 6. 2013, 73 Fr 6492/13w) oder die innerösterreichische Verschmelzung der börsennotierten Vorarlberger Kraftwerke Aktiengesellschaft auf die nicht-börsennotierte Illwerke Unternehmensverwaltungs AG (LG Feldkirch 29. 8. 2013, 47 Fr 2692/13b, 47 Fr 2669/13v). Ist die übernehmende Gesellschaft börsennotiert, so geht zwar mit dem verschmelzungsbedingten Untergang der übertragenden Gesellschaft auch deren Börsezulassung verloren (Hasch/Brditschka, Delisting, in Gratzl/Hausmaninger/Justich, HB AG² Rz 18); die übernehmende Gesellschaft kann aber den Aktionären der übertragenden Gesellschaft wiederum börsennotierte Aktien gewähren.

¹⁷ Insbesondere die formwechselnde Umwandlung der TeleTrader Software AG in die TeleTrader Software GmbH: HG Wien 4. 7. 2012, 74 Fr 10650/12h; vgl OGH 30. 9. 2013, 6 Ob 83/13v GesRZ 2014, 128 (Kalss). Wolfbauer (ZFR 2015, 24) bezeichnet den Formwechsel in die GmbH als die „eleganteste“ Lösung“ für den Rückzug aus dem Amtlichen Handel.

¹⁸ Kalss, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 366 (367); Kalss/Zollner, Kapitalmarktrechtliche Überlegungen zum „Squeeze out“ börsennotierter Unternehmen, ÖBA 2004, 237 (248).

¹⁹ Differenzierend Berger in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG² (2012) § 203 Rz 11 f; siehe auch nach neuer Rechtslage Edelmann/Winner, ZFR 2017, 375. Vgl zur übertragenden Auflösung Hasch/Brditschka, Delisting, in Gratzl/Hausmaninger/Justich, HB AG² Rz 18; Nicolussi, GesRZ 2013, 124 (125).

der Kernaktionäre und der Organe einer börsennotierten Gesellschaft, die das Ziel des Delisting offenbar allesamt und einhellig als verfolgenswert erachten, auch nach Jahren noch nicht glücklich ist.

4. Die Frage der Barabfindung beim kalten Delisting

In der Literatur umstritten ist die Frage, ob bei einem kalten Delisting den Minderheitsaktionären ein Austrittsrecht gegen Barabfindung gewährt werden muss. Nach einer Ansicht ist § 234 b AktG, der bei der rechtsformübergreifenden Verschmelzung ein Austrittsrecht samt Barabfindungsangebot vorsieht, auf eine Verschmelzung, die zu einem kalten Delisting führt, analog anzuwenden.²⁰ Nach der Gegenmeinung besteht keine planwidrige Lücke, sodass auch kein Raum für eine analoge Anwendung von § 234 b AktG bleibt.²¹ Koppensteiner – als Vertreter dieser Gegenauffassung – argumentiert, dass der Verlust der Veräußerungsmöglichkeit über die Börse nicht im Schutzbereich des § 234 b AktG liege, weil dort das Barabfindungsangebot auch für die rechtsformübergreifende Verschmelzung einer GmbH auf eine (nicht-börsennotierte oder börsennotierte) AG verpflichtend sei: Eine solche Verschmelzung führt aber – wegen Wegfall der Notariatsaktpflicht für Anteilsveräußerungen – zu keiner Erschwerung, sondern im Gegenteil zu einer Erleichterung der Handelbarkeit.²²

Die Frage ist dogmatisch hochspannend, aber in der Praxis – nach geltendem Recht – immer dann vernachlässigbar, wenn nach der gewählten Transaktionsstruktur den Minderheitsaktionären schon auf Basis der anwendbaren gesellschaftsrechtlichen Gesetzesregeln eine angemessene Barabfindung anzubieten ist, die den auf ihre jeweilige Beteiligung entfallenden anteiligen Unternehmenswert abgilt²³ – also insb dann, wenn

²⁰ Kalss, Beginn und Beendigung der Notierung eines Wertpapiers an einer Börse oder an einem geregelten Markt, in Aicher/Kalss/Oppitz, Grundfragen des neuen Börserechts (1998) 255 (299 ff); Kalss, Anlegerinteressen (2001) 488 ff, 499 ff; Kalss, wbl 2001, 366; Kalss/Zollner, ÖBA 2004, 237 (248 ff); Zollner, Einbahnstraße Börsennotierung? Delisting nach österreichischem Recht Teil II, GeS 2004, 208; Nicolussi, GesRZ 2013, 124 (128 ff); Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² Rz 26/30 ff, Rz 26/39; Hasch/Brditschka, Delisting, in Gratzl/Hausmaninger/Justich, HB AG² Rz 21, Rz 98 f; Drygala/Staake, Delisting als Strukturmaßnahme, ZIP 2013, 905; wohl auch Lutter, Gesellschaftsrecht und Kapitalmarkt, in FS Zöllner 363 (381 f); ähnlich aus regulatorischer Sicht St. Weber, Kapitalmarktrecht 233; C. Schmidt in Birkner, HB Übernahmerecht 188.

²¹ Klement, Börserückzug – Going Private – Delisting – P2P, wbl 2003, 11 (17 ff); M. Gruber, GesRZ 2005, 107; Bachner in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG² § 103 Rz 43; Übernahmekommission 7. 4. 2006, 2006/1/1–44, Generali; Klement, Bundesverfassungsgericht nimmt zu den Voraussetzungen eines Delisting Stellung, wbl 2013, 194; Koppensteiner, RdW 2015, 549; aus übernahmerechtlicher Sicht P. Huber in Huber, Übernahmengesetz² (2016) § 22 Rz 68.

²² Koppensteiner, RdW 2015, 549 (549 f).

²³ Kalss/Zollner, ÖBA 2004, 237 (245 f, 249); Zollner, GeS 2004, 208 (212); Nicolussi, GesRZ 2013, 124 (127); Kalss/Oppitz/Zollner,

das kalte Delisting durch einen Squeeze-out, durch eine rechtsformübergreifende oder grenzüberschreitende Verschmelzung,²⁴ durch eine nichtverhältnismäßige oder eine rechtsformübergreifende Spaltung, eine formwechselnde, eine übertragende oder eine errichtende Umwandlung²⁵ oder eine grenzüberschreitende Sitzverlegung²⁶ bewirkt werden soll. In all diesen Fällen billigt das geltende Recht nämlich den Minderheitsaktionären jedenfalls eine angemessene Barabfindung zu,²⁷ also auch dann, wenn die Transaktion gar nicht mit einem Delisting einhergeht.

ME ist weiters dann keinesfalls eine Barabfindung erforderlich, wenn die Aktionäre im Zuge der Transaktion ohnedies wieder börsennotierte Aktien erhalten, also zB wenn eine börsennotierte Aktiengesellschaft auf eine andere börsennotierte Gesellschaft verschmolzen wird.²⁸ Dies gilt grundsätzlich auch dann, wenn die Börsennotierung nur vorübergehend entfällt, weil die parallel zur Verschmelzung verfolgte zeitnahe Börsezulassung der übernehmenden Gesellschaft zB erst nach Wirksamwerden der Verschmelzung erreicht werden kann und somit eine vorübergehende Lücke in der Handelbarkeit entsteht.²⁹

Ungeklärt war demgegenüber bisher, was zu gelten habe, wenn zum Zweck eines kalten Delisting eine gesellschaftsrechtliche Maßnahme durchgeführt würde, die **weder** mit einer vom Gesetz vorgeschriebenen Barabfindung für die Minderheitsaktionäre **noch** mit der Gewährung von börsennotierten Aktien an die Aktionäre einhergeht – insb wurde hier immer wieder die rechtsformwahrende Verschmelzung einer börsennotierten auf eine nicht-börsennotierte AG diskutiert.³⁰ Denkbar wä-

ren hier jedenfalls drei³¹ Lösungsvarianten: (i) Die Transaktion ist, soweit die aktienrechtlichen Vorschriften eingehalten werden, uneingeschränkt zulässig.³² (ii) Die Transaktion ist wegen des aus ihr resultierenden Delisting jedenfalls unzulässig. (iii) Die Transaktion ist nur dann zulässig, wenn den dissentierenden Minderheitsaktionären ein Ausstieg gegen Barabfindung ermöglicht wird.³³

Von der OGH-Entscheidung zum BWT-Delisting wurde mit Spannung die Antwort erwartet, welche der drei denkbaren Lösungen die richtige sei.³⁴

B. Verlauf des geplanten Delisting der BWT

Die BWT Aktiengesellschaft ist ein Wassertechnologieunternehmen. Die Aktien der BWT notieren seit 1992 an der Wiener Börse und werden dort im Amtlichen Handel im Segment *Standard Market Auction* gehandelt. Schon 2005 spaltete BWT die CHRIST WATER TECHNOLOGY AG ab, deren Aktien seither (bis zum Squeeze-out dieser neuen Gesellschaft im Jahr 2010) ebenfalls an der Wiener Börse gehandelt wurden.³⁵

Seit mehreren Jahren wird nun ein Delisting der BWT angestrebt. Zu diesem Zweck wurde zunächst der klassische Weg eines Konzernausbau-Übernahmeangebots mit nachgelagertem Squeeze-out verfolgt:³⁶ Am

Kapitalmarktrecht² Rz 26/37; Hasch/Brditschka, Delisting, in Gratzl/Hausmaninger/Justich, HB AG² Rz 20; Dregger/Edelmann, ÖBA 2017, 635.

²⁴ Zur Verschmelzung siehe schon FN 16.

²⁵ Zur formwechselnden Umwandlung siehe schon FN 17.

²⁶ Zur Barabfindung bei der grenzüberschreitenden Sitzverlegung H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2017, 55 FN 4 mwN.

²⁷ Vgl H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2017, 55; Mollnhuber, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung (2017) 203 ff.

²⁸ Siehe etwa die praktischen Beispiele der IMMOEAST-IMMOFINANZ-Verschmelzung und der S&T-Quanmax-Verschmelzung (siehe FN 16). So auch zum (grenzüberschreitenden) Börseplatzwechsel (Relisting) an eine vergleichbare Börse Kalss, Beginn und Beendigung der Notierung eines Wertpapiers an einer Börse oder an einem geregelten Markt, in Aicher/Kalss/Oppitz, Grundfragen des neuen Börserechts 255 (294); St. Weber, Kapitalmarktrecht 233; Nicolussi, GesRZ 2013, 124 (132); Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² Rz 26/43; Dregger/Edelmann, ÖBA 2017, 635; ebenso auch nach neuer Rechtslage Edelmann/Winner, Das Delisting nach dem BörseG 2018, ZFR 2017, 375 (381).

²⁹ Simon/Burg, Der Konzern 2009, 214 (216 f).

³⁰ Siehe FN 16 (sowie FN 51 und 54) zum praktischen Fall der Verschmelzung Vorarlberger Kraftwerke Aktiengesellschaft/IIIwerke Unternehmensverwaltungs AG.

³¹ Als vierte Variante, die aber noch vertiefter Untersuchung bedürfte, wäre denkbar, dass ein allfälliger Wertverlust der Streubesitzaktionäre durch eine Anteilsverschiebung ausgeglichen wird, indem die Kernaktionäre Anteile an die Minderheitsaktionäre abgeben. Allg zur Anteilsverschiebung H. Foglar-Deinhardstein, Anmerkungen zum (grenzüberschreitenden) Triangular Merger, GesRZ 2012, 326 mwN; Aburumieh/Adensamer/H. Foglar-Deinhardstein, Verschmelzung V.F Rz 26.

³² Zu dieser Ansicht siehe FN 21.

³³ Zu dieser Ansicht siehe FN 20.

³⁴ Bemerkenswerterweise begutachteten sowohl Kalss als auch Koppensteiner – trotz ihrer an sich gegensätzlichen Lehrmeinungen (siehe FN 20 und 21) – das durch Verschmelzung herbeizuführende BWT-Delisting in seiner konkreten Ausgestaltung als zulässig. Wie auch die Entscheidung des Berufungsgerichts (OLG Linz 27. 7. 2016, 2 R 112/16b) zeigt, war die vom OGH letztlich festgehaltene Unzulässigkeit der BWT-Verschmelzung (siehe unten C.1.) also keineswegs zwingend vorherzusehen.

³⁵ Vgl H. Foglar-Deinhardstein/Hartig, Der Vorstand bei Umgründungen und Squeeze-out, in Kalss/Frotz/Schörghofer, HB Vorstand (2017) Kap 31 Rz 194.

³⁶ Vgl allg Ch. Nowotny/Fida, Kapitalgesellschaftsrecht, Umgründungsrecht, Übernahmerecht³ (2015) Rz 7/6; Hlawati/Glas/H. Foglar-Deinhardstein/Aichinger, GesRZ 2016, 29 (30). Ein Squeeze-out folgt häufig auf ein Konzernausbau- oder auf ein kontrollrelevantes Übernahmeangebot (vgl zB LG Ried im Innkreis 10. 11. 2006, 16 Fr 2973/06y, KTM-Sportmotorcycle AG; H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2013, 166; zur Möglichkeit der Absorption der Angebotspflicht durch einen Squeeze-out Hlawati/Glas/H. Foglar-Deinhardstein/Aichinger, GesRZ 2016, 29 [36 FN 60]). Ein Delisting löst zumindest *per se* keine übernahmeherechliche Angebotspflicht aus (differenzierend Alscher/Zandler in Huber, Übernahmegesetz² [2016] § 2 Rz 16; P. Huber in Huber, Übernahmegesetz² § 22 Rz 68 f; Eigner, Das Verfahren und der neue Instanzenzug im Übernahmerecht nach der Ver-

15. 9. 2014 veröffentlichte eine Zweckgesellschaft der als „WAB-Gruppe“ gemeinsam vorgehenden Kernaktionäre der BWT ein freiwilliges Angebot gemäß §§ 4 ff ÜbG zum Erwerb sämtlicher Streubesitz-Aktien der BWT und kündigte an, nach Durchführung der Übernahme (a) nach Möglichkeit einen Squeeze-out, jedenfalls aber (b) das Delisting der BWT anzustreben. Die gemeinsam mit der Bieterin vorgehenden Rechtsträger der WAB-Gruppe hielten damals insgesamt 73,72% an der BWT. Obwohl das Übernahmeangebot somit im übernahmerechtlichen Sinne nicht kontrollrelevant, sondern nur auf Kontrollausbau gerichtet war und daher nicht den regulatorischen Preisregeln gemäß § 26 ÜbG unterlag, wurden diese Preisbildungsregeln freiwillig (über)erfüllt: Der im Übernahmeangebot angebotene Kaufpreis lag nämlich (i) über dem gewichteten Durchschnittskurs der BWT-Aktie in den letzten sechs Monaten vor Bekanntgabe der Angebotsabsicht, (ii) über dem von der Bieterin oder mit ihr gemeinsam vorgehenden Rechtsträgern für in den letzten zwölf Monaten vor Anzeige des Angebots erworbene BWT-Aktien geleisteten Höchstpreis, (iii) über dem Höchstkurs der BWT-Aktie in den vorangehenden zwölf Monaten und (iv) über dem Schlusskurs der BWT-Aktie am Tag vor Bekanntgabe der Angebotsabsicht.

Das Übernahmeangebot wurde bis zum Ende der Angebotsfrist am 29. 9. 2014 freilich nur von Aktionären, die rund 6,06% des Grundkapitals repräsentierten, angenommen; die WAB-Gruppe konnte ihre kumulierte Beteiligung an der BWT somit lediglich auf rund 79,78% des Grundkapitals erhöhen.

Da somit das Erreichen der für die Durchführung eines Squeeze-out erforderlichen 90%-Schwelle deutlich verfehlt worden war, verfolgte die WAB-Gruppe – wie bereits im Übernahmeangebot für diesen Fall angekündigt – nunmehr „gesellschaftsrechtliche Maßnahmen [...], für die bereits geringere Mehrheiten in der Hauptversammlung der Zielgesellschaft [Anm: als für einen Squeeze-out] ausreichen, wie beispielsweise eine Verschmelzung der Zielgesellschaft auf eine nicht börsennotierte Kapitalgesellschaft“, um dadurch doch noch die Beendigung des Börsenhandels der Aktien der BWT erreichen zu können.

Konkret trug die WAB-Gruppe am 5. 3. 2015 die Initiative an die BWT heran, durch Verschmelzung der BWT auf eine noch zu gründende nicht-börsennotierte Aktiengesellschaft das Delisting der BWT-Aktien von der Wiener Börse zu bewirken. Infolge eines entsprechenden Antrags gemäß § 109 AktG einer Aktionärin aus dem

waltungsgerichtsbarkeits-Novelle 2012 Teil II, wbl 2014, 665 [670]; *Fragner/Schulz*, Geltung des Übernahmegesetzes bei Rückzug von der Börse? RdW 2011, 523; *Gurmann* in *Birkner*, HB Übernahmerecht 62 ff; *Inetas* in *Birkner*, HB Übernahmerecht 129; vgl zu Squeeze-out und Angebotspflicht *Hlawati/Glas/H. Foglar-Deinhardstein/Aichinger*, GesRZ 2016, 29 [36]).

Kreis der WAB-Gruppe an den Vorstand der BWT³⁷ gründete die BWT im Juni 2016 eine hundertprozentige Tochter in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft, die am 23. 6. 2015 ins Firmenbuch eingetragen wurde. Die Anzahl der Aktien dieser Tochtergesellschaft entsprach der Anzahl der Aktien der BWT ohne Berücksichtigung der eigenen Anteile; die Aktien der Tochter waren aber naturgemäß nicht börsennotiert. Die Organe der Tochtergesellschaft waren mit jenen der BWT ident. In der ordentlichen Hauptversammlung der BWT vom 25. 8. 2015 wurde dann die Verschmelzung zur Aufnahme der BWT auf die neu gegründete Tochtergesellschaft beschlossen, wobei die von der BWT an der Tochter gehaltenen Aktien gemäß § 224 Abs 3 AktG zum Zweck der Abfindung der BWT-Aktionäre an diese ausgekehrt werden sollten,³⁸ wodurch die Aktionäre für jede BWT-Aktie eine Aktie an der übernehmenden Gesellschaft erhalten hätten.³⁹

Bei Eintragung dieser Beschlussfassung ins Firmenbuch wäre die Verschmelzung rechtswirksam geworden; die BWT wäre daher ohne Liquidation untergegangen; ihr Vermögen wäre im Wege der Gesamtrechtsnachfolge auf die übernehmende Tochtergesellschaft übergegangen; die bisherigen BWT-Aktionäre hätten sich als Aktionäre in der übernehmenden Gesellschaft – somit ohne börsennotierte Aktien – wiedergefunden, wobei sie keine Möglichkeit gehabt hätten, aus Anlass der Verschmelzung gegen angemessene Barabfindung aus der Gesellschaft auszuscheiden.

Die Firmenbucheintragung wurde jedoch durch Anfechtungsklagen mehrerer Minderheitsaktionäre verhindert: Das Firmenbuchgericht unterbrach das Eintragungsverfahren bis zur Entscheidung über die Anfechtungsklagen;⁴⁰ das Erstgericht gab den Anfechtungsklagen statt, während das Berufungsgericht das Klagebegehren der Anfechtungskläger abwies; schließlich entschied der OGH die Sache dahingehend, dass der gefasste Verschmelzungsbeschluss nichtig sei (zur Begründung siehe unten C.1.). Im Ergebnis unterblieb daher

³⁷ Dieser Antrag bezog sich entsprechend dem gesetzlichen Regelwerk auf Ergänzung der Tagesordnung der Hauptversammlung. Da im Antrag aber die Transaktionsstruktur zur Bewirkung eines Delisting vorgezeichnet war, sah sich der Vorstand der BWT zur Mitwirkung an der Vorbereitung und Umsetzung der Verschmelzung verpflichtet. Allg zu aktionärsseitigen Weisungen an den Vorstand *Kalss*, Leitung der Gesellschaft, in *Kalss/Frotz/Schörghofer*, HB Vorstand Kap. 12 Rz 108; *H. Foglar-Deinhardstein/Hartig* in *Kalss/Frotz/Schörghofer*, HB Vorstand Kap. 31 Rz 39 ff, 42 ff.

³⁸ Allg zum Downstream-Merger und zu § 224 Abs 3 AktG *Aburumieh/Adensamer/H. Foglar-Deinhardstein*, Verschmelzung IV. D Rz 7 ff, V.F Rz 54 ff, VII.C Rz 11, 29.

³⁹ Der Downstream-Merger ist grundsätzlich gut geeignet, um ein Delisting bisher börsennotierter Aktien herbeizuführen. Vgl etwa *H. Foglar-Deinhardstein/Trettnak*, Cross-Border Merger aus Deutschland nach Österreich bei weiterbestehendem Listing, GesRZ 2013, 198.

⁴⁰ LG Wels 14. 10. 2015, 35 Fr 1078/15b; bestätigt durch OLG Linz 11. 12. 2015, 6 R 195/15 m.

eine Firmenbucheintragung der geplanten Verschmelzung; das vorgesehene Delisting war somit – zumindest vorerst – gescheitert.

C. Die OGH-Entscheidung zum BWT-Delisting

1. Begründung der Unzulässigkeit

Die allgemeine Frage, ob ein kaltes Delisting durch Verschmelzung auf eine nicht-börsennotierte Gesellschaft herbeigeführt werden darf, ließ der OGH ausdrücklich unbeantwortet. Wenn es auch weder gesetzliche Vorgaben noch Gerichtsentscheidungen gebe, die gegen ein kaltes Delisting sprächen, so sei ein unechtes Delisting aber – wenn der Schritt, der das Delisting bewirke, einzig zum Zweck der Notierungsbeendigung erfolgt – am Kriterium des Rechtsmissbrauchs zu prüfen.⁴¹ Rechtsmissbrauch liege aber nach der jüngeren Rechtsprechung schon dann vor, wenn unlautere Motive der Rechtsausübung die lauterer Motive eindeutig überwiegen oder wenn zwischen den vom Handelnden verfolgten eigenen Interessen und den beeinträchtigten Interessen des anderen ein ganz krasses Missverhältnis besteht.

Der OGH fokussierte sodann auf den Umstand, dass mit einem Börseabgang eine erschwerte Handelbarkeit der delisteten Aktien verbunden ist. Er folgerte daraus, dass „zwanglos davon ausgegangen werden“ könne, dass der Börseabgang „zu einem Wertverlust der Streubesitzaktien infolge deren eingeschränkter Handelbarkeit führen wird“ sowie dass „realistischerweise“ die Streubesitzaktien im Fall des Delisting „nur noch an die Gruppe der Mehrheitsaktionäre veräußerbar sein“ würden.

Diese Annahmen genügten dem OGH für seine zentralen Schlussfolgerungen: „Stellt man nun diese Interessenlagen gegenüber, so ist auf Seiten des Streubesitzes zu beachten, dass sich diese Aktionäre bewusst an einem Börseunternehmen beteiligten, welcher Umstand (die Börsennotierung) zu einer marktmäßigen Preisbildung der Aktie führen sollte; für sie war es nicht absehbar, dass die Beklagte durch einseitige gesellschaftsrechtliche Maßnahmen gerade dieses Preisbildungsinstrument beseitigen und ihnen dadurch einen Wertverlust zufügen würde. Demgegenüber kommt den von der Beklagten ins Treffen geführten Argumenten (und zwar durchaus im Sinn der Feststellungsrüge ihrer Berufung) eine untergeordnete Bedeutung zu. Sowohl die Wettbewerbsnachteile als auch die Kosten einer Börsenotierung waren zum Zeitpunkt des Börsegangs entwe-

der bekannt oder mussten jedenfalls bekannt sein. Die Beklagte legt nicht dar, aufgrund welcher nachträglich hervorgekommener Umstände die Nachteile entstanden sein sollten. Zwischen den abzuwägenden Interessen der Klägerinnen und der Beklagten bestand somit ein krasses Missverhältnis zu Lasten der Klägerinnen. Ähnlich dem zu 6 Ob 122/16h entschiedenen Fall vermögen die Handlungsmotive auf Seiten der Beklagten (auch wenn eine konkrete Schädigungsabsicht möglicherweise gar nicht vorgelegen haben mag) nicht dazu führen, dass dies einen (weitgehenden) Verlust der Beteiligungswerte auf Seiten der Klägerinnen rechtfertigt. Damit erfolgte die Mehrheitsbeschlussfassung betreffend die Verschmelzung der Beklagten auf die Holding aber rechtsmissbräuchlich, ohne dass es einer grundsätzlichen Beantwortung der Frage bedürfte, ob ein unechtes bzw kaltes Delisting (etwa) durch Verschmelzung auf eine nicht börsennotierte Gesellschaft aufgrund der gegebenen Gesetzeslage nicht ohnehin per se unzulässig ist. Der Verschmelzungsbeschluss war damit für nichtig zu erklären und insoweit das Ersturteil wieder herzustellen.“

2. Kritik

a) Versuch einer Gesamtwürdigung

Das Ergebnis der OGH-Entscheidung ist aus Sicht des Kapitalmarkts⁴² und des Anlegerschutzes⁴³ zu begrüßen, weil dem Versuch eines Delisting ohne Möglichkeit für die Minderheitsaktionäre, aus Anlass des Börsenrückzugs den Exit aus der Gesellschaft gegen Barabfindung zu wählen,⁴⁴ ein Riegel vorgeschoben wurde.

Die Begründung, mit der der OGH zu diesem Ergebnis gelangt ist, wirft allerdings mE doch Fragen auf:

b) Zur Frage des Rechtsmissbrauchs

Die oben zitierten Schlussfolgerungen des OGH könnten so zu verstehen sein, dass eine Umstrukturierung, die (einzig und allein) auf ein kaltes Delisting abzielt, jedenfalls rechtsmissbräuchlich und daher unzulässig sei, und zwar unabhängig von den konkreten Umständen des Einzelfalls (in concreto daher losgelöst von den mit der Börsennotierung verbundenen Nachteilen, ins-

⁴¹ Gegenteilig noch das Berufungsgericht (OLG Linz 27. 7. 2016, 2 R 112/16 b): „Die notierungsbeendigende Verschmelzung ist daher nicht per se unzulässig, sie stellt nicht schon Rechtsmissbrauch dar [...]. Stellt es der Gesetzgeber der Aktiengesellschaft frei, eine Börsennotiz ihrer Aktien anzustreben oder nicht, so liegt auch im Wunsch nach einem Rückzug von der Börse kein verpöntes Motiv.“

⁴² Koppeneiner, RdW 2015, 549 (553) (freilich de lege ferenda): „[...] die delistingbedingte Zuweisung des Wertminderungsrisikos an potenzielle Marktteilnehmer wäre gewiss geeignet, die Nachfrage nach Aktien zu reduzieren und damit die Funktion der Börse als Kapitalaufbringungsinstrument zu beeinträchtigen.“ Vgl auch U. Torggler, Zur sog materiellen Beschlusskontrolle, insb bei der Umwandlung Teil II, GeS 2006, 109 (117).

⁴³ Der Anlegerschutz wird als „zentraler Anknüpfungspunkt aller mit einem Delisting zusammenhängender Rechtsfragen“ bezeichnet. Vgl Zollner, GeS 2004, 208 (212); siehe auch St. Weber, Kapitalmarktrecht 233; Kalss/Zollner, Stück- und Namensaktien aus börsenrechtlicher Sicht, ÖBA 2002, 595 (596); Nicolussi, GesRZ 2013, 124 (125).

⁴⁴ In den berichtenden Printmedien wurde – wohl überspitzt – von „billigem“ Delisting (Die Presse, 26. 7. 2017) und Börserückzug „zum Nulltarif“ (Der Standard, 28. 7. 2017) geschrieben.

besondere den von der Gesellschaft ins Treffen geführten Wettbewerbsnachteilen und Kostenbelastungen).

Dieses Verständnis kann aber schon deshalb nicht richtig sein, weil der OGH wenige Zeilen vor seiner abschließenden Beurteilung des BWT-Falls völlig kritiklos die ganz anerkannte Praxis beschreibt, ein kaltes Delisting im Wege des Squeeze-out gemäß GesAusG herbeizuführen.⁴⁵ Zwar betont der OGH, dass für den Squeeze-out eine Mehrheit von 90% des Nennkapitals erforderlich ist, während für eine Verschmelzung grundsätzlich eine Mehrheit von 75% des in der Generalversammlung vertretenen Nennkapitals genügt. Allerdings begründet die Entscheidung die Missbräuchlichkeit des gegenständlich geplanten Delisting pauschal mit dem damit einhergehenden Verlust der börsenmäßigen Handelbarkeit für den Streubesitz; wenn dies das maßgebliche Kriterium sein soll, dann kann es für die Qualifikation als Missbrauch auf die für die zweckentsprechende Maßnahme erforderliche Mehrheit nicht ankommen.⁴⁶

Vielmehr liegt der wesentliche – und möglicherweise implizit entscheidungsrelevante⁴⁷ – Unterschied zwischen einem Squeeze-out und der gegenständlich geplanten Verschmelzung darin, dass beim Squeeze-out den Minderheitsaktionären der auf ihre jeweilige Beteiligung entfallende anteilige Unternehmenswert in bar abgelöst werden muss, während bei der BWT-Verschmelzung ein alternativloser Verbleib aller Aktionäre, die nicht bereits vorab das Übernahmeangebot angenommen hatten (siehe B.), in der neuen Gesellschaft vorgesehen war.

Die sehr weit gehenden Rechtssätze des OGH zur Missbräuchlichkeit des kalten Delisting sind daher mE so zu interpretieren, dass die konkrete Verschmelzung deswegen als unzulässig anzusehen war, weil sie für die Streubesitzaktionäre die Handelbarkeit ihrer Aktien erschwert hätte, ohne diesen eine Möglichkeit zum Exit gegen Barabfindung zu eröffnen⁴⁸ (siehe dazu auch unten C.2.d.).

In diesem Zusammenhang wäre es freilich nicht unbedingt überraschend gewesen, hätte sich die Argumentation der beklagten BWT als stichhaltig erwiesen. Diese führte nämlich insb ins Treffen, dass die zwingenden aktienrechtlichen Kapitalerhaltungsvorschriften und das Verbot der Einlagenrückgewähr das Angebot einer freiwilligen Barabfindung durch die Gesellschaft verhinderten.⁴⁹ Die Aktionäre seien außerdem schon deswegen nicht schutzbedürftig, weil sie ohnedies das vorgeschaltete freiwillige Übernahmeangebot hätten annehmen können.

Die Schwäche dieser *prima facie* durchaus starken Argumentation⁵⁰ liegt allerdings darin, dass zum einen (i) das vorgelagerte Übernahmeangebot zum Zeitpunkt des Verschmelzungsbeschlusses nicht mehr angenommen werden konnte, weil die Angebotsfrist schon abgelaufen war,⁵¹ und zum anderen (ii) der Übernahmepreis zwar die regulatorischen Preisbildungsregeln freiwillig (über)erfüllte, aber im Übernahmeangebot nicht doku-

⁴⁵ Die Zulässigkeit dieser etablierten Praxis ist völlig unstrittig. Vgl nur *Kalss* in MünchKomm AktG⁴ GesAusG Einl Rz 7; *Nicolussi*, GesRZ 2013, 124 (125 FN 18); *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2013 166; *Hasch/Brditschka*, Delisting, in *Gratzl/Hausmaninger/Justich*, HB AG² Rz 18; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² Rz 26/18; siehe auch FN 15.

⁴⁶ AA *J. Reich-Rohrwig*, *ecolex* 2017/ 872. In einer anderen rezenten Entscheidung hat der OGH das spiegelverkehrte Argument – Rechtsmissbrauch wegen Ausübung von Aktionärsrechten bei besonders kleiner Beteiligung – verneint (24. 10. 2016, 6 Ob 169/16w NZ 2017, 26 [Diregger] = wbl 2017, 106 [Nicolussi] = GesRZ 2017, 57 [Weigand] = EvBl 2017/52 [Brenn; Walch] = AnwBl 2017/8484 [Kacic/Nimmerfall] = *Bohnert/Gassner/Höfninger*, VbR 2017, 109).

⁴⁷ Vgl *Winner*, ZFR 2017, 389; *Diregger/Edelmann*, ÖBA 2017, 635.

⁴⁸ So auch *Winner*, ZFR 2017, 389; *Diregger/Edelmann*, ÖBA 2017, 635f.

⁴⁹ Wegen des Verbots der Einlagenrückgewähr ist die Barabfindung bei Verschmelzungen nur in engen Grenzen zulässig (vgl *Aburumieh/Adensamer/H. Foglar-Deinhardstein*, Verschmelzung VII.E Rz 17, 22ff; *H. Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, GmbHG (2017) § 81 Rz 27 ff); insb ist sie vom Gesetz bei der rechtsformwahren innerösterreichischen Verschmelzung nicht vorgesehen und kann daher nicht ohne Weiteres für zulässig erachtet werden. Offen aber *Kalss, Zollner* und *Nicolussi*: Nach *Kalss* (in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG² § 65 Rz 46) und *Zollner* (GeS 2004, 208 [210]) kann § 65 Abs 1 Z 5 AktG (analog) auch auf durch Rechtsfortbildung entwickelte Austrittsrechte angewendet werden (so auch *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² Rz 26/31; ähnlich *H. Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, GmbHG § 81 Rz 24). Nach *Nicolussi* könne in der Satzung der börsennotierten AG ein Austrittsrecht gegen Barabfindung für den Fall des Börserückzugs vorgesehen werden (*Nicolussi*, Änderung der BGH-Judikatur zum Delisting, GesRZ 2013, 308 [309 f]).

⁵⁰ Dazu kam noch, dass nach Ankündigung des geplanten Delisting der Börsenkurs sprunghaft anstieg, sodass für Streubesitzaktionäre auch über die Börse ein Exit zu einem sehr günstigen Kurs möglich war.

⁵¹ Dieser Punkt wurde schon vom Erstgericht herausgearbeitet (LG Wels 11. 4. 2016, 6 Cg 124/15 i, 26 Cg 160/15 f). Anders verhielt es sich etwa beim Squeeze-out der *Miba AG* (LG Wels 2. 12. 2015, 29 Fr 3925/15 w), bei dem ein freiwilliges Übernahmeangebot der Hauptaktionärin auch noch nach Fassung des Beschlusses zum Gesellschafterausschluss und noch bis wenige Tage vor Wirksamwerden des Squeeze-out angenommen werden konnte. Bei der Verschmelzung der *Vorarlberger Kraftwerke Aktiengesellschaft* auf die nicht-börsennotierte *Illwerke Unternehmensverwaltungs AG* (siehe FN 16) konnte ein freiwilliges Übernahmeangebot der *Vorarlberger Illwerke Aktiengesellschaft* immerhin noch bis 16 Tage vor der über die Verschmelzung beschlussfassenden Hauptversammlung angenommen werden (vgl *Kalss/Winner*, Ausgewählte gesellschaftsrechtliche Judikatur in Österreich und Deutschland im vergangenen Arbeitsjahr, GesRZ 2013, 189 [196 FN 76]; *Nicolussi*, GesRZ 2013, 308 [FN 9]; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² Rz 26/31 FN 94; *Limberg*, *ecolex* 2015, 847 FN 4). Übernahmeangebot und Squeeze-out müssen nicht sequenziert werden, sondern können parallel laufen (*Kalss*, Sell Out und Squeeze Out, in FS Baums [2017] 641 [645 ff]).

mentiert war, ob der Angebotspreis auch den auf die jeweilige Aktie entfallenden anteiligen Unternehmenswert abbildete.⁵²

Mit anderen Worten: Wäre das Übernahmeangebot zum Zeitpunkt des Verschmelzungsbeschlusses oder zumindest bis kurz davor noch offengestanden und hätte der gebotene Preis dokumentierterweise auch den von einem sachverständigen Prüfer⁵³ ermittelten anteiligen Unternehmenswert abgedeckt, hätte der OGH die Sache wohl gegenteilig entscheiden können; fraglich wäre in diesem Szenario nur gewesen, ob die gerichtliche Überprüfbarkeit der Angemessenheit des Übernahme-preises hätte sichergestellt werden müssen.⁵⁴ Wäre die Umstrukturierung, die das kalte Delisting herbeiführen sollte, als Transaktion, die gesetzlich zwingend mit einer angemessenen und in einem geregelten Verfahren überprüfbaren Barabfindung verbunden ist, angelegt gewesen – also zB als Squeeze-out⁵⁵, als grenzüberschreitende oder rechtsformübergreifende Verschmelzung oder als formwechselnde Umwandlung –, so hätte der OGH mE jedenfalls die Zulässigkeit bejahen müssen.

c) Kontrollüberlegung: Kritik an der Begründung des Rechtsmissbrauchs

Folgt man dem hier vorgeschlagenen Verständnis der OGH-Entscheidung, könnte auch die in der Entschei-

dung enthaltene und mE problematische Begründung des gegenständlich festgestellten Rechtsmissbrauchs fallen gelassen werden. Bemerkenswert an dieser Begründung ist nämlich, dass der OGH den Rechtsmissbrauch ausdrücklich auf abstrakter Ebene und ohne „Rückbindung auf die Besonderheiten des Sachverhalts“⁵⁶ bejaht hat. Das Höchstgericht könnte daher dahingehend verstanden werden, dass die eingeschränkte Handelbarkeit der Aktien durch Verlust der Börsennotierung jedenfalls von höherem Gewicht ist als jegliche Vorteile, die der Gesellschaft allenfalls aus einem Delisting zukommen könnten.⁵⁷ Diese abstrakte Abwägung ist aber mE auf beiden Seiten der gegeneinander abgewogenen Interessen zu hinterfragen:

Auf der einen Seite ist natürlich richtig, dass die Beendigung des Börsehandels zu eingeschränkter Liquidität der Aktien führt, die marktmäßige Preisbildung einschränkt und Transaktionskosten erhöht.⁵⁸ Dazu kommt – was der OGH in der gegenständlichen Entscheidung gar nicht erwähnt –, dass aufgrund der gelockerten Satzungsstrenge bei der nicht-börsennotierten AG⁵⁹ nach erfolgtem Delisting weitere Einschränkungen der Handelbarkeit der Aktien durch entsprechende Satzungsänderungen ins Haus stehen können.⁶⁰ Aus diesen Einschränkungen ist aber nicht – wie der OGH ausführt – zwingend abzuleiten, dass die eingeschränkte Handelbarkeit zu einem „Wertverlust der Streubesitzaktionäre“ oder gar zu einem „(weitgehenden) Verlust der Beteiligungswerte“ führen muss, und dass die Streubesitzaktien „realistischerweise“ nur noch „an die Gruppe der Mehrheitsaktionäre veräußerbar“ sein werden. Schon bei dieser Beurteilung kommt es wesentlich auf die Umstände des Einzelfalls an, insbesondere darauf, ob die fragliche Gesellschaft dividendenstark ist.⁶¹ Gerade bei kalten Delis-

⁵² Vgl LG Wels 14. 10. 2015, 35 Fr 1078/15b: „Beim freiwilligen öffentlichen Angebot [...] stellt sich die Frage, ob dies eine ausreichende Absicherung bedeutet, zumal Preisgrenzen nicht eingreifen und flankierende Schutzinstrumente nicht vorgesehen sind. [...] offen ist, ob sich [der aliquote Unternehmenswert] im öffentlichen Angebot tatsächlich abbildete.“ Allg zum Unterschied zwischen regulatorisch determiniertem Übernahmepreis und vollem wirtschaftlichen Wert eines Anteils Kalss, Anlegerinteressen 516 ff; Nicolussi, GesRZ 2013, 124 (130 f); H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2013, 166; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² Rz 26/31, Rz 26/34; Mollnhuber, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung 212; Kalss in Semler/Stengel, UmwG⁴ § 29 Rz 16 c.

⁵³ Vgl Kalss, Anlegerinteressen 514; Ch. Nowotny, Die konzernrechtlichen Vorgaben des europäischen Gesellschaftsrechts, in Koppensteiner, Österreichisches und Europäisches Wirtschaftsprivatrecht 395 (417 f, 420 f).

⁵⁴ Offen zu dieser Frage Kalss, Anlegerinteressen 515. Allg zum Erfordernis der (gesellschaftsrechtlich determinierten) Angemessenheit des Übernahme-preises bei einem Übernahmeangebot, das einem kalten Delisting vorgelagert ist, Kalss/Zollner, ÖBA 2004, 237 (247 ff); Zollner, GeS 2004, 208 (212); Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² Rz 26/31, Rz 26/39; vgl St. Weber, Kapitalmarktrecht 233; Kalss, Anlegerinteressen 514, 516 ff; (auch zum Erfordernis der gerichtlichen Überprüfbarkeit der Angemessenheit der Barabfindung) Nicolussi, GesRZ 2013, 124 (130 f); Diregger/Edelmann, ÖBA 2017, 676; J. Reich-Rohrwig, eclex 2017, 872. Im Fall der Verschmelzung der Vorarlberger Kraftwerke Aktiengesellschaft auf die nicht börsennotierte Illwerke Unternehmensverwaltungs AG (siehe FN 16) gab es ein der Verschmelzung vorgelagertes freiwilliges Übernahmeangebot, das bis knapp vor dem Tag des Verschmelzungsbeschlusses angenommen werden konnte, wobei der angebotene Übernahmepreis im oberen Bereich der von einem Wirtschaftsprüfer für die Angebotsaktien ermittelten Wertbandbreite lag.

⁵⁵ So wohl OGH 6 Ob 221/16 t, Punkt 3.2.5.

⁵⁶ Vgl krit zu 6 Ob 122/16 h Kalss, GesRZ 2017, 188 (191).

⁵⁷ Der OGH hält in Punkt 3.2.4 ausdrücklich fest, dass das Berufungsgericht hinsichtlich der von der beklagten BWT behaupteten Vorteile aus einem Delisting die Feststellungsrüge der Beklagten unerledigt gelassen habe. In Punkt 3.2.6 heißt es aber dann lapidar: „Demgegenüber kommt den von der Beklagten ins Treffen geführten Argumenten (und zwar durchaus im Sinn der Feststellungsrüge ihrer Berufung) eine untergeordnete Bedeutung zu.“

⁵⁸ Vgl Koppensteiner, RdW 2015, 549 (552).

⁵⁹ OGH 8. 5. 2013, 6 Ob 28/13 f GesRZ 2013, 212 (Schopper) = RWZ 2013, 283 (Wenger) = GesRZ 2013, 189 (Kalss/Winner) = eclex 2013, 706 (Edelmann) = eclex 2013, 798 (Schörghofer/R. Gruber) = GES 2013, 356 (Birnbauer) = AG 2013, 693 (Kalss/Fleischer) = GesRZ 2014, 73 (E. Gruber/H. Foglar-Deinhardstein) = NZ 2014, 145 (Brugger).

⁶⁰ Vgl allg Kalss/Fleischer, AG 2013, 693 (697); E. Gruber/H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2014, 73 (85 f).

⁶¹ Der Verkehrswert/Marktpreis einer Aktie hängt von verschiedenen „wertbildenden Faktoren“ (vgl BVerfG 11. 7. 2012, 1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08) ab, insb vom Ertrags- bzw Substanzwert des Unternehmens, von mit der Aktie verknüpften verbandsrechtlichen Mitbestimmungs- und Gewinnbezugsrechten, von Renditeerwartungen, von der Aktionärsstruktur der Gesellschaft, von der allgemeinen Konjunkturlage und vom allgemeinen Zinsniveau (Schopper in Jabornegg/Strasser, AktG I⁵ (2010)

tings dividendenstarker Unternehmen, die durch einen Squeeze-out herbeigeführt werden, bedauern Minderheitsaktionäre häufig, die Beteiligung nicht auch nach Ende der Börsennotierung noch behalten zu können (was beim Squeeze-out nicht möglich ist, weil dieser rechtlich notwendigerweise zum Ausschluss aller Streubesitzaktionäre führt). Sofern die Aktien nicht vinkuliert sind – wovon bei zuvor börsennotierten Aktien grundsätzlich auszugehen ist⁶² –, ist bei wirtschaftlich interessanten Unternehmen auch nicht *a priori* anzunehmen, dass eine Veräußerung der delisteten Streubesitzaktien nur noch an die Mehrheitsaktionäre erfolgen kann.⁶³ Erfahrungsgemäß kann sich auch für nicht-börsennotierte Instrumente ein außerbörslicher Markt bilden, in dem diese Instrumente dann *OTC (over the counter)* – und das teilweise recht schwunghaft – gehandelt werden.⁶⁴

Auf der anderen Seite ist mE auch hinterfragenswert, warum – wie der OGH festgehalten hat – die aus einem Delisting für die Gesellschaft allenfalls resultierenden Vorteile jedenfalls von „*untergeordneter Bedeutung*“ in Relation zur erschwerten Handelbarkeit der Streubesitzaktien stehen sollen,⁶⁵ vor allem, wenn es darum

geht, ein krasses(!) Missverhältnis von Interessen im Licht der missbräuchlichen(!) Ausübung von Rechten zu beurteilen. Selbst bei absolut geschützten Rechtsgütern wird die Beeinträchtigung der Nutzungsmöglichkeit nur in eingeschränktem Ausmaß rechtlich geschützt.⁶⁶ Der Marktwert einer Aktie stellt freilich ohnedies bloßes Vermögen und damit kein absolut geschütztes Rechtsgut dar;⁶⁷ allerdings ist auch das bloße Vermögen etwa gegen vorsätzliche sittenwidrige Schädigung geschützt sowie dann, wenn die Interessen des Dritten erheblich geringer zu bewerten sind und der Dritte bewusst auf eine schädliche Einwirkung zielt.⁶⁸ Genau dieser Prüfungsschritt wurde vom OGH aber in der *BWT*-Entscheidung übersprungen, indem er der börsenmäßigen Handelbarkeit der Aktie abstrakt und absolut eine übergeordnete Bedeutung gegenüber jeglichen anderen Interessen einräumte und das Kriterium des Abzielens auf eine Schädigung für obsolet erklärte. Dies steht mE im Widerspruch zur bisher ganz anerkannten Ansicht, dass das Interesse eines Aktionärs an einem möglichst hohen Verkehrswert seiner Aktie *per se* keinen absoluten rechtlichen Schutz genießt, sondern das Eingreifen des Rechtsschutzes bei Kursverlusten eine spezifische Haftungsgrundlage erfordert.⁶⁹ Wäre der reine Marktwert der Aktie absolut geschützt, käme es zu einem uferlosen Haftungsrisiko.⁷⁰ Jede Maßnahme eines Konkurrenten, jede Aussage oder Handlung des

§ 8 Rz 8, § 12a Rz 2), bei Beteiligungen mit (fehlendem) strategischem Wert allenfalls von Kontrollprämie/Minderheitsabschlag (*H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2013, 167) sowie bei börsennotierten Aktien auch vom allgemeinen Börsenklima, von psychologischen Faktoren und von der aktuellen Lage des Emittenten (zB Finanzierungsvorgänge, Kurs-Gewinn-Relation) (*St. Weber*, Kapitalmarktrecht 67 ff, 376 ff), von der Liquidität/Enge des konkreten Börsemarkts, von der Berücksichtigung/Nichtberücksichtigung in Aktienindices (*M. Gruber*, GesRZ 2005, 107 [109]; *Koppensteiner*, RdW 2015, 549 [553]) und vom konkreten Börseplatz. „*Besonders für Kleinaktionäre ist der Dividendenanspruch von zentraler Bedeutung*“ (*Bohnert/Gassner/Höfing*, Von Kleinaktionären und [begehrten] Vollauschüttungen, VbR 2017, 108 [109]). Zum Verhältnis von Rendite (Ertrag aus Dividende und Kursgewinn) und Dividende *Artmann* in *Jabornegg/Strasser*, AktG I⁵ § 53 AktG Rz 12; *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Österreichisches Gesellschaftsrecht² (2017) Rz 3/883; *U. Torggler*, GeS 2006, 109 (117). Zu Kurssteigerung, Rendite, Bestandsinteresse und Vermögensinteresse *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung² (2010) Einl GesAusG Rz 2; *Brugger*, Aktuelles zur Satzungsstrenge nach OGH 6 Ob 28/13 f, NZ 2014, 145 (150). Zum Unterschied zwischen Kursentwicklung und objektivem Wert einer Beteiligung OGH 9. 3. 1999, 4 Ob 353/98 k.

⁶² Zur nachträglichen Einführung einer Vinkulierung vgl *Kalss*, Anlegerinteressen 501 FN 305; *E. Gruber/H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2014, 73 (76 [FN 38, 40], 85 [FN 170, FN 173], 86) mwN.

⁶³ Vgl *M. Gruber*, GesRZ 2005, 107 (110 FN 36); *Schopper*, GesRZ 2013, 217. AA *Zollner*, GeS 2004, 208 (208 f).

⁶⁴ Vgl *St. Weber*, Kapitalmarktrecht 63, 106 ff; 199 f; *Brugger*, NZ 2014, 145 (152). Allg zum außerbörslichen Handel (am Beispiel von Derivaten) *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² Rz 35/10.

⁶⁵ Gegenteilig das Berufungsgericht (OLG Linz 27. 7. 2016, 2 R 112/16 b): „*Stellt es der Gesetzgeber der Aktiengesellschaft frei, eine Börsennotiz ihrer Aktien anzustreben oder nicht, so liegt auch im Wunsch nach einem Rückzug von der Börse kein verpöntes Motiv. Auch eine Kosten-Nutzen-Analyse steht nicht, außerhalb der gesellschaftlichen Ordnung.*“ Ähnlich auch *Lutter* (Gesellschaftsrecht und Kapitalmarkt, in FS Zöllner [1998] 363 [381]), der der Mehrheit der Aktionäre zubilligt, für einen HV-Be-

schluss über ein Delisting zur Vermeidung von dessen erfolgreicher Anfechtung „*sachliche und vorrangige Gründe im Interesse der Gesellschaft*“ geltend zu machen, auch wenn das Delisting zu Verlusten für die Minderheit führe, sowie *M. Gruber*, GesRZ 2005, 107 (107, 114). Siehe auch BVerfG 11. 7. 2012, 1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08 JZ 2012, 1065 (*Sanders*) = ZIP 2012, 1402 (*Schatz*) = BB 2012, 2010 (*Königshausen*): „*Der freiwillige Rückzug aus dem regulierten Markt kann im Übrigen auch gute geschäftspolitische und unternehmensstrategische Gründe für sich haben und der Gesellschaft wie den Anteilseignern in anderer Hinsicht zum Vorteil gereichen.*“

⁶⁶ *G. Kodek* in *Kletečka/Schauer*, ABGB-ON^{1.02} § 1294 Rz 8; strenger wohl *Koziol*, Beeinträchtigungen des Eigentümers ohne Beschädigung oder Entziehung der Sache, in FS Fenyves 241 (246 ff).

⁶⁷ Vgl OGH 22. 12. 1994, 2 Ob 591/94 RdW 1995, 132 (*Ch. Nowotny*); *Kalss*, Die rechtliche Grundlage kapitalmarktbezogener Haftungsansprüche, ÖBA 2000, 641 (642); *Koppensteiner*, Abfindung bei Aktiengesellschaften und Verfassungsrecht, JBl 2003, 707 (710); *Größ*, Kursverluste und Schadenersatz im Übernahmerecht, ÖBA 2003, 89 (95); *M. Gruber*, GesRZ 2005, 107 (109, 111); *Rüffler*, Organaußenhaftung für Anlegerschäden, JBl 2011, 69 (72); *Koppensteiner*, RdW 2015, 549 (552 FN 46: „*Kein Aktionär hat Anspruch auf einen liquiden Markt*“); *G. Kodek* in *Kletečka/Schauer*, ABGB-ON^{1.02} § 1293 Rz 4 (Stand 1. 1. 2016, rdb.at); vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² Rz 6/15; *Trenker*, „*Reflexvorteil*“ und „*Reflexschaden*“ im Gesellschaftsrecht, GesRZ 2014, 10; *Bungert/Wettich*, EWIR 2014, 3; *Kalss* in *Semler/Stengel*, UmwG⁴ (2017) § 29 Rz 16 a.

⁶⁸ Allg *G. Kodek* in *Kletečka/Schauer*, ABGB-ON^{1.02} § 1294 Rz 10.
⁶⁹ Siehe schon FN 67. Nach *Diregger/Edelmann* (ÖBA 2017, 635) entfaltet die Börsennotierung Schutzgesetzcharakter; nach *J. Reich-Rohrwig* (ecolex 2017, 872) ist sie ein Quasi-Forderrecht.

⁷⁰ *Größ*, ÖBA 2003, 89 (95); *M. Gruber*, GesRZ 2005, 107 (109).

Managements, jede mediale Berichterstattung, die den Aktienkurs drückt, wäre mit Schadenersatzrisiken behaftet.⁷¹ Auch der Zukauf von größeren Aktienpaketen, der die Liquidität des Markts schwächt und wegen der resultierenden Marktmenge die Veräußerungsmöglichkeiten der übrigen Aktionäre reduziert, wäre potentiell rechtsmissbräuchlich.

Gegen die Annahme, eine Umgründung, die zur Beschränkung der Handelbarkeit einer Aktie führt, könne *per se* rechtsmissbräuchlich sein, sprechen auch die allgemeinen Prinzipien des österreichischen Umgründungsrechts: Gemäß diesen Prinzipien sind umgründungsbedingte Veränderungen der Aktionärsstruktur und damit einhergehende Änderungen der bestehenden Mehrheitsverhältnisse ebenso zulässig wie eine Mediatisierung der Informations-, Einfluss- und Vermögensrechte der Aktionäre, und zwar grundsätzlich jeweils auch gegen den Willen der Minderheit.⁷² Obwohl naturgemäß sowohl das Kippen von Mehrheitsverhältnissen als auch die Mediatisierung das Potential zur „Entwertung der Vermögens- und Einflussrechte“ der Aktionäre⁷³ in sich tragen, wird die Anfechtbarkeit des HV-Beschlusses, mit dem die Umgründung genehmigt wird, nur ausnahmsweise aufgrund der Umstände des Einzelfalls anerkannt. Allerdings muss die Umgründung jedenfalls bei vollem Wertausgleich für die Minderheitsaktionäre erfolgen.⁷⁴

Noch weiter geht eine neuere – allerdings mE im Ergebnis problematische – OGH-Entscheidung zur Kapitalerhöhung: Nach 6 Ob 155/12f⁷⁵ müssen sich die Minderheitsgesellschafter einer GmbH uU sogar eine „enteignungsgleiche Verwässerung“ dadurch gefallen lassen, dass bei einer Kapitalerhöhung ohne Bezugsrechtsausschluss der Ausgabepreis ohne angemessenes Agio (Aufgeld) festgelegt wird; diese Vorgangsweise wäre nach Ansicht des OGH nur bei entsprechendem Motiv als rechtsmissbräuchlich zu qualifizieren, zB wenn langfristig ein „Hinauswurf“ eines Minderheitsgesellschafters geplant sei.

Wenn aber nach dieser – freilich umstrittenen – Ansicht des OGH nicht einmal die „enteignungsgleiche Verwässerung“ jedenfalls als rechtsmissbräuchlich zu erachten

ist, sollte dies für die bloße Beendigung der börsmäßigen Handelbarkeit umso weniger gelten, soweit nicht die Umstände des Einzelfalls in eine andere Richtung deuten.

Insgesamt zeigt sich daher mE, dass das Herbeiführen eines Delisting eigentlich überhaupt nur dann missbräuchlich sein kann, wenn der einzige – und damit klarerweise unlautere⁷⁶ – Zweck des Börserückzugs die Störung der Handelbarkeit der Aktien wäre, dem keinerlei wie immer geartete lautere Motive gegenüberstünden. Ein derartiger Fall ist aber kaum vorstellbar.

d) Fehlendes Barabfindungsangebot als Kriterium

In Anbetracht all dieser Vorbehalte kann die Richtigkeit des Ergebnisses der OGH-Entscheidung mE jedenfalls darauf gestützt werden, dass die gegenständliche Barabfindungsangebot ohne gesellschaftsrechtlich eröffnetes Barabfindungsangebot durchgeführt werden sollte⁷⁷ (siehe schon oben C.2.b.). Damit hätte nämlich die konkrete Struktur der Verschmelzung – um mit *Bachner* zu sprechen – den Kleinaktionär mit seinem Wunsch nach angemessener Barabgeltung des Werts seiner Beteiligung „im Regen stehen gelassen“. Diese Lesart wird auch durch Punkt 3.2.5 der Entscheidung unterstützt, wo es am Ende heißt: „Im Gegensatz zu den Regelungen des Gesellschafter-Ausschlussgesetzes ist im Fall eines kalten Delistings [durch rechtsformwahrende Verschmelzung] weder die Höhe einer angebotenen Abfindung geregelt noch können die Minderheitsaktionäre die Angemessenheit einer solchen Abfindung in einem geregelten Verfahren überprüfen lassen.“

Angesichts der (durch die Zweifelsfragen zur BWT-Entscheidung nunmehr prolongierten) rechtlichen Unsicherheit, ob eine solche Barabfindung auch ohne ausdrückliche gesetzliche Regelung von den verschmelzungsbeteiligten Gesellschaften selbst offeriert werden darf,⁷⁸ wäre eine solche Abfindung wohl vorsichtshalber von dritter Seite anzubieten gewesen.

Die Sichtweise, nach der das fehlende Barabfindungsangebot der entscheidende Aspekt für die Begründung des Ergebnisses der OGH-Entscheidung darstellt, passt auch zur vom OGH mittlerweile bestätigten⁷⁹ Segmentierung des Aktienrechts in ein Recht für börsnotierte

⁷¹ Allg zur Haftung wegen unzutreffender Behauptungen über eine Sache *Koziol* in FS Fenyves 241 (253 ff).

⁷² *H. Foglar-Deinhardstein/Hartig* in *Kalss/Frotz/Schörghofer*, HB Vorstand Kap. 31 Rz 6 mwN.

⁷³ *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung² § 224 AktG Rz 17.

⁷⁴ *H. Foglar-Deinhardstein/Hartig* in *Kalss/Frotz/Schörghofer*, HB Vorstand Kap. 31 Rz 6 mwN.

⁷⁵ OGH 19. 12. 2012, 6 Ob 155/12f RWZ 2013, 76 (*Wenger*) = *GesRZ* 2013, 160 (*Ch. Nowotny*) = *J. Reich-Rohrwig/Rizzi*, *ecol* 2013, 538 = *Steinhart*, *RdW* 2013, 715; vgl *Spiegelfeld/H. Foglar-Deinhardstein*, Sanierungsinstrumente in der Krise, in FS *Torgler* (2013) 1139 (1154 f, 1160); *Prinz* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, *GmbHG* § 52 Rz 16; *H. Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, *GmbHG* § 82 Rz 22 FN 60.

⁷⁶ Vgl allg *F. Bydlinski*, Skizzen zum Verbot des Rechtsmissbrauchs im österreichischen Privatrecht, in FS *Krejci* (2001) 1079 (1094 f).

⁷⁷ Ähnlich schon – allerdings wohl *de lege ferenda* – *Bachner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG¹ § 103 Rz 41: „Das Delisting berührt ausschließlich das Interesse des einzelnen Aktionärs an der bestmöglichen Handelbarkeit seines Mitgliedschaftsrechts. Damit sind zweifellos gravierende Auswirkungen auf den Wert seiner individuellen Vermögensanlage verknüpft [...]. Letztlich ist das Interesse des Kleinaktionärs nur darauf gerichtet, bei der erzwungenen Deinvestition einen angemessenen Preis für seine Aktien zu erhalten.“

⁷⁸ Siehe FN 49.

⁷⁹ OGH 8. 5. 2013, 6 Ob 28/13f; siehe FN 59 und 60.

und ein Recht für nicht-börsennotierte Aktiengesellschaften.⁸⁰ Bejaht man diese Segmentierung, liegt aber auch das Erfordernis eines Barabfindungsangebots im Fall des (kalten) Delisting sehr nahe.⁸¹

Der deutsche BGH hat zwar – in Abkehr von seiner *Macrotron*-Judikatur – 2013 einen Barabfindungsanspruch bei einem Delisting verneint.⁸² Diese *FRoSTA*-Entscheidung bezog sich aber auf ein reguläres Delisting;⁸³ die Aussagekraft für ein kaltes Delisting ist daher fraglich:⁸⁴ „Während der BGH das ‚reguläre‘ Delisting nicht als Strukturmaßnahme ansieht [..], stellt das ‚kalte‘ Delisting stets eine Strukturmaßnahme dar.“⁸⁵

D. Ausblick

1. Rechtsmissbrauch als *ultima ratio*

Nicht unbedingt erwartbar zieht der OGH in der *BWT*-Entscheidung eine Parallele zur jüngst ergangenen E 6 Ob 122/16 h⁸⁶. In dieser stiftungsrechtlichen Entscheidung war folgender Sachverhalt zu beurteilen: Ein Stifter unterstellte seiner Ehefrau und Mitstiftern sowie den gemeinsamen Kindern einen „Putschversuch“ gegen sich im Unternehmen; zum „Schutz seines Lebenswerks“ entzog der Stifter daher in Ausübung seines stiftungsrechtlichen Änderungsrechts der Ehefrau und den Kindern deren jeweilige Begünstigtenstellung zur Gänze, obwohl die Mitstifterin und die Kinder vorab auf ihre Pflichtteilsansprüche verzichtet hatten. Diese Vorgehensweise diente „ganz offensichtlich einer Art Bestrafung“. Der Entzug der Begünstigtenpositionen wurde vom OGH daher als gegen die guten Sitten verstoßende missbräuchliche Rechtsausübung des Stifters erkannt.

Diesen Fall bezeichnet der OGH nunmehr in der *BWT*-Entscheidung als „dem vorliegenden Fall [..] durchaus vergleichbar“ und „ähnlich“, obwohl er selbst zubilligt, dass – wohl im Gegensatz zur stiftungsrechtlichen E

6 Ob 122/16 h – im *BWT*-Fall „eine konkrete Schädigungsabsicht möglicherweise gar nicht vorgelegen haben mag“. Worin aber dann die konkrete Vergleichbarkeit und Ähnlichkeit liegt, bleibt offen.

Zur Frage der gegen die guten Sitten verstoßenden missbräuchlichen Rechtsausübung gibt es – wie der OGH selbst in der *BWT*-Entscheidung referiert – zwei Judikaturlinien: Nach der älteren Rechtsprechung liegt Rechtsmissbrauch nur dann vor, wenn demjenigen, der sein Recht ausübt, jedes andere Interesse abgesprochen werden muss als eben das Interesse, dem anderen Schaden zuzufügen. Besteht jedoch ein begründetes Interesse des Rechtsausübenden, einen seinem Rechte entsprechenden Zustand herzustellen, wird die Rechtsausübung deshalb nicht schon dadurch zu einer missbräuchlichen, dass der sein Recht Ausübende unter anderem auch die Absicht verfolgte, mit der Rechtsausübung dem anderen Schaden zuzufügen. Demgegenüber liegen nach der jüngeren Rechtsprechung Rechtsmissbrauch und Schikane schon dann vor, wenn unlautere Motive der Rechtsausübung die lauterer Motive eindeutig überwiegen,⁸⁷ oder wenn zwischen den vom Handelnden verfolgten eigenen Interessen und den beeinträchtigten Interessen des anderen ein ganz krasses Missverhältnis besteht.

ME ist die im Sinne der Rechtssicherheit weiterhin an die ältere Rechtsprechungslinie oder zumindest an deren restriktiven Kern anzuknüpfen.⁸⁸ An der neueren Rechtsprechung ist insb problematisch, dass jede Ausübung eines subjektiven Rechts zu wirtschaftlichen Nachteilen für Dritte führen kann.⁸⁹ Der zentrale Gehalt des subjektiven Rechts ist ja gerade – worauf *F. Bydlinski* nachdrücklich hinweist – die zur Verfolgung eigener Interessen beliebig einsetzbare Entscheidungsmacht des Berechtigten, mit der individuelle und allenfalls auch seltsame oder ungewöhnliche Zwecke verfolgt werden können, wenn sie nicht durch das Recht und die guten Sitten missbilligt werden.⁹⁰ Nach *F. Bydlinski* ist zwar gänzlich interessenslose Rechtsausübung (also die Ausübung eines Rechts bei Fehlen jeglicher legitimer sachlicher Interessen des Berechtigten) und schikanöse Interessenbetätigung rechtlich unzuläs-

⁸⁰ Vgl auch *Lutter* in FS Zöllner 363 (372 ff); *Drygala/Staake*, ZIP 2013, 905 (911); *Nicolussi*, GesRZ 2013, 124 (129 f).

⁸¹ Vgl *Lutter* in FS Zöllner 363 (375, 381 f); *Kalss*, wbl 2001, 366; *Drygala/Staake*, ZIP 2013, 905; *Nicolussi*, GesRZ 2013, 124 (128 ff); *Nicolussi*, GesRZ 2013, 308 (309); ablehnend hingegen *Simon/Burg*, Der Konzern 2009, 214 (219 f).

⁸² BGH 8. 10. 2013, II ZB 26/12, *FRoSTA*, EWiR 2014, 3 (*Bungert/Wettich*) = JZ 2014, 145 (*Habersack*) = WM 2013, 2213 (*Neye*) = BB 2013, 3022 (*Königshausen*) = DStR 2013, 2526 (*Thomale*) = DB 2014, 105 (*Wasmann/Glock*) = ZGR 2013, 686 (*Thomale*) = NZG 2014, 22 (*Wieneke*) = ZGR 2014, 22 (*Rosskopf*) = ZfBW 2015, 163 (*Bayer*); zu den faktischen Auswirkungen *Bayer/Hoffmann*, Die Folgen von *Frosta*, AG 2015, R55; *Bayer*, BGHZ 153, 47 – *Macrotron*, in *Kalss/Fleischer/Vogt*, Bahnbrechende Entscheidungen (2016) 137 (160 ff).

⁸³ *Kalss* in *Semler/Stengel*, UmwG⁴ § 29 Rz 16 a ff.

⁸⁴ Ausdrücklich ablehnend zur Übertragbarkeit der *FRoSTA*-Rsp auf das kalte Delisting OLG Düsseldorf 19. 11. 2015, I-26 W 4/15 WuB 2017, 146 (*Staake*).

⁸⁵ *Staake*, WuB 2017, 149.

⁸⁶ OGH 27. 2. 2017, 6 Ob 122/16 h, *Gaston Glock*, GesRZ 2017, 181 (*Kalss*) = EvBl-LS 2017/93 (*Rohrer*) = ZFS 2017, 59 (*J. Kepplinger*) = AR aktuell 2017 H 3, 31 (*J. P. Gruber*).

⁸⁷ Vgl auch *Rassi*, GesRZ 2014, 126 mwN.

⁸⁸ Vgl *Kalss*, Außenhaftung der Leitungsorgane, in *Artmann/Rüffler/Torggler*, Die Organhaftung (2013) 73 (87) mwN; *Linder* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, GmbHG § 41 Rz 46, 98; *Aburumieh/Adensamer/H. Foglar-Deinhardstein* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, GmbHG § 101 Rz 58 FN 118 mwN; siehe ähnlich auch *G. Graf in Kletečka/Schauer*, ABGB-ON^{1.03} § 879 Rz 186 (Stand 1. 10. 2016, rdb.at); *C. Völkl*, Eigen- und Außenhaftung für unrichtige Informationserteilung am Beispiel von Wertpapierfirmen, ÖJZ 2011, 703 (706).

⁸⁹ *Welser/Zöchling-Jud*, Bürgerliches Recht II¹⁴ (2015) 381; *Reischauer in Rummel*, ABGB³ § 1295 ABGB Rz 65; *Krejci in Rummel/Lukas*, ABGB⁴ (2015) § 879 Rz 181; *J. Kepplinger*, ZFS 2017, 70 (70 f) mwN; vgl auch *Linder* in *Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, GmbHG § 41 Rz 98.

⁹⁰ *F. Bydlinski* in FS *Krejci* 1079 (1093 f).

sig.⁹¹ Das bloße Interessenmissverhältnis – wie es nunmehr vom OGH in der BWT-Entscheidung als Kriterium herangezogen wurde – sei aber ein besonders heikles Sittenwidrigkeitskriterium: „Daher darf in der Tat nur ein offenkundiges und krasses Mißverhältnis der Interessen als mißbilligenswert beurteilt werden. [...] Erfasst sollten nur Fälle werden, in denen der Berechtigte, mit Kanonen auf Spatzen schießt“. Mehr wäre gefährlich.“⁹²

Folglich ist die Figur des sittenwidrigen Rechtsmissbrauchs mE nur als *last resort* heranzuziehen,⁹³ das insb dann nicht angewendet werden sollte, wenn die Rechtsordnung ohnedies andere Korrekturen zur Verfügung stellt.⁹⁴ Auch der OGH selbst hat die frühere Rechtsprechung in mehreren rezenten Entscheidungen wieder aufgegriffen und zu Recht den Charakter des Rechtsmissbrauchs und der Sittenwidrigkeit als *ultima ratio* betont und bestätigt.⁹⁵

⁹¹ F. Bydlinski in FS Krejci 1079 (1094 ff); U. Torggler, GeS 2006, 109 (113).

⁹² F. Bydlinski in FS Krejci 1079 (1095); gänzlich ablehnend zu einer Relativierung von subjektiven Rechten durch Interessenbewertung im Einzelfall *Welser/Zöchling-Jud*, Bürgerliches Recht II¹⁴ 381; *Reischauer in Rummel*, ABGB³ § 1295 ABGB Rz 65; *J. Kepplinger*, ZFS 2017, 70 (70 f) mwN; die beiden Judikaturlinien offen referierend *G. Kodek in Kletečka/Schauer*, ABGB-ON^{1,02} § 1295 Rz 88; vermittelnd *Krejci in Rummel/Lukas*, ABGB⁴ § 879 Rz 50, 171 ff; *Karner in Koziol/Bydlinski/Bollenberger*, ABGB⁵ (2017) § 1295 Rz 22.

⁹³ Siehe schon FN 88.

⁹⁴ F. Bydlinski in FS Krejci 1079 (1080 ff); vgl OGH 12. 12. 2002, 6 Ob 17/02 x; *Bollenberger in Koziol/Bydlinski/Bollenberger*, ABGB⁵ § 879 Rz 11; *Aburumieh/Adensamer/H. Foglar-Deinhardstein*, Verschmelzung VII.A Rz 7.

⁹⁵ OGH 30. 3. 2016, 6 Ob 20/16 h („[...] der Abschluss eines Schenkungsvertrags [ist] nicht schon deshalb sittenwidrig, weil der Geschenkgeber damit allenfalls auch die Absicht verfolgt, den seinen Nachkommen verbleibenden Erbteil zu schmälern. Hiefür bietet vielmehr der Schenkungspflichtteil bzw die Schenkungsanrechnung nach § 785 ABGB ein ausreichendes Korrektiv“); 29. 9. 2016, 2 Ob 220/15 i EF-Z 2017, 41 (*Tschugguel*) = iFamZ 2017, 55 (*Mondel*) („Rechtsmissbrauch liegt nach ständiger Rechtsprechung vor, wenn das unlautere Motiv der Rechtsausübung das lautere Motiv eindeutig überwiegt [...]. Der Schädigungszweck muss so augenscheinlich im Vordergrund stehen, dass andere Ziele der Rechtsausübung völlig in den Hintergrund treten [...]. Die Beweislast trifft denjenigen, der sich auf Rechtsmissbrauch beruft, wobei selbst relativ geringe Zweifel am Rechtsmissbrauch zugunsten des Rechtsausübenden den Ausschlag geben, weil demjenigen, der an sich ein Recht hat, grundsätzlich zugestanden werden soll, dass er innerhalb der Schranken dieses Rechts handelt“); 24. 10. 2016, 6 Ob 169/16 w („Beweispflichtig für das Vorliegen von Schikane ist der Schikane Behauptende [...]. Dabei geben selbst relativ geringe Zweifel am Rechtsmissbrauch zugunsten des Rechtsausübenden den Ausschlag, weil demjenigen, der an sich ein Recht hat, grundsätzlich zugestanden werden soll, dass er innerhalb der Schranken dieses Rechts handelt [...]. Begründet allerdings der Ablauf eines Geschehens die Vermutung der Schädigungsabsicht, ist es Sache des Handelnden, einen gerechtfertigten Beweggrund für sein Verhalten zu behaupten und zu beweisen“); 29. 5. 2017, 6 Ob 76/17 w („Ein [Beschluss auf Auflösung der Gesellschaft] bedarf nur der erforderlichen Mehrheit. Allerdings kann in besonderen Ausnahmefällen Rechtsmissbrauch vorliegen. Ob ein solcher vorliegt, ist eine Frage des Einzelfalls“).

2. Kaltes Delisting nach dem BörseG 2018

Das BörseG 2018 bringt mit Wirkung vom 3. 1. 2018 endlich die langersehnte gesetzliche Regelung für das freiwillige Delisting auch aus dem Amtlichen Handel.

Willkommener Anlass für die Neuregelung ist, dass durch das neue Gesetz die bisher zwei geregelten Märkte an der Wiener Börse – Amtlicher Handel und Geregelter Freiverkehr⁹⁶ – in einem einzigen geregelten Markt mit der Bezeichnung „Amtlicher Handel“ zusammengeführt werden.

Emittenten, deren Aktien bereits mindestens drei Jahre börsennotiert gewesen sind, dürfen künftig ein *freiwilliges* Delisting anstreben, sofern (i) eine qualifizierte Aktionärsmehrheit von 75%⁹⁷ das angestrebte Delisting unterstützt (§ 38 Abs 7 BörseG 2018) und (ii) keine Anlegerinteressen gefährdet werden (§ 38 Abs 6 BörseG 2018). Zum Zweck der Vermeidung der Gefährdung von Anlegerinteressen muss einem geplanten Delisting in Zukunft grundsätzlich innerhalb von sechs Monaten vor Stellung des Delisting-Antrags ein Übernahmeangebot an die Aktionäre vorangehen (§ 38 Abs 8 BörseG 2018 iVm §§ 27 e bis 27 g ÜbG nF). Der dabei mindestens anzubietende Übernahmepreis ist grundsätzlich nach den bereits bekannten regulatorischen Preisbildungsvorschriften (§ 26 ÜbG) zu ermitteln, muss aber außerdem mindestens dem durchschnittlichen gewichteten Börsenkurs des jeweiligen Beteiligungspapiers während der letzten fünf Börsentage vor Veröffentlichung der Delisting-Absicht entsprechen.⁹⁸ Weiters ist der so ermittelte Preis nach oben zu korrigieren, wenn die regulatorischen Preisregeln zu einem Angebotspreis führen würden, der offensichtlich unter dem tatsächlichen Unternehmenswert liegt.⁹⁹ Es geht also um die „Schaffung einer Ausstiegsmöglichkeit zum Unternehmenswert, für den die übernahmerechtlichen Preisbildungsvorschriften einen Indikator bilden“.¹⁰⁰ Das Delisting-Übernahmeangebot kann entfallen, wenn (i) die Notierung bereits mindestens ein Jahr gedauert hat und (ii) ein weiteres Listing in einem anderen geregelten Markt im EWR besteht und dort für eine allfällige spätere Beendigung gleichwertige Voraussetzungen¹⁰¹ bestehen (§ 38 Abs 6 letzter Satz iVm Abs 8 Z 2 BörseG 2018).

Diese Grundprinzipien werden sinngemäß auch für das kalte Delisting in AktG, SpaltG und EU-VerschG verankert. Führt eine Satzungsänderung oder eine Umgründung (in-

⁹⁶ Siehe FN 10.

⁹⁷ Entweder durch Beschluss der Hauptversammlung mit mindestens 75% der **abgegebenen Stimmen** oder notariell bestätigtes Verlangen von Aktionären, die über mindestens 75% des **stimmberechtigten Grundkapitals** verfügen.

⁹⁸ Zum Hintergrund *Edelmann/Winner*, Das Delisting nach dem BörseG 2018, ZFR 2017, 375 (379).

⁹⁹ *Riss/Winner/Wolffbauer*, ZFR 2017, 209.

¹⁰⁰ *Riss/Winner/Wolffbauer*, ZFR 2017, 209.

¹⁰¹ Damit ist vor allem das Recht auf Barabfindung im Fall eines Delisting gemeint (ErläutRV 1661 BlgNR 25. GP 11).

nerösterreichische oder grenzüberschreitende Verschmelzung, Umwandlung, Spaltung) einer börsennotierten Aktiengesellschaft zur Beendigung der Börsennotierung, muss grundsätzlich ebenso innerhalb einer Vorlaufzeit von sechs Monaten ein Delisting-Übernahmeangebot gemäß §§ 27 e bis 27 g ÜbG nF veröffentlicht werden. Dieses Erfordernis entfällt wiederum, wenn ein weiteres Listing an einem geregelten Markt im EWR besteht. Die Einhaltung des Anlegerschutzes (Delisting-Angebot oder Aufrechterhaltung eines Zweit-Listing) ist im Fall des kalten Delisting vom Firmenbuchgericht zu kontrollieren.¹⁰²

Bemerkenswert an dieser Neuregelung ist zumindest Folgendes:

- Für das Delisting-Übernahmeangebot gibt es keine Mindestannahmequote; auch wenn das Übernahmeangebot am Markt „durchfällt“, kann das Delisting trotzdem umgesetzt werden.
- Der Übernahmepreis des Delisting-Angebots muss nicht zwingend den angemessenen Unternehmenswert widerspiegeln; nur im Fall einer „*offensichtlichen*“ Abweichung gibt es die Pflicht zur Korrektur nach oben.¹⁰³
- Für die nachträgliche Überprüfung des Übernahmepreises im Delisting-Angebot steht das gerichtliche Nachprüfungsverfahren gemäß §§ 225 c ff AktG¹⁰⁴ nicht offen; eine Überprüfung ist daher nur im übernahmerechtlichen Nachprüfungsverfahren gemäß § 33 Abs 1 Z 1 ÜbG möglich,¹⁰⁵ das freilich deutlich großzügigere Antragsfristen kennt als das aktienrechtliche Nachprüfungsverfahren.¹⁰⁶
- Das verpflichtende Delisting-Angebot tritt neben die im Umgründungsrecht bestehenden Austrittsrechte gegen Barabfindung. Beim kalten Delisting kann es daher künftig zu einem doppelten Austrittsrecht kommen.¹⁰⁷
- Zur bisher häufigsten Form des kalten Delisting, zum Squeeze-out gemäß GesAusG, schweigt das Gesetz. Daraus ist mE abzuleiten, dass ein Squeeze-out nach neuer Rechtslage weiterhin auch ohne Delisting-Angebot durchgeführt werden kann. Dafür spricht auch, dass für einen Squeeze-out eine höhere Mehrheit erforderlich ist als für das echte oder kalte Delisting gemäß BörseG 2018.

3. Zusammenschau von BWT-Entscheidung und BörseG 2018

Da das BörseG 2018 das kalte Delisting durch Verschmelzung ausdrücklich legitimiert, ist die Kritik des

OGH an dieser Transaktionsstruktur wohl ab 2018 hinfällig.¹⁰⁸

Dabei springt ins Auge, dass die beim versuchten BWT-Delisting gewählte Transaktionsstruktur (siehe oben B.) ziemlich ähnlich zum Weg ist, den das künftige Gesetz für ein kaltes Delisting vorzeichnet: Auch nach den neuen gesetzlichen Regelungen zum kalten Delisting

- wird ein vorgeschaltetes Übernahmeangebot genügen, das zum Zeitpunkt der Beschlussfassung über die Umgründung, die das Delisting bewirken soll, nicht mehr offenstehen muss;
- muss der Übernahmepreis im Delisting-Angebot nicht zwingend den Verkehrswert des Unternehmens abbilden; und
- kann der Übernahmepreis nicht – wie eine gesellschaftsrechtliche Barabfindung – im Verfahren gemäß §§ 225 c ff AktG überprüft werden.

E. Fazit

- Das *Ergebnis* der BWT-Entscheidung ist aus Sicht des Kapitalmarkts und des Anlegerschutzes zu begrüßen, zumal den Streubesitzaktionären im zeitlichen Zusammenhang mit der Verschmelzung kein *Exit* gegen Barabfindung eröffnet werden sollte. Die vom OGH gewählte *Begründung* wirft aber Fragen auf.
- Freilich sollte sich beim kalten Delisting spätestens ab Inkrafttreten des BörseG 2018 die vom OGH in der BWT-Entscheidung als maßgebliches Kriterium untersuchte Frage des Rechtsmissbrauchs nicht mehr stellen.¹⁰⁹
- Dies gilt mE für alle Formen des kalten Delisting, also für die vom neuen übernahmerechtlichen Delisting-Regime erfassten ebenso wie auch für sonstige Formen, insbesondere ein im Wege des Squeeze-out herbeigeführtes Delisting.
- Der vom OGH in der BWT-Entscheidung vertretenen Ansicht, eine Umgründung, die zur Beschränkung der Handelbarkeit einer Aktie führt, könne *per se* und ohne konkretes Schädigungsmotiv als Rechtsmissbrauch qualifiziert werden, sollte mE nicht gefolgt werden. Demgegenüber hat der OGH in anderen rezenten Entscheidungen¹¹⁰ zu Recht den Charakter von Rechtsmissbrauch und Sittenwidrigkeit als *ultima ratio* betont.

Über den Autor:

RA Mag. Heinrich Foglar-Deinhardstein LL. M. (KCL), ist Partner in der CHSH Cerha Hempel Spiegelfeld Hlawati Rechtsanwälte GmbH in Wien.
E-Mail: heinrich.foglar-deinhardstein@chsh.com

¹⁰² Edelmann/Winner, ZFR 2017, 375 (381).

¹⁰³ Edelmann/Winner, ZFR 2017, 375 (379 f).

¹⁰⁴ Zu Reformvorschlägen für dieses Verfahren H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2017, 55 f mwN.

¹⁰⁵ Edelmann/Winner, ZFR 2017, 375 (380).

¹⁰⁶ Kritisch zur deutschen Parallelregelung Verse, Aktionärsschutz beim Delisting, in FS Baums 1317 (1336 f).

¹⁰⁷ Edelmann/Winner, ZFR 2017, 375 (381).

¹⁰⁸ Winner, ZFR 2017, 389.

¹⁰⁹ Winner, ZFR 2017, 389.

¹¹⁰ Siehe FN 95.