

# Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis . . . . .	XXV
Einleitung . . . . .	1
<b>1. Kapitel: Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen . . . . .</b>	4
§ 1 Grundbegriffe . . . . .	4
I. Delisting, Börsennotierung, Zulassung . . . . .	4
II. Arten des Delisting . . . . .	5
III. Definitionen . . . . .	6
§ 2 Wirtschaftliche Grundlagen und institutionelle Aspekte . . . . .	8
I. Motive und Interessen bei der Aufgabe der Börsennotierung . . . . .	8
II. Über die Beendigung der Börsennotierung hinausgehende Motive und Interessen beim Going Private . . . . .	21
III. Institutionelle Aspekte und europarechtlicher Kontext . . . . .	23
§ 3 Der Regelungsrahmen für das Delisting . . . . .	26
I. Die rechtliche Einordnung und Bedeutung der Zulassung . . . . .	26
II. Delisting an der Schnittstelle von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht . . . . .	27
<b>2. Kapitel: Delisting als Folge von Going Private-Transaktionen . . . . .</b>	36
§ 4 Die relevanten gesellschaftsrechtlichen Strukturänderungen . . . . .	36
I. Primär auf Beseitigung des Streubesitzes zielende Maßnahmen . . . . .	36
II. Änderung der rechtlichen Struktur der Gesellschaft . . . . .	40
III. Formwahrende Verschmelzung . . . . .	42
§ 5 Kapitalmarktrechtliche Belange bei Going Private-Transaktionen . . . . .	45
I. Ausgangspunkt . . . . .	45
II. Besonderheiten bei Going Private-Transaktionen . . . . .	45
III. Ergebnis . . . . .	49
<b>3. Kapitel: Allgemeine Vorgaben für das Delisting nach § 38 IV BörsG . . . . .</b>	51
§ 6 Rechtsvergleichende Aspekte . . . . .	51
I. Die Regelung des Delisting in Tschechien . . . . .	51
II. Frankreich . . . . .	65
III. USA . . . . .	70
IV. Großbritannien . . . . .	77
V. Vergleichende Betrachtung . . . . .	80
§ 7 Börsennotierung, Verkehrsfähigkeit, Anteilseigentum . . . . .	86
I. Der Zuweisungsgehalt von Art 14 GG und die Intensität des Eingriffs . . . . .	88

## Inhaltsübersicht

II. Grundrechtsdogmatische Einordnung eines etwaigen Eingriffs . . . . .	97
§ 8 Die Bedeutung der Börsennotierung für die Struktur der Gesellschaft . . . . .	100
I. Auswirkungen auf Rechte und Pflichten aus der Mitgliedschaft . . . . .	101
II. Übergang von der Publikums- zur Privat-AG ? . . . . .	111
III. Gegenüberstellung mit einem Formwechsel in eine GmbH . . . . .	118
IV. Keine Vergleichbarkeit mit Verschmelzung auf eine nicht börsen- notierte AG . . . . .	119
V. Ergebnis und Fortgang der Untersuchung . . . . .	119
§ 9 Verfassungsrechtliche Vorgaben für die Ermessensentscheidung . . . . .	120
I. Beendigung der Zulassung als Grundrechtsausübung . . . . .	120
II. Rechtfertigung des Eingriffs durch Belange des Anlegerschutzes . .	122
III. Der Entscheidungsspielraum der Zulassungsstelle . . . . .	126
IV. Anlegerschutz als unbestimmter Rechtsbegriff und Wesentlich- keitstheorie . . . . .	128
V. Ergebnis zu den verfassungsrechtlichen Vorgaben . . . . .	132
<b>4. Kapitel: Anlegerschutz beim Delisting nach § 38 IV BörsG . . . . .</b>	<b>133</b>
§ 10 Allgemeine Prinzipien des Anlegerschutzes . . . . .	133
I. Der Begriff des Anlegerschutzes . . . . .	133
II. Leitprinzipien des kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzes und § 38 IV BörsG . . . . .	138
III. Konsequenzen für den Anlegerschutz nach § 38 IV S. 2 BörsG . .	146
§ 11 Kapitalmarktrechtlicher Vermögensschutz . . . . .	147
I. Schutz durch Information . . . . .	147
II. Schutzdefizite . . . . .	149
III. Begrenzte Schutzwirkung von Übergangsfristen . . . . .	150
IV. Notwendigkeit einer Abfindungsregelung . . . . .	152
V. Vorgaben für das öffentliche Kaufangebot . . . . .	158
VI. Zusammenfassung und Folgerungen für den Börsenordnungsgeber	188
§ 12 Delisting und gesellschaftsrechtliche Abfindung . . . . .	189
I. Dogmatische Anknüpfungspunkte für eine Abfindungsverpflich- tung . . . . .	189
II. Das Verhältnis des gesellschaftsrechtlichen Aktionärsschutzes zum Anlegerschutz . . . . .	195
III. Allgemeine Folgerungen für das Verhältnis Anlegerschutz/ Aktionärsschutz . . . . .	213
§ 13 Weitere Aspekte des Anlegerschutzes . . . . .	216
I. Kein Delisting eines „börsenfähigen“ Emittenten? . . . . .	216
II. Umfang der materiellen Prüfung des Antrags durch die Zulas- ungsstelle . . . . .	219
III. Vorkehrungen zum Schutz gegen Missbrauch . . . . .	223
IV. Die Entscheidung der Zulassungsstelle im Einzelfall . . . . .	226
§ 14 Hauptversammlungsbeschluss . . . . .	228
I. Die Bedeutung des Hauptversammlungsbeschlusses beim Markt- eintritt . . . . .	228

II. Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz beim Markt- austritt? . . . . .	229
III. Auswirkungen der Mitwirkung der Hauptversammlung auf den Aktionärsschutz . . . . .	238
IV. Relevanz für den Anlegerschutz iSv § 38 IV S 2 BörsG . . . . .	245
<b>5. Kapitel: Gerichtlicher Rechtsschutz der Anleger beim Delisting . . . . .</b>	254
§ 15 Gesellschaftsrechtlicher Rechtsschutz nach dem BGH und Folgefragen . . . . .	254
I. Spruchverfahren . . . . .	254
II. Der im Rahmen der Beschlussanfechtung gewährleistete Rechts- schutz . . . . .	266
III. Gesamtwürdigung des gesellschaftsrechtlichen Rechtsschutz- modells . . . . .	278
§ 16 Die kapitalmarktrechtliche Komponente des Rechtsschutzes . . . . .	278
I. Schutz bei Unangemessenheit der Gegenleistung . . . . .	278
II. Primärrechtsschutz durch Klagebefugnis iSv § 42 II VwGO? . . . . .	282
§ 17 Vermeidung einer Doppelung der Rechtswege . . . . .	310
I. Vorteile des zivilrechtlichen Modells <i>de lege lata</i> . . . . .	310
II. Mögliche Einwände gegen das zivilrechtliche Modell . . . . .	311
III. Konsequenzen für die Entscheidung über das Delisting . . . . .	318
IV. Verbleibende Bedeutung des Verwaltungsrechtswegs . . . . .	321
§ 18 Haftungsfragen . . . . .	323
I. Gesellschaftsrechtliche Haftungsfragen . . . . .	323
II. Allgemeine Haftungsgrundlagen . . . . .	332
<b>6. Kapitel: Das Partielle Delisting . . . . .</b>	337
§ 19 Delisting bei Aufrechterhaltung der Börsennotierung im Inland . . . . .	337
I. Interessen des Emittenten . . . . .	337
II. Institutionelle Belange . . . . .	338
III. Anlegerschutz . . . . .	341
IV. Ergebnis . . . . .	347
§ 20 Der Rückzug vom deutschen Kapitalmarkt . . . . .	347
I. Besonderheiten hinsichtlich der Belange des Anlegerschutzes . . . . .	347
II. Ansätze für Differenzierungen . . . . .	349
III. Europarechtliche Bedenken gegen eine Differenzierung . . . . .	351
IV. Gesamtergebnis zum 6. Kapitel . . . . .	357
<b>7. Kapitel: Ergebnis und Folgerungen . . . . .</b>	359
§ 21 Zusammenfassung und Überlegungen <i>de lege ferenda</i> . . . . .	359
I. Zusammenfassung der Ergebnisse zur Lage <i>de lege lata</i> . . . . .	359
II. Überlegungen <i>de lege ferenda</i> . . . . .	366
§ 22 Rückwirkungen und Ausblick . . . . .	371
I. Rückwirkungen . . . . .	372
II. Ausblick . . . . .	382

## **Inhaltsübersicht**

### **Anhang**

Anhang A – Sondervorschriften für börsennotierte Gesellschaften . . . . .	385
Anhang B – Übersicht über die gesetzlichen Vorschriften, die der Deutsche Corporate Governance Kodex wiedergibt oder konkretisiert . . . . .	390
Anhang C – Börsenordnungen . . . . .	395
Literaturverzeichnis . . . . .	407
Sachverzeichnis . . . . .	427

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis . . . . .	XXV
Einleitung . . . . .	1
<b>1. Kapitel: Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen . . . . .</b>	<b>4</b>
§ 1 Grundbegriffe . . . . .	4
I. Delisting, Börsennotierung, Zulassung . . . . .	4
II. Arten des Delisting . . . . .	5
III. Definitionen . . . . .	6
§ 2 Wirtschaftliche Grundlagen und institutionelle Aspekte . . . . .	8
I. Motive und Interessen bei der Aufgabe der Börsennotierung . . . . .	8
1. Allgemeine Wirtschaftliche Gründe – „Unternehmensinteresse“ . . . . .	8
a. Kosten/Nutzen Verhältnis . . . . .	8
b. Langfristige Unternehmenspolitik . . . . .	12
c. Umstrukturierungen, Sanierung . . . . .	13
2. Interessen von Beteiligten an einem Delisting . . . . .	14
a. Eigeninteressen des Vorstands . . . . .	14
b. Konzernobergesellschaft . . . . .	15
c. Sonstige Großaktionäre . . . . .	16
d. Steuerrechtliche Aspekte . . . . .	16
3. Anlegerinteressen . . . . .	17
a. Privatanleger . . . . .	17
b. Institutionelle Anleger . . . . .	18
4. Börse . . . . .	20
II. Über die Beendigung der Börsennotierung hinausgehende Motive und Interessen beim Going Private . . . . .	21
1. Gründe für den Ausschluss von Minderheiten . . . . .	21
2. Anpassung der Gesellschaftsstruktur . . . . .	22
3. Steuerrechtliche Aspekte . . . . .	22
III. Institutionelle Aspekte und europarechtlicher Kontext . . . . .	23
1. Publikums- und Institutionenschutz . . . . .	23
2. Wettbewerb zwischen den Wertpapiermärkten und Grundfreiheiten . . . . .	24
3. Mehrfachnotierung und Kapitalverkehrsfreiheit . . . . .	25
4. Delisting im Kontext mit Unternehmensübernahmen und Niederlassungsfreiheit . . . . .	25

# Inhaltsverzeichnis

<b>§ 3 Der Regelungsrahmen für das Delisting . . . . .</b>	<b>26</b>
I. Die rechtliche Einordnung und Bedeutung der Zulassung . . . . .	26
II. Delisting an der Schnittstelle von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht . . . . .	27
1. Die verschiedenen Grundkonzeptionen . . . . .	28
a. Gesellschaftsrecht . . . . .	28
b. Kapitalmarktrecht . . . . .	29
2. Folgerungen für die Betrachtung des Delisting . . . . .	30
a. Die Behandlung des Zwangsdelisting . . . . .	30
b. Besonderheiten beim Delisting auf Antrag des Emittenten .	33
c. Konsequenzen für die Untersuchung . . . . .	34
<b>2. Kapitel: Delisting als Folge von Going Private-Transaktionen . . . . .</b>	<b>36</b>
<b>§ 4 Die relevanten gesellschaftsrechtlichen Strukturänderungen . . . . .</b>	<b>36</b>
I. Primär auf Beseitigung des Streubesitzes zielende Maßnahmen . . . . .	36
1. Eingliederung und Squeeze out . . . . .	36
2. Übertragende Auflösung . . . . .	37
3. Heraufsetzung des Nennbetrags (Reverse Stock split) . . . . .	39
4. Freiwillige öffentliche Kaufangebote . . . . .	39
II. Änderung der rechtlichen Struktur der Gesellschaft . . . . .	40
1. Ziele beim Wechsel der Rechtsform . . . . .	40
2. Formwechsel . . . . .	40
3. Verschmelzung auf einen Rechtsträger anderer Rechtsform . .	41
III. Formwahrende Verschmelzung . . . . .	42
1. Ziele bei der formwahrenden Verschmelzung . . . . .	42
2. Abfindung nach § 29 UmwG analog? . . . . .	42
a. Diskussion vor „Macrotron“ . . . . .	43
b. Rückwirkungen von „Macrotron“ . . . . .	44
<b>§ 5 Kapitalmarktrechtliche Belange bei Going Private-Transaktionen . . . . .</b>	<b>45</b>
I. Ausgangspunkt . . . . .	45
II. Besonderheiten bei Going Private-Transaktionen . . . . .	45
1. Unmöglichkeit der Börsennotierung . . . . .	45
2. Schicksal der Zulassung nach Beseitigung des Streubesitzes .	46
3. Der verbleibende Raum für kapitalmarktrechtliche Regulierung	48
a. Beendigung der Börsennotierung der Aktien . . . . .	48
b. Beendigung der Börsennotierung sonstiger börsennotierter Wertpapiere . . . . .	48
III. Ergebnis . . . . .	49
<b>3. Kapitel: Allgemeine Vorgaben für das Delisting nach § 38 IV BörsG . . . . .</b>	<b>51</b>
<b>§ 6 Rechtsvergleichende Aspekte . . . . .</b>	<b>51</b>
I. Die Regelung des Delisting in Tschechien . . . . .	51
1. Institutionelle Rahmenbedingungen . . . . .	52

2.	Der wirtschaftliche Hintergrund . . . . .	53
a.	Folgen der „Kuponprivatisierung“ . . . . .	53
b.	Geringe Attraktivität der Alternativen für ein Going Private	54
3.	Die Regelung des Delisting . . . . .	56
a.	Überblick über das Verfahren . . . . .	57
b.	Die Durchführung des öffentlichen Kaufangebots . . . . .	58
aa.	Der Kreis der Verpflichteten . . . . .	58
bb.	Der Kreis der Berechtigten . . . . .	59
cc.	Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung . . . . .	60
dd.	Gewährleistung der Angemessenheit . . . . .	60
c.	Anforderungen an den Hauptversammlungsbeschluss und Anfechtungsrisiken . . . . .	61
d.	Publizität . . . . .	62
e.	Reichweite der Prüfung durch den Marktveranstalter . . . . .	63
4.	Gerichtlicher Rechtsschutz . . . . .	63
5.	Zusammenfassung . . . . .	64
II.	Frankreich . . . . .	65
1.	Die allgemeine Regelung zum Delisting . . . . .	65
2.	<i>Delisting im Zuge eines offre publique de retrait nach dem règlement général (RG)</i> . . . . .	66
a.	Die Beendigung der Börsennotierung durch einen retrait obligatoire . . . . .	67
b.	Beendigung der Börsennotierung aufgrund eines Antrags des Emittenten . . . . .	67
3.	Verbleibende Bedeutung der allgemeinen Delistingregelung . . . . .	67
a.	Rechtsanwendung und Praxis bis 2003 . . . . .	68
b.	Flexibilisierungstendenzen . . . . .	68
aa.	Partielles Delisting . . . . .	69
bb.	Lockern der 95 %-Schwelle? . . . . .	69
4.	Börsennotierung als Grundlage für den Vertrauensschutz der Anleger . . . . .	69
5.	Fazit . . . . .	70
III.	USA . . . . .	70
1.	<i>Delisting – Beendigung der Börsennotierung und der listingbedingten Registrierung</i> . . . . .	71
a.	Vorgaben der Börse am Bsp der NYSE . . . . .	71
b.	Verfahren bei der SEC . . . . .	72
c.	Entstehungsgeschichte und wirtschaftlicher Hintergrund der Regulierung . . . . .	72
d.	Neueste Entwicklung . . . . .	73
2.	<i>Umfassende Deregistrierung</i> . . . . .	74
3.	Zusammenfassung und Folgerungen hinsichtlich der wirtschaftlichen Bedeutung . . . . .	76
IV.	Großbritannien . . . . .	77
1.	Derzeitige und künftige Regelung des Delisting . . . . .	78

2. Hintergrund der Entwicklung . . . . .	78
V. Vergleichende Betrachtung . . . . .	80
1. Die systematische Einordnung des Delisting . . . . .	80
2. Anlegerschutz . . . . .	81
3. Praktische Bedeutung des Delisting . . . . .	83
a. Delisting als Instrument für ein Going Private . . . . .	83
b. Besondere Schutzwürdigkeit der Belange des Emittenten bei Marktentege . . . . .	84
c. Delisting als Instrument des Marktsegmentwechsels . . . . .	84
§ 7 Börsennotierung, Verkehrsfähigkeit, Anteilseigentum . . . . .	86
I. Der Zuweisungsgehalt von Art 14 GG und die Intensität des Eingriffs . . . . .	88
1. Keine dem Aktionär individuell zustehende Rechtsposition . . . . .	88
2. Verkehrsfähigkeit . . . . .	89
a. Keine unzumutbare Einschränkung der Übertragbarkeit . . . . .	91
b. Vermögensinteressen . . . . .	93
c. Die verbleibende Relevanz der Börsennotierung . . . . .	97
II. Grundrechtsdogmatische Einordnung eines etwaigen Eingriffs . . . . .	97
§ 8 Die Bedeutung der Börsennotierung für die Struktur der Gesellschaft	100
I. Auswirkungen auf Rechte und Pflichten aus der Mitgliedschaft .	101
1. Kapitalmarktrechtliche Pflichten, insbesondere Publizitäts- pflichten . . . . .	101
2. Rechnungslegungspublizität . . . . .	103
3. Vermögensstammrechte . . . . .	106
4. Rückwirkung auf Kontrollrechte . . . . .	107
5. Anwendbarkeit des WpÜG . . . . .	107
6. Zwischenergebnis . . . . .	110
7. Gegenüberstellung mit der Vertragskonzernierung . . . . .	111
II. Übergang von der Publikums- zur Privat-AG? . . . . .	111
1. Differenzierungen im AktG neben § 161 AktG . . . . .	113
2. Die Bedeutung des Corporate Governance Kodex und § 161 AktG . . . . .	113
a. Der Inhalt des Kodex . . . . .	114
b. Bedeutung der Empfehlungen für die Gesellschaftsstruktur .	115
aa. Begrenzung durch die Satzungsautonomie . . . . .	115
bb. Empfehlungen in der Disposition der Unternehmens- leitung . . . . .	116
3. Going Public Grundsätze . . . . .	117
4. Ergebnis . . . . .	117
III. Gegenüberstellung mit einem Formwechsel in eine GmbH . . . . .	118
IV. Keine Vergleichbarkeit mit Verschmelzung auf eine nicht börsen- notierte AG . . . . .	119
V. Ergebnis und Fortgang der Untersuchung . . . . .	119

§ 9 Verfassungsrechtliche Vorgaben für die Ermessensentscheidung . . . . .	120
I. Beendigung der Zulassung als Grundrechtsausübung . . . . .	120
II. Rechtfertigung des Eingriffs durch Belange des Anlegerschutzes . . . . .	122
1. Öffentliches Interesse an der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts . . . . .	123
2. Sozialstaatsprinzip . . . . .	123
3. Europarechtliche Vorgaben zum Anlegerschutz . . . . .	123
4. Abgrenzung: Eigeninteressen der Börse . . . . .	125
5. Ergebnis . . . . .	126
III. Der Entscheidungsspielraum der Zulassungsstelle . . . . .	126
IV. Anlegerschutz als unbestimmter Rechtsbegriff und Wesentlichkeitstheorie . . . . .	128
1. Wesentlichkeitsgrundsatz und Satzungsautonomie . . . . .	128
2. Beurteilungsspielraum bei der Konkretisierung des Anlegerschutzes . . . . .	130
V. Ergebnis zu den verfassungsrechtlichen Vorgaben . . . . .	132
 4. Kapitel: Anlegerschutz beim Delisting nach § 38 IV BörsG . . . . .	133
§ 10 Allgemeine Prinzipien des Anlegerschutzes . . . . .	133
I. Der Begriff des Anlegerschutzes . . . . .	133
1. Anlegerschutz im weiteren Sinn . . . . .	134
2. Der Anlegerschutz als Rechtsprinzip des Kapitalmarktrechts . . . . .	137
II. Leitprinzipien des kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzes und § 38 IV BörsG . . . . .	138
1. Das Informationsmodell . . . . .	138
2. Gewährleistung des Vertrauens in die Integrität und Fairness des Marktes . . . . .	140
3. Bedeutung des Individualschutzes . . . . .	141
a. Besonderer Schutz der Aktionäre bei § 38 IV BörsG . . . . .	143
b. Schutz sonstiger Wertpapierinhaber bei § 38 IV BörsG . . . . .	144
c. Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz und Mitentscheidungsbefugnisse . . . . .	145
III. Konsequenzen für den Anlegerschutz nach § 38 IV S 2 BörsG . . . . .	146
 § 11 Kapitalmarktrechtlicher Vermögensschutz . . . . .	147
I. Schutz durch Information . . . . .	147
1. Veröffentlichung des Antrags auf Widerruf der Zulassung . . . . .	147
2. Veröffentlichung des Widerrufs, § 38 IV S 3 BörsG . . . . .	149
II. Schutzdefizite . . . . .	149
III. Begrenzte Schutzwirkung von Übergangsfristen . . . . .	150
IV. Notwendigkeit einer Abfindungsregelung . . . . .	152
1. Grundsatz: Öffentliches Kaufangebot erforderlich . . . . .	153
2. Ausnahme: Entbehrllichkeit des Angebots . . . . .	153
a. Börsennotierung nicht oder nur kaum funktionsfähig . . . . .	153

## Inhaltsverzeichnis

b. Aufrechterhaltung des Handels der Wertpapiere im Freiverkehr . . . . .	155
aa. Maßstab für die Beurteilung . . . . .	155
bb. Beurteilung der Rahmenbedingungen im Freiverkehr . . . . .	155
cc. Folgerungen für Behandlung des Delisting . . . . .	157
c. Vorangegangenes Angebot . . . . .	158
V. Vorgaben für das öffentliche Kaufangebot . . . . .	158
1. Reichweite der Vorgaben des WpÜG . . . . .	159
2. Angemessenheit der Gegenleistung . . . . .	159
a. Zu Regelungen in Börsenordnungen, die ein Angebot vorsehen . . . . .	162
aa. Das Modell von § 31 WpÜG . . . . .	162
bb. Das Modell des Übernahmekodex . . . . .	163
cc. Vorzüge des Abstellens auf § 31 WpÜG . . . . .	164
dd. Berücksichtigung von Besonderheiten beim Delisting .	165
b. Vereinbarkeit des Abstellens auf den Durchschnittskurs mit § 38 IV S 2 BörsG . . . . .	166
aa. Allgemein zur Aussagefähigkeit des Börsenkurses . . . . .	167
bb. Vergleichbarkeit mit der Situation beim Pflichtangebot	170
cc. Bewertung der Interessenslage . . . . .	170
dd. „Gestufter“ Anlegerschutz . . . . .	172
c. Zwischenergebnis . . . . .	173
d. Grenzen der Aussagefähigkeit des Börsenkurses bei der sog Marktente . . . . .	173
aa. Kriterien für das Vorliegen der Marktente . . . . .	174
bb. Unbeachtlichkeit des Einwandes der Marktente beim Delisting? . . . . .	175
cc. Bestimmung der Gegenleistung bei Marktente . . . . .	176
e. Art der Gegenleistung . . . . .	177
f. Beurteilung der Angemessenheit durch die Zulassungsstelle im Einzelfall . . . . .	178
aa. Liquider Markt . . . . .	178
bb. Nicht liquider Markt – „Marktente“ . . . . .	178
3. Bieter des Angebots . . . . .	181
4. Kreis der Berechtigten . . . . .	182
a. Inhaber von sonstigen börsennotierten Wertpapieren . . . . .	182
b. Inhaber von Wertpapieren mit Bezugsrechten auf die Aktien . . . . .	183
c. In der Fungibilität nicht unmittelbar beeinträchtigte Wertpapiere . . . . .	186
d. Verhältnis zum schuldrechtlichen Schutz . . . . .	187
e. Keine Relevanz der Zustimmung der Aktionäre zum Delisting . . . . .	188
VI. Zusammenfassung und Folgerungen für den Börsenordnungsgeber . . . . .	188

§ 12 Delisting und gesellschaftsrechtliche Abfindung . . . . .	189
I. Dogmatische Anknüpfungspunkte für eine Abfindungsverpflichtung . . . . .	189
1. Abfindung gegen die Gesellschaft, insbesondere allgemeines Austrittsrecht . . . . .	189
a. Allgemeines zum Austrittsrecht . . . . .	190
b. Die Situation beim Delisting . . . . .	191
aa. Beendigung der Mitgliedschaft auch ohne Abfindung möglich . . . . .	191
bb. Keine Unzumutbarkeit des Verbleibs in der Gesellschaft . . . . .	192
2. Abfindungsverpflichtung des Großaktionärs? . . . . .	193
II. Das Verhältnis des gesellschaftsrechtlichen Aktionärsschutzes zum Anlegerschutz . . . . .	195
1. Systematische Einordnung der Problematik . . . . .	195
a. Zielkonflikte . . . . .	196
b. Überlagerung und gesellschaftsrechtlich garantierter Mindestschutz . . . . .	197
aa. Bewältigung der „Überlagerung“ . . . . .	198
bb. Die Besonderheiten der Problemstellung beim Delisting . . . . .	199
2. Verbandsrechtlicher Ansatz versus marktbezogener Anlegerschutz . . . . .	200
a. Der verbandsrechtliche Ansatz – Aktionärsschutz als Schutz der Mitgliedschaft . . . . .	201
b. Kritik – kapitalmarktorientierte Betrachtung . . . . .	202
c. Stellungnahme . . . . .	203
aa. Verstärkte Ausrichtung des Gesellschaftsrechts am Kapitalmarkt . . . . .	204
(1) Zunehmende institutionelle Ausrichtung allgemein . . . . .	204
(2) Veränderung des Leitbilds des Aktionärs . . . . .	205
(3) Bewertung der Entwicklung . . . . .	207
bb. Vorzüge kapitalmarktrechtlicher Instrumente allgemein . . . . .	207
cc. Vorzüge kapitalmarktrechtlicher Instrumente speziell beim Delisting . . . . .	208
3. Dogmatische Erwägungen . . . . .	210
a. Allgemeines . . . . .	210
b. Die Schutzrichtung von § 38 IV BörsG im Verhältnis zum Gesellschaftsrecht . . . . .	211
III. Allgemeine Folgerungen für das Verhältnis Anlegerschutz/ Aktionärsschutz . . . . .	213
§ 13 Weitere Aspekte des Anlegerschutzes . . . . .	216
I. Kein Delisting eines „börsenfähigen“ Emittenten? . . . . .	216
1. Kein Bestandsschutz . . . . .	216
2. Belange der Anleger und des Emittenten . . . . .	217

## Inhaltsverzeichnis

3. Gefahr des „Provozierens“ eines Delisting nach § 38 III iVm 43 BörsG . . . . .	218
4. Institutionelle Belange . . . . .	218
5. Ergebnis . . . . .	219
II. Umfang der materiellen Prüfung des Antrags durch die Zulassungsstelle . . . . .	219
1. Keine Inhaltskontrolle . . . . .	219
2. Inhaltskontrolle des Antrags statt Abfindung? . . . . .	220
3. Missbrauchs- und Umgehungsschutz . . . . .	221
III. Vorkehrungen zum Schutz gegen Missbrauch . . . . .	223
1. Information . . . . .	223
2. Anhörung . . . . .	224
3. Übergangsfrist, Widerrufsvorbehalt . . . . .	225
IV. Die Entscheidung der Zulassungsstelle im Einzelfall . . . . .	226
 § 14 Hauptversammlungsbeschluss . . . . .	228
I. Die Bedeutung des Hauptversammlungsbeschlusses beim Markt- eintritt . . . . .	228
II. Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz beim Markt- austritt? . . . . .	229
1. Der herkömmliche Ansatz: „faktische Strukturänderung“ . . . . .	230
a. Von „Holzmüller“ zu „Gelatine“ . . . . .	230
b. Keine Vergleichbarkeit mit einer grundlegenden Struktur- änderung . . . . .	233
2. Anknüpfung an die Beeinträchtigung der individuellen Rechts- position des Aktionärs . . . . .	234
a. Die Begründung in „Macrotron“ . . . . .	234
b. Würdigung . . . . .	235
c. An den Anlageinteressen orientierter Begründungsansatz .	236
3. Zusammenfassung und Fortgang der Untersuchung . . . . .	237
III. Auswirkungen der Mitwirkung der Hauptversammlung auf den Aktionärsschutz . . . . .	238
1. Schutz der Aktionäre vor eigenmächtigem Handeln des Vorstands . . . . .	238
2. Minderheitenschutz? . . . . .	239
3. Offenlegungspflichten im Zusammenhang mit dem Haupt- versammlungsbeschluss . . . . .	240
a. Angabe der Gründe für das Delisting und der damit verfolgten Zwecke . . . . .	242
b. Angaben zum öffentlichen Kaufangebot . . . . .	243
4. Auskunftsrecht nach § 131 AktG . . . . .	244
5. Rechtsschutz . . . . .	244
6. Zusammenfassung und Würdigung . . . . .	244
IV. Relevanz für den Anlegeschutz iSv § 38 IV S 2 BörsG . . . . .	245
1. Überprüfung wegen „Außenwirkung“ des Beschlusses? . . . . .	245

a. Besonderheiten gegenüber einer Going Public oder einer Going Private Transaktion . . . . .	245
b. Hauptversammlungsbeschluss und Wirksamkeit der Antragstellung . . . . .	246
aa. Eingeschränkter Vertrauensschutz . . . . .	247
bb. Kein unmittelbares Durchschlagen auf die Wirksamkeit des Delisting . . . . .	249
2. Relevanz für den Anlegerschutz trotz fehlender Außenwirkung . . . . .	249
a. Hauptversammlungsbeschluss als Grundlage für Erwerb eigener Aktien . . . . .	250
b. Relevanz der Möglichkeit der Beschlussanfechtung . . . . .	250
aa. Effektiver individueller Rechtsschutz als Belang des Anlegerschutzes ieS . . . . .	251
bb. Notwendigkeit gerichtlichen Rechtsschutzes . . . . .	251
3. Ergebnis und Fortgang der Untersuchung . . . . .	252
<b>5. Kapitel: Gerichtlicher Rechtsschutz der Anleger beim Delisting . . .</b>	<b>254</b>
§ 15 Gesellschaftsrechtlicher Rechtsschutz nach dem BGH und Folgefragen	254
I. Spruchverfahren . . . . .	254
1. Interessenlage . . . . .	254
2. Zu den dogmatischen Aspekten der analogen Anwendbarkeit des SpruchG . . . . .	255
a. Die Begründung des BGH . . . . .	256
b. Stellungnahme . . . . .	256
3. Die Probleme bei der Anwendung des Spruchverfahrens im Einzelnen . . . . .	257
a. Antragsbefugnis bei Fehlen eines öffentlichen Kaufangebots – „Anspruchs-“ oder „Bedingungslösung“? . . . . .	258
aa. Analyse der Begründung des BGH . . . . .	259
bb. Privatautonomie . . . . .	260
(1) Bedenken in Hinblick auf die Privatautonomie des Emittenten . . . . .	260
(2) Bedenken in Hinblick auf die Privatautonomie des Großaktionärs . . . . .	261
cc. Gesellschaftsrechtliche Bedenken . . . . .	262
(1) Hinsichtlich der Verpflichtung des „Großaktionärs“ . . . . .	262
(2) Bedenken hinsichtlich der Verpflichtung des Emittenten . . . . .	263
dd. Ergebnis . . . . .	263
b. Verhältnis zum WpÜG . . . . .	263
c. Antragsgegner . . . . .	264
d. Antragsbefugnis bei Abgabe eines öffentlichen Angebots . . . . .	265
e. Antragsfrist . . . . .	265

# Inhaltsverzeichnis

f. Ergebnis zu den Folgeproblemen . . . . .	265
4. Anfechtungsausschluss . . . . .	266
II. Der im Rahmen der Beschlussanfechtung gewährleistete Rechts- schutz . . . . .	266
1. § 38 IV BörsG als Prüfungsmaßstab? . . . . .	267
2. Inhaltliche Beschlussmängel – materielle Beschlusskontrolle .	267
a. Allgemeines zur Reichweite der materiellen Beschluss- kontrolle . . . . .	267
b. Reichweite der materiellen Beschlusskontrolle bei Vorliegen eines Kaufangebots . . . . .	269
aa. Missbräuchliche Stimmrechtsausübung . . . . .	270
bb. Sondervorteil . . . . .	270
(1) Sondervorteil zu Lasten der Aktionäre . . . . .	270
(2) Sondervorteil zum Nachteil der Gesellschaft . . . . .	273
c. Reichweite der materiellen Beschlusskontrolle bei Fehlen eines Kaufangebots . . . . .	274
aa. Sachliche Rechtfertigung . . . . .	274
bb. Missbrauchsverbot und § 243 II S 1 AktG . . . . .	275
cc. Ergebnis . . . . .	276
3. Formelle Beschlusskontrolle . . . . .	276
III. Gesamtwürdigung des gesellschaftsrechtlichen Rechtsschutz- modells . . . . .	278
 § 16 Die kapitalmarktrechtliche Komponente des Rechtsschutzes . . . . .	278
I. Schutz bei Unangemessenheit der Gegenleistung . . . . .	278
1. Rechtsschutz wegen Unangemessenheit der Gegenleistung beim Pflichtangebot . . . . .	278
2. Vergleichbare Situation beim Delisting . . . . .	279
3. Übertragung des WpÜG-Modells auf das Delisting oder Spruch- verfahren? . . . . .	279
a. Bewertung der Interessenslage nach bisheriger Gesetzeslage	279
b. Neuerungen des KapMuG . . . . .	280
c. Folgerungen für das Verhältnis zum Spruchverfahren . . . . .	280
4. Ergebnis und Fortgang der Untersuchung . . . . .	282
II. Primärrechtsschutz durch Klagebefugnis iSv § 42 II VwGO? . . . . .	282
1. Klagebefugnis . . . . .	283
a. Allgemeine Kriterien für eine Schutznorm iSv § 42 II VwGO	283
b. Die Bedeutung der Norm des § 31 V BörsG . . . . .	285
c. Zwischenergebnis und Fortgang der Untersuchung . . . . .	288
2. Prüfungsumfang bei einer etwaigen Klagebefugnis iSv § 42 II VwGO . . . . .	290
a. Allgemeine Vorgaben zum Prüfungsumfang . . . . .	290
b. Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung . . . . .	293
c. Sonstige Aspekte des Anlegerschutzes . . . . .	294
d. Zur Beendigung der Notierung an der FWB . . . . .	294

e. Zwischenergebnis . . . . .	297
f. Grenzen der Gestaltungswirkung des Urteils . . . . .	297
3. Verfahren . . . . .	299
a. Großer Kreis der Klageberechtigten . . . . .	299
b. Die Behandlung der Treuhand . . . . .	302
c. Das Spannungsverhältnis zwischen Aussetzungs- und Vollzugsinteresse . . . . .	303
aa. Die Problematik im Aktienrecht . . . . .	303
bb. Die Gewichtung von Aussetzungs- und Vollzugs- interesse in der VwGO . . . . .	303
d. Kostenregelung . . . . .	305
e. Missbrauchsrisiken . . . . .	306
4. Zusammenfassende Bewertung des verwaltungsgerichtlichen Rechtsschutzes . . . . .	308
 § 17 Vermeidung einer Doppelung der Rechtswege . . . . .	310
I. Vorteile des zivilrechtlichen Modells <i>de lege lata</i> . . . . .	310
II. Mögliche Einwände gegen das zivilrechtliche Modell . . . . .	311
1. Keine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz . . . . .	311
a. Plausibilitätsprüfung hinsichtlich des Schutz vor Willkür und Missbrauch . . . . .	312
b. Aspekte der Konfliktshilfestellung und Streitvermeidung . .	312
c. Kein unzumutbarer Aufwand . . . . .	312
2. Keine Klagebefugnis der Wertpapierinhaber . . . . .	313
3. Gefahr der Rechtsvereitelung bei einem Ermächtigungs- beschluss? . . . . .	314
a. Aktienrechtliche Zulässigkeit des Ermächtigungsbeschlusses	314
b. Konsequenzen für den Rechtsschutz . . . . .	315
4. Gefahr der Rechtsvereitelung durch Widerruf der Börsen- notierung . . . . .	317
III. Konsequenzen für die Entscheidung über das Delisting . . . . .	318
1. Vorgaben in der Börsenordnung . . . . .	318
2. Entscheidung der Zulassungsstelle im Einzelfall . . . . .	319
IV. Verbleibende Bedeutung des Verwaltungsrechtswegs . . . . .	321
1. Versagungsgegenklage des Emittenten . . . . .	321
2. Versagungsgegenklage des Großaktionärs? . . . . .	322
 § 18 Haftungsfragen . . . . .	323
I. Gesellschaftsrechtliche Haftungsfragen . . . . .	323
1. Haftung nach § 93 AktG . . . . .	323
2. Haftung nach § 117 AktG . . . . .	324
a. Haftung für Herbeiführung eines Kursverlustes . . . . .	324
b. Haftung für unangemessenes Angebot . . . . .	325
c. Haftung bei missbräuchlichem Hinausdrängen . . . . .	326
d. Ergebnis . . . . .	327

## Inhaltsverzeichnis

3. Konzernrechtliche Aspekte . . . . .	327
a. Haftung nach § 317 AktG . . . . .	327
aa. Nachteil iSv § 311 AktG . . . . .	327
bb. Weitere Haftungsvoraussetzungen und Haftungs- umfang . . . . .	329
b. Haftung nach § 309 AktG . . . . .	330
c. Das Delisting und die Aktionäre der Muttergesellschaft . .	330
d. Delisting und Konzernierung . . . . .	331
II. Allgemeine Haftungsgrundlagen . . . . .	332
1. Prospekthaftung . . . . .	332
2. Haftung nach dem WpÜG . . . . .	332
3. Deliktische Ansprüche . . . . .	333
4. Haftung wegen der Entscheidung der Zulassungsstelle . . .	334
a. Haftungsansprüche des Emittenten . . . . .	334
b. Haftungsansprüche der Anleger . . . . .	335
5. Ergebnis . . . . .	336
<b>6. Kapitel: Das Partielle Delisting . . . . .</b>	<b>337</b>
§ 19 Delisting bei Aufrechterhaltung der Börsennotierung im Inland . . . . .	337
I. Interessen des Emittenten . . . . .	337
II. Institutionelle Belange . . . . .	338
III. Anlegerschutz . . . . .	341
1. Präsenzreduktion . . . . .	341
2. Downgrading . . . . .	342
a. Die Unterschiede zwischen verschiedenen Marktsegmenten	343
b. Überprüfung des am einzelnen Markt gewährleisteten Anlegerschutzes? . . . . .	344
c. Übergangsfrist . . . . .	346
IV. Ergebnis . . . . .	347
§ 20 Der Rückzug vom deutschen Kapitalmarkt . . . . .	347
I. Besonderheiten hinsichtlich der Belange des Anlegerschutzes . .	347
II. Ansätze für Differenzierungen . . . . .	349
1. Zur Differenzierung inländischer / ausländischer <i>Markt</i> . . .	349
2. Zur Differenzierung inländischer / ausländischer <i>Emittent</i> . .	350
III. Europarechtliche Bedenken gegen eine Differenzierung . . . . .	351
1. Relevanz des Delisting für die Grundfreiheiten . . . . .	352
a. Kapitalverkehrsfreiheit, Art 56 EGV . . . . .	352
b. Börsennotierung als Inanspruchnahme einer Dienstleistung iSv Art 50 EGV . . . . .	353
c. Börse als Dienstleistungserbringer iS der Dienstleistungs- freiheit iSv Art 50 EGV . . . . .	354
2. Marktaustrittsschranken als Beschränkung der Grund- freiheiten . . . . .	354

3. Rechtfertigung durch zwingende Belange des Allgemeinwohls . . . . .	355
a. Notierung an einem anderen amtlichen Markt . . . . .	356
b. Notierung an einem sonstigen geregelten Markt . . . . .	356
IV. Gesamtergebnis zum 6. Kapitel . . . . .	357
<b>7. Kapitel: Ergebnis und Folgerungen . . . . .</b>	<b>359</b>
§ 21 Zusammenfassung und Überlegungen <i>de lege ferenda</i> . . . . .	359
I. Zusammenfassung der Ergebnisse zur Lage <i>de lege lata</i> . . . . .	359
II. Überlegungen <i>de lege ferenda</i> . . . . .	366
1. Zu den gesetzlichen Vorgaben für den Anlegerschutz beim vollständigen Delisting . . . . .	366
2. Der gerichtliche Rechtsschutz gegen eine unangemessene Gegenleistung . . . . .	367
3. Primärrechtsschutz der Aktionäre . . . . .	368
a. Modell 1: § 48 IV WpÜG . . . . .	368
b. Modell 2: Gesetzliche Regelung der Verzahnung mit der Beschlussanfechtung . . . . .	368
4. Der verbleibende Raum für die Regelung in den Börsenordnungen . . . . .	371
§ 22 Rückwirkungen und Ausblick . . . . .	371
I. Rückwirkungen . . . . .	372
1. Börsengang . . . . .	372
2. Verschmelzung einer börsennotierten AG auf eine nicht börsennotierte AG . . . . .	373
a. Unzulässige Umgehung von § 38 IV BörsG durch das „kalte Delisting“? . . . . .	373
b. Die Problematik im Lichte der Macrotron-Entscheidung . .	374
c. Überlegungen <i>de lege ferenda</i> . . . . .	375
3. Weitere Fälle des „kalten Delisting“ . . . . .	375
4. Rückwirkungen auf den Schutz der Wertpapierinhaber . . . .	376
a. § 23 UmwG . . . . .	376
b. Schutz von Wertpapierinhabern beim Squeeze out . . . .	377
5. Übertragende Auflösung . . . . .	377
6. Die Ausweitung des Anwendungsbereichs des Spruchverfahrens . . . . .	378
a. Die Anwendung des Spruchverfahrens bei der übertragenden Auflösung . . . . .	378
b. Zu anderen Erweiterungen des Anwendungsbereich des Spruchverfahrens . . . . .	379
c. Folgeprobleme einer analogen Anwendung des Spruchverfahrens . . . . .	379
7. WpÜG . . . . .	380
a. Verhältnis des WpÜG zum UmwG . . . . .	380

## **Inhaltsverzeichnis**

b. Drittschutzproblematik allgemein . . . . .	380
c. Drittschutz bei Befreiung vom Pflichtangebot nach § 37 I WpÜG . . . . .	381
II. Ausblick . . . . .	382
<b>Anhang</b> . . . . .	385
Anhang A – Sondervorschriften für börsennotierte Gesellschaften . . . . .	385
Tabelle I – Die Differenzierung zwischen börsennotierten und nicht börsennotierten Gesellschaften in den einzelnen Vorschriften . . . . .	385
Tabelle II – Differenzierung kapitalmarktrechtlicher Emittentenpflichten nach Marktsegmenten . . . . .	388
Tabelle III – Durch Richtlinien vorgegebener Mindestandard für Emitten- tenpflichten . . . . .	389
Anhang B – Übersicht über die gesetzlichen Vorschriften, die der Deutsche Corporate Governance Kodex wiedergibt oder konkretisiert . . . . .	390
Anhang C – Börsenordnungen	
Tabelle I – Regelung des Totalrückzugs . . . . .	395
Tabelle II – Regelung des Totalrückzugs (vor Geltung des WpÜG) . . . . .	396
Tabelle III – Regelung des partiellen Delisting . . . . .	397
Tabelle IV – Wortlaut der relevanten Vorschriften in den Börsenordnungen	399
Literaturverzeichnis . . . . .	407
Sachverzeichnis . . . . .	427