

Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis	XXV
Einleitung	1
1. Kapitel: Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	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
2. Kapitel: Delisting als Folge von Going Private-Transaktionen	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
3. Kapitel: Allgemeine Vorgaben für das Delisting nach § 38 IV BörsG	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

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 börsennotierte 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 Wesentlichkeitstheorie	128
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
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 Abfindungsverpflichtung	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 Zulassungsstelle	219
III. Vorkkehrungen zum Schutz gegen Missbrauch	223
IV. Die Entscheidung der Zulassungsstelle im Einzelfall	226
§ 14 Hauptversammlungsbeschluss	228
I. Die Bedeutung des Hauptversammlungsbeschlusses beim Markteintritt	228

II. Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz beim Marktaustritt ?	229
III. Auswirkungen der Mitwirkung der Hauptversammlung auf den Aktionärsschutz	238
IV. Relevanz für den Anlegerschutz iSv § 38 IV S 2 BörsG	245
5. Kapitel: Gerichtlicher Rechtsschutz der Anleger beim Delisting	254
§ 15 Gesellschaftsrechtlicher Rechtsschutz nach dem BGH und Folgefragen	254
I. Spruchverfahren	254
II. Der im Rahmen der Beschlussanfechtung gewährleistete Rechtsschutz	266
III. Gesamtwürdigung des gesellschaftsrechtlichen Rechtsschutzmodells	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
6. Kapitel: Das Partielle Delisting	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
7. Kapitel: Ergebnis und Folgerungen	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

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
1. Kapitel: Rechtliche und wirtschaftliche Grundlagen	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
1. Allgemeine Wirtschaftliche Gründe – „Unternehmens- interesse“	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 Grundfrei- heiten	24
3. Mehrfachnotierung und Kapitalverkehrsfreiheit	25
4. Delisting im Kontext mit Unternehmensübernahmen und Niederlassungsfreiheit	25

§ 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
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
2. Kapitel:	Delisting als Folge von Going Private-Transaktionen	36
§ 4	Die relevanten gesellschaftsrechtlichen Strukturänderungen	36
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
§ 5	Kapitalmarktrechtliche Belange bei Going Private-Transaktionen	45
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
3. Kapitel:	Allgemeine Vorgaben für das Delisting nach § 38 IV BörsG	51
§ 6	Rechtsvergleichende Aspekte	51
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. Delisting im Zuge eines offre publique de retrait nach dem règlement général (RG)	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. Lockerung der 95 %-Schwelle?	69
4. Börsennotierung als Grundlage für den Vertrauensschutz der Anleger	69
5. Fazit	70
III. USA	70
1. Delisting – Beendigung der Börsennotierung und der listing- bedingten Registrierung	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. Umfassende Deregistrierung	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 Marktenge	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: Entbehrlichkeit des Angebots	153
a. Börsennotierung nicht oder nur kaum funktionsfähig	153

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 Interessenlage	170
dd. „Gestufte“ Anlegerschutz	172
c. Zwischenergebnis	173
d. Grenzen der Aussagefähigkeit des Börsenkurses bei der sog Marktenge	173
aa. Kriterien für das Vorliegen der Marktenge	174
bb. Unbeachtlichkeit des Einwandes der Marktenge beim Delisting?	175
cc. Bestimmung der Gegenleistung bei Marktenge	176
e. Art der Gegenleistung	177
f. Beurteilung der Angemessenheit durch die Zulassungsstelle im Einzelfall	178
aa. Liquider Markt	178
bb. Nicht liquider Markt – „Marktenge“	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

3. Gefahr des „Provozieren“ 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 Anlegerschutz 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 Antrag- stellung	246
aa. Eingeschränkter Vertrauensschutz	247
bb. Kein unmittelbares Durchschlagen auf die Wirksamkeit des Delisting	249
2. Relevanz für den Anlegerschutz trotz fehlender Außen- wirkung	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

5. Kapitel: Gerichtlicher Rechtsschutz der Anleger beim Delisting . . . 254

§ 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 Kauf- angebots – „Anspruchs-“ oder „Bedingungs-“lösung?	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

f. Ergebnis zu den Folgeproblemen	265
4. Anfechtungsausschluss	266
II. Der im Rahmen der Beschlussanfechtung gewährleistete Rechtsschutz	266
1. § 38 IV BörsG als Prüfungsmaßstab?	267
2. Inhaltliche Beschlussmängel – materielle Beschlusskontrolle	267
a. Allgemeines zur Reichweite der materiellen Beschlusskontrolle	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 Rechtsschutzmodells	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 Spruchverfahren?	279
a. Bewertung der Interessenlage 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 Konfliktschlichtung 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

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
6. Kapitel: Das Partielle Delisting	337
§ 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

7. Kapitel: Ergebnis und Folgerungen 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
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 Anwendungsbereichs des Spruchverfahrens	379
c. Folgeprobleme einer analogen Anwendung des Spruchverfahrens	379
7. WpÜG	380
a. Verhältnis des WpÜG zum UmwG	380

b. Drittschutzproblematik allgemein	380
c. Drittschutz bei Befreiung vom Pflichtangebot nach § 37 I WpÜG	381
II. Ausblick	382
Anhang	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 Mindeststandard 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