

## Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	V
Inhaltsübersicht.....	VII
Abkürzungsverzeichnis.....	XXIII
<b>Einleitung.....</b>	<b>1</b>
<b>1. Kapitel: Begriff und Arten des Delisting.....</b>	<b>6</b>
<b>A. Der Begriff des Delisting.....</b>	<b>6</b>
<b>B. Die Beendigung der Zulassung von Amts wegen gemäß § 39 Abs. 1 BörsG .....</b>	<b>7</b>
I. § 39 Abs. 1, 1. Alt. BörsG: Widerruf der Börsenzulassung nach den Vorschriften des allgemeinen Verwaltungsverfahrenrechts.....	8
II. § 39 Abs. 1, 2. Alt. BörsG: Widerruf der Börsenzulassung bei fehlender Gewährleistung eines dauerhaft ordnungsgemäßen Börsenhandels.....	8
III. § 39 Abs. 1, 3. Alt. BörsG: Widerruf der Börsenzulassung bei Nichterfüllung der Emittentenpflichten .....	9
<b>C. Das Delisting auf Initiative des Emittenten.....</b>	<b>9</b>
I. Reguläres Delisting .....	9
1. Vollständiges und partielles Delisting .....	10
2. Teilbereichswechsel.....	10
3. Die Auswirkungen des Delisting auf die Notierung im Freiverkehr .....	11
II. Kaltes Delisting.....	12
1. Squeeze Out.....	13
2. Eingliederung.....	13
3. Verschmelzung .....	14
4. Aufspaltung.....	15
5. Formwechsel .....	15
6. Übertragende Auflösung.....	16

<b>2. Kapitel: Die Folgen des Delisting für die Aktionäre .....</b>	<b>17</b>
<b>A. Die Folgen des vollständigen Delisting für die Aktionäre.....</b>	<b>17</b>
I. Rechtliche Folgen des vollständigen Delisting .....	17
II. Faktische Auswirkungen des vollständigen Delisting .....	18
<b>B. Die Folgen des partiellen Delisting für die Aktionäre.....</b>	<b>19</b>
I. Rechtliche Folgen des partiellen Delisting .....	19
II. Faktische Auswirkungen des partiellen Delisting .....	20
<b>3. Kapitel: Rechtliche Voraussetzungen des regulären Delisting.....</b>	<b>21</b>
<b>A. Kapitalmarktrechtliche Voraussetzungen des regulären Delisting.....</b>	<b>21</b>
I. Antrag des Emittenten.....	21
II. Ermessensleitende Gesichtspunkte .....	22
1. Das Interesse des Emittenten auf Widerruf der Börsenzulassung .....	23
2. Die Schutzinteressen der Anleger .....	23
a) § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsG: Kein Widerspruch zum Anlegerschutz.....	24
b) § 39 Abs. 2 Satz 5 BörsG: Die Ausgestaltung des Anlegerschutzes durch die Börsenordnungen der deutschen Wertpapierbörsen .....	25
aa) Börsenpräsenzreduktion.....	26
(1) Gewährleistung der Zulassung und des Handels des Wertpapiers.....	26
(2) Abgestufte Fristenlösungen.....	26
bb) Vollständiges Delisting .....	27
(1) Konzept der Frankfurter Wertpapierbörse, der Börse München und der Baden- Württembergischen Wertpapierbörse: Bloße Fristenlösung.....	27
(2) Konzept der Börse Berlin, Düsseldorf, Hamburg und Hannover: „Kaufangebot“ an die Minderheitsaktionäre.....	28

3.	Berücksichtigung gesellschaftsrechtlicher Voraussetzungen durch die Geschäftsführung der Börse .....	29
a)	Meinungsstand .....	29
b)	Stellungnahme.....	30
c)	Zwischenergebnis .....	33
III.	Veröffentlichung des Widerrufs .....	33
<b>B.</b>	<b>Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen des regulären Delisting.....</b>	<b>34</b>
I.	Abschließende Regelung durch § 39 Abs. 2 BörsG? .....	34
1.	Meinungsstand .....	34
2.	Stellungnahme .....	35
a)	Regelungsziel des § 43 Abs. 4 BörsG a. F. ....	35
b)	Unterschiedliche Regelungsziele von Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht .....	36
c)	§ 39 Abs. 2 Satz 5 BörsG: Jederzeitige Möglichkeit der Börsen, die Widerrufsvoraussetzungen zu ändern .....	36
3.	Ergebnis.....	37
II.	Hauptversammlungsbeschluss über das geplante Delisting .....	37
1.	Vollständiges Delisting.....	38
a)	Erforderlichkeit des Hauptversammlungsbeschlusses....	38
aa)	BGH – „Macrotron“: Erfordernis des Hauptversammlungsbeschlusses .....	38
bb)	In der Literatur vertretene Auffassung: Alleinige Geschäftsführungsangelegenheit des Vorstandes ....	40
cc)	Stellungnahme .....	40
dd)	Zwischenergebnis .....	42
b)	Rechtsgrundlage des Hauptversammlungsbeschlusses... 42	
aa)	Art. 14 Abs. 1 GG .....	42
(1)	Das von Art. 14 Abs. 1 GG geschützte Anteilseigentum .....	42
(2)	Verkehrsfähigkeit der Aktie und die jederzeitige Möglichkeit der Realisierung des Aktienwertes über die Börse als Eigenschaften des Anteilseigentums? .....	43
(3)	Zwischenergebnis.....	45

bb)	Übertragung der „Holzmüller“- bzw. „Gelatine“-Rechtsprechung des BGH.....	45
(1)	Die Vorinstanzen im Fall „Macrotron“ .....	46
(2)	In der Literatur vertretene Auffassung: Einheitlicher Rechtsgrund von „Holzmüller“/„Gelatine“ und „Macrotron“ .....	47
(3)	Zwischenergebnis.....	48
cc)	Analogie zu einfach-gesetzlichen Zuständigkeitsvorschriften.....	48
(1)	Ermessensreduzierung des Vorstands analog § 119 Abs. 2 AktG .....	48
(2)	Analogie zu § 180 Abs. 2 AktG.....	49
(3)	Gesamtanalogie zu §§ 240 Abs. 1 Satz 1, 65 Abs. 1 Satz 1 UmwG .....	49
dd)	Zwischenergebnis .....	52
2.	Partielles Delisting.....	52
3.	Teilbereichswechsel.....	52
4.	Wechsel vom regulierten Markt in den Freiverkehr .....	53
5.	Mehrheitserfordernis .....	53
a)	Meinungsstand.....	53
b)	Stellungnahme.....	54
c)	Zwischenergebnis .....	55
6.	Ermächtigung des Vorstandes zur Stellung des Antrags.....	55
7.	Stellung des Delisting-Antrages durch den Vorstand bei Fehlen eines Hauptversammlungsbeschlusses.....	55
a)	Meinungsstand.....	55
b)	Stellungnahme.....	56
III.	Abfindungsangebot an die Minderheitsaktionäre .....	57
1.	Erforderlichkeit des Abfindungsangebotes.....	57
a)	Meinungsstand.....	57
b)	Stellungnahme.....	58
c)	Zwischenergebnis .....	60
2.	Dogmatische Grundlage der Abfindungsverpflichtung der Gesellschaft.....	60
a)	Abfindungsverpflichtung aus Art. 14 Abs. 1 GG .....	60

b)	Analogie zu einfach-gesetzlichen Vorschriften.....	61
aa)	Gesamtanalogie zu §§ 29 Abs. 1, 207 Abs. 1 Satz 1 UmwG .....	61
(1)	Meinungsstand .....	61
(2)	Stellungnahme .....	63
(a)	Vorliegen einer planwidrigen Regelungslücke .....	64
(b)	Übertragbarkeit der umwandlungs- rechtlichen Abfindungsregeln .....	64
(aa)	§ 29 Abs. 1 UmwG .....	64
(bb)	§ 207 Abs. 1 Satz 1 Halbsatz 1 UmwG.....	65
c)	Widerspruch zur Niederschrift?.....	66
d)	Entstehung des Anspruches: Annahme durch die Aktionäre, §§ 31, 209 UmwG analog.....	67
e)	Zwischenergebnis .....	67
3.	Rechtliche Verpflichtung des „Großaktionärs“ zur Abgabe eines Abfindungsangebotes .....	68
a)	Gesamtschuldnerische Haftung von Gesellschaft und „Großaktionär“ .....	68
b)	Gegenansicht: Verpflichtung nur der Gesellschaft.....	69
c)	Stellungnahme.....	69
aa)	Verpflichtung des Großaktionärs zur Abgabe eines Abfindungsangebotes gemäß §§ 29 Abs. 1 Satz 1, 207 Abs. 1 Satz 1 UmwG.....	69
bb)	Verpflichtung des Großaktionärs zur Abgabe eines Abfindungsangebotes gemäß §§ 327a f. AktG.....	69
cc)	Verpflichtung des Mehrheitsaktionärs zur Abgabe eines Abfindungsangebotes aus § 305 AktG.....	71
dd)	Entstehung des Abfindungsanspruchs.....	72
ee)	Zwischenergebnis: Verpflichtung des Mehrheitsaktionärs analog § 305 AktG .....	73
d)	Mehrheitsaktionär durch Zusammenschluss mehrerer Aktionäre .....	73
4.	Anspruchsberechtigung .....	74

5.	Art der Gegenleistung und Höhe der Abfindung.....	75
	a) Art der Gegenleistung.....	75
	b) Bestimmung der Abfindungshöhe.....	75
	aa) Bewertungsmethoden .....	75
	(1) Meinungsstand .....	75
	(2) Stellungnahme .....	76
	(3) Zwischenergebnis.....	77
	bb) Stichtag der Unternehmensbewertung.....	77
	cc) Referenzperiode .....	77
	(1) „DAT/Altana“-Rechtsprechung des BGH: Tag des zustimmenden Beschlusses der Hauptversammlung.....	77
	(2) Zeitpunkt des Bekanntwerdens der Maßnahme.....	78
	(3) Stellungnahme .....	79
	(4) Zwischenergebnis.....	81
6.	Rechtsfolgen eines fehlenden Abfindungsangebotes .....	81
	a) Bedingungslösung .....	81
	b) Anspruchslösung .....	81
	c) Stellungnahme.....	82
	d) Anspruchsgegner bei fehlendem Abfindungsangebot .....	83
	e) Zwischenergebnis .....	83
7.	Beachtung gesellschaftsrechtlicher Erwerbsgrenzen .....	83
	a) § 71 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 AktG .....	83
	b) § 71 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 AktG analog .....	84
	aa) Meinungsstand .....	84
	bb) Stellungnahme .....	85
	cc) Zwischenergebnis .....	87
	c) Grenzen des Erwerbs eigener Aktien .....	87
	d) Auswirkungen eines Verstoßes gegen § 71 Abs. 2 Satz 1 und 2 AktG auf die Wirksamkeit des Delisting- Beschlusses.....	88
	aa) Meinungsstand .....	88
	bb) Stellungnahme .....	88

8.	Anwendbarkeit der Vorschriften des WpÜG .....	90
a)	Pflichtangebot i. S. des § 35 WpÜG.....	90
b)	Einfaches öffentliches Erwerbsangebot i. S. des § 10 WpÜG .....	91
9.	Verhältnis zu einem vorangegangenen Übernahme- oder Pflichtangebot nach dem WpÜG .....	92
a)	Befreiungswirkung durch vorangegangenes Übernahme- oder Pflichtangebot .....	92
aa)	Meinungsstand .....	92
bb)	Stellungnahme .....	93
cc)	Zwischenergebnis .....	94
b)	Nachbesserungspflicht durch höheres Abfindungsangebot .....	94
10.	Verhältnis des gesellschaftsrechtlichen Abfindungs- angebotes zum „Kaufangebot“ der Börsenordnungen.....	95
a)	Börsenrechtliche Regelungen zum „Kaufangebot“ .....	95
b)	„Fristenlösungen“ der Frankfurter Wertpapier- börse, der Börse München und der Baden- Württembergischen Wertpapierbörse .....	98
IV.	Materielle Beschlusskontrolle.....	99
1.	Grundlagen.....	99
2.	Inhaltskontrolle des Delisting-Beschlusses.....	100
a)	Meinungsstand.....	100
b)	Stellungnahme.....	101
aa)	Gleichbehandlungsgebot (§ 53a AktG).....	101
bb)	Verletzung von Treuepflichten .....	102
cc)	Verfolgung von Sondervorteilen (§ 243 Abs. 2 AktG) .....	103
3.	Zwischenergebnis.....	105
V.	Informationen der Aktionäre im Vorfeld der Hauptversammlung.....	105
1.	Bekanntgabe der Einzelheiten des Widerrufs- antrages und des Abfindungsangebotes bei Einberufung der Hauptver- sammlung entsprechend § 124 Abs. 2 Satz 2, 2. Alt. AktG .....	106
2.	Erstattung eines ausführlichen Vorstandsberichts im Vorfeld der Hauptversammlung .....	106
a)	Meinungsstand.....	106

b) Stellungnahme.....	108
3. Zwischenergebnis.....	109
<b>4. Kapitel: Rechtsschutzmöglichkeiten und Schadensersatzansprüche der Aktionäre beim regulären Delisting.....</b>	<b>111</b>
<b>A. Rechtsschutzmöglichkeiten der Aktionäre bei Vorliegen eines unzureichenden Abfindungsangebotes.....</b>	<b>111</b>
I. Spruchverfahren.....	111
1. Statthaftigkeit des Spruchverfahrens.....	111
a) Meinungsstand.....	111
b) Stellungnahme.....	112
aa) Planwidrige Regelungslücke.....	112
bb) Vergleichbarkeit der Interessenlagen.....	113
c) Zwischenergebnis.....	114
2. Zuständiges Gericht.....	114
3. Antragsbefugnis.....	115
4. Antragsfrist.....	115
a) Fristdauer.....	115
b) Fristbeginn.....	115
c) Antragsfrist als materiellrechtliche Ausschlussfrist.....	116
5. Antragsgegner.....	116
6. Materielle Rechtskraft.....	117
7. Abfindungsergänzungsanspruch.....	117
8. Sicherung der Entschädigungszahlung.....	117
II. Gesellschaftsrechtliche Anfechtungsklage.....	118
<b>B. Rechtsfolgen bzw. Rechtsschutzmöglichkeiten bei fehlendem Abfindungsangebot.....</b>	<b>119</b>
I. Meinungsstand.....	119
II. Stellungnahme.....	120
III. Zwischenergebnis.....	121



<b>C. Rechtsschutzmöglichkeiten bei abfindungsbezogenen Informationsmängeln</b> .....	122
I. Meinungsstand .....	122
II. Stellungnahme .....	123
III. Zwischenergebnis.....	125
<b>D. Rechtsschutzmöglichkeiten bei Fehlen des Hauptversammlungsbeschlusses</b> .....	125
I. Unterlassungsklage .....	125
II. Allgemeine Feststellungsklage gemäß § 256 ZPO.....	126
III. Spruchverfahren .....	126
1. Teilweise vertretene Auffassung: Statthaftigkeit des Spruchverfahrens.....	127
2. Stellungnahme .....	127
IV. Zwischenergebnis.....	128
<b>E. Öffentlich-rechtlicher Widerspruch bzw. verwaltungsrechtliche Anfechtungsklage gegen die Entscheidung der Geschäftsführung der Börse gemäß § 39 Abs. 2 BörsG</b> .....	128
I. Einleitende Folgebetrachtung .....	128
II. Zulässigkeit des öffentlich-rechtlichen Widerspruchs bzw. der verwaltungsgerichtlichen Anfechtungsklage .....	129
1. Eröffnung des Verwaltungsrechtswegs, § 40 Abs. 1 Satz 1 VwGO.....	130
2. Statthaftigkeit .....	130
3. Widerspruchs- bzw. Klagebefugnis, § 42 Abs. 2 VwGO (analog).....	130
a) Verwaltungsgericht Frankfurt a. M.: Herleitung der Klagebefugnis aus § 43 Abs. 4 Satz 2 BörsG a. F. ....	131
b) Meinungsstand in der Literatur.....	131
c) Stellungnahme.....	132
aa) Klagebefugnis aus Art. 14 Abs. 1 GG.....	133
bb) Klagebefugnis aus § 39 Abs. 2 BörsG.....	133
d) Zwischenergebnis .....	135
<b>F. Normenkontrollverfahren gemäß § 47 VwGO</b> .....	135

<b>G. Schadensersatzansprüche der Aktionäre</b> .....	136
I. Schadensersatzansprüche gegen die Gesellschaft.....	136
1. Anspruch aus §§ 823 Abs. 1, 31 BGB .....	136
2. Anspruch aus §§ 823 Abs. 2, 31 BGB i.V.m. § 39 Abs. 2 BörsG .....	136
3. Anspruch aus §§ 826, 31 BGB .....	137
a) Zufügung eines Schadens durch Organmitglieder der Gesellschaft .....	137
b) Kausalität .....	138
c) Sittenwidrigkeit des schädigenden Verhaltens.....	138
d) Zwischenergebnis .....	139
II. Schadensersatzansprüche gegen den Mehrheitsaktionär .....	139
1. Anspruch aus § 117 Abs. 1 Satz 2 AktG .....	140
2. Anspruch aus § 826 BGB .....	140
3. Schadensersatzanspruch wegen Verletzung einer gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht .....	141
III. Schadensersatzansprüche gegen den Vorstand .....	142
1. Schadensersatzansprüche bei fehlender Beteiligung der Hauptversammlung .....	142
2. Schadensersatzansprüche bei Nichtunterbreitung eines Abfindungsangebotes .....	143
IV. Schadensersatzanspruch gegen die Geschäftsführung der Börse aus § 839 Abs. 1 BGB i.V.m. Art. 34 GG .....	143
 <b>5. Kapitel: Die Rechte der Aktionäre beim kalten Delisting</b> .....	 145
<b>A. Squeeze Out</b> .....	146
I. Aktienrechtlicher Squeeze Out.....	146
1. Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen.....	146
a) Mindestbeteiligungsquote .....	146
b) Verlangen des Hauptaktionärs .....	146
c) Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung.....	146
d) Anmeldung und Eintragung in das Handelsregister.....	147
2. Barabfindung.....	147
a) Höhe der Barabfindung .....	147

	b) Gerichtliche Überprüfung der Abfindung.....	147
	3. Kapitalmarktrechtliche Behandlung.....	148
II.	Übernahmerechtlicher Squeeze Out.....	148
	1. Voraussetzungen .....	148
	a) Kapitalbeteiligungsquote.....	148
	b) Anknüpfung an ein Übernahme- oder Pflichtangebot ...	149
	c) Übertragung der Aktien per Gerichtsbeschluss.....	150
	2. Abfindung.....	150
	a) Höhe der Abfindung .....	150
	b) Gerichtliche Überprüfung der Abfindung .....	151
	3. Verhältnis zum aktienrechtlichen Squeeze Out.....	151
	4. Kapitalmarktrechtliche Behandlung.....	152
<b>B.</b>	<b>Mehrheitseingliederung .....</b>	<b>152</b>
	I. Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen.....	152
	1. Mindestbeteiligungsquote.....	152
	2. Eingliederungs- und Zustimmungsbeschluss.....	152
	3. Anmeldung und Eintragung in das Handelsregister .....	153
	II. Abfindungsangebot .....	153
	1. Verpflichtung der Gesellschaft zur Abgabe eines Barabfindungsgebotes bei Eingliederung einer börsen- notierten in eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft .....	153
	2. Stellungnahme .....	154
	a) Planwidrige Regelungslücke.....	154
	b) Vergleichbarkeit der Interessenlagen .....	155
	c) Zwischenergebnis .....	156
	3. Höhe der Abfindung.....	156
	4. Gerichtliche Überprüfung der Abfindung .....	156
	III. Kapitalmarktrechtliche Behandlung .....	157
<b>C.</b>	<b>Verschmelzung.....</b>	<b>157</b>
	I. Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen.....	157
	1. Verschmelzungsvertrag.....	157
	2. Verschmelzungsbeschluss.....	158

3.	Anmeldung und Eintragung in das Handelsregister .....	158
II.	Barabfindungsangebot.....	158
1.	Mischverschmelzung .....	158
2.	Verschmelzung einer börsennotierten Aktiengesellschaft auf eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft.....	159
a)	Bisheriger Meinungsstand.....	159
b)	Neuregelung des § 29 Abs. 1 Satz 1 UmwG durch das Zweite Gesetz zur Änderung des UmwG .....	159
3.	Widerspruch zur Niederschrift .....	160
4.	Höhe des Barabfindungsangebotes .....	160
5.	Gerichtliche Überprüfung der Abfindung .....	161
III.	Kapitalmarktrechtliche Behandlung .....	161
<b>D.</b>	<b>Aufspaltung</b> .....	161
I.	Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen.....	162
1.	Spaltungsvertrag, Spaltungsplan .....	162
2.	Spaltungsbeschluss.....	162
3.	Anmeldung und Eintragung in das Handelsregister .....	163
II.	Barabfindungsangebot.....	163
1.	Unterschiedliche Rechtsform des übernehmenden und des übertragenden Rechtsträgers.....	164
2.	Übernehmender Rechtsträger als nicht börsennotierte Aktiengesellschaft.....	164
a)	Bisherige herrschende Auffassung: Angebot einer Barabfindung gemäß § 125 Satz 1 UmwG i.V.m. § 29 Abs. 1 Satz 2 UmwG analog.....	164
b)	Neuregelung des § 29 Abs. 1 Satz 1 UmwG durch das Zweite Gesetz zur Änderung des UmwG .....	164
3.	Widerspruch zur Niederschrift .....	165
4.	Höhe des Barabfindungsangebotes .....	165
5.	Gerichtliche Überprüfung der Abfindung .....	165
III.	Kapitalmarktrechtliche Behandlung .....	166
<b>E.</b>	<b>Formwechsel</b> .....	166
I.	Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen.....	166
1.	Umwandlungsbericht .....	166

2.	Hauptversammlungsbeschluss .....	166
3.	Anmeldung und Eintragung in das Handelsregister .....	167
II.	Abfindungsangebot .....	167
1.	Formwechsel einer börsennotierten Aktiengesellschaft in eine GmbH oder Personengesellschaft .....	167
2.	Formwechsel einer börsennotierten Aktiengesellschaft in eine nicht börsennotierte KGaA.....	167
a)	Die Regelung des § 250 UmwG und die Motive des Gesetzgebers.....	167
b)	Teleologische Reduktion des § 250 UmwG .....	168
c)	Zwischenergebnis .....	169
3.	Höhe des Barabfindungsanspruchs.....	170
4.	Gerichtliche Überprüfung der Barabfindung.....	170
III.	Kapitalmarktrechtliche Behandlung .....	170
<b>F.</b>	<b>Übertragende Auflösung</b> .....	171
I.	Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen.....	171
1.	Kaufvertrag über sämtliche Einzelwirtschaftsgüter .....	171
2.	Zustimmungsbeschluss, Auflösungsbeschluss.....	171
II.	Die Zulässigkeit der übertragenden Auflösung nach Einführung des aktienrechtlichen Squeeze Out gemäß §§ 327a ff. AktG .....	172
III.	Abfindung zugunsten der Minderheitsaktionäre .....	172
1.	Gerichtliche Überprüfung der Barabfindung.....	173
a)	Meinungsstand.....	173
b)	Stellungnahme.....	174
c)	Zwischenergebnis .....	176
2.	Höhe der Abfindung.....	176
IV.	Kapitalmarktrechtliche Behandlung .....	176
<b>6. Kapitel: Zusammenfassung</b>	.....	178
Literaturverzeichnis	.....	187