

Schriften zum Gesellschafts-,
Bilanz- und Unternehmensteuerrecht

Herausgegeben von Joachim Hennrichs

Christopher M. Picot

Die Rechte der Aktionäre
beim Delisting
börsennotierter Gesellschaften

SGBU 4



PETER LANG Internationaler Verlag der Wissenschaften

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsübersicht.....	VII
Abkürzungsverzeichnis.....	XXIII
Einleitung	1
1. Kapitel: Begriff und Arten des Delisting	6
A. Der Begriff des Delisting	6
B. Die Beendigung der Zulassung von Amts wegen gemäß § 39 Abs. 1 BörsG	7
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
C. Das Delisting auf Initiative des Emittenten	9
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

2. Kapitel: Die Folgen des Delisting für die Aktionäre	17
A. Die Folgen des vollständigen Delisting für die Aktionäre.....	17
I. Rechtliche Folgen des vollständigen Delisting	17
II. Faktische Auswirkungen des vollständigen Delisting	18
B. Die Folgen des partiellen Delisting für die Aktionäre.....	19
I. Rechtliche Folgen des partiellen Delisting	19
II. Faktische Auswirkungen des partiellen Delisting	20
3. Kapitel: Rechtliche Voraussetzungen des regulären Delisting.....	21
A. Kapitalmarktrechtliche Voraussetzungen des regulären Delisting.....	21
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.	Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen des regulären Delisting.....	34
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
4. Kapitel: Rechtsschutzmöglichkeiten und Schadensersatzansprüche der Aktionäre beim regulären Delisting.....	111
A. Rechtsschutzmöglichkeiten der Aktionäre bei Vorliegen eines unzureichenden Abfindungsangebotes	111
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. Rechtsfolgen bzw. Rechtsschutzmöglichkeiten bei fehlendem Abfindungsangebot.....	119
I. Meinungsstand	119
II. Stellungnahme	120
III. Zwischenergebnis.....	121

C. Rechtsschutzmöglichkeiten bei abfindungsbezogenen Informationsmängeln	122
I. Meinungsstand	122
II. Stellungnahme	123
III. Zwischenergebnis.....	125
D. Rechtsschutzmöglichkeiten bei Fehlen des Hauptversammlungsbeschlusses	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
E. Öffentlich-rechtlicher Widerspruch bzw. verwaltungsrechtliche Anfechtungsklage gegen die Entscheidung der Geschäftsführung der Börse gemäß § 39 Abs. 2 BörsG	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
F. Normenkontrollverfahren gemäß § 47 VwGO	135

G. Schadensersatzansprüche der Aktionäre	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
 5. Kapitel: Die Rechte der Aktionäre beim kalten Delisting	 145
 A. Squeeze Out	 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.	Mehrheitseingliederung	152
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
C.	Verschmelzung.....	157
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
D.	Aufspaltung	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
E.	Formwechsel	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
F.	Übertragende Auflösung	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
6. Kapitel: Zusammenfassung		178
Literaturverzeichnis		187