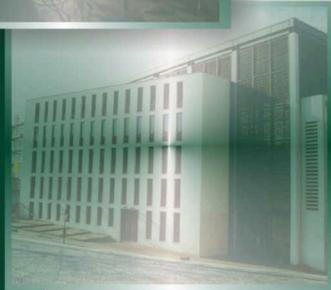




Martin-Luther-Universität  
Halle-Wittenberg



# Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht

Herausgegeben von:  
Prof. Dr. Christian Tietje  
Prof. Dr. Gerhard Kraft  
Prof. Dr. Rolf Sethe

**Daniel Kirmse**  
Cross-Border Delisting  
- Der Börsenrückzug  
deutscher Aktiengesellschaften  
mit Zweitnotierungen an  
ausländischen Handelsplätzen

Oktober 2006

# Heft 62

# Cross-Border Delisting

Der Börsenrückzug deutscher Aktiengesellschaften  
mit Zweitnotierungen an ausländischen Handelsplätzen

Von

Daniel Kirmse

Institut für Wirtschaftsrecht  
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht  
Juristische Fakultät der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg

*Daniel Kirmse ist Rechtsreferendar in Leipzig, Doktorand am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Zivilprozessrecht und Urheberrecht (Prof. Dr. Berger) der Juristenfakultät Leipzig sowie Mitarbeiter der Wirtschaftskanzlei C'M'S' Hasche Sigle in Leipzig.*

Christian Tietje/Gerhard Kraft/Rolf Sethe (Hrsg.), Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 62

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet unter <http://www.dnb.ddb.de> abrufbar.

ISSN 1612-1368

ISBN (10) 3-86010-861-1

ISBN (13) 978-3-86010-861-1

Schutzgebühr Euro 5

Die Hefte der Schriftenreihe „Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht“ finden sich zum Download auf der Website des Instituts bzw. der Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht unter den Adressen:

[www.wirtschaftsrecht.uni-halle.de](http://www.wirtschaftsrecht.uni-halle.de)

[www.telc.uni-halle.de](http://www.telc.uni-halle.de)

Institut für Wirtschaftsrecht  
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht  
Juristische Fakultät  
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg  
Universitätsplatz 5  
D-06099 Halle (Saale)  
Tel.: 0345-55-23149 / -55-23180  
Fax: 0345-55-27201  
E-Mail: [ecohal@jura.uni-halle.de](mailto:ecohal@jura.uni-halle.de)

## INHALTSVERZEICHNIS

A. Einleitung .....	5
B. Das „Instrument“ des Delistings .....	6
I. Begriff und Spektrum des Delistings .....	6
1. Reguläres Delisting.....	7
2. Cold Delisting.....	7
3. Partielles Delisting.....	8
4. Amtliches Delisting.....	8
5. Zwischenergebnis .....	8
II. Gründe und Vorzüge des Delistings.....	9
III. Nachteile und Interessenkonflikte .....	11
C. Partielles Delisting deutscher Gesellschaften an verschiedenen Märkten .....	11
I. Deutschland.....	12
1. Gesellschaftsrecht .....	12
2. Börsenrecht .....	12
II. USA.....	13
1. Delisting.....	14
2. Deregistrierung.....	14
III. Großbritannien.....	15
IV. Frankreich.....	16
1. Delisting.....	16
2. Deregistrierung.....	17
D. Vollständiges Delisting am deutschen Heimatmarkt .....	18
I. Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen .....	18
1. Vorstandszuständigkeit versus Hauptversammlungskompetenz.....	18
a) Entscheidungskompetenz des Vorstands.....	18
b) Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz .....	19
(1) Zustimmungserfordernis analog § 180 Abs. 2 AktG.....	19
(2) Hauptversammlungsbeschluss aus Transparenzinteressen .....	20
(3) Delisting als Strukturmaßnahme .....	21
(a) Delisting als „umwandlungsähnliche Maßnahme“ .....	21
(b) Strukturmaßnahme nach § 119 Abs. 1 AktG .....	22
(i) Delisting als analogiefähige Maßnahme.....	23
(ii) Argumentation des BGH.....	24
(iii) Stellungnahme .....	25
2. Erforderliche Mehrheitsverhältnisse .....	27
a) Ansicht des Schrifttums .....	27
b) Auffassung des BGH.....	29

3. Kaufangebot oder Entschädigung .....	29
4. Gerichtliche Überprüfung.....	31
5. Sachliche Rechtfertigung bzw. Vorstandsbericht.....	31
II. Verfahren des Zulassungswiderrufs.....	32
III. Zwischenergebnis .....	33
E. Fazit und Ausblick .....	34
Schrifttum .....	36

## A. Einleitung

Durch hohe Dividendeaussichten und positive Gewinnprognosen begünstigt setzte sich in den vergangenen Jahrzehnten in Deutschland vermehrt eine Wende des Anlageverhaltens hin zur Aktie durch,<sup>1</sup> welche etwa zur Jahrtausendwende in einem regelrechten Börsenboom gipfelte.<sup>2</sup> Ein solches Umfeld als idealer Nährboden für Kapitalbeschaffungsmaßnahmen lockte zahlreiche Unternehmen weltweit an die Wertpapiermärkte, sodass in dieser Zeit eine Trendbewegung hin zum *going public*<sup>3</sup> zu verzeichnen war.<sup>4</sup> Teilweise nahmen Unternehmen die Hausse auch zum Anlass, ihre Börsenpräsenzen auf ausländische Finanzmärkte auszuweiten.

Diese positiven Rahmenbedingungen begannen sich seit Beginn des Jahres 2002 jedoch zunehmend zu verschlechtern. Die zunächst erwartete Kurskorrektur wandelte sich dabei in einen willkürlichen Kursverfall.<sup>5</sup> Die Möglichkeit der Kapitalbeschaffung über die Börsen erwies sich unter diesen Bedingungen als nahezu ausgeschlossen. Ganz im Gegenteil erschien die neu gewonnene Börsennotizen hinsichtlich der vielfältigen (Anleger-)Schutzinstrumente sowie der mit ihnen verbundenen Kosten vielen Unternehmen rasch als hinderlich oder gar existenzgefährdend. Als hierdurch bedingt vermehrt das Streben nach einem Rückzug von den Börsen einsetzte,<sup>6</sup> musste vielerorts festgestellt werden, dass für ein solches Delisting teilweise gar keine, im Übrigen meist nur sporadische gesetzliche Regelungen bestanden. Da viele Unternehmen ihre Aktien an Börsen verschiedener Länder handelten, waren bei den Planungen eines Rückzugs vom Börsenparkett zudem verschiedene nationale Rechtsordnungen zu beachten. Die in der Praxis aufgeworfenen Rechtsfragen beschäftigten zwischenzeitlich das rechtswissenschaftliche Schrifttum und mündeten schließlich in einer Entscheidung des BGH.<sup>7</sup> Da die praktisch relevanten Fragestellungen zumeist ein transnationales Gepräge aufweisen,<sup>8</sup> konnte indes auch dieses höchstrichterliche Urteil Unklarheiten nicht gänzlich beseitigen.

---

<sup>1</sup> Zwischen 1997 und 2000 war mehr als eine Verdopplung der Aktien- und Fondsbesitzer in Deutschland zu verzeichnen, vgl. hierzu die entsprechenden Statistiken des Deutschen Aktieninstituts, erhältlich im Internet: <[http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai\\_statistiken.htm](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_statistiken.htm)> (besucht am 25. Juni 2006).

<sup>2</sup> Der Neue Markt, der erstmalig am 30. Dezember 1997 als eigenständiges Marktsegment Nemax All-Share-Index in Erscheinung trat, startete am 10. März 1997 und stieg in drei Jahren von 505,28 auf 8559,32 Punkte (10. März 2000).

<sup>3</sup> Unter *going public*, auch als *Initial Public Offering* (IPO) oder Börsengang bezeichnet, versteht man die erstmalige Emission von Unternehmensanteilen auf dem organisierten Kapitalmarkt.

<sup>4</sup> 1999 und 2000 registrierte bspw. der Neue Markt 132 bzw. 133 Neuemissionen, vgl. Süddeutsche Zeitung vom 27. März 2002, 23.

<sup>5</sup> Beispielhaft wiederum der Nemax All-Share-Index: Die gelisteten Unternehmen wiesen im Dezember 2000 eine Marktkapitalisierung von etwa 121 Mrd. Euro auf, welche bis Dezember 2002 um über 90% auf knapp 10 Mrd. Euro sank, vgl. Handelsblatt vom 13. Februar 2003.

<sup>6</sup> Schon im Jahr 2000 kam es europaweit zur Reprivatisierung von 67 AG's mit einer Marktkapitalisierung von annähernd 25 Mrd. Euro, FAZ Nr. 276 vom 27. November 2000, 32.

<sup>7</sup> BGH, Urteil vom 25.11.2002 („Macrotron-Entscheidung“), BGH ZIP 2003, 387-392.

<sup>8</sup> Gerade das gleichzeitige Delisting an Handelsplätzen in unterschiedlichen Staaten lässt teilweise erheblich differierende Regelungssysteme und Einzelbestimmungen aufeinander treffen, welchen im Rahmen des Gesamtprozederes allumfassend Rechnung zu tragen ist. So wird das Delisting

Trotz der nachhaltigen Erholung der Kapitalmärkte und dem zwischenzeitlichen Abflauen der Delistingwelle hat das Thema Delisting nicht an Bedeutung verloren. In Zeiten fortschreitender Globalisierung und weltumspannender Datennetze, in welchen Begriffe wie Online-Broking und Internet-Trading allgemein geläufig sind, haben sich die Möglichkeiten zum Aktiehandel sowohl für Anleger als auch für Emittenten erheblich vereinfacht. Zur effektiven Kapitalschöpfung benötigt ein Unternehmen daher nicht zwangsläufig mehrfache Börsennotizen. Zumindest das Interesse an einer Reduzierung der Börsenpräsenz kann daher für Aktiengesellschaften jederzeit bedeutsam werden.

Diesem Umstand trägt die vorliegende Arbeit Rechnung, indem sie ein Resümee zu den spezifischen Entwicklungen zum Thema Delisting zieht. Nach eingehender Definition der Begrifflichkeiten beschäftigt sie sich dabei zunächst mit den Vorzügen und Nachteilen des Delistings. Im Anschluss finden sich Ausführungen zum Delisting deutscher Unternehmen an deutschen sowie verschiedenen ausländischen Börsen,<sup>9</sup> bevor schließlich der vollständige Börsenrückzug an der deutschen Heimatbörse thematisiert wird.

## B. Das „Instrument“ des Delistings

Als Delisting eines Unternehmens wird – im Gegensatz zum Listing – dessen Ausscheiden vom Börsenhandel durch Wegfall der Börsennotiz seiner Wertpapiere bezeichnet. Im Detail existieren ein teils erheblich variierendes Verständnis und unterschiedliche Begrifflichkeiten.

### I. Begriff und Spektrum des Delistings

Der Begriff „Delisting“ an sich meint zunächst nichts anderes als die Beendigung der Börsenzulassung der Aktien einer Gesellschaft.<sup>10</sup> Sowohl in der Literatur als auch in den Ausführungen der Rechtsprechung zum Thema stößt man jedoch auf verschiedene Konkretisierungen des Delistingbegriffs. So stehen etwa Begriffe wie „kaltes Delisting“<sup>11</sup> oder „reguläres Delisting“<sup>12</sup> im Raum, welche bei erster Betrachtung nicht ohne weiteres zu erschließen sind. Bei näherer Auseinandersetzung lassen sich Bezeichnungen der genannten Art jedoch schnell als unterschiedliche Arten des Delistings begreifen, wobei Differenzierungen teils in verschiedener Weise vorgenommen werden.<sup>13</sup>

---

nach deutschem Recht bspw. in einem Schritt vollzogen, während ein Delistingvorgang nach US-Bestimmungen zweistufig (Delisting und Deregistrierung) realisiert wird.

<sup>9</sup> Ausgegangen wird von der Prämisse, dass das Unternehmen über eine Börsennotiz an einer deutschen Börse verfügt. Die Ausführungen zum Delisting an ausländischen Börsen basieren auf der Annahme, dass diese deutsche Börsennotiz nach wie vor bestehen bleibt, es sich bei der Maßnahme an der ausländischen Börse also zunächst nur um eine Börsenpräsenzreduktion handelt.

<sup>10</sup> *Schwichtenberg*, Going Private und Freezeouts, 11.

<sup>11</sup> *Steck*, AG 1998, 460

<sup>12</sup> Bspw. OLG München, WM 2002, 662 (662); *Adolff/Tieves*, BB 2003, 797 (797); *Pluskat*, WM 2002, 833 (833).

<sup>13</sup> *Groß*, Kapitalmarktrecht, § 38 BörsG Rn. 17; *ibid.*, ZHR 165 (2001), 141 (145).

## 1. Reguläres Delisting

Der bereits erwähnte Begriff „reguläres Delisting“ – bezeichnender wäre wohl „vollständiges Delisting“<sup>14</sup> – benennt den auf eigene Initiative<sup>15</sup> veranlassten, vollständigen Rückzug einer Aktiengesellschaft vom Amtlichen Markt und vom Geregeltten Markt.<sup>16</sup> Das Unternehmen beantragt dabei den Widerruf<sup>17</sup> der Zulassung zum Börsenhandel<sup>18</sup> an sämtlichen Börsen, an denen seine Aktien zum Handel zugelassen sind.

Einzig in diesem Umfang entspricht das Delisting im Ergebnis einem *going private*.<sup>19</sup> Im Übrigen ist es von diesem klar zu differenzieren. So handelt es sich beim *going private* im Wesentlichen um einen Sammelbegriff,<sup>20</sup> welcher alle Maßnahmen unter sich vereint, die im Ergebnis zu einem Rückzug des börsennotierten Unternehmens von der Börse führen. Als börsennotiert sind dabei in Abweichung zu § 3 Abs. 2 AktG sowohl im Amtlichen Markt und im Geregeltten Markt als auch im Freiverkehr notierte Unternehmen anzusehen.<sup>21</sup> Im Einzelnen ist daher eine erhebliche Zahl von Maßnahmen unter den Begriff des *going private* zu zählen.<sup>22</sup> Das reguläre Delisting stellt nur eine dieser Maßnahmen dar. Die Abgrenzung erfolgt anhand des benannten Widerrufsanspruchs. Ein solcher ist bei den sonstigen *going private*-Aktivitäten nicht erforderlich.

## 2. Cold Delisting

Teilweise begegnet man einigen *going private*-Techniken unter der Bezeichnung „cold delisting“. Hierbei handelt es sich um einen Sammelbegriff für verschiedene im Rahmen des Umwandlungsrechts betriebene Strukturmaßnahmen.<sup>23</sup> Im Ergebnis kommt es zu einer Umstrukturierung der börsennotierten Aktiengesellschaft. Sie ändert ihre Rechtsform oder geht in einen übernehmenden Rechtsträger über. Bei der Zielgesellschaft liegt eine Börsennotiz aus rechtlichen oder tatsächlichen Gründen nicht vor. Die als Verwaltungsakt ausgesprochene Börsenzulassung erledigt sich in diesen Fällen mit Wirksamkeit der Strukturmaßnahme *ipso jure* und verliert damit

<sup>14</sup> So ebenfalls *Mülbert*, ZHR 161 (2001), 104 (106); *Streit*, ZIP 2003, 392 (392).

<sup>15</sup> Im Rahmen eines, an die Börse gerichteten, entsprechenden Antrags; Näheres folgt.

<sup>16</sup> BGH ZIP 2003, 387 (389).

<sup>17</sup> Vgl. insoweit § 38 Abs. 4 bzw. 53 Abs. 2 BörsG.

<sup>18</sup> Die Zulassung zum Börsenhandel stellt eine öffentlich-rechtliche Genehmigung im Sinne des VwVfG dar. Sie ergeht als Verwaltungsakt. Die Emittenten erwerben durch sie die Erlaubnis, für Geschäfte mit den zugelassenen Papieren die Börseneinrichtungen zu benutzen. Eine Zulassung kann sowohl für den Handel mit amtlicher Notierung (§§ 36 ff. BörsG, sog. Amtlicher Markt) als auch für den Handel mit nicht amtlicher Notierung (§§ 71 ff. BörsG, sog. Geregelter Markt) erteilt werden.

<sup>19</sup> So auch *Kretschmer/Karakaya*, WM 2002, 2494 (2495), oftmals durch synonyme Verwendung verkannt, so z.B. *Holzborn/Schlösser*, BKR 2002, 486 (487).

<sup>20</sup> Statt vieler hierzu ausführlich *Steck*, AG 1998, 460 (462 ff.).

<sup>21</sup> *Schwichtenberg*, Going Private und Freezeouts, 7.

<sup>22</sup> Zu den einzelnen Techniken *ibid.*, 53 ff.

<sup>23</sup> Z.B. Formwechsel gem. §§ 226 f., 228 ff./238 ff. UmwG oder Verschmelzung gem. §§ 2 ff., 60 ff. UmwG.

nach § 43 Abs. 2 VwVfG ihre Wirksamkeit.<sup>24</sup> Für die Einstellung der Börsennotiz bedarf es dabei keiner gesonderten Entscheidung der Zulassungsstelle.

### 3. *Partielles Delisting*

Vom vollständigen Delisting abzugrenzen ist das – hier sog. – „partielle“ Delisting, welches genau genommen eine bloße Börsenpräsenzreduktion darstellt.<sup>25</sup> Das Unternehmen zielt dabei lediglich darauf, den Handel seiner Aktien an bestimmten Handelsplätzen einzustellen. Die Börsenpräsenz soll jedoch grundsätzlich erhalten bleiben. Die Anteile bleiben an zumindest einer in- oder ausländischen Börse notiert. Ein Handel mit den Anteilen am Kapitalmarkt bleibt daher weiterhin möglich – wenn auch in möglicherweise enorm eingeschränktem Umfang.

### 4. *Amtliches Delisting*

Unter dem Begriff des „amtlichen Delistings“ versteht man den Widerruf der Börsenzulassung seitens der entsprechenden Börse selbst.<sup>26</sup> Die Zulassungsstelle nimmt den Widerruf dabei von Amts wegen vor, also ohne entsprechenden Antrag oder sonstige aktive Beteiligung des betroffenen Unternehmens. Ein solcher Widerruf ist unter den entsprechenden Voraussetzungen des Verwaltungsverfahrensgesetzes (§ 49 VwVfG) möglich. Zudem kann ein Ausschluss von der Börse als Sanktion eines Verstoßes oder der Nichteinhaltung der in der entsprechenden Börsenordnung festgeschriebenen Emittentenpflichten erfolgen. Schließlich besteht die Möglichkeit des amtlich veranlassten Widerrufs der Börsenzulassung in Fällen, in welchen ein ordnungsgemäßer Börsenhandel auf Dauer nicht mehr gewährleistet ist<sup>27</sup> und/oder die Geschäftsführung die Notierung am Amtlichen Markt eingestellt hat.<sup>28</sup>

### 5. *Zwischenergebnis*

Im Ergebnis lassen sich damit zahlreiche Sachverhalte erkennen, die unter den Begriff des Delistings gefasst werden können. Für die vorliegenden Betrachtungen ist hiervon jedoch nur ein Teilbereich relevant. Auf den Themenbereich „amtliches Delisting“ wird daher im Folgenden nicht näher eingegangen. Auch werden Probleme im Zusammenhang mit den als „kaltes Delisting“ bezeichneten Strukturmaßnahmen nur peripher in die Betrachtungen einfließen. Das Hauptaugenmerk wird der vorliegende Beitrag auf Rechtsfragen aus dem Bereich des regulären Delistings (bzw. vollständigen

<sup>24</sup> Vgl. *Groß*, Kapitalmarktrecht, § 38 BörsG Rn. 18; *Meyer-Landrut/Kiem*, WM 1997,1361 (1366).

<sup>25</sup> So auch *Wirth/Arnold*, ZIP 2000, 111 (112), deren Verwendung der Begriffe „going private“ und „Delisting“ jedoch widersprüchlich erscheint.

<sup>26</sup> Vgl. hierzu § 38 Abs. 3 BörsG.

<sup>27</sup> Die einzelnen Börsenordnungen enthalten hierzu teilweise konkrete Regelungen. In den Börsenordnungen der deutschen Börsen finden sich solche bspw. in § 81 (Börse Berlin-Bremen), § 74 Abs. 1 (Börse Düsseldorf), § 54 Abs. 6 (Börse München), § 57 Abs. 1 (Börse Frankfurt).

<sup>28</sup> Aufgrund dieser Regelung kam es insbesondere zum Widerruf der Börsenzulassung für sog. *penny-stocks* im Neuen Markt.

Delistings) sowie des „partiellen“ Delistings (Börsenpräsenzreduktion) richten, die auch den Schwerpunkt der Diskussionen in Rechtsprechung und Literatur bilden.

## II. Gründe und Vorzüge des Delistings

Das zwischenzeitlich zu verzeichnende enorme Interesse<sup>29</sup> am Delisting wirft zunächst die Frage auf, aus welcher Motivation heraus sich Unternehmen zu einem derartigen Schritt entschließen und welche Vorteile er in Aussicht stellt.

Der Börsengang eines Unternehmens ist regelmäßig durch die damit verbundene Kapitalschöpfungsmöglichkeit motiviert. Dies setzt jedoch notwendigerweise einen intakten und florierenden Kapitalmarkt voraus. Geprägt durch den seit 2002 zwischenzeitlich anhaltenden Kursverfall<sup>30</sup> konnten die Börsen einen solchen in den vergangenen Jahren nicht bieten. Viele Unternehmen fanden sich nach ihrem Börsengang an einem Finanzmarkt wieder, der die an ihn geknüpften Erwartungen nicht erfüllte. Andere Emittenten sahen sich nach langjähriger, erfolgreicher Börsennotiz durch die willkürliche Abwertung der Aktien in Mitleidenschaft gezogen. Selbst herausragende Geschäftszahlen und positivste Zukunftsprognosen fanden bei den von zahlreichen Skandalen<sup>31</sup> verunsicherten Anlegern oftmals keine Würdigung. Zudem zielten zahlreiche Kleinaktionäre lediglich auf kurzfristige Kurs- und Renditegewinne, was den Börsen nicht selten eine unberechenbare Eigendynamik bescherte. Im Ergebnis waren die Kapitalschöpfungsmöglichkeiten an den Börsen meist so schlecht, dass eine Kreditaufnahme günstigere Konditionen erwarten lies. Teilweise erreichen Unternehmen auch eine Reife in ihrem „Lebenszyklus“, die eine Börsennotiz mit den ihr immanenten Vorteilen bei der Beschaffung frischen Kapitals nicht mehr notwendig erscheinen lässt.<sup>32</sup> Gerade dieser Punkt ist nicht selten ausschlaggebend, was seine Bestätigung darin findet, dass es sich bei den Unternehmen mit Reprivatisierungsambitionen auch oft um solche der „Old Economy“<sup>33</sup> handelt.<sup>34</sup>

Auch unabhängig von der konkreten Stimmung an den Finanzmärkten kann der Rückzug eines Unternehmens von einer Wertpapierbörse nicht unerhebliche finan-

<sup>29</sup> Im Jahre 2002 wurde allein an der FWB die Notiz von 24 Aktiengesellschaften auf Antrag eingestellt, vgl. *Krämer/Theiß*, AG 2003, 225 (225).

<sup>30</sup> Siehe Einleitung, Fn. 5.

<sup>31</sup> Zu nennen sind hier bspw. die Fälle *Enron*, Einzelheiten erhältlich im Internet: <<http://de.wikipedia.org/wiki/Enron>> (besucht am 25. Juni 2006); *Worldcom*, Einzelheiten erhältlich im Internet: <<http://www.heise.de/newsticker/meldung/29275>> (besucht am 25. Juni 2006); *Met@box*, Einzelheiten erhältlich im Internet: <<http://de.wikipedia.org/wiki/Metabox>> (besucht am 25. Juni 2006).

<sup>32</sup> *Vollmer/Grupp*, ZGR 1995, 459 (472). In Betracht kommen derartige Gründe immer dann, wenn sich die Expansions- und Investitionskosten des Unternehmens in einem Bereich bewegen, in welchem sie dauerhaft durch die erzielten Gewinne gedeckt werden können.

<sup>33</sup> Als „Old Economy“ bezeichnet man, im Abgrenzung zu den „New Economy“-Unternehmen, die im Bereich des E-Business bzw. des E-Commerce tätig sind, die traditionellen Wirtschaftszweige. Teilweise werden diese konventionellen Unternehmen der „Old Economy“ auch unter dem Begriff „brick and mortar business“ zusammengefasst. Man betreibt das Geschäft „offline“ in stationären Geschäften oder Filialen (deshalb „Ziegelstein und Mörtel“).

<sup>34</sup> Bspw. BASF (die Börsenrückzugsbestrebungen scheiterten 1994 an der damals noch vorherrschenden Ansicht, ein Rückzug von der Börse auf Betreiben des Emittenten sei nicht möglich) oder aus näherer Vergangenheit Koepp AG, Schaerf AG, Grünzweig & Hartmann AG.

zielle Vorteile mit sich bringen. So bewirkt das Delisting den Wegfall von sämtlichen, mit der Börsennotiz unmittelbar verbundenen, laufenden Kosten,<sup>35</sup> welche gerade bei einem niedrigen *cash-flow* in einem groben Missverhältnis zum erzielten Nutzen stehen können.<sup>36</sup> Erhebliche Kosten entfallen zudem hinsichtlich der Vielzahl an Publizitäts- und Mitteilungspflichten. Vor allem in jüngster Vergangenheit sind diese in zahlreichen Staaten erheblich verschärft und erweitert worden.<sup>37</sup> Insbesondere für Unternehmen, welche an einer US-amerikanischen Wertpapierbörse notiert sind oder ihre Wertpapiere anderweitig öffentlich auf dem Territorium der USA anbieten und damit den strengen Bestimmungen des am 30. Juli 2002 erlassenen „Sarbanes-Oxley Acts“ (SOA) unterliegen<sup>38</sup>, ergibt sich ein erhebliches Einsparpotential.<sup>39</sup> Des Weiteren entfallen Kosten, die mit der Durchführung von Hauptversammlungen, mit der Pflege der „Investors-Relations“ und den regelmäßigen Pflichtsitzungen des Aufsichtsrates<sup>40</sup> verbunden sind.

Darüber hinaus bringt ein *going private* den Charme mit sich, dass man sich nicht mehr den strengen Organisations- und Ordnungsregeln des Kapitalmarkts unterwerfen muss. So entfallen umfangreiche Publizitäts- und Informationspflichten<sup>41</sup> und es werden geringere Anforderungen an den Anlegerschutz gestellt. Ganz abgesehen von den bereits erwähnten finanziellen Vorteilen sind diese Erleichterungen auch aus wettbewerblichen Aspekten als enorm positiv zu erachten. Denn führen die mit einer Börsennotiz verbundenen Publizitäts- und Informationspflichten hinsichtlich zahlreicher Entscheidungen und Zielsetzungen zu einer erheblichen Transparenz des Unternehmens auch für Konkurrenten, so lassen sich nach Wegfall dieser Pflichten seine Geschicke wieder in aller Stille lenken und leiten.

<sup>35</sup> Insbesondere Notierungs- und Einbeziehungsgebühren; der Anspruch ergibt sich für die deutschen Börsen aus § 14 BörsG i.V.m. den einschlägigen Tatbeständen der Gebührenordnungen der jeweiligen Börse; siehe bspw. für die Frankfurter Wertpapierbörse (FWB), erhältlich im Internet: <[http://www1.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/KIR+Web+Publikationen/HAMN-5NLGBC/\\$FILE/FWB12\\_06-01-01.pdf](http://www1.deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/zpd.nsf/KIR+Web+Publikationen/HAMN-5NLGBC/$FILE/FWB12_06-01-01.pdf)> (besucht am 25. Juni 2006) und für die Börse Berlin-Bremen, erhältlich im Internet: <[http://www.berlin-boerse.de/deutsch/publikationen/np\\_gebuehr.htm](http://www.berlin-boerse.de/deutsch/publikationen/np_gebuehr.htm)> (besucht am 25. Juni 2006).

<sup>36</sup> Vgl. *Streit*, ZIP 2002, 1279 (1280) m.w.N.

<sup>37</sup> Aus dem deutschen Bank- und Kapitalmarktrecht bspw. die *ad hoc*-Publizitätspflichten (§ 15 WpHG).

<sup>38</sup> Zu Auswirkungen des SOA im Einzelnen *Moritz/Gesse*, Die Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts auf deutsche Unternehmen, 7 ff.; *Glaum/Tomaschewski/Weber*, in: von Rosen (Hrsg.), Studien des Deutschen Aktieninstituts (DAI), Heft 33.

<sup>39</sup> In welcher genauen Höhe die Einhaltung der durch den SOA festgeschriebenen Verpflichtungen börsennotierten Aktiengesellschaften zusätzliche Kosten verursachen, variiert je nach Größe der Unternehmen und ist im Einzelnen äußerst umstritten. Die überwiegenden Kosten resultieren dabei aus der Einhaltung der in Sec. 404 SOA normierten Verpflichtungen. Die Unternehmen sind hierdurch gehalten, ein internes Kontrollsystem einzurichten, welches detailliert vorgeschriebene Dokumentations- und Evaluierungsaufgaben zu erfüllen hat. In Rede stehen allein für die Einrichtung und Unterhaltung dieses Systems Beträge zwischen 91.000,00 und 10 Mio. US-Dollar. Im Einzelfall sollen die Kosten gar ein Mehrfaches betragen können. So lagen nach Angaben in der *Financial Times* die Kosten für die Umsetzung von Sec. 404 SOA bei General Electric bspw. bei 30 Mio. US-Dollar, siehe hierzu *Roberts*, The Boardroom Burden: Calls for Reform are Replaced by Concern that Corporate shake-up has Gone Too Far, *Financial Times* vom 1. Juni 2004, 11. Einen umfassenden Überblick liefern *Glaum/Tomaschewski/Weber*, in: von Rosen (Hrsg.), Studien des DAI, Heft 33.

<sup>40</sup> Vgl. hierzu § 110 Abs. 3 AktG, zu beachten ist auch § 130 Abs. 1 S. 3 AktG.

<sup>41</sup> Vgl. hierzu bspw. §§ 44 ff. BörsG.

Nicht zuletzt kann sich ein Delisting in bestimmten Fällen als einzig mögliches Instrument verantwortungsvoller Unternehmensführung erweisen. Denn ist der Aktienkurs zu niedrig und das Unternehmen dadurch notorisch unterbewertet, lockt dies schnell profitungrige Investoren – insbesondere Risikokapitalfonds – an. Deren Absichten lassen für das betroffene Unternehmen in den wenigsten Fällen positive Zukunftsaussichten erwarten und enden nicht selten mit Aufspaltung, Ausgliederung oder Liquidation. Auch Umstrukturierungen, etwa zur Bewältigung von Unternehmenskrisen, lassen sich fernab der Börse in aller Stille oft viel effektiver gestalten.

### III. Nachteile und Interessenkonflikte

Bei allen Vorzügen verbinden sich mit dem Delisting jedoch auch Folgen, die nachteilige Wirkungen entfalten. Jene machen sich, abgesehen von der wegfallenden Möglichkeit der Kapitalbeschaffung am Markt, die aber meist schon zum Erliegen gekommen ist,<sup>42</sup> in aller Regel auf Seiten der Aktionäre bemerkbar. Betroffen sind dabei meist die Kleinaktionäre.

So beeinträchtigt bspw. die verringerte Liquidierbarkeit der Gesellschaftsanteile<sup>43</sup> zumeist diese Gruppe der Gesellschafter. Kleine Beteiligungen sind ohne den wegfallenden Markt erfahrungsgemäß schwerer absetzbar als große Pakete, die Fungibilität der einzelnen Aktie wird somit nicht unerheblich beeinträchtigt. Auch verfolgen Kleinaktionäre im Gegensatz zu unternehmensstrategisch orientierten Großaktionären zumeist lediglich kurzfristige Anlageinteressen, was das Gewicht des Marktverlustes noch schwerer wiegen lässt. Hierzu ist zusätzlich zu bedenken, dass die schnelle Veräußerung der Anteile für Kleinaktionäre unter Umständen die einzige Möglichkeit darstellt, ihren Anteil am Gewinn des Unternehmens zu realisieren, so bspw. bei einer übermäßigen Thesaurierungspolitik seitens des Unternehmens.<sup>44</sup> Gerade diese Erwägung legt die Befürchtung nahe, dass das Delisting (eventuell gekoppelt mit der Vorenthaltung ausschüttungsfähiger Gewinne) dazu missbraucht werden könnte, Kleinaktionäre aus dem Unternehmen zu drängen.

Aber nicht nur die Renditeinteressen der Aktionäre sind vom Delisting berührt. Denn auch die Informationspolitik des Unternehmens muss sich, wie ausgeführt, nach einem Delisting an weniger strengen gesetzlichen Vorgaben messen,<sup>45</sup> was sich auf Aktionärsseite wiederum als Informationsdefizit gegenüber einer fortbestehenden Börsennotierung auswirkt.

### C. Partielles Delisting deutscher Gesellschaften an verschiedenen Märkten

Im Vergleich zu den gesetzlichen Bestimmungen, welche sich mit der Erlangung und dem Bestehen einer Börsennotiz befassen, ist der Regelungsumfang im Zusammenhang mit dem Delisting sehr begrenzt. Die nachfolgenden Ausführungen beleuchten zunächst die Voraussetzungen, unter denen sich deutsche Aktiengesellschaft-

<sup>42</sup> Siehe oben.

<sup>43</sup> *Vollmer/Grupp*, ZGR 1995, 459 (475).

<sup>44</sup> *Ibid.*

<sup>45</sup> Siehe hierzu die entsprechenden Ausführungen im vorherigen Abschnitt.

ten unter Beibehaltung der Notiz an ihrer deutschen Heimatbörse von in- und ausländischen Handelsplätzen zurückziehen dürfen. In die vergleichenden Betrachtungen einbezogen sind hierbei die aus Sicht des Verfassers wichtigsten Handelsplätze Deutschland, USA, Großbritannien und Frankreich. Der Rückzug von der deutschen Heimatbörse wird sodann im nachfolgenden Teil thematisiert.

## I. Deutschland

### 1. Gesellschaftsrecht

Im Gesellschaftsrecht, insbesondere im Aktiengesetz, finden sich zum Thema Delisting keinerlei spezielle Regelungen. Daher kann hier nur auf allgemeine Bestimmungen zurückgegriffen werden. Inwieweit ein solches möglich ist und welche Anforderungen diese Normen dabei in gesellschaftsrechtlicher Hinsicht im Einzelnen an ein Delisting stellen, ist viel diskutiert. Da Streitpunkte und Meinungsverschiedenheiten sich hierbei in der Mehrzahl auf den umfassenden Börsenrückzug beziehen, werden die einzelnen Problembereiche im Rahmen der späteren Ausführungen zum vollständigen Delisting beleuchtet.

### 2. Börsenrecht

Bis 1998 entbehrte das nationale deutsche Recht noch jeglicher, gesetzlich normierten Grundlage zum Delisting.<sup>46</sup> Dieser Status sorgte für erhebliche Unsicherheit. So wurde teilweise vertreten, dass ein Börsenrückzug auf Antrag des entsprechenden Unternehmens nach deutschem Recht überhaupt nicht möglich sei.<sup>47</sup> Die Gegenmeinung befürwortete zwar die Möglichkeit eines Delistings, war sich jedoch über die Bedingungen weitgehend uneins und konnte die eigene Ansicht auch nicht durch Rechtsnormen untermauern.<sup>48</sup> Der Gesetzgeber war somit zum Handeln aufgefordert. Denn vor allem für den Finanzstandort Deutschland, dessen aktiengesetzlichen Regelungen für Investmentbanker des angelsächsischen Rechtskreises ohnehin oft zu starr erscheinen,<sup>49</sup> war die vorherrschende Situation äußerst abträglich,<sup>50</sup> zumal sich das Delisting, wie geschildert, zunehmenden Interesses erfreute.

So kam es schließlich zu einer ersten, allerdings recht zaghaften, gesetzgeberischen Initiative, die zum 1. April 1998 im Rahmen des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes (3. FFG)<sup>51</sup> umgesetzt wurde und deren Ausgestaltung im Rahmen einer einzigen Norm fortan unter § 43 Abs. 4 BörsG<sup>52</sup> zu finden war. Hiernach kann die Zulassungsstelle die Zulassung von Wertpapieren am Amtlichen Markt auf Antrag des

<sup>46</sup> Vgl. hierzu *Hellwig/Bormann*, ZGR 2002, 465 (465 ff.).

<sup>47</sup> *Schwark/Geiser*, ZHR 161 (1997), 739 (741 f.), weitere Nachweise zu den differierenden Meinungen bei *Klenke*, WM 1995, 1089 (1095).

<sup>48</sup> *Eickhoff*, WM 1988, 1713 (1716), *Fluck*, WM 1995, 553 (557 ff.).

<sup>49</sup> *Schiessl*, AG 1999, 442 (444).

<sup>50</sup> *Schwark/Geiser*, ZHR 161 (1997), 739 (740).

<sup>51</sup> Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland, BGBl. I 1998, 529 ff.

<sup>52</sup> Betroffen von der Regelung ist die Zulassung zur amtlichen Notierung.

Emittenten widerrufen. Die Norm bestätigte somit zunächst das Bestehen der Möglichkeit eines Delistings auf Antrag des notierten Unternehmens.<sup>53</sup> Darüber hinausgehende Festsetzungen wurden dagegen vermieden und unter Bezugnahme auf den Anlegerschutz ins Ermessen der Zulassungsstellen übertragen. Über § 75 Abs. 3 BörsG wurde die Regelung auch für den Widerruf der Zulassung von Aktien zum Geregelter Markt als anwendbar erklärt. Im Zuge des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes (4. FFG) wurde die Paragraphenzuordnung geändert. Die Regelungen der ursprünglichen §§ 43 Abs. 4 und 75 Abs. 3 BörsG finden sich derzeit inhaltsgleich in den §§ 38 Abs. 4 und 53 Abs. 2 BörsG wieder.

Die Zulassungsstellen haben bei ihrer Entscheidung über die Genehmigung des Delistings insbesondere zu berücksichtigen, dass der Widerruf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen darf.<sup>54</sup> In den Börsenordnungen der einzelnen deutschen Börsen finden sich lediglich beispielhafte Aufzählungen dazu, in welchen Fällen die Anlegerinteressen einem Zulassungswiderruf nicht entgegenstehen. So besagt die Regelung des § 58 Abs. 1 Nr. 1 BörsO FWB, dass der Schutz der Anleger einem Widerruf insbesondere dann nicht entgegensteht, wenn auch nach dem Wirksamwerden des Widerrufs die Zulassung und der Handel des Wertpapiers an einem inländischen oder ausländischen organisierten Markt im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG gewährleistet erscheint.<sup>55</sup> Nach dieser Regelung besteht für Emittenten bei Beibehaltung des Listings an der deutschen Heimatbörse somit ein Anspruch auf Widerruf der Börsenzulassung. Dieser erfolgt dabei mit sofortiger Wirkung, § 58 Abs. 2 S. 1 BörsO FWB.

## II. USA

Das US-amerikanische Verständnis des Delistings variiert zu den vorliegend zu Grunde gelegten Begrifflichkeiten. So führt ein Delisting an einer US-Börse lediglich zur Einstellung der Börsennotiz, ohne dass hiermit die Beendigung der wertpapierrechtlichen Berichtspflichten gegenüber der Securities and Exchange Commission (SEC) verbunden ist.<sup>56</sup> Um sich von diesen zu befreien, ist zusätzlich ein Deregistrierungsverfahren erforderlich,<sup>57</sup> welches im Einzelfall meist erhebliche Schwierigkeiten bereitet.<sup>58</sup>

<sup>53</sup> *Hellwig/Bormann*, ZGR 2002, 465 (467 f.).

<sup>54</sup> § 38 Abs. 4 S. 2 BörsG.

<sup>55</sup> Entsprechende Vorschriften finden sich bspw. in § 74 Abs. 3 BörsO Düsseldorf, § 54 Abs. 2 BörsO München, § 50 Abs. 2a) BörsO Hannover.

<sup>56</sup> Das Delisting an der jeweiligen US-Börse führt lediglich zum Wegfall der börsenspezifisch geltenden Berichtspflichten, welche an den einzelnen Börsenplätzen variieren.

<sup>57</sup> Soweit im nachfolgenden Absatz der Begriff „Delisting“ Verwendung findet, ist hiermit lediglich die Einstellung der Börsennotiz an der einzelnen US-Börse gemeint. Der mit der Beendigung der Berichtspflichten gegenüber der SEC verbundene Börsenrückzug dagegen ist lediglich dann angesprochen, wenn vom Deregistrierungsverfahren die Rede ist. Für einen umfassenden Überblick zum Thema siehe *Hannich/Heinrich/Kachel/von Oppen*, in: von Rosen (Hrsg.), Studien des DAI, Heft 30, 57 ff.

<sup>58</sup> Die US-amerikanischen Deregistrierungsvorschriften begegnen seit geraumer Zeit erheblicher Kritik seitens zahlreicher Verbände und Organisationen, insbesondere aus der EU. So unterbreiteten 17 europäische Emittenten- und Industrieorganisationen aus 12 EU-Staaten der SEC bereits im Februar 2004 verschiedene Vorschläge zur Reformierung der geltenden Rechtslage. Die seither andauernden Diskussionen haben bisher jedoch zu keinem Ergebnis geführt. Die SEC hält nach

## 1. *Delisting*

Das Delisting an den einzelnen US-Börsen richtet sich nach deren jeweiligen Börsenordnungen. Die New York Stock Exchange (NYSE) als bedeutendster Handelsplatz der USA sieht eine entsprechende Regelung in Rule 806.02 NYSE Listed Company Manual vor.<sup>59</sup> Beabsichtigt ein Emittent (issuer) den Rückzug seiner Wertpapiere, hat er demgemäß einen entsprechenden Beschluss seines Vorstands (board) zu veranlassen und diesen in beglaubigter Abschrift der NYSE zuzustellen. Diese prüft sodann, ob ihrerseits Bedenken oder Einwände gegen das Vorhaben bestehen, insbesondere aus Gründen des Anlegerschutzes. Ist dies nicht der Fall, erteilt sie ihre Genehmigung zum Delisting in Form eines sog. *no objection letter*.

Im Anschluss daran bedarf der Emittent gemäß Rule 12d2-2 SEA<sup>60</sup> noch einer entsprechenden Genehmigung der SEC. Dabei veröffentlicht diese den bei ihr gestellten Antrag zunächst und fordert im Zusammenhang hiermit die US-Anlegerschaft auf, innerhalb einer bestimmten Frist Stellung zu nehmen. Ist ein Widerspruch innerhalb der gesetzten Frist nicht zu verzeichnen und entspricht das Delistingvorhaben auch im Übrigen den zu beachtenden gesetzlichen Vorgaben, erteilt die SEC schließlich ihre Genehmigung.

## 2. *Deregistrierung*

Wesentlich schwieriger ist für ausländische Emittenten am US-Markt die Befreiung von den wertpapierrechtlichen Berichtspflichten gegenüber der SEC zu erreichen. Da die Einhaltung dieser Verpflichtungen den Unternehmen gleichzeitig die größte Kostenlast verursacht,<sup>61</sup> erscheint ein Börsenrückzug aber zumeist erst dann als wirklich sinnvoll, wenn er mit der erfolgreichen Durchführung eines Deregistrierungsverfahrens abgeschlossen werden kann.

Die wertpapierrechtlichen Bestimmungen der Vereinigten Staaten sehen die Zulässigkeit der Deregistrierung von Wertpapieren nur unter sehr engen Voraussetzungen vor. So hat das jeweilige Unternehmen gegenüber der SEC nachzuweisen, dass weniger als 300 Anleger im Besitz seiner Wertpapiere sind.<sup>62</sup> Hat die Bilanzsumme des Unternehmens (the total assets of the issuer) in den letzten drei Geschäftsjahren die Grenze von 10 Mio. US-Dollar nicht überschritten, ist es ausreichend den Nachweis

---

wie vor an den bisher geltenden Bestimmungen fest und zeigt sich in ihren Vorschlägen lediglich bereit, diese geringfügig abzumildern. Die europäischen Organisationen sehen die unterbreiteten Vorschläge jedoch als unzureichend an. Einen umfassenden Überblick zu Einzelheiten und dem aktuellen Stand liefern die entsprechenden Erläuterungen des Deutschen Aktieninstituts, erhältlich im Internet: <[http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai\\_publicationen.htm](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_publicationen.htm)> (besucht am 25. Juni 2006).

<sup>59</sup> Die Regelung ist erhältlich im Internet: <<http://www.nyse.com/Frameset.html?nyseref=&displayPage=/listed/1022221393251.html>> (besucht am 25. Juni 2006).

<sup>60</sup> Die mit „Removal from Listing and Registration“ überschriebene Norm des Securities Exchange Act von 1934 ist erhältlich im Internet: <<http://www.law.uc.edu/CCL/34ActRls/reg12D2.html>> (besucht am 25. Juni 2006).

<sup>61</sup> Vgl. hierzu die Ausführungen unter Fn. 35.

<sup>62</sup> Vgl. Rule 12g-4 a. 1. i. SEA, bspw. erhältlich im Internet: <<http://www.law.uc.edu/CCL/34ActRls/rule12g-4.html>> (besucht am 25. Juni 2006).

dahingehend zu erbringen, dass die Anlegerzahl unter 500 liegt.<sup>63</sup> Während für US-Gesellschaften die vorgegebene Anlegeranzahl auf Grundlage der weltweit direkt registrierten Anleger (record holder)<sup>64</sup> zu ermitteln ist, müssen ausländische Gesellschaften (foreign private issuer)<sup>65</sup> nur nachweisen, dass die vorgegebenen Schwellen im Bezug auf Anleger mit Wohnsitz in den USA eingehalten sind.<sup>66</sup> Selbst dies ist im Zweifel allerdings nur mit sehr hohem zeitlichen und finanziellen Aufwand zu bewältigen.

Gelingt es dem delisting-ambitionierten Unternehmen dennoch, die benannten Voraussetzungen zu erfüllen, ist ihm dadurch keinesfalls eine dauerhafte Befreiung von den Berichtspflichten gegenüber der SEC garantiert. Vielmehr gilt die Befreiung nur für den Zeitraum, in dem die angesprochenen Voraussetzungen vorliegen. Es besteht daher jederzeit die Möglichkeit, dass sämtliche wertpapierrechtliche Pflichten gegenüber der SEC aufgrund eines neuerlichen Überschreitens der benannten Anlegerschwellen wieder aufleben.<sup>67</sup>

### III. Großbritannien

Wesentlich einfacher ist ein Delistingvorhaben für ausländische Emittenten (overseas issuer) in Großbritannien zu verwirklichen. Zuständig für einen entsprechenden Antrag ist die United Kingdom Listing Authority (UKLA), welche seit Mai 2000 der Financial Services Authority (FSA) untersteht. So wird ein Emittent insbesondere nicht von der Einhaltung der Listing Rules (LR) befreit, indem er den Handel seiner Wertpapiere selbst einstellt.<sup>68</sup> Der Delistingantrag gegenüber der FSA ist förmlich zu stellen. Das weitere Verfahren und die konkreten Anforderungen an den Einzelfall regelt die Bestimmung der LR 5.2.4 R UK LR, welche auf die Regelungen der LR 5.2.5. R, 5.2.11 R sowie 5.3 UK LR verweist. In diesen Normen finden sich insbesondere Informations- und Veröffentlichungspflichten. Unterschieden wird dabei zwischen dem vollständigen Delisting und dem Delisting als Börsenpräsenzreduktion. Grundsätzlich hat ein Emittent, der ein Delisting beabsichtigt, einen Hauptversammlungsbeschluss herbeizuführen, in welchem das Vorhaben durch mindestens 75% der Aktionäre gebilligt wird.<sup>69</sup> Zuvor ist ein informatives Rundschreiben an die Aktionäre zu richten, ein entsprechender Antrag bei der FSA zu stellen und das voraussichtliche Einstellungsdatum anzukündigen.<sup>70</sup> Bei Absendung des Rundschreibens hat der Emittent zugleich einen Regulatory Information Service (RIS)<sup>71</sup> über sein Vorhaben in

<sup>63</sup> Rule 12g-4 a. 1. ii SEA.

<sup>64</sup> Solche registrierten Anleger sind bspw. Broker, Händler und Banken, welche im Register des Emittenten als Inhaber von Aktienzertifikaten gelistet sind, die Beteiligungen aber zumeist für Privatpersonen (Beneficial Holders) halten.

<sup>65</sup> Zur Definition siehe unter Rule 3b-4b SEA.

<sup>66</sup> Rule 12g-4 a. 2. SEA.

<sup>67</sup> *Bernstein*, IFLR Mai 2005, 11; *Bartos/King*, IFLR Mai 2005, 29 f.

<sup>68</sup> LR 5.1.1 R (2) UK Listing Rules, erhältlich im Internet: <<http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR/5/1>> (besucht am 25. Juni 2006).

<sup>69</sup> LR 5.2.5 R (2) UK Listing Rules, erhältlich im Internet: <<http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR/5/2>> (besucht am 25. Juni 2006).

<sup>70</sup> LR 5.2.5 R (1) UK Listing Rules.

Kenntnis zu setzen.<sup>72</sup> Durch diesen ist später auch das Ergebnis der Beschlussfassung zu publizieren.<sup>73</sup>

Handelt es sich bei dem Delisting an der britischen Börse – wie in der hier zugrunde gelegten Konstellation – lediglich um eine Herabsetzung der Börsenpräsenz und bleiben die Wertpapiere des Emittenten an mindestens einem Geregelten Markt in einem *EEA State*<sup>74</sup> weiterhin gelistet, so bedarf die Delistingentscheidung keiner vorherigen Billigung durch die Aktionäre.<sup>75</sup> Der Emittent hat das Vorhaben in diesem Fall lediglich in einem Rundschreiben gegenüber den Aktionären anzuzeigen und dieses Schreiben zudem mindestens 20 Handelstage vor der beabsichtigten Einstellung bei einem RIS zur unverzüglichen Veröffentlichung einzureichen. Mit Erreichen des angegebenen Datums wird die Börsenzulassung des Emittenten an der London Stock Exchange (LSE) bzw. dem Alternative Investment Market (AIM) beendet.

#### IV. Frankreich

Ähnlich wie in den Vereinigten Staaten, wenngleich auch unter weniger strikter Reglementierung, unterteilt sich der Börsenrückzug auch in Frankreich in ein Delisting- sowie ein Deregistrierungsverfahren.

##### 1. *Delisting*<sup>76</sup>

Die Euronext darf, unter Maßgabe der nationalen Rechtsvorschriften, die an ihren Märkten registrierten Wertpapiere unter anderem auf schriftlichen Antrag des entsprechenden Emittenten delisten.<sup>77</sup> Zuständig für die Durchführung des Delisting an der „Eurolist“<sup>78</sup> ist die Geschäftsführung (Managing Board) der Euronext Paris. Der an diese Stelle gerichtete, schriftliche Antrag hat konkret zu benennen, auf welche Wertpapiere er sich bezieht und aus welchen Gründen das Delisting angestrebt wird.<sup>79</sup> Die zuständige Stelle benennt sodann einen Termin, zu welchem das Delisting der

---

<sup>71</sup> Bei diesem handelt es sich um einen von der FSA zugelassenen Dienstleister, welcher mit der Veröffentlichung kapitalmarktrelevanter Informationen beauftragt ist. Die Liste der zugelassenen RIS findet sich im Anhang 3 zu den Listing Rules, erhältlich im Internet: <<http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR/App/3/1>> (besucht am 25. Juni 2006).

<sup>72</sup> LR 5.2.5 R (3) UK Listing Rules.

<sup>73</sup> LR 5.2.5 R (4) UK Listing Rules.

<sup>74</sup> *European Economic Area State*.

<sup>75</sup> LR 5.2.6 R UK Listing Rules.

<sup>76</sup> Die nachfolgend aufgeführten Bestimmungen gelten sowohl für die Euronext Paris, als auch für die weiteren Euronext-Börsen in Amsterdam, Brüssel und Lissabon.

<sup>77</sup> Rule 6804/1 (i) Euronext Rules-Book I, erhältlich im Internet: <[http://www.euronext.com/file/view/0,4245,1626\\_53424\\_819091114,00.pdf?channelId=200287471&llocal=1732](http://www.euronext.com/file/view/0,4245,1626_53424_819091114,00.pdf?channelId=200287471&llocal=1732)> (besucht am 25. Juni 2006).

<sup>78</sup> Die Eurolist entstand durch Beschluss vom 8. Februar 2005 am 21. Februar 2005 und vereint seitdem die bisherigen Segmente „Premier Marché“, „Second Marché“ und „Nouveau Marché“ unter sich, vgl. Euronext Paris Notice No. 2005-0571, erhältlich im Internet: <[http://www.euronext.com/file/view/0,4245,1626\\_53424\\_544684027,00.pdf?channelId=42165907&llocal=1732](http://www.euronext.com/file/view/0,4245,1626_53424_544684027,00.pdf?channelId=42165907&llocal=1732)> (besucht am 25. Juni 2006).

<sup>79</sup> Rule 6804/3 (i) Euronext Rules-Book I.

Wertpapiere wirksam werden soll.<sup>80</sup> Das Datum, die genauen Konditionen des Delisting sowie alle weiteren relevanten Informationen werden von ihr veröffentlicht.<sup>81</sup> Im Rahmen des Delistingverfahrens ist eine *sales facility* einzurichten, über welche die französischen Anleger die in ihrem Besitz befindlichen Wertpapiere des Delistingaspiranten verkaufen können.<sup>82</sup> Hierdurch soll den Aktionären ermöglicht werden, ihre Anteile bei Bedarf innerhalb einer bestimmten Frist ohne zusätzliche Transaktionskosten am Heimatmarkt des Emittenten zu veräußern.<sup>83</sup>

## 2. Deregistrierung

Der Rückzug vom französischen Kapitalmarkt bedingt zudem die Durchführung eines Deregistrierungsverfahrens. Dieses erfolgt gegenüber der *Autorité des Marchés Financiers* (AMF). Als zuständige Finanzaufsichtsbehörde hat diese die Deregistrierung des Unternehmens letztlich zu genehmigen.<sup>84</sup> In ihr Entscheidungsermessen stellt sie dabei vorwiegend Aspekte des Anlegerschutzes ein. So hat die AMF zu prüfen, ob vom beantragten Delisting unangemessene Risiken für die in Frankreich ansässige Anlegerschaft oder die Integrität des Finanzplatzes Frankreich ausgehen.<sup>85</sup> Dies wird regelmäßig dann nicht angenommen, wenn die bereits angesprochene *sales facility* den französischen Anlegern die Veräußerung ihrer Aktien ermöglicht.<sup>86</sup>

Genehmigt die AMF den Antrag des Emittenten, gilt die Börsenzulassung der entsprechenden Wertpapiere als beendet. Gleichwohl unterliegt der Emittent auch hiernach noch bestimmten gesetzlichen Publizitätspflichten in Frankreich, da er allein aufgrund der Durchführung des Marktentlassungsverfahrens den Status eines *public issuers* nicht verliert. So hat er nach wie vor insbesondere alle wesentlichen direkt unternehmensbezogenen Geschehnisse, welche geeignet sind, den Börsenkurs am Heimatmarkt zu beeinflussen,<sup>87</sup> unverzüglich zu veröffentlichen.<sup>88</sup> Der Status des *public issuers* mit den daran anknüpfenden Pflichten endet erst unter den in Article 215-3 AMF General Rules aufgeführten Voraussetzungen.

<sup>80</sup> Rule 6804/3 (ii) Euronext Rules-Book I.

<sup>81</sup> Rule 6804/3 (iii) Euronext Rules-Book I.

<sup>82</sup> Eine ausdrückliche Regelung über das Erfordernis der Einrichtung einer *sales facility* findet sich im französischen Kapitalmarktrecht nicht. Jedoch ergibt sich dieses aus den Empfehlungen der französischen Finanzmarktaufsicht in deren Jahresberichten.

<sup>83</sup> Diese Frist beträgt in der Regel drei Wochen. Nach Ablauf der Frist werden alle in der *sales facility* „gesammelten“ Anteile am Heimatmarkt des Emittenten veräußert. Der Erlös wird an die ehemaligen Aktionäre ausgekehrt, vgl. hierzu *Hannich/Heinrich/Kachel/von Oppen*, in: von Rosen (Hrsg.), Studien des DAI, Heft 30, Fn. 126.

<sup>84</sup> Chapter 4, Article P 1.4.1 Euronext Rules Book II, erhältlich im Internet: <[http://www.euronext.com/file/view/0,4245,1626\\_53424\\_567569497,00.pdf?channelId=4559859&local=1732](http://www.euronext.com/file/view/0,4245,1626_53424_567569497,00.pdf?channelId=4559859&local=1732)> (besucht am 25. Juni 2006).

<sup>85</sup> General Rules der AMF, Article 213-1 AMF General Rules, erhältlich im Internet: <[http://www.amf-france.org/documents/general/6485\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/6485_1.pdf)> (besucht am 25. Juni 2006).

<sup>86</sup> Vgl. hierzu *Hannich/Heinrich/Kachel/von Oppen*, in: von Rosen (Hrsg.), Studien des DAI, Heft 30, Fn. 128.

<sup>87</sup> Vgl. hierzu Article 621-1 AMF General Rules.

<sup>88</sup> Article 222-3 AMF General Rules.

## D. Vollständiges Delisting am deutschen Heimatmarkt

### I. Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen

Hat sich bei der Unternehmensleitung der Entschluss zum vollständigen Rückzug von der Börse gefestigt und ist eine Einstellung der Mehrfachnotierungen bereits erfolgt, stellt sich unweigerlich die Frage, welcher Weg zu beschreiten ist, um auch das abschließende Verfahren möglichst effizient und reibungslos zu gestalten. Welchen gesellschaftsrechtlichen Anforderungen dabei zu genügen ist, bevor der entsprechende Delistingantrag bei der zuständigen Zulassungsstelle gestellt werden kann, wird auf breiter Front kontrovers diskutiert.

#### 1. Vorstandszuständigkeit versus Hauptversammlungskompetenz

Wie bereits angesprochen, existieren im deutschen Aktienrecht bislang keinerlei Vorgaben über den Börsenrückzug von Publikumsgesellschaften. Aus diesem Grund ist zunächst fraglich, wer für eine entsprechende Entscheidung zuständig ist. Abgesehen von dem Fall, dass die Börsennotierung einer Aktiengesellschaft in deren Satzung festgelegt ist,<sup>89</sup> kann auch aus den allgemeinen aktienrechtlichen Kompetenzverteilungsregeln zwischen Vorstand (§§ 76, 77 AktG) und Hauptversammlung (§ 119 AktG) eine ausdrückliche Zuständigkeit nicht entnommen werden.

##### a) Entscheidungskompetenz des Vorstands

Gerade den Umstand einer mangelnden Zuweisung in § 119 AktG haben zahlreiche Stimmen<sup>90</sup> ursprünglich zum Anlass genommen, diese Frage zugunsten einer Vorstandszuständigkeit zu entscheiden. Dabei wird ein solches Ergebnis teilweise scheinbar als selbstverständlich angenommen<sup>91</sup> oder nur kurz darauf verwiesen, dass es sich bei dem auftretenden Interessenkonflikt einzig um Problempunkte handele, denen im Rahmen des kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzes zu begegnen sei.<sup>92</sup>

Zweifellos ist jeder Kleinaktionär sogleich auch als Anleger zu betrachten, der sich in dieser Position jederzeit auf den einschlägigen kapitalmarktrechtlichen Regelungskatalog stützen kann. Andererseits ist aber auch zu berücksichtigen, dass das Börsenrecht einschlägige gesellschaftsrechtliche Regelungen nicht ohne weiteres überlagert<sup>93</sup> und dass ein Aktionär hinsichtlich der Geltendmachung seiner Rechte auf seine Anlegerposition verwiesen und an das Kapitalmarktrecht „abgeschoben“ werden kann. Vielmehr müssen die einschlägigen Interessen mit Rücksicht auf ihren Bezug (entweder zum Aktien- oder zum Börsenrecht) so gut als möglich voneinander abgegrenzt und nach der entsprechenden Regelungsmaterie beurteilt werden.

<sup>89</sup> In diesem Falle folgt eine Hauptversammlungszuständigkeit aus §119 Abs. 1 Nr.5 AktG.

<sup>90</sup> *Eickhoff*, WM 1988, 1713 (1716); *Schiessl*, AG 1999, 442 (452); *Groß*, ZHR 165 (2001),141 (163 f.); *Mülbert*, ZHR 165 (2001),104 (129); *Streit*, ZIP 2002, 1279 (1287); eher un schlüssig *Hopt*, in: Basedow/Hopt/Kötz (Hrsg.), FS Drobni g, 525 (537).

<sup>91</sup> So wohl *Mülbert*, ZHR 165 (2001), 104 (129).

<sup>92</sup> *Streit*, ZIP 2002, 1279 (1287).

<sup>93</sup> So aber ohne weitere Erläuterung *Schwark/Geiser*, ZHR 161 (1997), 739 (741, 759).

Eine Zuständigkeit des Vorstands für den Beschluss, einen Delistingantrag zu stellen, würde sich demnach ergeben, wenn sich ein solches Handeln nach seiner Art, dem Umfang und den Konsequenzen im Verhältnis zu den Aktionären als Geschäftsführungsmaßnahme im Sinne der §§ 76 ff. AktG darstellen würde. Über diese käme der Hauptversammlung gemäß § 119 Abs. 2 AktG keine eigenständige Entscheidungsbefugnis zu.

*b) Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz*

Verbreitet wird die alleinige Zuständigkeit des Vorstands für einen Delistingbeschluss abgelehnt und stattdessen eine Hauptversammlungszuständigkeit angenommen.<sup>94</sup> Bestätigt wird diese Ansicht mittlerweile durch die höchstrichterliche Rechtsprechung.<sup>95</sup> Eine ausdrückliche gesetzliche Grundlage für eine solche Entscheidungszuständigkeit findet sich im Kompetenzkatalog des § 119 Abs. 1 AktG indes nicht. Hinsichtlich der Herleitung der Hauptversammlungskompetenz als auch bezüglich der konkret erforderlichen Mehrheitsverhältnisse<sup>96</sup> bestehen daher unterschiedliche Argumentationsansätze. Im Wesentlichen werden hier zwei Ansichten vertreten.

*(1) Zustimmungserfordernis analog § 180 Abs. 2 AktG*

Teils wird das Delisting dabei mit einer vinkulierungsähnlichen Maßnahme<sup>97</sup> verglichen<sup>98</sup> und dementsprechend ein Zustimmungserfordernis analog § 180 Abs. 2 AktG statuiert. Denn wenn es ein Aktionär, der frei veräußerliche Anteile erworben hat, gemäß dieser Bestimmung nicht dulden muss, dass diese plötzlich „eingefroren“ werden, solle sich erst recht bei völligem Entzug des öffentlichen Markts durch ein *going private* eine Mitwirkung der Aktionäre als erforderlich erweisen.<sup>99</sup>

Jedoch fehlt es hier wohl grundsätzlich schon an einer vergleichbaren Situation. Denn es kann keinesfalls ohne weiteres davon ausgegangen werden, dass die Auswirkungen eines Delisting schwerer wiegen als die einer Vinkulierung. Das Gegenteil ist

<sup>94</sup> *Baums/Vogel*, in: Lutter/Scheffler/Schneider (Hrsg.), Handbuch der Konzernfinanzierung, § 9, Rn. 6.64; *Bungert*, BB 2000, 53 (55); *Groß*, ZHR 161 (2001), 141 (163); *Grupp*, Börseneintritt und Börsenaustritt, 1995, 99 ff.; *Hellwig*, ZGR 1999, 781 (799 f.); *Kleindiek*, in: Westermann/Mock (Hrsg.), FS Bezenberger, 653 (655 ff.); *Klenke*, WM 1995, 1089 (1099); *Land/Hasselbach*, DB 2000, 557 (558); *Lutter*, in: Lieb/Noack/Westermann (Hrsg.), FS Zöllner I, 361 (380 ff., 381, Fn. 89); *Lutter/Leinekugel*, ZIP 1998, 805 (806); *Lutter/Drygala*, in: Schmidt/Schwark (Hrsg.), FS Raisch, 239 (241) (hier aber *going public*); *Martinius/Schiffer*, DB 1999, 2460 (2461); *Schwark/Geiser*, ZHR 161 (1997), 739 (763); *Steck*, AG 1998, 460 (462); *Vollmer/Grupp*, ZGR 1995, 459 (475).

<sup>95</sup> BGH ZIP 2003, 387 (389).

<sup>96</sup> Von einer einfachen Mehrheit bis hin zum Beschluss mit 9/10-Mehrheit wird hier alles vertreten.

<sup>97</sup> Eine Vinkulierung ist eine Einschränkung der Übertragbarkeit eines Wertpapiers durch den Emittenten. Vinkulierte Namensaktien lauten auf einen bestimmten Berechtigten. Nur dieser kann die Rechte aus der Aktie geltend machen. Die Übertragung erfolgt durch Einigung, Übergabe der indossierten Aktie, Zustimmung des Vorstands und Eintragung im Aktienbuch. Die Vinkulierung von Namensaktien wird üblicherweise eingesetzt, um unerwünschte Aktionäre vom Kauf der Aktien auszuschließen.

<sup>98</sup> *Heidel*, DB 2003, 548; *Schwark/Geiser*, ZHR 161 (1997), 739.

<sup>99</sup> *Schwark/Geiser*, ZHR 161 (1997), 739, (763).

der Fall: Bei einer Maßnahme im Sinne von § 180 Abs. 2 AktG gibt der Aktionär die Entscheidung über eine Veräußerung seiner Anteile vollkommen aus der Hand. Damit wird er im Extremfall an das Unternehmen „gefesselt“ und sein Anlagekapital für ihn indisponibel. Ein Delisting dagegen belässt die Entscheidung darüber ganz beim Aktionär und bringt ihm lediglich Erschwernisse hinsichtlich des Markts, auf welchem er seinen Anteilswert realisieren kann.

Eine vinkulierungsähnliche Maßnahme kann im Delisting somit nicht erblickt werden. Die gegenteilige Auffassung ginge auch im Ergebnis zu weit. Denn im Falle von § 180 Abs. 2 AktG ist nicht nur ein Mehrheitsbeschluss, sondern die Zustimmung eines jeden betroffenen Aktionärs erforderlich. Ein solches Ergebnis würde der Grundkonzeption der Aktiengesellschaft widersprechen, in welcher der Einfluss des Einzelnen so gering gehalten ist, wie in keiner anderen Gesellschaftsform. Darüber hinaus könnten Minderheitsaktionäre mit dem Ziel, die Abfindungsangebote in die Höhe zu treiben, eine unternehmensschädliche Blockadepolitik betreiben. Dies kann keinesfalls im Sinne einer interessengerechten Lösung des vorliegenden Problems sein.

## *(2) Hauptversammlungsbeschluss aus Transparenzinteressen*

Zur Begründung der Erforderlichkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses wird in der Literatur vereinzelt auch ein Transparenzinteresse der Aktionäre angeführt.<sup>100</sup> Auch dieser Ansatz geht jedoch im Ergebnis fehl. Unbestritten ist es richtig, dass ein solches Interesse bei einem großen Kreis der Gesellschafter anzunehmen ist. Dies gilt um so mehr, bedenkt man die Reichweite der Auswirkungen des Delistings. Davon zu unterscheiden ist jedoch, ob es sich hierbei um ein im Rahmen des Delistings schützenswertes Interesse – wohlgermerkt im Rahmen gesellschaftsrechtlicher Betrachtungen – handelt.

Denn schließlich geht es vorliegend um die Frage, ob eine so bedeutende Maßnahme für Gesellschaft und Aktionäre vorliegt, dass eine grundsätzlich bestehende Vorstandszuständigkeit zugunsten einer Hauptversammlungskompetenz verdrängt wird. Solche herausragende Bedeutung wird man den eher allgemeinen Transparenzinteressen der Aktionäre kaum zumessen können. Außerdem gilt zu bedenken, dass die erhöhten Anforderungen an Transparenz und Information, welche nach erfolgtem Delisting vom Unternehmen nicht mehr zu beachten sind, erst im Rahmen des „Listings“, also in Folge des Börsengangs, notwendig wurden. Gerade dies macht es augenscheinlich, dass es sich hierbei um den Wegfall kapitalmarktrechtlicher Schutzinstrumente handelt. Das Innenverhältnis zwischen Aktionären und Gesellschaft vermag ihr Wegfall indes nicht zu beeinträchtigen. Daher ist auch auf dieser Basis das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses nicht begründbar.

---

<sup>100</sup> *Pluskat*, WM 2002, 833 (834).

### (3) *Delisting als Strukturmaßnahme*

Verbreitet stößt man im Schrifttum auf die Einschätzung des Delistings als hauptversammlungspflichtige Maßnahme aufgrund seines strukturändernden Charakters.<sup>101</sup> Führt man die hier vertretenen Ansichten auf ihren Ausgangspunkt zurück, lassen sich im Kern zwei Ansätze unterscheiden. Einerseits findet man dabei Anknüpfungen oder gar Analogiebestrebungen zu den gesetzlich normierten, umwandlungsrechtlichen Vorschriften. Zum anderen wird die Zuständigkeit der Hauptversammlung in Anlehnung an den Katalog des § 119 Abs. 1 AktG hergeleitet.

#### (a) *Delisting als „umwandlungsähnliche Maßnahme“*

Strebt die Unternehmensleitung die Umstrukturierung eines Unternehmens in/auf eine andere Gesellschaft(-sform) an, richtet sich dies nach den entsprechenden Vorschriften des Umwandlungsgesetzes. Hierbei geht es zumeist um die Verschmelzung, § 2 ff. UmwG oder den Formwechsel, §§ 226, 228 ff., 238 ff. UmwG. Im Hinblick auf ein Delisting vertreten einige Stimmen in der Literatur<sup>102</sup> nun die Auffassung, dass dieses auch eine solche, im Gesetz lediglich nicht ausdrücklich geregelte Umwandlung sei oder einer solchen im Ergebnis doch zumindest gleichkomme.<sup>103</sup> Teilweise wird mit entsprechenden Änderungen des Aktiengesetzes<sup>104</sup> in Richtung der Differenzierung zwischen Publikumsgesellschaft und geschlossener Gesellschaft argumentiert. Hierin wird die Intention des Gesetzgebers erblickt, zwei unterschiedliche Arten von Aktiengesellschaften zu unterscheiden, weswegen der Übergang von der einen zur anderen als Unternehmensumwandlung im Sinne des Umwandlungsgesetzes zu werten sei. Auch seien die Aktionäre bei einem Rückzug von der Börse in besonderem Maße schutzwürdig, da hierin eine Entwicklung gegen die „normtypische Laufrichtung“<sup>105</sup> der AG zu erblicken sei. Ein Hauptversammlungsbeschluss wäre daher in Anlehnung an die umwandlungsrechtlichen Bestimmungen grundsätzlich erforderlich und entsprechend der §§ 13 Abs. 1, 65 Abs. 1 bzw. §§ 233, 240 ff. UmwG mindestens<sup>106</sup> mit 3/4-Mehrheit zu treffen.<sup>107</sup>

Entgegenzuhalten ist einer solchen Auffassung das Gesetz selbst. Denn der Gesetzgeber hat es in den entsprechenden Novellierungen gerade unterlassen, eine solche Differenzierung klar herauszustellen. Beabsichtigt wurde nicht, ein an der Rechtsform orientiertes, unterschiedliches Normgefüge zu konstruieren, sondern innerhalb einer Rechtsform anhand materieller Kriterien ein differenziertes Schutzgefüge aufzubauen.

<sup>101</sup> *Klenke*, WM 1995, 1089 (1099); *Schwark/Geiser*, ZHR 161,(1997), 739 (760); *Vollmer/Grupp*, ZGR 1995, 459 (474).

<sup>102</sup> *Schwark/Geiser*, ZHR 161,(1997), 739 (760); *Vollmer/Grupp*, ZGR 1995,459 (472).

<sup>103</sup> In Anlehnung an das sog. „Drei-Stufen-Modell“ von *Albach/Cortel/Friedewald/Lutter/Richter*, *Deregulierung des Aktienrechts: Das Drei-Stufen-Modell*, Gütersloh 1988.

<sup>104</sup> „Gesetz für die kleine Aktiengesellschaft und zur Deregulierung des Aktienrechts“, 2.8.1994, BGBl. I 1961; „Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich“, 27.4.1998, BGBl. I 786.

<sup>105</sup> *Vollmer/Grupp*, ZGR 1995, 459,(474).

<sup>106</sup> Konsequenterweise wären in einigen Fällen sogar einstimmige Beschlüsse erforderlich, vgl. § 233 UmwG.

<sup>107</sup> *Hellwig*, ZGR 1999, 781 (799).

en.<sup>108</sup> Daher ist durch die gesetzliche Normierung von Sonderregelungen für eine börsennotierte Aktiengesellschaft eine Argumentation auf Grundlage der Unterscheidung zweier unterschiedlicher Gesellschaftsformen nicht haltbar. Die im Umwandlungsrecht bestehenden Bestimmungen hinsichtlich der Beteiligung der Hauptversammlung können daher beim Delisting nicht herangezogen werden.

(b) *Strukturmaßnahme nach § 119 Abs. 1 AktG*

Im Rahmen der zweitgenannten Ansicht wird vom Delisting als Maßnahme ausgegangen, die zwar nicht die Gesellschaftsform, wohl aber das Gesellschaftsgefüge respektive das Fundament der Korporation verändere.<sup>109</sup> Als solche sei das Delisting vergleichbar mit den in § 119 Abs. 1 Nr. 5, 6 und 8 AktG aufgeführten Strukturmaßnahmen. Der Eingriff in die Rechtsstellung der Aktionäre, welcher hierdurch anzunehmen sei,<sup>110</sup> wiege so schwer, dass der Vorstand vernünftigerweise nicht von seiner eigenverantwortlichen Entscheidungskompetenz ausgehen könne.<sup>111</sup>

Entgegen der oftmals zu beobachtenden Tendenz sollte eine solche „Analogie“ jedoch nicht vorschnell befürwortet, sondern zunächst das Vorliegen der notwendigen Voraussetzungen sichergestellt werden. Die Annahme einer ungeschriebenen Zuständigkeit der Hauptversammlung wäre nämlich dann nicht haltbar, wenn eine Gesetzeslücke nicht vorläge.<sup>112</sup> Gerade in letzterem Sinne könnte jedoch der Wortlaut des Gesetzes zu deuten sein. Denn die Begrenzung der Zuständigkeiten der Hauptversammlung auf die „im Gesetz und in der Satzung ausdrücklich bestimmten Fälle“ (§ 119 Abs. 1 AktG) könnte eine bewusste gesetzgeberische Entscheidung gegen eine Kompetenzerweiterung darstellen.

Nach vorherrschender Auffassung allerdings ist der Katalog des § 119 Abs. 1 AktG zwar zwingend, jedoch nicht abschließend.<sup>113</sup> So sollen weitere Zuständigkeiten der Hauptversammlung möglich sein und sich nicht nur in den vom Gesetz bestimmten Fällen ergeben. Dies folge schon aus der Gesetzesgeschichte.<sup>114</sup> Demnach soll die gesetzliche Kompetenzabgrenzung nach der entsprechenden amtlichen Begründung nur eine Begrenzung des Wirkungskreises der Hauptversammlung auf alle mit dem wirtschaftlichen und rechtlichen Aufbau der Aktiengesellschaft zusammenhängenden Fragen darstellen.<sup>115</sup> Dabei sei vom seinerzeitigen Gesetzgeber davon ausgegangen worden, dass sämtliche für den wirtschaftlichen und rechtlichen Aufbau bedeutsamen Fragen in den ausdrücklich geregelten Tatbeständen Berücksichtigung gefunden haben.<sup>116</sup> Über die Zeit haben sich nun Entwicklungen im Aktienrecht vollzogen, deren Ergebnisse sicherlich als einschneidende strukturelle Veränderungen begriffen werden können, vom Gesetzgeber jedoch noch nicht mit der erforderlichen gesetzlichen Aus-

<sup>108</sup> *Krämer/Theiß*, AG 2003, 225 (238).

<sup>109</sup> *Lutter/Leinekugel*, ZIP 1998, 805 (806).

<sup>110</sup> Vgl. *Drygala*, EWiR 1997, 919.

<sup>111</sup> OLG München, WM 2002, 662 (664).

<sup>112</sup> LG Frankfurt, ZIP 1997, 1698 (1700).

<sup>113</sup> *Hüffner*, AktG, §119 Rn. 7.

<sup>114</sup> *Gessler*, in: *Lutter/Mertens/Ulmer* (Hrsg.), FS Stimpel, 771 (779).

<sup>115</sup> Im Gegensatz zur, bis 1937 geltenden „Allkompetenz“ der Hauptversammlung.

<sup>116</sup> LG Frankfurt, ZIP 1997, 1698 (1700).

gestaltung berücksichtigt worden sind. Der scheinbar ausdrücklich gegen eine Analogie sprechende Gesetzeswortlaut steht einer solchen damit grundsätzlich nicht entgegen.

(i) Delisting als analogiefähige Maßnahme

Welche Maßnahmen indes als (ungeschriebene) hauptversammlungspflichtige Grundlagenentscheidungen zu werten sind, ist insbesondere am Grad ihrer Nähe zu den gesetzlich geregelten Tatbeständen zu beurteilen. Zu berücksichtigen ist, dass die Hauptversammlung in der Regel nur an einem Tag im Jahr stattfinden soll.<sup>117</sup>

Im Vorfeld der BGH-Entscheidung zum Delisting<sup>118</sup> befürwortete eine überwiegende Ansicht<sup>119</sup> die Hauptversammlungszuständigkeit für eine Delistingentscheidung. Argumentativ erfolgte dies in aller Regel in Anlehnung an Grundsätze der sog. „Holzmüller-Entscheidung“ des BGH.<sup>120</sup> Demnach gibt es grundlegende Entscheidungen der Unternehmensleitung, welche durch die Außenvertretungsmacht des Vorstands, seine gemäß § 82 Abs. 1 AktG begrenzte Geschäftsführungsbefugnis wie auch durch den Wortlaut der Satzung formal noch gedeckt seien, gleichwohl aber so tief in die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpert Vermögeninteresse eingreifen, dass der Vorstand eine Entscheidung darüber nicht in eigener Verantwortung ohne Beteiligung der Hauptversammlung treffen dürfe. Handelt er dennoch eigenverantwortlich, verletze er, indem er nicht von der Möglichkeit des § 119 Abs. 2 AktG Gebrauch macht, seine Sorgfaltspflicht gegenüber den Aktionären.<sup>121</sup>

Eine solche Grundlagenentscheidung wurde im Delistingbeschluss erblickt. Dies folge aus mehreren Erwägungen: Zunächst werde durch den Börsenrückzug die – für den Vermögenswert wesentliche – Verkehrsfähigkeit der Beteiligung beschränkt, was einen schweren Eingriff in die Mitgliedschaft der Aktionäre darstelle.<sup>122</sup> Ein solcher werde auch nicht durch die Einbeziehung der Anteile in den freien Handel ausgeglichen. Ferner wiege der Wegfall kapitalmarktrechtlicher Publizitäts- und sonstiger Verhaltenspflichten schwer zu Lasten der Anteilseigner.<sup>123</sup> Übernommen und bestärkt wurde eine solche Sichtweise zunächst auch seitens der Rechtsprechung.<sup>124</sup>

<sup>117</sup> *Ibid.*

<sup>118</sup> BGH ZIP 2003, 387 ff.

<sup>119</sup> *Baums/Vogel*, in: Lutter/Scheffler/Schneider (Hrsg.), Handbuch der Konzernfinanzierung, § 9; *Hellwig*, ZGR 1999, 781 (799 f.); *Kleindiek*, in: Westermann/Mock (Hrsg.), FS Bezenberger, 653 (665 ff.); *Klenke*, WM 1995, 1089 (1099); *Land/Hasselbach*, DB 2000, 557 (558); *Lutter*, in: Lieb/Noack/Westermann (Hrsg.), FS Zöllner I, 361 (378, 381); *Lutter/Leinekugel*, ZIP 1998, 805 (806); *Lutter/Drygala*, in: Schmidt/Schwark (Hrsg.), FS Raisch, 239 (241) (hier aber *going public*); *Schwark/Geiser*, ZHR 161 (1997), 739 (762 f.); *Steck*, AG 1998, 460 (461); *Vollmer/Grupp*, ZGR 1995, 459 (475).

<sup>120</sup> BGHZ 83, 122 ff.

<sup>121</sup> BGHZ 83, 122 (131).

<sup>122</sup> *Pluskat*, WM 2002, 833 (834 f.).

<sup>123</sup> *Kretschmer/Karakaya*, WM 2002, 2494 (2495).

<sup>124</sup> OLG München, WM 2002, 662 (664).

## (ii) Argumentation des BGH

Im Rahmen seiner Revisionsentscheidung zum Fall *Macrotron*<sup>125</sup> hatte gegen Ende des Jahres 2002 schließlich auch der BGH, obwohl nach dem konkreten Sachverhalt nicht erforderlich, die Möglichkeit, einige grundlegende Ausführungen zu der vorliegenden Problematik zu treffen. Dabei wandte er sich von der durch Literatur und Vorinstanzen<sup>126</sup> eingeschlagenen Linie ausdrücklich ab. Zwar befürworteten auch die BGH-Richter das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses.<sup>127</sup> Jedoch führten sie dabei aus, eine Argumentation auf Basis der „Holzmüller-Grundsätze“ sei im Zusammenhang mit dem vollständigen Delisting nicht angebracht. So könne die Zuständigkeit der Hauptversammlung für eine dahingehende Entscheidung nicht daraus hergeleitet werden, dass mit ihr in die Innenstruktur der Aktiengesellschaft oder in die Mitverwaltungsrechte der Aktionäre eingegriffen würde. Denn die innere Struktur der Gesellschaft werde dadurch, dass sie sich von der Börse zurückzieht, nicht verändert.<sup>128</sup> Insbesondere werde die mitgliedschaftliche Stellung des Aktionärs nicht durch Mediatisierung seiner Mitwirkungsrechte geschwächt.<sup>129</sup> Ebenso wenig berühre das Delisting den Bestand des Mitgliedschaftsrechts – wie etwa bei der Regelung des „squeeze out“ im Sinne der §§ 327 a ff. AktG – oder das Mitgliedschaftsrecht als relatives Beteiligungsrecht (Dividendenrecht, Anspruch auf Liquidationsanteil). Der Vermögenswert der Beteiligung werde weder verwässert<sup>130</sup> noch ausgezehrt.<sup>131</sup>

Jedoch dürfe (beim Delisting) nicht übersehen werden, dass dem Aktionär mit dem Rückzug der Gesellschaft aus dem Amtlichen Handel oder vom Geregelteten Markt der Markt genommen wird, der ihn in die Lage versetzt, den Wert seiner Aktien jederzeit durch Veräußerung zu realisieren.<sup>132</sup> Für Minderheitsaktionäre sei hierin ein gravierender Nachteil zu erblicken. In diesem Zusammenhang verweist der BGH auf die Rechtsprechung des BVerfG, wonach der Verkehrsfähigkeit der Aktien einer börsennotierten Aktiengesellschaft für die Wertbestimmung der Anteile eine besondere Bedeutung beizumessen sei, welche, wie das Aktieneigentum selbst, verfassungsrechtlichen Schutz genieße.<sup>133</sup> Der Verkehrswert der Aktie einschließlich ihrer Verkehrsfähigkeit sei unerlässlicher Bestandteil im Rechtsverhältnis zwischen Aktiengesellschaft und Aktionär und von tragender Bedeutung. Durch das Delisting werde die Verkehrsfähigkeit erheblich eingeschränkt, weswegen ein Eigentumseingriff vorliege.<sup>134</sup> Da der Schutz des mitgliedschaftlichen Vermögenswertes aber in den Händen der Hauptversammlung und nicht in denen des Vorstands liege, sei für Entscheidungen darüber auch die Hauptversammlung zuständig.

<sup>125</sup> BGH ZIP 2003, 387 ff.

<sup>126</sup> OLG München, AG 2001, 364 ff.; LG München I, AG 2000, 140 ff.

<sup>127</sup> Siehe zu allem BGH ZIP 2003, 387 (389 f., unter II.).

<sup>128</sup> *Streit*, ZIP 2002, 1279 (1287); *Wirth/Arnold*, ZIP 2000, 111 (114 f.); grundlegend *Hopt*, in: *Basedow/Hopt/Kötz* (Hrsg.), FS Drobniig, 525 (536).

<sup>129</sup> So im Falle *Holzmüller*, vgl. BGHZ 83, 129, (136 ff.).

<sup>130</sup> Vgl. hierzu BGHZ 71, 40 ff. (Kali und Salz).

<sup>131</sup> Dazu im Ganzen *Guano*, BGHZ 135, 374 (insb. 378 f.).

<sup>132</sup> BGH ZIP 2003, 387 (389 f.).

<sup>133</sup> BVerfGE 100, 289 (305 f.).

<sup>134</sup> Insoweit entgegen der Ausführungen der Vorinstanzen; OLG München, AG 2001, 364 (367); LG München I, AG 2000, 140 (142).

## (iii) Stellungnahme

Überzeugend sind die vom BGH getroffenen Ausführungen zunächst, soweit das Vorliegen einer „Holzmüller-Situation“ abgelehnt wird. Denn zutreffend wird hier hervorgehoben, dass weder die Innenstruktur der Gesellschaft noch das Mitgliedschaftsrecht vom Delisting betroffen sind.

Von der Frage abgesehen, ob das im BGH-Urteil angenommene Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses tatsächlich zu verlangen ist, scheint der beschrittene Lösungsweg indes nicht ohne weiteres zustimmungswürdig.<sup>135</sup> Vielmehr mangelt es dahingehenden Meinungen<sup>136</sup> oft am nötigen Problembewusstsein. Insbesondere die Ausführungen des BGH zum (unmittelbar) verfassungsrechtlich gewährleisteten Schutz der Verkehrsfähigkeit der Aktie sowie zum schutzwürdigen Interesse des einzelnen Aktionärs (gegenüber Gesellschaft und Mitaktionären) bezüglich der Verkaufsmöglichkeit an der Börse bedürfen der Diskussion. Die Anmerkung von *Adolff/Tieves*<sup>137</sup>, die Auslegung des Art. 14 GG durch den BGH sei „nicht unproblematisch“, erscheint hier noch verhältnismäßig zurückhaltend. Zunächst ist dem BGH-Urteil keine eigenständige Argumentation zur getroffenen Entscheidung zu entnehmen. Lediglich auf Ausführungen des BVerfG wird kurz verwiesen. Dabei ist jedoch schon zweifelhaft, ob die Ausführungen des BVerfG zu Art. 14 GG für den *Macrotrom*-Fall überhaupt eine taugliche Vergleichsgrundlage sind.

Wenig nachvollziehbar zeigt sich der Weg des BGH schon bei Betrachtung des von der Eigentumsgarantie umfassten Schutzbereichs. Ohne Zweifel fällt darunter auch das Anteilseigentum<sup>138</sup> und hierbei insbesondere die Aktie.<sup>139</sup> Der Wert einer Aktie, welcher von einem Delisting wohl am ehesten betroffen sein könnte, ist von diesem Schutz indes in aller Regel nicht umfasst. Der BGH rückt daher die Verkehrsfähigkeit der Beteiligung ins Zentrum seiner Aufmerksamkeit. Dabei erscheint aber fraglich, ob das BVerfG seine Ausführungen zur Verkehrsfähigkeit als Charakteristikum einer Aktie im Sinne der Deutung des BGH verstanden haben wollte oder ob es den Verfassungsrichtern dabei vielmehr um eine Abgrenzung der Aktie zu anderweitigen Gesellschaftsanteilen, wie etwa dem an einer GmbH ging.

In den vergangenen Jahren hat sich das BVerfG mehrfach zu verfassungsrechtlich relevanten Beeinträchtigungen im Zusammenhang mit Aktieneigentum geäußert. Im Fall *DAT/Altana*<sup>140</sup>, auf welchen der BGH zunächst verweist, ging es um Abfindungsansprüche im Zusammenhang mit einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag. Bei einem solchen kommt es aber unumstritten zu einer Beeinträchtigung der Aktionärsstellung,<sup>141</sup> unter anderem schon deswegen, weil die Aktionäre von der Gewinnbeteiligung, welche normalerweise auf ihre Aktien entfällt, ausgeschlossen werden. Auf die Verkehrsfähigkeit als Eigenschaft des Aktieneigentums wird dabei nur im Zusammenhang mit der Wertbestimmung des Eigentumsobjekts eingegangen. Ein

<sup>135</sup> Kritisch auch *Lutter*, JZ 2003, 684 (686); *Schlitt*, ZIP 2004, 533 (535).

<sup>136</sup> So bspw. uneingeschränkt und ohne Argumentation zustimmend *Heidel*, DB 2003, 548 ff.

<sup>137</sup> *Adolff/Tieves*, BB 2003, 797 (799).

<sup>138</sup> *Hofmann*, in: Schmidt-Bleibtreu/Klein (Hrsg.), GG, Art. 14 Rn. 9.

<sup>139</sup> *Papier*, in: Maunz-Dürig (Hrsg.), GG, Art. 14 Rn. 193.

<sup>140</sup> BVerfGE 100, 289 ff.

<sup>141</sup> BVerfGE 100, 289 (303) mit direktem Verweis auf BGHZ 135, 374 ff.

Ausschluss von bestimmten, dem Aktieneigentum immanenten Bezugs- oder Gewinnbeteiligungsrechten ist beim Delisting jedoch gerade nicht gegeben, weswegen eine Bezugnahme zur *DAT/Altana*-Entscheidung unsachgemäß erscheint.

Auch die Entscheidung im Fall *MotoMeter*<sup>142</sup>, in der das BVerfG lediglich herausstellte, dass für den Verlust der im Aktieneigentum verkörperten, vermögensrechtlichen Position eine volle, gerichtlich überprüfbare Kompensation gewährt werden müsse, bietet keine tauglichen Vergleichsmaßstäbe. Letztlich lässt sich die dritte im BGH-Urteil angesprochene Entscheidung<sup>143</sup> ebenso wenig zur Entscheidungsbegründung heranziehen. Aussage dieser Entscheidung war einzig, dass die Aktionäre der Untergesellschaft durch einen Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag nicht des Wertes ihrer Dividenden- bzw. Wertsteigerungsansprüche verlustig gehen dürfen. Ein detaillierter Blick auf die vom BVerfG in den letzten Jahren entschiedenen Fälle zum Aktieneigentum bringt somit den Unterschied in Sachverhalt und Interessenlage im Vergleich zum Delisting deutlich zu Tage.<sup>144</sup>

Indem er die Verkaufsmöglichkeit von Aktien an der Börse unter verfassungsrechtlichen Schutz stellt, schießt der BGH somit enorm über die bisherigen Ausführungen des BVerfG zum Grundrechtsschutz des Aktieneigentums hinaus. Auch wirft eine solche Wertung Probleme und Fragen in nicht unerheblichem Umfang auf. Denn schließlich ist die Verkäuflichkeit einer Aktie nicht einfach mit der Zulassung zum Börsenhandel gleichzusetzen.<sup>145</sup> Vielmehr spielen auch andere Gesichtspunkte eine gewichtige Rolle. Wie ist etwa der Schutz zu bemessen, wenn der Markt gesättigt, die Nachfrage nach einer Aktie erschöpft ist? Welche Berücksichtigung findet der Umstand, dass der Handel einer Aktie im Vorfeld einer Delistingentscheidung meist ohnehin schon zum Erliegen gekommen ist?<sup>146</sup> Gerade in solchen Fällen gibt der Börsenkurs am Markt ohnehin meist nur noch ein Zerrbild des wahren Wertes der Beteiligung wieder.<sup>147</sup> Das Postulat der gesicherten Fungibilität der Aktie durch ihre Börsennotierung wird in all diesen Fälle zur bloßen Fiktion.<sup>148</sup>

Mit Blick auf die *MotoMeter*-Entscheidung könnte man sogar soweit gehen, die dort getroffenen Ausführungen des BVerfG als mit den BGH-Ansichten im Fall *Macrotron* im Widerspruch befindlich zu bezeichnen. Denn das BVerfG führte in diesem Urteil aus, dass sich der Verlust der Aktie nur als Verlust eines Anlageobjekts darstelle, worin keine Eigentumsverletzung zu erblicken sei, solange der volle Wertersatz die Reinvestition in eine andere Anlage erlaube.<sup>149</sup> Kurz gesagt wird also nur der Wert, nicht aber die konkrete Gestalt einer Anlage als geschützt angesehen. Auf eine solche Kompensationsverpflichtung geht der BGH aber im Zusammenhang mit der Eigentumsbeeinträchtigung gar nicht ein, sondern schwenkt nach deren rascher Annahme sogleich auf die daraus zu schließende Hauptversammlungszuständigkeit um. Auch

<sup>142</sup> BVerfG ZIP, 2000, 1670 ff.

<sup>143</sup> Hartmann & Braun, BVerfG ZIP 1999, 1801 ff.

<sup>144</sup> Krämer/Theiß, AG 2003, 225 (228).

<sup>145</sup> Adolff/Tieves, BB 2003, 797 (799).

<sup>146</sup> Hierzu Meyer-Landrut/Kiem, WM 1997, 1361 (1366) mit weiteren Nachweisen.

<sup>147</sup> Fraglich erscheint in diesem Zusammenhang schon, ob hier überhaupt noch von einer Minderung der Verkehrsfähigkeit durch das Delisting gesprochen werden kann.

<sup>148</sup> Meyer-Landrut/Kiem, WM 1997, 1361 (1366).

<sup>149</sup> Vgl. BVerfG ZIP 2000, 1670 (1672).

hierin verdient die BGH-Entscheidung Kritik: Die angesprochene Zuständigkeit der Hauptversammlung wird von den Richtern unmittelbar aus der grundgesetzlichen Eigentumsgarantie hergeleitet. Vielmehr wäre aber eine einfachgesetzliche Zuständigkeitsnorm zu fordern oder die Zuständigkeit zumindest in der Analogie zu einer solchen zu suchen.

Gemäß der vorliegend vertretenen Auffassung ist eine Hauptversammlungszuständigkeit für die Entscheidung im Unternehmen, ein Delisting zu beantragen, auf Grundlage der BGH-Argumentation nicht überzeugend und grundsätzlich auch nicht zwingend erforderlich. Der BGH befindet sich auf dem Standpunkt, dass durch das Delisting in die Eigentumsrechte der Aktionäre eingegriffen würde. Bekanntlich ist ein solcher Eingriff in das Eigentumsrecht gemäß Art. 14 Abs. 3 GG zwar grundsätzlich möglich. Jedoch unterliegt dieser dem Vorbehalt einer einfachgesetzlichen Grundlage und darf nur im Interesse der Allgemeinheit erfolgen, Art. 14 Abs. 3 S. 1 und 2 GG. Bei einer Delistingentscheidung im Unternehmen ist wohl schon das erforderliche Allgemeininteresse nicht vorhanden. Der Auffassung des BGH folgend wäre ein Delisting als, durch Privatinteressen geprägter Eigentumseingriff, somit grundsätzlich verfassungswidrig, weswegen sich weitere Ausführungen zu Rechtfertigung erübrigen würden.

Auch die Gründe, die für eine Hauptversammlungszuständigkeit ins Feld geführt werden, überzeugen nicht, wie im Folgenden noch zu zeigen sein wird. Trotz dieser Einschätzung des BGH-Urteils werden die dort getroffenen Entscheidungen jedoch – gerade in der (Delisting-)Praxis Berücksichtigung finden müssen. Dies bestätigt sich auch mit Blick auf die, dem *Macrotron*-Urteil nachfolgende Rechtsprechung zum Thema Delisting, welche die aufgestellten Grundsätze des BGH übernommen hat.<sup>150</sup> Daher bauen auch die folgenden Ausführungen auf das gerichtlich statuierte Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses auf.

## 2. Erforderliche Mehrheitsverhältnisse

Nicht minder heftig wie die Frage, ob ein Delistingantrag durch einen entsprechenden Hauptversammlungsbeschluss legitimiert sein muss, wurde im Vorfeld der BGH-Entscheidung darüber debattiert, mit welchen Mehrheitsverhältnissen ein solcher Hauptversammlungsbeschluss zu treffen wäre.

### a) Ansicht des Schrifttums

In der rechtswissenschaftlichen Literatur findet sich zu dieser Frage ein breites Spektrum von Meinung. Teilweise folgen die Ergebnisse dabei nur schlüssig aus der Argumentation zur vorhergehenden Frage der Hauptversammlungszuständigkeit (so bspw. bei Analogien zum Umwandlungsrecht oder zu Satzungsänderungen). Teils werden sie auch aus eigenständigen, fundierten Argumentationen hergeleitet. Letztlich

<sup>150</sup> OLG Düsseldorf, ZIP 2005, 300-302; BayOLG, ZIP 2005, 205-211; OLG Zweibrücken, ZIP 2004, 1666-1668; LG Düsseldorf, Urt. v. 28. Januar 2004, Az. 36 O 101/02; LG München, DB 2004, 476-479; LG Köln, ZIP 2004, 220-223; LG München, DB 2004, 242-244.

werden aber auch hin und wieder wenig überzeugende Begründungen ins Feld geführt.

Einige Autoren vertreten die Auffassung, ein Hauptversammlungsbeschluss im Rahmen einer Delistingentscheidung müsse mit einer Mehrheit von 90% der Stimmrechte befürwortet werden.<sup>151</sup> Als Hauptargument hierfür wird das Erfordernis eines effektiven Schutzes der Kleinaktionäre angebracht. Fraglich ist jedoch, ob diese Begründung überzeugend erscheint. Ein Blick auf die Praxis negiert dies recht schnell. Zum einen ist die Aktionärsstruktur in Unternehmen, für die ein Delisting sinnvollerweise in Betracht kommen würde,<sup>152</sup> in aller Regel so geschichtet, dass ein Großaktionär allein über 90% der Anteile hält. Auch wenn dies nicht der Fall ist, kann wohl kaum von einem sinnvollen Minderheitenschutz gesprochen werden, wenn zur Abwehr des Delistings 10% der Stimmrechtsanteile aufgebracht werden müssen. Den Schutz der Kleinaktionäre daher im Hauptversammlungsbeschluss selbst zu suchen und dies als Argument für ein 90% Mehrheitserfordernis ins Feld zu führen, kann daher nicht überzeugen. Dies käme lediglich in Betracht, wenn ein einstimmiger Beschluss gefordert werden würde. Aufgrund der damit für das Unternehmen verbundenen Nachteile und Gefahren wird dies aber von niemandem ernsthaft vertreten.

Da die Diskussion bezüglich des Hauptversammlungsbeschlusses sich jedoch letztlich um den Schutz der (Klein-)Aktionäre rankt, ja nur allein darauf aufbaut, könnte man hier ohne weiteres einwenden, dass ein Minderheitenschutz mit einem solchen Beschluss letztlich gar nicht erreichbar ist, wenn man kein einstimmiges Abstimmungsergebnis fordert. Diese Ansicht wird in der Tat auch zahlreich vertreten. So wird der Beschluss teilweise als bloße „Förmelei“ bezeichnet.<sup>153</sup>

Jedoch ist hierbei nicht außer Acht zu lassen, dass ein Hauptversammlungsbeschluss im Wege der Anfechtungsklage auf Initiative eines jeden Anfechtungsbefugten i.S.d. § 245 AktG überprüfbar ist. Hierin ist ein nicht zu unterschätzendes Schutzinstrument gerade für die Kleinaktionäre zu sehen. Ein Hauptversammlungsbeschluss kann daher für die Verfolgung der Interessen der Kleinaktionäre nicht von vornherein als ungeeignet angesehen werden. Die Befürwortung eines mit 9/10-Mehrheit gefassten Beschlusses der Hauptversammlung lässt sich indes argumentativ nicht untermauern.

Ein beträchtlicher Teil der Literatur geht davon aus, dass ein Hauptversammlungsbeschluss mit satzungsändernder 3/4-Mehrheit zu treffen ist. Autoren, die schon für einen Börsengang einen Beschluss mit satzungsändernder Mehrheit verlangen,<sup>154</sup> können sich hier schlicht darauf stützen, dass das Delisting als *actus contrarius*<sup>155</sup> zur Börsenzulassung denselben rechtlichen Anforderungen zu genügen habe. Teils wird aber auch die Auffassung vertreten, dass mit dem Rückzug von der Börse nachteiligere Auswirkungen – vor allem wirtschaftlicher Art – für das breite Anlegerpublikum ver-

<sup>151</sup> So bspw. *Grupp*, Börseneintritt und Börsenaustritt, 99 ff.

<sup>152</sup> Meist ist dies der Fall, wenn die Menge handelbarer Aktien und das Handelsvolumen sehr gering sind.

<sup>153</sup> *Bungert*, BB 2000, 53 (58); *Mülbart*, ZHR 165 (2001), 104 (129 f.); *Krämer/Theiß*, AG 2003, 225 (237, 238).

<sup>154</sup> *Hellwig*, ZGR 1999, 781 (799 f.); *Lutter*, in: Lieb/Noack/Westermann (Hrsg.), FS Zöllner I, 361 (381, Fn. 89); *Lutter/Leinekugel*, ZIP 1998, 805 (806); *Steck*, AG 1998, 460 (462).

<sup>155</sup> *Lutter*, in: Lieb/Noack/Westermann (Hrsg.), FS Zöllner I, 361 (380).

bunden seien als mit der Börsennotiz. Das Delisting bedürfe daher, selbst wenn die Entscheidung für den Börsengang mit einfacher Mehrheit beschlossen werden könne, einer qualifizierten Mehrheit.

Dass ein Delisting die wirtschaftlichen Interessen der Kleinaktionäre durch den Wegfall bzw. die Einschränkung des Markts berührt, steht außer Frage. Gerade den Kleinaktionär wird man überwiegend aber als oftmals sogar spekulativen Anleger und weniger als Gesellschaftsmitglied ansehen können.<sup>156</sup> Deswegen scheint es interessengerechter zu sein, einen Ausgleich in einem finanziellen Abfindungsanspruch zu suchen, als die Stimmverhältnisse daran anzupassen. So wird denn auch zahlreich ein bei einfacher Stimmenmehrheit gefasster Hauptversammlungsbeschluss für ausreichend gehalten.<sup>157</sup>

### b) *Auffassung des BGH*

Der BGH ging auf die Frage der Mehrheitsverhältnisse in seinem Beschluss nicht näher ein, sondern ließ mit der letztgenannten Ansicht eine einfache Mehrheit bei der Beschlussfassung der Hauptversammlung ausreichen.<sup>158</sup> Ein solches erscheint auch begrüßenswert und sachgerecht. Denn selbst wenn das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses im Zusammenhang mit einer Delistingentscheidung präjudiziert wird, lässt sich jedenfalls die Notwendigkeit einer qualifizierten Mehrheit argumentativ nicht überzeugend begründen.

Einwände wie etwa jener, dass bei einer regelmäßig zu beobachtenden Hauptversammlungspräsenz von etwa 60% der Stimmberechtigten schon ein Aktionär, der 30% der Stimmrechtsanteile hält, ein Delisting durchsetzen könnte,<sup>159</sup> wirken wenig überzeugend. Zunächst ist kein wirklich erwägenswertes Interesse eines solchen Aktionärs für ein Delisting zu erkennen. Abgesehen davon erscheint schon die Spekulation auf eine solch niedrige Beteiligung zur Durchsetzung des Delistings als unrealistisch. Zusätzlich zu dem schon angesprochenen Punkt, dass der Hauptversammlungsbeschluss allein zum Schutz der Minderheitsaktionäre nicht tauglich ist, bleibt zu erwähnen, dass es nicht im Interesse eines Minderheitenschutzes sein kann, denen Schutz zukommen zu lassen, die mit ihren Fernbleiben bei der Hauptversammlung doch ihr Desinteresse an der Entscheidung offenkundig erscheinen lassen.

### 3. *Kaufangebot oder Entschädigung*

Wie an anderer Stelle bereits kurz angesprochen, ist ein probates Mittel zur Durchsetzung eines wirksamen und interessengerechten Minderheitenschutzes in der Festlegung von Entschädigungsregelungen zu erblicken. So führt der BGH in diesem Zusammenhang auch aus, dass ein adäquater Schutz der Minderheitsaktionäre nur dadurch erreicht werden könne, dass ihnen mit dem Beschlussantrag ein „Pflichtange-

<sup>156</sup> *Schiessl*, AG 1999, 442 (452).

<sup>157</sup> Bspw. *Schwark/Geiser*, ZHR 161 (1997), 739 (763); *Semler*, in: Semler/Volhard (Hrsg.), *Arbeitshandbuch für die Hauptversammlung*, 1999, Rn. I A 182 f.

<sup>158</sup> BGH ZIP 2003, 387 (390).

<sup>159</sup> So etwa *Heidel*, DB 2003, 548; dies erscheint aber sehr voreilig.

bot“ über den Kauf ihrer Aktien durch die Gesellschaft oder durch den Großaktionär vorgelegt wird.<sup>160</sup> Mit der Auffassung, ein solches Angebot müsse in einer vollständigen, wertmäßigen Entschädigung bemessen sein, steht das Gericht dabei einmütig mit der Literaturansicht<sup>161</sup> auf einen Standpunkt. Unklar bleibt indes, in welcher Weise die Pflicht zu einem solchen Angebot rechtlich herzuleiten ist. Die Begrifflichkeit „Pflichtangebot“ stammt aus dem Wertpapierübernahmegesetz.<sup>162</sup> Mit dem dort geregelten Fall ist die Delisting-Situation jedoch nicht vergleichbar. Auch wenn man von der Terminologie des „Pflichtangebots“ absieht, ist eine Einordnungsmöglichkeit nicht ersichtlich. Rechtliche Grundlagen für die angesprochene Entschädigungsverpflichtung lässt der BGH somit vollkommen außer Acht.

Dieses Versäumnis wird auch in der Literatur kritisiert,<sup>163</sup> denn gerade hier hätte es aufgrund der bestehenden Uneinigkeiten einer Klarstellung bedurft. So bleibt auch nach dem BGH-Urteil offen, ob ein Anspruch des einzelnen Aktionärs auf Unterbreitung eines Angebots besteht (die Rechtsgedanken der §§ 29, 207 UmwG, 305 AktG kämen hier in Betracht)<sup>164</sup> oder ob ein solches lediglich Voraussetzung für einen ordnungsgemäß zustande gekommenen Hauptversammlungsbeschluss ist. Eine klare Entscheidung an dieser Stelle hätte hinsichtlich des zu beschreitenden Rechtswegs ebenfalls Klarheit geschaffen. Auch mit Blick auf die Grundrechte des, zur Abgabe eines Angebots Verpflichteten ist das genannte Erfordernis nicht frei von Bedenken und hätte weiterer Konkretisierungen bedurft.

Sieht man von den genannten Problemen der rechtlichen Qualifikation ab, so stellt sich das Erfordernis eines „Pflichtangebots“ als durchaus probates Mittel zum Schutz der Kleinaktionäre dar.<sup>165</sup> Die Ermittlung eines angemessenen Wertes scheint dabei auf den ersten Blick wenige Schwierigkeiten zu bereiten, da durch die Börsennotierung ein angemessener Marktwert der Beteiligung leicht zu ermitteln sein sollte. Probleme dürften jedoch dahingehend zu befürchten sein, dass das Bekanntwerden der Delistingabsichten am Markt mit starken Spekulationen und entsprechenden Kursschwankungen einhergehen kann. Gerade die Tatsache, dass typische Delistingkandidaten solche Unternehmen sind, bei denen das Handelsvolumen der Beteiligungen ohnehin sehr gering ist, kann hier schnell zu starken Verzerrungen führen.<sup>166</sup> Aus dieser Sicht ist zu bedauern, dass die Äußerungen des BGH in jenem Punkt nicht konkreter ausgefallen sind. In der „Delistingrealität“ wird man sich seitens des Unternehmens bzw. des Großaktionärs damit absichern müssen, das „Pflichtangebot“ großzügig mit einem entsprechenden Kurszuschlag zu bemessen, was aber erfahrungsgemäß ohnehin der Praxis entspricht.

<sup>160</sup> BGH ZIP 2003, 387 (390); zum Terminus „Pflichtangebot“ *Krämer/Theiß*, AG 2003, 225 (239).

<sup>161</sup> *Adolff/Tieves*, BB 2003, 797 (800); *Vollmer/Grupp*, ZGR 1995, 459 (475 f.).

<sup>162</sup> Vgl. § 35 WpÜG.

<sup>163</sup> *Krämer/Theiß*, AG 2003, 225 (239 f.), *Adolff/Tieves*, BB 2003, 797 (801 f.).

<sup>164</sup> Hierzu *Kleindiek*, in: Westermann/Mock (Hrsg.), FS Bezzenger, 653 (665 f.).

<sup>165</sup> *Lutter*, in: Lieb/Noack/Westermann (Hrsg.), FS Zöllner I, 361 (381); ablehnend hierzu jedoch *Bungert*, BB 2000, 53 (57).

<sup>166</sup> Anders *Hopt*, in: Basedow/Hopt/Kötz (Hrsg.), FS Drobniig, 525 (537), für den der Markt für eine angemessene Bewertung sorgt.

#### 4. Gerichtliche Überprüfung

Um einen Schutz der Minderheitsaktionäre letzten Endes auch effektiv zu sichern, bedarf es nach Ausführung des BGH der Möglichkeit, die Richtigkeit der Bemessung des Abfindungsangebots gerichtlich überprüfen zu lassen.<sup>167</sup> Auch in diesem Punkt herrscht Einigkeit zwischen Literatur und Rechtsprechung. Lediglich die Frage, in welcher Weise die Prüfung konkret vonstatten gehen soll, ist in der Literatur teilweise umstritten. Da schon hinsichtlich der Verpflichtung zur Unterbreitung eines Angebots keine rechtliche Grundlage auszumachen war, können keine daran anknüpfenden Rechtssätze herangezogen werden. Bei der Bestimmung des geeigneten Verfahrens sind somit insbesondere die Ausgangssituation und die unterschiedlichen Interessenlagen zu berücksichtigen. Vertreten wird hier teilweise die Auffassung, den Aktionären wäre am besten das Instrument der Anfechtungsklage zur Hand zu reichen.<sup>168</sup>

Die Gegenmeinung ist der Ansicht, letztlich müsse das Verfahren gewählt werden, was den Interessen sowohl der Anleger als auch des Unternehmens am ehesten entspreche. Deswegen seien die Grundsätze des Spruchverfahrens anzuwenden,<sup>169</sup> Eine Anfechtungsklage sei dagegen ungeeignet. Den Anlegern wäre damit nicht gedient, da durch sie im Ergebnis eine angemessene Abfindung nicht festgestellt werden würde. Auch für die betroffene Aktiengesellschaft sei eine solche Regelung alles andere als vorteilig; im Zweifelsfall müsse eine neue Hauptversammlung einberufen werden, um nochmals ein Abfindungsangebot zu unterbreiten. Die Kosten, die dem Unternehmen hierdurch entstünden, wären enorm. Darüber hinaus wären Imageeinbußen oder die Anlockung von Spekulanten zu befürchten. Ein Spruchverfahren dagegen vermeide diese Nachteile und sei der Situation daher angemessener. Auch der BGH hat sich dieser Ansicht angeschlossen.<sup>170</sup> Eine Anfechtungsklage führe lediglich zur Kassation des Hauptversammlungsbeschlusses, wodurch dem Kläger nicht weitergeholfen wäre. Darüber hinaus sei in einem solchen Falle mit der unnötigen Verschleppung des Delistings zu rechnen, was der betroffenen AG schwere Nachteile einbringen könne. Entsprechend der Regelungen des Unternehmensvertragsrechts (§§ 304 Abs. 3, 305 Abs. 5 AktG) und des Umwandlungsrechts (§§ 15, 34, 96, 212 UmwG) sei ein Konflikt somit durch ein Spruchverfahren zu lösen.

#### 5. Sachliche Rechtfertigung bzw. Vorstandsbericht

In der Literatur wird darüber hinaus teilweise vertreten, den Vorstand trifft eine Berichtspflicht über ein geplantes Delisting.<sup>171</sup> Für eine solche bestehe zwar keine ausdrückliche Regelung, sie sei jedoch in entsprechender Anwendung der § 186 Abs. 4 AktG und § 8 UmwG zu fordern.<sup>172</sup>

<sup>167</sup> BGH ZIP 2003, 387 (390).

<sup>168</sup> *Pluskat*, WM 2002, 833 (838).

<sup>169</sup> *Vollmer/Grupp*, ZGR 1995, 459 (475).

<sup>170</sup> BGH ZIP 2003, 387 (391).

<sup>171</sup> *Pluskat*, WM 2002, 833 (835); *Kretschmer/Karakaya*, WM 2002, 2494 (2495).

<sup>172</sup> *Kretschmer/Karakaya*, WM 2002, 2494 (2497).

Der BGH lehnte ein solches Erfordernis ebenso wie das einer sachlichen Rechtfertigung des Hauptversammlungsbeschlusses ab.<sup>173</sup> Jedoch fehlt den entsprechenden Ausführungen abermals eine entsprechende stichhaltige Begründung. Dennoch kann dieser Wertung ohne Bedenken zugestimmt werden. Einziger Gesichtspunkt, unter dem eine Berichtspflicht zu begründen wäre, ist das Schutzinteresse der Aktionäre. Als Schutzinstrument im Rahmen eines Delistings vermag ein Vorstandsbericht aber nicht zu dienen.<sup>174</sup>

## II. Verfahren des Zulassungswiderrufs

Das Ende der amtlichen Notierung des Unternehmens an der Börse wird letztlich durch ein Marktentlassungsverfahren eingeleitet. Eine gesetzliche Grundlage bietet hier wiederum § 38 Abs. 4 BörsG. Die Einleitung des Verfahrens wird demzufolge durch einen entsprechenden Antrag des Unternehmens initiiert. Das Marktentlassungsverfahren ist, wie auch das Verfahren der Zulassung zur Börse, als Verwaltungsverfahren zu charakterisieren. Als *actus contrarius* zur Börsenzulassung ist der Widerruf als Verwaltungsakt zu qualifizieren.<sup>175</sup> Die rechtlichen Vorgaben, welche § 38 Abs. 4 BörsG festsetzt, fallen wenig umfangreich aus und sind darüber hinaus auch alles andere als präzise.<sup>176</sup> So wird durch § 38 Abs. 4 S. 2 BörsG zwar bestimmt, dass der Widerruf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen darf. Zu den Voraussetzungen eines solchen Widerspruchs schweigt sich das Gesetz indes aus. In Satz 5 wird lediglich festgelegt, dass nähere Bestimmungen zum Widerruf in der Börsenordnung zu treffen sind.

Ob dies im Interesse eines einheitlichen „Delistingstandards“ sein kann, ist fraglich. Insbesondere ist zu befürchten, dass sich die Aussagen der einzelnen Börsenordnungen hinsichtlich der Frage, wann bei einem vollständigen Delisting ein Widerspruch zum Anlegerschutz vorliegt, nicht entsprechen. So ist das Delisting zwar gegenwärtig in den Börsenordnungen aller deutschen Börsen geregelt.<sup>177</sup> Jedoch unterscheiden sich diese untereinander teils enorm<sup>178</sup> und genügen den vom BGH vorgegebenen Standards nur unvollständig. So zeigt schon das Beispiel der Ausgestaltung der Börsenordnung von Frankfurt, nach welcher derzeit kein Erfordernis eines Kaufangebots an die Minderheitsaktionäre beim Delisting besteht, dass das Verständnis vom wirksamen Anlegerschutz variiert. Ob eine reine Fristenlösung diesem genügt, darf zu

<sup>173</sup> BGH DB 2003, 544 (547).

<sup>174</sup> *Heidel*, BB 2003, 548 (549).

<sup>175</sup> *Wirth/Arnold*, ZIP 2000, 111 (112).

<sup>176</sup> *Land/Hasselbach*, DB 2000, 557 (558).

<sup>177</sup> Vgl. hierzu bspw. § 58 Abs. 1 Nr. 2 BörsO FWB, § 82 BörsO Berlin-Bremen, § 74 Abs. 4 BörsO Düsseldorf, § 50 Abs. 2 b BörsO Hamburg, § 54 Abs. 2 Nr. 2 und 3 BörsO München.

<sup>178</sup> Während für die Berliner Börse dem Anlegerschutz bei einem vollständigem Delisting genüge getan ist, wenn den Inhabern der Wertpapiere ein angemessenes Kaufangebot unterbreitet wird, muss den Anlegern an der Münchner Wertpapierbörse genügend Zeit belassen werden, die Wertpapiere an der Börse zu veräußern. An der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg muss das Kaufangebot den Anforderungen des Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen genügen. Die Düsseldorfer Börse schließlich lässt ein Delisting nur zu, wenn zusätzlich ein Hauptversammlungsbeschluss vorliegt, der den Vorstand zu einem solchen Schritt ausdrücklich ermächtigt.

Recht in Zweifel gezogen werden.<sup>179</sup> Vertretbar erscheint insoweit auch, dass ein solches Instrument vielmehr nur den Interessen der Börse selbst dient, da sie bei Bekanntwerden der Delistingentscheidung zu einem „Verkäuferwettlauf“<sup>180</sup> provoziert.

Die Zulassungsstelle der Frankfurter Wertpapierbörse<sup>181</sup> kann die Zulassung zum Amtlichen Markt auf Antrag des Emittenten grundsätzlich auch dann widerrufen, wenn das betreffende Wertpapier nach dem Wirksamwerden des Widerrufs weder an einer anderen inländischen Börse noch an einem ausländischen organisierten Markt zugelassen ist und gehandelt wird,<sup>182</sup> es sich mithin um ein vollständiges Delisting handelt. Der Schutz der Anleger darf dem Widerruf indes nicht entgegenstehen. Dies ist dann nicht der Fall, wenn den Anlegern ausreichend Zeit verbleibt, die vom Widerruf betroffenen Wertpapiere über die Börse zu veräußern.<sup>183</sup> Als ausreichende Zeitspanne wird in der Regel ein Zeitraum von sechs Monaten ab Veröffentlichung des Widerrufs angesehen.<sup>184</sup> Der Widerruf wird nach Antragstellung durch die Zulassungsstelle unverzüglich in mindestens einem Börsenpflichtblatt veröffentlicht, § 58 Abs. 5 BörsO FWB.

### III. Zwischenergebnis

Zusammenfassend lässt sich somit erkennen, dass zum regulären Delisting in Deutschland noch zahlreiche Fragen bestehen und das Thema eine Vielzahl von Problempunkten beherbergt. Die Entscheidung des BGH im Falle *Macrotron* hat die Anforderungen an ein entsprechendes Delistingverfahren für die Praxis zunächst ausreichend umrissen. So ist die Entscheidung einer Aktiengesellschaft, ein reguläres Delisting durchzuführen, gemäß den im Urteil getroffenen Aussagen an die Zustimmung der Hauptversammlung in einfacher Mehrheit gebunden. Zudem ist den Minderheitsaktionären seitens der Gesellschaft oder des Großaktionärs ein Abfindungsangebot zum vollen Wert ihrer Aktien zu unterbreiten, welches in einem gerichtlichen Verfahren nachprüfbar ist. Sind diese Voraussetzungen erfüllt, hat sich die Aktiengesellschaft mit ihrem Delistingantrag an die Zulassungsstelle der entsprechenden Börse zu richten. Diese bescheidet den Antrag sodann nach Maßgabe ihrer Börsenordnung.

Mit Blick auf die *Macrotron*-Entscheidung des BGH bleibt festzuhalten, dass sich das Gericht nicht ausnahmslos Zustimmung verdient. Seine Ausführungen sind teilweise verwirrend und führen zu neuen Unklarheiten. So kann das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses nicht überzeugend begründet werden und scheint unter dem Aspekt des Anlegerschutzes auch nicht zwingend erforderlich. Die angeführten Begründungen wirken teils wenig überzeugend. Jedoch darf man auch nicht so weit gehen, den Schutz der Kleinaktionäre unter dem Hinweis, diese seien auch immer vom Anlegerschutz des Kapitalmarktrechts umfasst, dem Aktienrecht komplett

<sup>179</sup> Hierzu im Ganzen *Holzborn/Schlösser*, BKR 2002, 486 ff.

<sup>180</sup> *Streit*, ZIP 2003, 1279 (1285).

<sup>181</sup> Das Marktentlassungsverfahren wird vorliegend am Beispiel der Frankfurter Wertpapierbörse als größte Deutsche Börse dargestellt. An den weiteren deutschen Börsen läuft das Verfahren unter vergleichbaren Bedingungen ab.

<sup>182</sup> Vgl. § 58 Abs. 1 BörsO FWB.

<sup>183</sup> § 58 Abs. 1 Nr. 2 BörsO FWB.

<sup>184</sup> Vgl. § 58 Abs. 2 S. 3 BörsO FWB.

zu verwehren. Vielmehr bedarf es hier der deutlichen Trennung zwischen gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Interessen. Eine zu starke Gewichtung von Argumenten, die auf bestehende börsenrechtliche Schutzinstrumente hinweisen, würde zudem verkennen, dass solche durch Ermessensentscheidungen der entsprechenden Zulassungsstellen geprägt sind. Die Ermessensbetätigung wird sich dabei jedoch regelmäßig nur an kapitalmarktrechtlichen Aspekten orientieren, was den gesellschaftsrechtlich geprägten Interessen der Kleinaktionäre keinen effektiven Schutz verspricht.

Dem BGH kann daher nur zugestimmt werden, wenn er zum Schutz der Kleinaktionäre im Rahmen eines Delistingverfahrens die Unterbreitung eines Pflichtangebots fordert und eine gerichtliche Prüfungsmöglichkeit für dessen Angemessenheit statuiert. Dem Aktionär wird damit die Möglichkeit eröffnet, sich zu fairen Bedingungen von seiner Beteiligung zu trennen. Darüber hinausgehende schutzwürdige Interessen der Streubesitzaktionäre sind jedoch nicht auszumachen. So handelt es sich bei ihnen zumeist um Aktionäre, deren Interesse sich in allererster Linie auf eine gewinnträchtige Vermögensanlage richtet. Mit den genannten Instrumenten wird gewährleistet, dass sie sich von ihrem Investment trennen können, ohne hierdurch Einbußen zu erleiden. Im Falle einer eher unternehmensorientierten Anlage bleibt es ihnen indes frei, an ihren Anteilen festzuhalten. Sollten sie dies tun, geben sie hierdurch zu erkennen, dass sie auf die ihnen zum Schutz dienenden Instrumente verzichten.

Zu bedauern ist hingegen der argumentationsarme Lösungsstil des BGH. So hinterlassen die Ausführungen streckenweise eher den Eindruck einer „gerichtlichen Meinungsäußerung“ als den einer überzeugenden, mit Rechtsnormen untermauerten Gerichtsentscheidung. Im Ergebnis wird das Urteil zwar in der „Delistingpraxis“ die entsprechende Beachtung erfahren. Die im Schrifttum diskutierten Problemfelder konnten indes keiner zufrieden stellenden Lösung zugeführt werden.

Im Hinblick auf die gestiegene Aufmerksamkeit, derer sich das Delisting von Aktiengesellschaften gegenwärtig erfreut, wäre eine baldige gesetzgeberische Initiative im Aktienrecht im Interesse der Rechtsklarheit sehr wünschenswert. Sollte der Gesetzgeber indes tatsächlich die Intention verfolgt haben, Schutzinstrumentarien im Zusammenhang mit Aktienbesitz ausschließlich dem Kapitalmarktrecht vorzubehalten, ist auch hier eine klare Regelung zu fordern. Entscheidungen, die dem Ermessen der Zulassungsstellen überlassen sind, erscheinen in diesem Fall fehl am Platze. Denn nur durch klare Regelungsmechanismen lässt sich der Finanzplatz Deutschland auf Dauer attraktiv gestalten.

## E. Fazit und Ausblick

Deutsche Aktiengesellschaften, die die Absicht hegen, sich umfassend von der Börse zurückzuziehen, haben es nach wie vor nicht leicht. Jedoch zeigen die vorstehenden Ausführungen, dass die börsenrechtlichen Bestimmungen der betrachteten Rechtsordnungen mittlerweile allesamt Möglichkeiten bereithalten, welche ein Delisting ermöglichen. Entgegen einiger Befürchtungen, die anfangs im Schrifttum noch zu vernehmen waren,<sup>185</sup> stellt sich der Weg an die nationalen und internationalen Ka-

<sup>185</sup> Z.B. *Eickhoff*, WM 1988, 1713 m.w.N.

pitalmärkte somit keinesfalls als Einbahnstraße dar. Vielmehr haben die legislativen Autoritäten die Zeichen der Zeit erkannt und die Bedürfnisse der Emittenten an ihren Börsen aufgegriffen. Die entstandenen rechtlichen Bestimmungen der jeweiligen Staaten lassen dabei durchweg die Zielsetzung erkennen, einen gerechten Ausgleich zwischen Anleger- und Emittenteninteressen zu schaffen. Nur dadurch wird es letztlich möglich zu sein, die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte nachhaltig zu sichern.

Soweit ersichtlich, erscheinen die Regelungssysteme, welche die Voraussetzungen für die Durchführung eines Delistings festschreiben, sowohl in Frankreich und Großbritannien als auch in Deutschland gefestigt. Einzig in den USA lassen sich aufgrund der anhaltenden Diskussionen zur strengen Reglementierung des Börsenrückzugs in unmittelbarer Zukunft Änderungen der Rechtslage erwarten.

## SCHRIFTTUM

- Adolff, Johannes/Tieves, Johannes*, Über den rechten Umgang mit einem entschlossenen Gesetzgeber: Die aktienrechtliche Lösung des BGH für den Rückzug von der Börse, Betriebs-Berater 2003, 797-805.
- Bartos, Jim/King, Peter*, SEC Deregistration: Tactics for Issuers, International Financial Law Review, Mai 2005, 29-31.
- Bernstein, Andrew*, What if the SEC makes deregistration easier? International Financial Law Review, Mai 2005, 11-12.
- Bungert, Hartwin*, Delisting und Hauptversammlung – Zugleich eine Besprechung des Urteils des LG München I, BB 1999, 2634 – Betriebs-Berater 2000, 53-58.
- De Vries, Kolja*, Delisting: Kapitalmarktrecht, Gesellschaftsrecht, Umwandlungsrecht – Rechtsfragen der Handelsgesellschaften, Band 112, Köln 2002.
- Drygala, Tim*, Kurzkomentar zum Urteil des LG Frankfurt vom 29.7.1997, Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht 1997, 919-920.
- Eickhoff, Wolfgang*, Der Gang an die Börse – und kein Weg zurück?, Wertpapiermitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 1988, 1713-1717.
- Fluck, Jürgen*, Zum Verzicht des Begünstigten auf Rechte aus einem Verwaltungsakt am Beispiel der Börsenzulassung, Wertpapiermitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 1995, 553-560.
- Gessler, Ernst*, Einberufung und ungeschriebene Hauptversammlungszuständigkeiten, in: Lutter, Marcus /Mertens, Hans-Joachim /Ulmer, Peter (Hrsg.), Festschrift für Walter Stimpel zum 68. Geburtstag am 29. November 1985, Berlin u.a. 1985, 771-789.
- Glaum, Martin/Tomaschewski, Dieter/Weber, Silke*, Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts auf deutsche Unternehmen: Kosten, Nutzen, Folgen für US-Börsennotierungen, in: von Rosen, Rüdiger (Hrsg.), Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 33, 1. Auflage, Februar 2006, erhältlich im Internet: <[http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai\\_publicationen.htm](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_publicationen.htm)> (besucht am 8. August 2006).
- Groß, Wolfgang*, Kapitalmarktrecht-Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungsverordnung, zum Wertpapierprospektgesetz und zum Verkaufsprospektgesetz, 3. Auflage, München 2006.
- Groß, Wolfgang*, Rechtsprobleme des Delisting, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 165 (2001), 141-166.
- Grupp, Alexander*, Börseneintritt und Börsenaustritt im Spannungsfeld individueller Interessen, Sternenfels u.a. 1995.
- Hannich, Fabian/Heinrich, Tobias/Kachel, Petra/von Oppen, Matthias*, Dual Listing – Eine ökonomische und juristische Analyse der Auslandsnotierungen deutscher Aktiengesellschaften, in: von Rosen, Rüdiger (Hrsg.), Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 30, 1. Auflage, Juli 2005, erhältlich im Internet: <[http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai\\_publicationen.htm](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/dai_publicationen.htm)> (besucht am 8. August 2006).
- Heidel, Thomas*, Anmerkung zur Entscheidung des BGH im Falle Macrotron, Der Betrieb 2003, 548-551.

- Hellwig*, Hans-Jürgen, Möglichkeiten einer Börsenreform zur Stärkung des deutschen Kapitalmarktes, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 1999, 781-819.
- *Bormann*, Michael, Die Abfindungsregeln beim Going Private – Der Gesetzgeber ist gefordert!, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 2002, 465-496.
- Holzborn*, Timo/*Schlösser*, Daniel, Systemwechsel beim going private – § 43 Abs. 4 BörsG i.V.m. § 54 a BörsO FWB n.F. vor dem Hintergrund des WpÜG, *Zeitschrift für das gesamte Bank- und Kapitalmarktrecht* 2002, 486-491.
- Hopt*, Klaus J., Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz – Börsen und kapitalmarktrechtliche Überlegungen, in: Basedow, Jürgen/Hopt, Klaus J./Kötz, Hein (Hrsg.), *Festschrift für Ulrich Drobnig zum 70. Geburtstag*, Tübingen 1998, 525-548.
- Hüffner*, Uwe, *Aktiengesetz – Kurzkomentar*, 6. Auflage, München 2004.
- Krämer*, Lutz Robert/*Theiß*, Simone, Delisting nach der Macrotron-Entscheidung des BGH, *Die Aktiengesellschaft* 2003, 225-242.
- Kleindiek*, Detlef, „Going Private“ und Anlegerschutz, in: Westermann, Harm P./Mock, Klaus (Hrsg.), *Festschrift für Gerold Bezzenberger zum 70. Geburtstag am 13. März 2000*, Rechtsanwalt und Notar im Wirtschaftsleben, Berlin u.a. 2000, 653-671.
- Klenke*, Hilmar, Der Rückzug mehrfach notierter Unternehmen von den deutschen Regionalbörsen, *Wertpapiermitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 1995, 1089-1100.
- Kretschmer*, Bernhard/*Karakaya*, Ilkin, Zur Berichtspflicht des Vorstandes beim Delisting von Aktiengesellschaften, *Wertpapiermitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 2002, 2494-2497.
- Land*, Volker/*Hasselbach*, Kai, „Going Private“ und „Squeeze-out“ nach deutschem Aktien-, Börsen- und Übernahmerecht, *Der Betrieb* 2000, 557-562.
- Lutter*, Marcus, Anmerkungen zum BGH-Urteil vom 25.11.2003 („Macrotron“), *Juristenzeitung* 2003, 684-687.
- *Gesellschaftsrecht und Kapitalmarkt*, in: Lieb, Manfred/Noack, Ulrich/Westermann, Harm P. (Hrsg.), *Festschrift für Wolfgang Zöllner zum 70. Geburtstag*, Band I – Handels-, Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht, Köln u.a. 1998, 361-383.
- Lutter*, Marcus/*Leinekugel*, Rolf, Der Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung zu grundlegenden Strukturmaßnahmen – zulässige Kompetenzübertragung oder unzulässige Selbstentmachtung? *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 1998, 805-817.
- Lutter*, Marcus/*Scheffler*, Eberhard/*Schneider*, Uwe H., *Handbuch der Konzernfinanzierung*, Köln 1998.
- Lutter*, Marcus/*Drygala*, Tim, Rechtsfragen beim Gang an die Börse, in: Schmidt, Karsten/Schwark, Eberhard (Hrsg.), *Unternehmen, Recht und Wirtschaftsordnung*, *Festschrift für Peter Raisch zum 70. Geburtstag*, Köln u.a. 1995, 239-253.
- Martinius*, Philip/*Schiffer*, Jack, Anmerkungen zum Urteil des LG München I, *Der Betrieb* 1999, 2460-2462.
- Maunz*, Theodor/*Dürig*, Günter, *Kommentar zum Grundgesetz*, Band II: Art. 12-21, Loseblattausgabe München.
- Meyer-Landrut*, Andreas/*Kiem*, Roger, Der Formwechsel einer Publikumsaktiengesellschaft – Erste Erfahrungen aus der Praxis – Teil I, *Wertpapiermitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 1997, 1361-1367.

- Moritz, Katja/Gesse, Marco*, Die Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts auf deutsche Unternehmen, in: Tietje, Christian/Kraft, Gerhard/Sethe, Rolf (Hrsg.), Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 49, Halle 2005.
- Mülbert, Peter O.*, Rechtsprobleme des Delisting, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 165 (2001), 104-140.
- Pluskat, Sorika*, Going Private durch reguläres Delisting, Wertpapiermitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 2002, 833-839.
- Schiessl, Maximilian*, Ist das deutsche Aktienrecht kapitalmarkttauglich? Die Aktiengesellschaft 1999, 442-452.
- Schlitt, Michael*, Die gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen des regulären Delisting – Macrotron und die Folgen, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2004, 533-544.
- Schmidt-Bleibtreu, Bruno/Klein, Franz*, Kommentar zum Grundgesetz, 10. Auflage, Neuwied 2004.
- Schwark, Eberhard/Geiser, Frank*, Delisting, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 161 (1997), 739-773.
- Schwichtenberg, Jörg*, Going Private und Freezeouts – Der Rückzug von der Börse und der Ausschluss von Minderheitsaktionären nach deutschem und US-amerikanischem Recht, Studienreihe Wirtschaftsrechtliche Forschungsergebnisse, Band 50, Hamburg 2003.
- Semler, Johannes/Volhard, Rüdiger*, Arbeitshandbuch für die Hauptversammlung, München u.a. 1999.
- Steck, Kai-Uwe*, „Going private“ über das UmwG – Das Gesellschaftsrecht des „kalten Delisting“, Die Aktiengesellschaft 1998, 460-466.
- Streit, Georg*, Anmerkung zur Entscheidung des BGH im Falle Macrotron, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2003, 392-395.
- Delisting Light – Die Problematik der Vereinfachung des freiwilligen Rückzugs von der Frankfurter Wertpapierbörse, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2002, 1279-1289.
- Wirth, Gerhard/Arnold, Michael*, Anlegerschutz beim Delisting von Aktiengesellschaften – Zugleich Anmerkung zu LG München I ZIP 1999, 2017 –, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000, 111-117.

**Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht**  
(bis Heft 13 erschienen unter dem Titel: Arbeitspapiere aus dem  
Institut für Wirtschaftsrecht – ISSN 1619-5388)

**ISSN 1612-1368**

**Bislang erschienene Hefte**

- Heft 1 Wiebe-Katrin Boie, Der Handel mit Emissionsrechten in der EG/EU – Neue Rechtssetzungsinitiative der EG-Kommission, März 2002, ISBN 3-86010-639-2
- Heft 2 Susanne Rudisch, Die institutionelle Struktur der Welthandelsorganisation (WTO): Reformüberlegungen, April 2002, ISBN 3-86010-646-5
- Heft 3 Jost Delbrück, Das Staatsbild im Zeitalter wirtschaftsrechtlicher Globalisierung, Juli 2002, ISBN 3-86010-654-6
- Heft 4 Christian Tietje, Die historische Entwicklung der rechtlichen Disziplinierung technischer Handelshemmnisse im GATT 1947 und in der WTO-Rechtsordnung, August 2002, ISBN 3-86010-655-4
- Heft 5 Ludwig Gramlich, Das französische Asbestverbot vor der WTO, August 2002, ISBN 3-86010-653-8
- Heft 6 Sebastian Wolf, Regulative Maßnahmen zum Schutz vor gentechnisch veränderten Organismen und Welthandelsrecht, September 2002, ISBN 3-86010-658-9
- Heft 7 Bernhard Kluttig/Karsten Nowrot, Der „Bipartisan Trade Promotion Authority Act of 2002“ – Implikationen für die Doha-Runde der WTO, September 2002, ISBN 3-86010-659-7
- Heft 8 Karsten Nowrot, Verfassungsrechtlicher Eigentumsschutz von Internet-Domains, Oktober 2002, ISBN 3-86010-664-3
- Heft 9 Martin Winkler, Der Treibhausgas-Emissionsrechtehandel im Umweltvölkerrecht, November 2002, ISBN 3-86010-665-1
- Heft 10 Christian Tietje, Grundstrukturen und aktuelle Entwicklungen des Rechts der Beilegung internationaler Investitionsstreitigkeiten, Januar 2003, ISBN 3-86010-671-6
- Heft 11 Gerhard Kraft/Manfred Jäger/Anja Dreiling, Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmen im Spiegel rechtspolitischer Diskussion und ökonomischer Sinnhaftigkeit, Februar 2003, ISBN 3-86010-647-0
- Heft 12 Bernhard Kluttig, Welthandelsrecht und Umweltschutz – Kohärenz statt Konkurrenz, März 2003, ISBN 3-86010-680-5

- Heft 13 Gerhard Kraft, Das Corporate Governance-Leitbild des deutschen Unternehmenssteuerrechts: Bestandsaufnahme – Kritik – Reformbedarf, April 2003, ISBN 3-86010-682-1
- Heft 14 Karsten Nowrot/Yvonne Wardin, Liberalisierung der Wasserversorgung in der WTO-Rechtsordnung – Die Verwirklichung des Menschenrechts auf Wasser als Aufgabe einer transnationalen Verantwortungsgemeinschaft, Juni 2003, ISBN 3-86010-686-4
- Heft 15 Alexander Böhmer/Guido Glania, The Doha Development Round: Reintegrating Business Interests into the Agenda – WTO Negotiations from a German Industry Perspective, Juni 2003, ISBN 3-86010-687-2
- Heft 16 Dieter Schneider, „Freimütige, lustige und ernsthafte, jedoch vernunft- und gesetzmäßige Gedanken“ (Thomasius) über die Entwicklung der Lehre vom gerechten Preis und fair value, Juli 2003, ISBN 3-86010-696-1
- Heft 17 Andy Ruzik, Die Anwendung von Europarecht durch Schiedsgerichte, August 2003, ISBN 3-86010-697-X
- Heft 18 Michael Slonina, Gesundheitsschutz contra geistiges Eigentum? Aktuelle Probleme des TRIPS-Übereinkommens, August 2003, ISBN 3-86010-698-8
- Heft 19 Lorenz Schomerus, Die Uruguay-Runde: Erfahrungen eines Chef-Unterhändlers, September 2003, ISBN 3-86010-704-6
- Heft 20 Michael Slonina, Durchbruch im Spannungsverhältnis TRIPS and Health: Die WTO-Entscheidung zu Exporten unter Zwangslizenzen, September 2003, ISBN 3-86010-705-4
- Heft 21 Karsten Nowrot, Die UN-Norms on the Responsibility of Transnational Corporations and Other Business Enterprises with Regard to Human Rights – Gelungener Beitrag zur transnationalen Rechtsverwirklichung oder das Ende des Global Compact?, September 2003, ISBN 3-86010-706-2
- Heft 22 Gerhard Kraft/Ronald Krenzel, Economic Analysis of Tax Law – Current and Past Research Investigated from a German Tax Perspective, Oktober 2003, ISBN 3-86010-715-1
- Heft 23 Ingeborg Fogt Bergby, Grundlagen und aktuelle Entwicklungen im Streitbeilegungsrecht nach dem Energiechartavertrag aus norwegischer Perspektive, November 2003, ISBN 3-86010-719-4
- Heft 24 Lilian Habermann/Holger Pietzsch, Individualrechtsschutz im EG-Antidumpingrecht: Grundlagen und aktuelle Entwicklungen, Februar 2004, ISBN 3-86010-722-4
- Heft 25 Matthias Hornberg, Corporate Governance: The Combined Code 1998 as a Standard for Directors' Duties, März 2004, ISBN 3-86010-724-0

- Heft 26 Christian Tietje, Current Developments under the WTO Agreement on Subsidies and Countervailing Measures as an Example for the Functional Unity of Domestic and International Trade Law, März 2004, ISBN 3-86010-726-7
- Heft 27 Henning Jessen, Zollpräferenzen für Entwicklungsländer: WTO-rechtliche Anforderungen an Selektivität und Konditionalität – Die GSP-Entscheidung des WTO Panel und Appellate Body, Mai 2004, ISBN 3-86010-730-5
- Heft 28 Tillmann Rudolf Braun, Investment Protection under WTO Law – New Developments in the Aftermath of Cancún, Mai 2004, ISBN 3-86010-731-3
- Heft 29 Juliane Thieme, Latente Steuern – Der Einfluss internationaler Bilanzierungsvorschriften auf die Rechnungslegung in Deutschland, Juni 2004, ISBN 3-86010-733-X
- Heft 30 Bernhard Kluttig, Die Klagebefugnis Privater gegen EU-Rechtsakte in der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofes: Und die Hoffnung stirbt zuletzt..., September 2004, ISBN 3-86010-746-1
- Heft 31 Ulrich Immenga, Internationales Wettbewerbsrecht: Unilateralismus, Bilateralismus, Multilateralismus, Oktober 2004, ISBN 3-86010-748-8
- Heft 32 Horst G. Krenzler, Die Uruguay Runde aus Sicht der Europäischen Union, Oktober 2004, ISBN 3-86010-749-6
- Heft 33 Karsten Nowrot, Global Governance and International Law, November 2004, ISBN 3-86010-750-X
- Heft 34 Ulrich Beyer/Carsten Oehme/Friederike Karmrodt, Der Einfluss der Europäischen Grundrechtecharta auf die Verfahrensgarantien im Unionsrecht, November 2004, ISBN 3-86010-755-0
- Heft 35 Frank Rieger/Johannes Jester/ Michael Sturm, Das Europäische Kartellverfahren: Rechte und Stellung der Beteiligten nach Inkrafttreten der VO 1/03, Dezember 2004, ISBN 3-86010-764-X
- Heft 36 Kay Wissenbach, Systemwechsel im europäischen Kartellrecht: Dezentralisierte Rechtsanwendung in transnationalen Wettbewerbsbeziehungen durch die VO 1/03, Februar 2005, ISBN 3-86010-766-6
- Heft 37 Christian Tietje, Die Argentinien-Krise aus rechtlicher Sicht: Staatsanleihen und Staateninsolvenz, Februar 2005, ISBN 3-86010-770-4
- Heft 38 Matthias Bickel, Die Argentinien-Krise aus ökonomischer Sicht: Herausforderungen an Finanzsystem und Kapitalmarkt, März 2005, ISBN 3-86010-772-0

- Heft 39 Nicole Steinat, *Comply or Explain – Die Akzeptanz von Corporate Governance Kodizes in Deutschland und Großbritannien*, April 2005, ISBN 3-86010-774-7
- Heft 40 Karoline Robra, *Welthandelsrechtliche Aspekte der internationalen Besteuerung aus europäischer Perspektive*, Mai 2005, ISBN 3-86010-782-8
- Heft 41 Jan Bron, *Grenzüberschreitende Verschmelzung von Kapitalgesellschaften in der EG*, Juli 2005, ISBN 3-86010-791-7
- Heft 42 Christian Tietje/Sebastian Wolf, *REACH Registration of Imported Substances – Compatibility with WTO Rules*, July 2005, ISBN 3-86010-793-3
- Heft 43 Claudia Decker, *The Tension between Political and Legal Interests in Trade Disputes: The Case of the TEP Steering Group*, August 2005, ISBN 3-86010-796-8
- Heft 44 Christian Tietje (Hrsg.), *Der Beitritt Russlands zur Welthandelsorganisation (WTO)*, August 2005, ISBN 3-86010-798-4
- Heft 45 Wang Heng, *Analyzing the New Amendments of China's Foreign Trade Act and its Consequent Ramifications: Changes and Challenges*, September 2005, ISBN 3-86010-802-6
- Heft 46 James Bacchus, *Chains Across the Rhine*, October 2005, ISBN 3-86010-803-4
- Heft 47 Karsten Nowrot, *The New Governance Structure of the Global Compact – Transforming a "Learning Network" into a Federalized and Parliamentarized Transnational Regulatory Regime*, November 2005, ISBN 3-86010-806-9
- Heft 48 Christian Tietje, *Probleme der Liberalisierung des internationalen Dienstleistungshandels – Stärken und Schwächen des GATS*, November 2005, ISBN 3-86010-808-5
- Heft 49 Katja Moritz/Marco Gesse, *Die Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts auf deutsche Unternehmen*, Dezember 2005, ISBN 3-86010-813-1
- Heft 50 Christian Tietje/Alan Brouder/Karsten Nowrot (eds.), *Philip C. Jessup's *Transnational Law* Revisited – On the Occasion of the 50th Anniversary of its Publication*, February 2006, ISBN 3-86010-825-5
- Heft 51 Susanne Probst, *Transnationale Regulierung der Rechnungslegung – International Accounting Standards Committee Foundation und Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee*, Februar 2006, ISBN 3-86010-826-3
- Heft 52 Kerstin Rummel, *Verfahrensrechte im europäischen Arzneimittelzulassungsrecht*, März 2006, ISBN 3-86010-828-X

- Heft 53 Marko Wohlfahrt, Gläubigerschutz bei EU-Auslandsgesellschaften, März 2006, ISBN (10) 3-86010-831-X, ISBN (13) 978-3-86010-831-4
- Heft 54 Nikolai Fichtner, The Rise and Fall of the Country of Origin Principle in the EU's Services Directive – Uncovering the Principle's Premises and Potential Implications –, April 2006, ISBN (10) 3-86010-834-4, ISBN (13) 978-3-86010-834-5
- Heft 55 Anne Reinhardt-Salcinovic, Informelle Strategien zur Korruptionsbekämpfung – Der Einfluss von Nichtregierungsorganisationen am Beispiel von Transparency International –, Mai 2006, ISBN (10) 3-86010-840-9, ISBN (13) 978-3-86010-840-6
- Heft 56 Marius Rochow, Die Maßnahmen von OECD und Europarat zur Bekämpfung der Bestechung, Mai 2006, ISBN (10) 3-86010-842-5, ISBN (13) 978-3-86010-842-0
- Heft 57 Christian J. Tams, An Appealing Option? The Debate about an ICSID Appellate Structure, Juni 2006, ISBN (10) 3-86010-843-3, ISBN (13) 978-3-86010-843-7
- Heft 58 Sandy Hamelmann, Internationale Jurisdiktionskonflikte und Vernetzungen transnationaler Rechtsregime – Die Entscheidungen des Panels und des Appellate Body der WTO in Sachen "Mexico – Tax Measures on Soft Drinks and Other Beverages" –, Juli 2006, ISBN (10) 3-86010-850-6, ISBN (13) 978-3-86010-850-5
- Heft 59 Torje Sunde, Möglichkeiten und Grenzen innerstaatlicher Regulierung nach Art. VI GATS, Juli 2006, ISBN (10) 3-86010-849-2, ISBN (13) 978-3-86010-849-9
- Heft 60 Kay Wissenbach, Schadenersatzklagen gegen Kartellmitglieder – Offene Fragen nach der 7. Novellierung des GWB, August 2006, ISBN (10) 3-86010-852-2, ISBN (13) 978-3-86010-852-9
- Heft 61 Sebastian Wolf, Welthandelsrechtliche Rahmenbedingungen für die Liberalisierung ausländischer Direktinvestitionen – Multilaterale Investitionsverhandlungen oder Rückbesinnung auf bestehende Investitionsregelungen im Rahmen der WTO?, September 2006, ISBN (10) 3-86010-860-3, ISBN (13) 978-3-86010-860-4
- Heft 62 Daniel Kirmse, Cross-Border Delisting – Der Börsenrückzug deutscher Aktiengesellschaften mit Zweitnotierungen an ausländischen Handelsplätzen, Oktober 2006, ISBN (10) 3-86010-861-1, ISBN (13) 978-3-86010-861-1