

**Fachhochschule Köln**  
**University of Applied Sciences Cologne**

**Fakultät für Wirtschaftswissenschaften**

Bachelorarbeit

zur Erlangung  
des akademischen Grades  
Bachelor of Science (B. Sc.)  
im Studiengang Banking & Finance

„Eigentumsschutz bei Squeeze-Out- und Delisting-Transaktionen“

Erstprüferin	Prof. Dr. Ursula Kleinert
Zweitprüfer	Prof. Dr. Georg Brüker
vorgelegt am	14.08.2014
von cand.	Marcel Ellinghaus
aus	50676 Köln Große Telegraphenstr. 24-26
Matrikel-Nr.	110 88 100
Telefon-Nr.	0221 / 548 197 41

## Inhaltsverzeichnis

Tabellenverzeichnis.....	3
Abkürzungsverzeichnis.....	4
1. Einleitung .....	5
1.1. Zielsetzung.....	5
1.2. Beschränkung .....	6
2. Squeeze-Out-Transaktionen .....	6
2.1. Einführung.....	6
2.2. Der Aktienrechtliche Squeeze-Out .....	7
2.2.1. Allgemein.....	7
2.2.2. Vorgang.....	8
2.2.3. Ermittlung des Abfindungsbetrags .....	12
2.2.4. Rechte des Minderheitsaktionärs.....	14
2.2.5. Fallbeispiel Altana AG.....	19
2.3. Andere Squeeze-Out-Verfahren .....	21
2.3.1. Der übernahmerechtliche Squeeze-out.....	21
2.3.2. Der Verschmelzungsrechtliche Squeeze-Out.....	23
2.3.3. Der finanzmarktstabilisierungsrechtliche Squeeze-out.....	25
3. Delisting-Transaktionen.....	25
3.1. Einleitung .....	25
3.1.1. Delisting von Amts wegen.....	28
3.1.2. Kaltes Delisting.....	29
3.1.3. Reguläres Delisting.....	30
3.1.4. Vergleich der Börsenordnungen .....	31
3.2. Alte Rechtslage „Macrotron“ .....	36
3.3. Neue Rechtslage „Frosta“ .....	37
3.4. Würdigung.....	39
3.5. Folgen für den Aktionär .....	42
4. Zusammenfassung Eigentumsschutz.....	43
Literaturverzeichnis .....	45
Erklärung.....	48

## **Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1: Kursentwicklung von Aktiengesellschaften nach Ankündigung eines Delistings...41

## Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AZ	Aktenzeichen
BGH	Bundesgerichtshof
BörsG	Börsengesetz
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
Bzw.	beziehungsweise
DAX	Deutscher Aktienindex
DBAG	Deutsche Börse AG
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
S.	Seite
SE	Societas Europaea
Vgl.	Vergleiche
WKN	Wertpapierkennnummer
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebV	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots
ZPO	Zivilprozessordnung

# 1. Einleitung

## 1.1. Zielsetzung

Diese Arbeit befasst sich mit der Thematik der Eigentumsrechte und des Eigentumsschutz bei Squeeze-Out- und Delisting-Transaktionen von börsennotierten Aktiengesellschaften in Deutschland. Zwischen den beiden Interessengruppen einer solchen Transaktion, nämlich dem Hauptaktionär auf der einen und den Minderheitsaktionären auf der anderen Seite, besteht ein klarer Interessenkonflikt, viele Minderheitsaktionäre nehmen sie gar als „Enteignung“ wahr<sup>1</sup>. Häufig wird auch versucht, einen Squeeze-Out mit Rechtsmitteln zu verhindern, so „[...]sind 2006 mehr als 95% der Squeeze Outs angefochten worden“ (Gehling, Heldt, & Royé, 2007).

Diese Arbeit soll einen Beitrag dazu liefern, Minderheitsaktionären ein besseres Verständnis der rechtlichen und wirtschaftlichen Vorgänge zu ermöglichen, da diese aufgrund der Tatsache, dass sie häufig nicht über die gleichen juristischen Beratungskapazitäten verfügen wie beispielsweise der Bieter eines öffentlichen Übernahmeangebotes, nicht über die gleiche Informationsmenge zur Entscheidungsfindung verfügen. Dennoch wird ihre Vermögenssituation unter Umständen in nicht unerheblichem Ausmaß tangiert.

Weiterhin soll im Rahmen des Abschnitts, der sich mit Delisting-Transaktionen beschäftigt, auf die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes im Fall „Frosta“ vom 8. Oktober 2013<sup>2</sup> eingegangen werden, da diese eine deutliche Abkehr von der bis dahin geltenden Rechtsauffassung bedeutet<sup>3</sup>.

Der Themenkomplex der Squeeze-Out-Transaktionen soll anhand eines Fallbeispiels veranschaulicht und sein Ablauf in der Praxis herausgearbeitet werden, um an realen Vorgängen zu zeigen, wie der zeitliche Verlauf sowie die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt bzw. den Minderheitsaktionären gehandhabt wird.

---

<sup>1</sup> Vgl. Gehling, Heldt, & Royé, 2007, S.11

<sup>2</sup> BGH, Beschluss vom 8. Oktober 2013, Az. II ZB 26/12

<sup>3</sup> Vgl. Rothley, TaylorWessing Newsletter, 2013

## 1.2. Beschränkung

Aufgrund der Beschränkung des Umfangs einer Bachelor-Arbeit wird in der vorliegenden Arbeit die rechtliche Situation in Deutschland betrachtet, wobei der Fokus auch im Bereich des Squeeze-Out auf börsennotierten Gesellschaften liegt, da dies in der Tendenz für ein größeres Publikum von Interesse ist. Implikationen für diese Betrachtung ergeben sich beispielsweise in der Ermittlung des Abfindungsbetrags, bei nicht börsennotierten Gesellschaften entfallen hier, in Ermangelung eines solchen, Überlegungen zur Berücksichtigung des Börsenkurses zur Bestimmung des Unternehmenswertes.

Auch im Ausland, besonders in angelsächsischen Rechtsräumen, ist der Begriff „Squeeze-Out“ für den Ausschluss von Minderheitsaktionären gebräuchlich, die rechtlichen Verfahren zur Erreichung dieses Ausschlusses unterscheiden sich je nach Rechtsraum zum Teil allerdings deutlich voneinander, so ist beispielsweise in Großbritannien eine Beteiligung von 90% der Stimmrechte für eine Squeeze-Out-Verfahren notwendig, in Italien sind es hingegen 98%<sup>4</sup>.

Im US-amerikanischen Recht kommt auch der Begriff „Freeze-out“ für die Beschreibung eines dem Squeeze-Out vergleichbaren Vorgangs zur Anwendung<sup>5</sup>, wobei sich hier die relevanten rechtlichen Rahmenbedingungen von Bundesstaat zu Bundesstaat unterscheiden.

Aus diesen Gründen beschränkt sich die vorliegende Arbeit in ihren Ausführungen, wenn nicht explizit anders genannt, auf die Situation börsennotierter Gesellschaften in Deutschland.

## 2. Squeeze-Out-Transaktionen

### 2.1. Einführung

Mit dem Begriff „Squeeze-Out“ wird ein Verfahren beschrieben, das es möglich macht, Minderheitsaktionäre aus einer Gesellschaft auszuschließen und bedeutet in der Übersetzung sinngemäß

---

<sup>4</sup> Vgl. Witte, 2011, S.17

<sup>5</sup> Vgl. Witte, 2011, S.17

„Hinausdrängen von Minderheitsaktionären“<sup>6</sup>. In Deutschland versteht der „[...]Gesetzgeber das Squeeze-Out-Verfahren als Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre gegen eine angemessene Bar- oder Aktienabfindung auf einen Aktionär[...]“ (Witte, 2011). Die Gesellschaft als solche besteht nach einem Squeeze-Out fort<sup>7</sup>. Der Gesetzgeber kennt derzeit insgesamt vier verschiedene Formen eines Squeeze-Outs, von denen in dieser Arbeit in der Hauptsache der Aktienrechtliche Squeeze-Out betrachtet wird, der in den §§327 a-f AktG geregelt ist.

Die verbleibenden drei Formen des Squeeze-Outs können aufgrund des beschränkten Umfangs einer Bachelorarbeit hier nicht im Detail bearbeitet und daher nur zusammengefasst dargestellt werden.

## **2.2. Der Aktienrechtliche Squeeze-Out**

### **2.2.1. Allgemein**

Der Aktienrechtliche Squeeze-Out, wie er in den §§327 a-f AktG festgelegt ist, wurde in dieser Form am 1.1.2002 mit Inkrafttreten des WpÜG eingeführt und regelt den Inhalt und Ablauf des Verfahrens zum Ausschluss von Minderheitsaktionären, wobei dieser an die Verfahren der Mehrheitseingliederung, wie sie in den §§320 ff. AktG beschrieben werden, angelehnt wurden<sup>8</sup>.

Voraussetzung für einen Ausschluss von Minderheitsaktionären ist gemäß §327a AktG, dass dem Hauptaktionäre, der den Ausschluss anstrebt, mindestens 95% des Grundkapitals zuzurechnen sind. Außerdem kann der Hauptaktionär den Ausschluss nur gegen „Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen“ (§327a Abs. 1 AktG).

Ein dem Ausschluss-Verfahren vorhergehendes Übernahmeangebot seitens des Hauptaktionärs ist hingegen beim aktienrechtlichen Squeeze-Out, im Kontrast zum übernahmerechtlichen Squeeze-Out, nicht erforderlich, um auch den Zwangsausschluss von Minderheitsaktionären

---

<sup>6</sup> Vgl. Witte, 2011, S.17

<sup>7</sup> Vgl. Witte, 2011, S.18

<sup>8</sup> Vgl. Witte, 2011, S.43f

aus Gesellschaften möglich zu machen, die an keinem organisierten Markt notiert sind<sup>9</sup>.

Zur Ermittlung der Beteiligungshöhe sind die Kriterien des §16 Abs. 2 sowie Abs. 4 AktG heranzuziehen. Hierzu setzt man die Summe der Nennbeträge, die dem Hauptaktionär gehören, bzw. bei Stückaktien die Zahl der Aktien, ins Verhältnis zum Nennkapital respektive der Gesamtzahl der Aktien. Wichtig ist hierbei, dass eigene Aktien des Zielunternehmens von der Anzahl der Aktien abgezogen werden müssen. Dies gilt auch für Anteile, die für Rechnung der Zielgesellschaft oder treuhänderisch für diese gehalten werden<sup>10</sup>.

### **2.2.2. Vorgang**

Das Verfahren bei einem aktienrechtlichen Squeeze-Out gliedert sich im Wesentlichen in fünf aufeinanderfolgende Phasen.

Eingeleitet wird das Verfahren gemäß §327a Abs. 1 S.1 AktG durch ein „Verlangen“ des Hauptaktionärs, von diesem muss also die Initiative ausgehen.

Der Adressat dieses Verlangen wird im Gesetz nicht eindeutig benannt, sodass es hierüber keine einheitliche Meinung gibt. Auf der einen Seite wird als Adressat die Gesellschaft an sich genannt, andere Stimmen vertreten die Ansicht, „[...]Adressat des Verlangens sei aufgrund der Vorschrift des §327 c Abs. 1 AktG der Vorstand der Gesellschaft“ (Witte, 2011), wobei Witte dieser Ansicht selbst widerspricht und anführt, dass es sich bei einem Squeeze-Out um eine „[...]mitgliedschaftliche Rechtsbeziehung zwischen Aktionär und Aktiengesellschaft handelt[...]“ (Witte, 2011). Im praktischen Vorgang ist dieser Unterschied jedoch zu vernachlässigen, da der Vorstand gemäß §78 Abs. 1 AktG die Gesellschaft vertritt und somit auch das Verlangen als Willenserklärung entgegen nehmen wird.

---

<sup>9</sup> Vgl. Witte, 2011, S.18f

<sup>10</sup> Vgl. Witte, 2011, S.21

Das Verlangen als solches unterliegt von Seiten des Gesetzes keinen formellen Anforderungen, dennoch empfiehlt es sich, aus Gründen der Rechtsklarheit, dieses in Textform zu verfassen<sup>11</sup>.

Zusätzlich zu diesem Verlangen muss der Hauptaktionär zeigen, dass er über den zur Einleitung eines Squeeze-Outs nötigen Anteil am Grundkapital von mindestens 95% verfügt, da sonst der Vorstand der Zielgesellschaft auch nicht verpflichtet ist, die für den Fortgang des Ausschlussverfahren notwendigen Schritte, hier vor allem die Einberufung einer Hauptversammlung, zu tätigen<sup>12</sup>.

Nicht notwendig ist hingegen, in Ermangelung einer hierfür ausreichenden Informationsgrundlage, die Nennung der Abfindung, die den Minderheitsaktionären angeboten werden soll, vielmehr muss der Vorstand der Zielgesellschaft die für die Berechnung der Höhe einer solchen Abfindung notwendigen Unterlagen zur Verfügung stellen sowie die entsprechenden Auskünfte erteilen<sup>13</sup>.

An diesen Vorgang schließt sich die Festsetzung der Höhe der Barabfindung, die den Minderheitsaktionären gewährt werden soll, an. Diese wird vom Hauptaktionär vorgenommen, wobei die Abfindung „angemessen“ sein und einen vollständigen Ausgleich bieten muss<sup>14</sup>.

Diese Abfindung gilt als angemessen, wenn die Hauptversammlung dem Übertragungsbeschluss zustimmt, wobei dies aufgrund der Stimmrechtsmehrheit des Hauptaktionärs in jedem Fall gegeben sein sollte<sup>15</sup>.

Daher wird die Höhe der Barabfindung im Vorhinein von einem oder mehreren unabhängigen Prüfer auf ihre Angemessenheit untersucht<sup>16</sup>. Hierzu stellt der Hauptaktionär bei einem zuständigen Gericht einen Antrag auf die Bestellung eines Sachverständigen, welcher die Barabfindung daraufhin prüfen soll, ob die Minderheitsaktionäre eine angemessene „[...]Entschädigung für den Rechtsverlust, den sie aufgrund des Squeeze-Out erfahren“ (Witte, 2011), erhalten.

---

<sup>11</sup> Vgl. Witte, 2011, S.44

<sup>12</sup> Vgl. Witte, 2011, S.44f

<sup>13</sup> Vgl. Witte, 2011, S.45

<sup>14</sup> Vgl. Gehling, Heldt, & Royé, 2007, S. 14

<sup>15</sup> Vgl. Witte, 2011, S.46

<sup>16</sup> Vgl. Gehling, Heldt, & Royé, 2007, S. 14f

Der Sachverständige hat allerdings nur zu prüfen, ob die Abfindung angemessen ist, nicht jedoch, falls dem nicht so ist, wie hoch eine angemessene Abfindung zu sein hätte<sup>17</sup>.

Die Benennung des Sachverständigen wird zwar vom Gericht vorgenommen, allerdings hat es sich durchgesetzt, dass dem Gericht vom Hauptaktionär Kandidaten für diese Aufgabe vorgeschlagen werden, was der Bundesgerichtshof auch als zulässig ansieht<sup>18</sup>.

Mit der Prüfung betraut werden in der Regel Wirtschaftsprüfer oder Prüfungsgesellschaften, der Prüfungsbericht als solcher ist in Schriftform anzufertigen und ab dem Zeitpunkt der Einberufung der Hauptversammlung entweder im Internet zu veröffentlichen oder den Aktionären in den Geschäftsräumen des Unternehmens zur Verfügung zu stellen<sup>19</sup>. Auf Anfrage muss zusätzlich jedem Aktionär kostenlos ein Exemplar in Papierform zur Verfügung gestellt werden<sup>20</sup>.

Neben dem Prüfungsbericht muss vom Hauptaktionär ein Übertragungsbericht für die Minderheitsgesellschafter angefertigt werden, der insbesondere Erläuterungen zum Zustandekommen der 95%-Beteiligung und zu den für die Höhe der Barabfindung maßgeblichen Faktoren enthält und für den die gleichen Veröffentlichungsregelungen gelten wie für den Prüfungsbericht<sup>21</sup>.

Die Barabfindung selbst muss gemäß §327 b Abs. 3 AktG vom Hauptaktionär durch eine Bankgarantie so besichert werden, dass nach der Beendigung des Ausschlussverfahren alle Minderheitsaktionär unverzüglich für die Übertragung ihrer Aktien entschädigt werden können. Zusätzlich zu ihrem Abfindungsanspruch soll den so Abgefundenen ein direkter Anspruch gegen das die Garantie aussprechende Kreditinstitut zugestanden werden, um für sie die Durchsetzung ihres Anspruches zu vereinfachen, woraus folgt, dass nur solche Sicherungsinstrumente geeignet sind, die nicht erfordern, dass der Hauptaktionär zuerst in Anspruch genommen werden muss<sup>22</sup>.

Vor Einberufung der Hauptversammlung zur Beschließung der Übertragung müssen den Aktionären zusätzlich zum Prüfungs- und Übertragungsbericht

---

<sup>17</sup> Vgl. Witte, 2011, S.51

<sup>18</sup> Vgl. Gehling, Heldt, & Royé, 2007, S. 15

<sup>19</sup> Vgl. Witte, 2011, S.51f

<sup>20</sup> Vgl. Gehling, Heldt, & Royé, 2007, S. 16

<sup>21</sup> Vgl. Witte, 2011, S.49f

<sup>22</sup> Vgl. Witte, 2011, S.48f

noch die Jahresabschlüsse und Lageberichte des Unternehmens für die letzten drei Geschäftsjahre sowie ein Entwurf für den Übertragungsbeschluss zur Verfügung gestellt werden, häufig wird zusätzlich die Bankgarantie veröffentlicht<sup>23</sup>.

Die Hauptversammlung selbst muss gemäß §121 Abs. 2 Satz 1 AktG vom Vorstand und nicht vom Hauptaktionär der Gesellschaft einberufen werden, wobei in der Bekanntmachung der Hauptversammlung Angaben zum Hauptaktionär wie Firma und Sitz sowie zur Höhe der Barabfindung zu machen sind<sup>24</sup>. Auf der Hauptversammlung müssen der Vorstand sowie der Aufsichtsrat als Teil der Tagesordnung Vorschläge über den Beschluss zum Squeeze-Out tätigen<sup>25</sup>.

Nach erfolgtem Hauptversammlungsbeschluss schließt sich die Anmeldung zur Eintragung des Übertrags in das Handelsregister durch den Vorstand an, der eine Erklärung des Vorstandes beifügen muss, dass keine Anfechtungsklage gegen den Beschluss zur Übertragung vorliegt<sup>26</sup>.

Mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses gehen die Aktien der Minderheitsgesellschafter gemäß §327 e Abs. 3 AktG auf den Hauptaktionär über und eventuell vorhandene Urkunden verbrieften von diesem Zeitpunkt an nur noch den Anspruch auf die Barabfindung durch den Mehrheitsgesellschafter.

Da heute bei Gesellschaften, die an der Börse notiert sind, in nahezu allen Fällen ausschließlich eine bei der Clearstream Banking AG hinterlegte Globalurkunde vorhanden ist, wird diese in der Praxis Zug-um-Zug gegen die Zahlung des Abfindungsbetrages auf das Kreditinstitut des übernehmenden Hauptaktionärs umgeschrieben, welches in der Folge die übertragenen Aktien dessen Depot gutschreibt<sup>27</sup>. Mit diesem Vorgang ist der Vorgang des Squeeze-Out selbst abgeschlossen.

---

<sup>23</sup> Vgl. Gehling, Heldt, & Royé, 2007, S. 16

<sup>24</sup> Vgl. Witte, 2011, S.52f

<sup>25</sup> Vgl. Fuchs, 2009, S.165

<sup>26</sup> Vgl. Witte, 2011, S.55f

<sup>27</sup> Vgl. Witte, 2011, S.57f

### 2.2.3. Ermittlung des Abfindungsbetrags

Der zentrale Punkt für die Interessen der Minderheitsaktionäre ist regelmäßig die Ermittlung und die Höhe der Barabfindung, da sich der Beschluss als solcher aufgrund der Stimmenmehrheit des ausschließenden Hauptaktionärs praktisch kaum verhindern lässt und an dieser Stelle das Interesse des Hauptaktionärs an einem möglichst niedrigen Barabfindungsbetrag dem Interesse der Minderheitsaktionäre an einem möglichst hohen Betrag diametral gegenüberstehen.

Auch wenn die dem Minderheitsaktionär zu zahlende Barabfindung gemäß §327 b Abs. 1 Satz 1 AktG durch den Hauptaktionär festgelegt wird, ist hierbei nicht dessen Zielsetzung relevant, die regelmäßig ein möglichst niedriger Abfindungsbetrag wäre, vielmehr muss die Ermittlung des Abfindungsbetrages die vollumfängliche „[...]wirtschaftliche Entschädigung für den Verlust der Aktionärsstellung[...]“ (Wehmann, 2006) zum Ziel haben.

In der Literatur wird von einigen Autoren die Ansicht vertreten, der Börsenkurs solle bei Überlegungen zur Bewertung des Unternehmens und damit der Feststellung der angemessenen Höhe der Abfindung keine Rolle spielen<sup>28</sup>. Hierzu werden verschiedene Argumente angeführt, beispielsweise die Marktmenge der Gattung. Diese ist aufgrund der Tatsache, dass sich im Falle eines Squeeze-Outs mindestens 95% der Aktien in der Hand des Hauptaktionärs befinden und daher maximal 4,99% der Aktien tatsächlich gehandelt werden können, sicherlich gegeben. Aus dieser Tatsache ziehen die Autoren den Schluss, dass der aktuelle Börsenkurs nicht den Verkehrswert darstellt, da der Kurs „[...]nicht im Verkehr entstanden[...]“ (Wehmann, 2006) sei. Weitere, von verschiedenen Seiten angeführte Argumente gegen die Verwendung des Börsenkurses zur Bestimmung des Unternehmenswertes sind unter anderem spekulative oder emotionale Einflüsse sowie die Abhängigkeit von Börsenkursen von der allgemeinen Markttendenz<sup>29</sup>.

Dieser Auffassung ist der BGH deutlich entgegengetreten, indem er festgestellt hat, dass die Entschädigung nicht unterhalb des

---

<sup>28</sup> Vgl. Wehmann, 2006, S.38f

<sup>29</sup> Vgl. Wehmann, 2006, S.40ff

Verkehrswertes liegen darf und dass dieser nicht „ohne Rücksicht auf den Börsenkurs“ zu bestimmen sei<sup>30</sup>.

Diese Rechtsprechung steht im Einklang mit finanzwirtschaftlichen Erkenntnissen, dass es einem einzelnen Prüfer nicht möglich ist, zu einem präziseren Urteil über den Wert eines Unternehmens zu gelangen als der Markt<sup>31</sup>. Eine weitere Überlegung, die dieser Auffassung zu Grunde liegt, besteht darin, dass der vom Aktionär erlitten Vermögensverlust hauptsächlich durch den Verlust des Verkehrswertes der Aktie, der maßgeblich durch den Börsenkurs definiert wird, bestimmt wird und somit mindestens dieser ersetzt werden muss<sup>32</sup>.

Dementsprechend gilt für die Entschädigung der Minderheitsaktionäre im Falle des Vorhandenseins eines aussagekräftigen Börsenkurses dieser zumindest als Untergrenze, den die Abfindung selbst in dem Falle, dass der bei der Unternehmensbewertung ermittelte Betrag niedriger ist als der Börsenwert, nicht unterschreiten darf<sup>33</sup>. Eine Überschreitung des Börsenwertes, falls der Prüfer bei seiner Bewertung zu einem höheren Wert gelangt, ist hingegen möglich<sup>34</sup>.

Nicht geeignet zur Bestimmung ist der Börsenkurs allerdings dann, wenn es längere Zeit keinen Handel in der relevanten Gattung gegeben hat, aus Gründen der Marktengung und der daraus resultierenden zu geringen Anzahl von Handelspartnern der festgestellte Börsenkurs nicht realisierbar gewesen wäre oder Manipulationen des Kurses festgestellt worden sind<sup>35</sup>. Ob beispielsweise eine Marktengung vorliegt, kann mittels der in § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV definierten Kriterien überprüft werden<sup>36</sup>.

Wie der Hauptaktionär den Wert des Unternehmens und damit den Betrag ermittelt, den er als angemessene Abfindung definiert, ist im Gesetz selbst nicht geregelt.

Zur Ermittlung des Wertes können klassische Verfahren der Wertbestimmung eines Unternehmens eingesetzt werden. Hierzu sind verschiedene Grundannahmen, wie zum Beispiel bezüglich der Verwendung einer Einzel- oder Gesamtbewertung, zu treffen.

---

<sup>30</sup> BVerfG, 1 BvR 1613/94 vom 27.4.1999, Abs. 54 („DAT/Altana“)

<sup>31</sup> Vgl. Wehmann, 2006, S.52

<sup>32</sup> Vgl. Witte, 2011, S.48

<sup>33</sup> Vgl. Witte, 2011, S.105f

<sup>34</sup> Vgl. Witte, 2011, S.105f

<sup>35</sup> Vgl. Witte, 2011, S.106

<sup>36</sup> Vgl. Witte, 2011, S.48

Da im Falle des Squeeze-Out die Gesellschaft weiterbesteht und insofern von der Fortführung der Unternehmung ausgegangen werden kann, ist eine Gesamtbewertung heranzuziehen und damit der Wert des Unternehmens als Einkommensquelle zu ermitteln<sup>37</sup>.

Somit ist der Wert des zukünftigen Erfolges zu bestimmen, wozu die Discounted-Cashflow-Methode (DCF-Methode) eine praxisorientierte Möglichkeit bietet, indem die zukünftigen Einzahlungsüberschüsse mittels eines risikoabhängigen Kapitalisierungszinssatzes, welcher aus dem Capital-Asset-Pricing-Model (CAPM) abgeleitet werden kann, abgezinst und damit ihr Gegenwartswert bestimmt wird<sup>38</sup>.

Diese oder andere, grundsätzlich zu ähnlichen Ergebnissen gelangende Ertragswertverfahren werden sowohl von der Rechtsprechung anerkannt als auch in der Praxis angewandt<sup>39</sup>.

Die Ermittlung des für die Unternehmenswertbestimmung im Squeeze-Out relevanten Börsenkurses ist vom BGH in seinem Beschluss im Juli 2010 dahingehend angepasst worden, dass dieser „[...]aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme zu ermitteln[...]“ ist, was eine Abkehr von der vorherigen Regelung darstellt<sup>40</sup>.

Bis dahin war im Falle des Squeeze-Outs von einem Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung ausgegangen worden, um den relevanten Börsenkurs zu bestimmen.

Diese Entscheidung war insofern nachteilig für die Minderheitsaktionäre, dass es häufig nach der Ankündigung einer Squeeze-Out-Maßnahme zu Kursanstiegen kommt, die dementsprechend in dem 3-Monats-Zeitraum vor der Hauptversammlung enthalten waren, nun aber zur Bestimmung des Börsenkurses nicht mehr von Bedeutung sind<sup>41</sup>.

#### **2.2.4. Rechte des Minderheitsaktionärs**

Grundsätzlich hat der Minderheitsaktionär auf den Vollzug des Squeeze-Outs als solchem aufgrund der zwangsläufigen Stimmenmehrheit von über

---

<sup>37</sup> Vgl. Wöhe & Döring, 2005, S.635

<sup>38</sup> Vgl. Wöhe & Döring, 2005, S.640f

<sup>39</sup> Vgl. Witte, 2011, S.47

<sup>40</sup> BGH Beschluss vom 19.07.2010, AZ: II ZB 18/09 („Stollwerck“)

<sup>41</sup> Vgl. Paschos & Maritzen, 2010

95% des Hauptaktionärs keinen großen Einfluss. Dennoch stehen ihm verschiedene Rechte und Rechtsmittel zur Verfügung.

An erster Stelle steht dem Minderheitsaktionär das in §327 c Abs. 4 AktG geregelte Informationsrecht zu, dem gemäß er sich Abschriften der durch den Hauptaktionär im Zuge des Squeeze-Out-Verfahrens zu erstellenden Informationsunterlagen kostenlos und unverzüglich zur Verfügung stellen lassen kann. Die Kosten hierfür hat die Zielgesellschaft zu tragen, sie ist allerdings nicht verpflichtet die Unterlagen vorrätig zu halten, sondern sie nur ohne schuldhaftes Verzögern dem Aktionär zukommen zu lassen<sup>42</sup>. Auch auf der Hauptversammlung müssen diese Unterlagen ausliegen, um den Aktionären die Möglichkeit zu eröffnen, sich vor Ort über den Squeeze-Out zu informieren.

Der Hauptaktionär ist in diesem Zusammenhang allerdings nicht verpflichtet, auf der Hauptversammlung weitere mündliche Erläuterungen zur Barabfindung oder anderen Modalitäten des Ausschlusses zu erteilen, der Vorstand kann ihm allerdings die Möglichkeit einräumen, dies zu tun, um beispielsweise aufgrund von veränderten Umständen sein Barabfindungsangebot zu erhöhen, wohingegen eine Senkung nicht möglich ist<sup>43</sup>.

Auf der Hauptversammlung selbst steht dem Minderheitsaktionär zusätzlich ein allgemeines Auskunftsrecht gegenüber dem Vorstand gemäß §131 AktG zu. Hierzu muss die Auskunft zur sachgerechten Beurteilung eines Gegenstandes der Tagesordnung beitragen und da der Squeeze-Out Teil der Tagesordnung ist, erstreckt sich das Auskunftsrecht auch auf diesen<sup>44</sup>. Der Vorstand selbst kann diese Fragen auch von Dritten, in diesem Fall regelmäßig dem Mehrheitsaktionär, beantworten lassen, dies geschieht in diesem Fall dann allerdings im Namen und auf die Verantwortung des Vorstandes hin<sup>45</sup>.

Nachdem der Beschluss der Hauptversammlung gefasst ist, stehen dem Minderheitsaktionär die Rechtsmittel der Anfechtungsklage gemäß §246 AktG, der Nichtigkeitsklage gemäß §249 AktG sowie die Anstrengung eines

---

<sup>42</sup> Vgl. Wehmann, 2006, S.164f

<sup>43</sup> Vgl. Wehmann, 2006, S.166f

<sup>44</sup> Vgl. Wehmann, 2006, S.167

<sup>45</sup> Vgl. Wehmann, 2006, S.167

Spruchverfahrens nach §327 f AktG in Verbindung mit dem Spruchverfahrensgesetz zur Verfügung<sup>46</sup>.

Diese Verfahren gliedern sich in zwei Kategorien, so zielen die Nichtigkeits- sowie die Anfechtungsklage auf Mängel im Squeeze-Out-Beschluss selbst ab und sollen so die Bestandsinteressen des Minderheitsaktionärs schützen, wohingegen das Spruchverfahren auf die Angemessenheit der Barabfindung abstellt und somit die Vermögensinteressen der ausgeschlossenen Gesellschafter bewahren soll<sup>47</sup>.

Die Mängel im Beschluss betreffenden Klagen können grundsätzlich von jedem Anteilseigner erhoben werden, die von ihm gehaltene Gattung oder die Höhe seines Anteils an der Gesellschaft spielen hierbei keine Rolle<sup>48</sup>. Eine Frist zur Erhebung der Nichtigkeitsklage gibt es nicht, eine Anfechtungsklage muss laut §246 Abs. 1 AktG innerhalb eines Monats nach Beschlussfassung zum Squeeze-Out erhoben werden, hierbei ist hervorzuheben, dass die Befugnis zur Klage von einem zwischenzeitlich erfolgten Übergang der Anteile auf den Hauptaktionär unberührt bleibt<sup>49</sup>.

Ist allerdings bis zur Eintragung des Hauptversammlungsbeschlusses in das Handelsregister eine Anfechtungs- oder Nichtigkeitsklage erhoben worden, wird hierdurch eine sogenannte Registersperre ausgelöst, wodurch der Beschluss nicht eingetragen werden kann und somit auch keine Übertragung der Anteile auf den Hauptaktionär stattfindet<sup>50</sup>.

Für eine Nichtigkeit des Beschlusses sind die Voraussetzungen des §241 AktG zu Rate zu ziehen, von besonderer Bedeutung ist hierbei der Grund Nr. 3 des §241 AktG, nachdem ein Hauptversammlungsbeschluss dann nichtig ist, wenn er mit dem Wesen der Aktiengesellschaft nicht vereinbar ist. Dies ist laut herrschender Meinung dann der Fall, wenn der Hauptaktionär bei Beschlussfassung nicht über die für den Squeeze-Out erforderliche Beteiligung am Grundkapital von 95% verfügt<sup>51</sup>.

In der Praxis wird dieser Fallkonstellation er selten anzutreffen sein, da die Höhe der Beteiligung vom Hauptaktionär überprüft werden kann und er in

---

<sup>46</sup> Vgl. Wehmann, 2006, S.169

<sup>47</sup> Vgl. Fuchs, 2009, S. 429

<sup>48</sup> Vgl. Fuchs, 2009, S. 430

<sup>49</sup> Vgl. Fuchs, 2009, S. 430f

<sup>50</sup> Vgl. Witte, 2011, S.56

<sup>51</sup> Vgl. Fuchs, 2009, S. 432f

Aussicht der entstehenden Verfahrenskosten und der Verhinderung des Squeeze-Out das Eintreten einer solchen Konstellation tunlichst vermeiden wird. Weiterhin ergeben sich bei der Nichtigkeitsklage im Falle des Squeeze-Out-Beschlusses keine Besonderheiten gegenüber Nichtigkeitsklagen in anderen Zusammenhängen<sup>52</sup>.

Das in der Praxis, vor allem auch im Zusammenhang mit Squeeze-Out-Transaktionen, wesentlich häufiger anzutreffende Rechtsmittel ist die Anfechtungsklage. Gerade Beschlüsse zu Squeeze-Out-Transaktionen werden besonders häufig angefochten, sie belegten beispielsweise in den Jahren 2005 und 2006 in der Liste der am häufigsten angefochtenen Hauptversammlungsbeschlüsse den dritten Platz hinter den Entlastungsbeschlüssen des Aufsichtsrates sowie des Vorstandes<sup>53</sup>.

Für eine Anfechtung kommen grundsätzlich die Voraussetzungen der §§243 f. AktG in Betracht. Explizit nicht zur Anfechtung des Beschlusses geeignet ist gemäß §327 f AktG eine Unangemessenheit der Barabfindung, zur Rüge und Prüfung dieser ist das Rechtsmittel des Spruchverfahrens vorgesehen, um zu verhindern, dass Bewertungsüberlegungen eine Registersperre und somit einen vollständigen Verfahrensstopp nach sich ziehen<sup>54</sup>.

In Frage für eine Anfechtung kommt beispielsweise ein materieller Mangel des Übertragungsbeschlusses, der unter anderem dann vorliegt, wenn keine Abfindung in bar angeboten worden ist, keine gültige Bankgarantie zur Besicherung des Abfindungsanspruches vorliegt oder wenn Dividendenzahlungen auf die Barabfindung angerechnet werden sollen<sup>55</sup>.

Weitere mögliche Fallkonstellationen, die eine Anfechtbarkeit begründen können und auf die hier nicht detailliert eingegangen werden soll, sind laut Fuchs:

- Ein Formwechsel (zur AG) nur zum Zweck des Squeeze-Out
- Nur vorübergehender Erwerb der qualifizierten Kapitalbeteiligung
- Kapitalerhöhungen unter Ausschluss des Bezugsrechts zur ausschließlichen Vorbereitung eines Squeeze-Out

---

<sup>52</sup> Vgl. Wehmann, 2006, S.169

<sup>53</sup> Vgl. Gehling, Heldt, & Dr. Royé, 2007, S.32ff

<sup>54</sup> Vgl. Fuchs, 2009, S. 434f

<sup>55</sup> Vgl. Fuchs, 2009, S. 435f

- Betreiben des Squeeze-Out, kurz nachdem der Hauptaktionär die Minderheitsaktionär für die Gründung des Unternehmens oder eine Kapitalerhöhung gewonnen hat
- Zeitnahe, erneute Aufnahme von Aktionären nach dem Squeeze-Out

Für die Vermögenssituation des Minderheitsaktionärs von besonderer Relevanz ist ein sich an den Squeeze-Out anschließendes Spruchverfahren zur Feststellung der Angemessenheit der Barabfindung.

Dieses Verfahren richtet sich gegen den Hauptaktionär selbst und muss innerhalb von drei Monaten nach Eintragung des Squeeze-Out-Beschlusses im Handelsregister von einem der Minderheitsaktionäre angestrengt werden<sup>56</sup>. Zur Stellung eines Antrages auf ein solches Verfahren berechtigt sind jene Minderheitsaktionäre, die zum Zeitpunkt der Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister Inhaber der relevanten Gattung waren, was der Antragssteller auch nachzuweisen hat<sup>57</sup>. Ist ein zulässiger Antrag auf die Durchführung eines Spruchverfahrens gestellt, muss das Gericht für die restlichen Minderheitsaktionäre, die selbst keinen Antrag gestellt haben, einen gemeinsamen Vertreter bestellen<sup>58</sup>.

Der Antrag muss innerhalb der Frist qualifiziert begründet werden, das heißt es müssen konkrete Einwände gegen den der Barabfindung zugrundeliegenden Unternehmenswert deutlich gemacht werden<sup>59</sup>.

Die Entscheidung über die Angemessenheit der Barabfindung trifft das Landgericht, in dessen Bezirk die Gesellschaft ihren Sitz hat, im Wege eines mit Begründung versehenen Beschlusses, der nur auf eine Erhöhung der Abfindung oder auf Abweisung des Antrages lauten kann<sup>60</sup>.

Ist der Beschluss erfolgt, wirkt er für und gegen alle Minderheitsaktionäre<sup>61</sup>.

---

<sup>56</sup> Vgl. Wehmann, 2006, S.173

<sup>57</sup> Vgl. Fuchs, 2009, S. 484ff

<sup>58</sup> Vgl. Fuchs, 2009, S. 487f

<sup>59</sup> Vgl. Wehmann, 2006, S.173

<sup>60</sup> Vgl. Fuchs, 2009, S. 492f

<sup>61</sup> Vgl. Wehmann, 2006, S.173

## 2.2.5. Fallbeispiel Altana AG

Als Fallbeispiel für einen aktienrechtlichen Squeeze-Out nach den §§327 a-f AktG soll an dieser Stelle der Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Altana AG (WKN: 760080) durch die Hauptaktionärin, die SKion GmbH, der am 30. Juni 2010 von der Hauptversammlung beschlossen und am 27. August 2010 in das Handelsregister eingetragen wurde<sup>62</sup>, in seinem Verlauf beschrieben werden.

Die Altana AG führt ihre Wurzeln auf die Gründung der BYK Chemische Fabrik 1873 in Berlin-Oranienburg zurück, an deren Nachfolge-Gesellschaft Günther Quandt 1941 die Aktienmehrheit erwirbt<sup>63</sup>.

Günther Quandts Sohn Herbert Quandt übernimmt nach dem Tod seines Vaters 1954 dessen Anteile an einem 17 Unternehmen umfassenden Konglomerat, das später unter dem Namen Varta AG firmiert<sup>64</sup>. Aus der Varta AG wird die Altana AG 1977 herausgelöst und besteht von da an als selbständiges Unternehmen weiter, das zwischenzeitlich sogar im DAX, dem Index der 30 nach Free-Float-Marktkapitalisierung größten, an der Frankfurter Wertpapierbörse gelisteten Unternehmen<sup>65</sup>, vertreten war. Diesen musste es allerdings aufgrund eines zu geringen Unternehmenswertes am 18. Juni 2007 wieder verlassen<sup>66</sup>.

Am 21. November 2008 veröffentlichte die SKion GmbH, die Beteiligungs-Holding der Tochter von Herbert Quandt, Susanne Klatten<sup>67</sup>, ein freiwilliges öffentliches Kaufangebot „zum Kauf aller auf den Inhaber lautenden Stückaktien der ALTANA Aktiengesellschaft gegen Zahlung einer Gegenleistung von EUR 13,00 je Aktie“<sup>68</sup> welches bis zum 19. Dezember 2008 gültig war.

Da die SKion GmbH beabsichtigte, die Altana AG von der Börse zu nehmen<sup>69</sup>, folgte am 9. November 2009 ein weiteres freiwilliges öffentliches Kaufangebot zum Kauf von Altana-Aktien, diesmal zu einem Angebotspreis

<sup>62</sup> Vgl. Altana AdHoc-Mitteilung, 2010

<sup>63</sup> Vgl. Unternehmensgeschichte Altana AG, 2014

<sup>64</sup> Vgl. Unternehmensgeschichte Altana AG, 2014

<sup>65</sup> Vgl. Factsheet DAX, 2014

<sup>66</sup> Vgl. Handelsblatt, 2007

<sup>67</sup> Siehe Impressum Website SKion GmbH, <http://www.skion.de/#kontakt>

<sup>68</sup> (SKion GmbH, Pflichtveröffentlichung gemäß § 14 Abs. 3 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) - SKion GmbH -Angebotsunterlage, 2008)

<sup>69</sup> Vgl. dpa-AFX, 2009

von 14 Euro je Aktie, wobei die SKion GmbH zu diesem Zeitpunkt bereits 91,70% des Grundkapitals sowie der Stimmrechte auf sich vereinigte<sup>70</sup>.

Dieses zweite Übernahmeangebot führte dazu, dass der SKion GmbH am 2. Februar 2010 95,04% der Anteile zuzurechnen waren und damit ein Squeeze-Out nach den §§327a-f AktG möglich wurde, dem auf der Hauptversammlung der Altana AG am 30. Juni 2010 zugestimmt wurde<sup>71</sup>.

In das Handelsregister eingetragen wurde dieser Beschluss am 27. August 2010, womit „[...]alle Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung der Barabfindung in Höhe von 15,01 € je Aktie auf die SKion GmbH[...]“ übergangen<sup>72</sup>.

Der Betrag der Abfindung wurde gemäß dem Urteil des BGH im Fall Stollwerck<sup>73</sup> aus dem gewichteten durchschnittlichen Aktienkurs in den drei Monaten vor Bekanntgabe des Squeeze-Out-Verfahrens gebildet, da er über dem Ergebnis einer Analyse des Ertragswertes lag<sup>74</sup>.

Aufgrund der Eintragung stand zusätzlich jenen Aktionären, die das freiwillige öffentliche Kaufangebot vom November 2009 angenommen hatten, gemäß den Bedingungen dieses Angebots eine Nachbesserung in Höhe der Differenz zwischen dem Angebotspreis von 14 Euro je Aktie und dem Betrag der Barabfindung von 15,01 Euro je Aktie zu<sup>75</sup>.

Die Bedingungen des Angebotes vom November des Jahres 2008 sahen eine solche Nachbesserung hingegen nicht vor.

Seit 2010 läuft nun ein Spruchverfahren zur Angemessenheit der Barabfindung bei diesem Squeeze-Out-Beschluss, in dem zuletzt vom zuständigen Landgericht Düsseldorf am 26. September 2013 eine weitere Überprüfung durch einen als Sachverständiger bestellten Rechtsanwalt angeordnet wurde<sup>76</sup>.

---

<sup>70</sup> (SKion GmbH, Pflichtveröffentlichung gemäß § 14 Abs. 3 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) - SKion GmbH -Angebotsunterlage, 2009)

<sup>71</sup> Altana Pressemitteilung vom 30.06.2010, abgerufen am 17.07.2014 von [http://www.altana.de/presse-news/presse-news.html?no\\_cache=1&newsID=1310](http://www.altana.de/presse-news/presse-news.html?no_cache=1&newsID=1310)

<sup>72</sup> Ad hoc Mitteilung gemäß § 15 WpHG vom 27.08.2010, abgerufen am 17.07.2014 von: [http://www.altana.de/presse-news/presse-news.html?no\\_cache=1&newsID=1321](http://www.altana.de/presse-news/presse-news.html?no_cache=1&newsID=1321)

<sup>73</sup> BGH Beschluss vom 19.07.2010, AZ: II ZB 18/09 („Stollwerck“)

<sup>74</sup> Vgl. Wittgens, 2013, S.19

<sup>75</sup> Vgl. Angebotsunterlage 2009, S.18

<sup>76</sup> LG Düsseldorf, Az. 39 O 50/10 (AktE), abgerufen von <http://spruchverfahren.blogspot.de/2013/10/spruchverfahren-altana-ag.html> am 30.07.2014

## 2.3. Andere Squeeze-Out-Verfahren

### 2.3.1. Der übernahmerechtliche Squeeze-out

Der übernahmerechtliche Squeeze-Out nach §39 a WpÜG ist eine Form des Squeeze-Out, die sich den Bestimmungen dieses Paragraphen folgend nur Bietern bei einem öffentlichen Übernahme- oder Pflichtangebot für eine börsennotierte Gesellschaft bietet, wobei dieses Angebot abgeschlossen sein muss<sup>77</sup>. Hält der Bieter nach diesem Angebot mehr als 95% des stimmberechtigten Kapitals, so kann er per Gerichtsbeschluss die Übertragung der verbleibenden stimmberechtigten Aktien durchführen<sup>78</sup>, wobei das Überschreiten der 95%-Schwelle nicht zwangsläufig durch das Übernahmeangebot erreicht worden sein muss<sup>79</sup>.

Bedeutsamster Unterscheid ist somit, dass bei diesem Verfahren ein Gerichtsbeschluss für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre maßgeblich und eine Einbeziehung der Hauptversammlung nicht nötig ist<sup>80</sup>.

Bemerkenswert in Bezug auf die Beteiligungshöhe ist, dass, im Gegensatz zu den Bestimmungen der §§327 a-f AktG, die 95%-Schwelle auf das stimmberechtigte Kapital bezogen ist, nicht auf das gesamte Grundkapital, wobei eine daraus folgender Squeeze-Out sich dann wiederum auch nur auf die stimmberechtigten Gattungen bezieht<sup>81</sup>. Wenn sich der Squeeze-Out auf alle Minderheitsaktionäre, also auch auf Halter von stimmrechtlosen Gattungen beziehen soll, ist insofern doch eine Beteiligung von 95 Prozent am gesamten Grundkapital erforderlich<sup>82</sup>.

Die Berechnung der Höhe der Beteiligung orientiert sich gemäß § 39 a Abs. 2 WpÜG, genau wie beim aktienrechtlichen Squeeze-Out nach §327 a Abs. 2 AktG an den Kriterien des §16 Abs. 2 sowie Abs. 4 AktG.

Im Anschluss an das Angebotsverfahren kann der Mehrheitsaktionär innerhalb von 3 Monaten einen Antrag auf die Übertragung der restlichen Aktien auf sich stellen, diese Frist beginnt mit dem Ablauf der Angebotsfrist<sup>83</sup>. Diese zeitliche Befristung für den Antrag auf einen

---

<sup>77</sup> Vgl. Stöwe, 2007, S.47

<sup>78</sup> Vgl. Witte, 2011, S.20, S.58f

<sup>79</sup> Vgl. Stöwe, 2007, S.55

<sup>80</sup> Vgl. Gehling, Heldt, & Royé, 2007, S.25f

<sup>81</sup> Vgl. Witte, 2011, S.20f

<sup>82</sup> Vgl. Witte, 2011, S.21

<sup>83</sup> Vgl. Stöwe, 2007, S.105

übernahmerechtlichen Squeeze-Out „[...]fungiert als Ausgleich für seine schnellere Abwicklung“ (Stöwe, 2007).

Für die Entscheidung über den Antrag ist gemäß §39a Abs. 5 WpÜG immer das Landgericht Frankfurt am Main zuständig. Diese Regelung hat unter anderem die Vorteile, dass es dem Gericht möglich ist, sich Sachkenntnis in der Thematik zu erarbeiten sowie die Gewährleistung einer einheitlichen Rechtsanwendung<sup>84</sup>.

Im Gegensatz zum aktienrechtlichen Squeeze-Out ist die Höhe der Abfindung an feste Vorgaben geknüpft, so darf sie den Wert des Pflicht- oder Übernahmeangebots nicht unterschreiten und muss immer auch die Möglichkeit der Wahl einer Geldleistung bieten<sup>85</sup>. Ob die hierdurch ermittelte Höhe der Abfindung angemessen ist, muss in der Folge ermittelt werden, wobei es zwei mögliche Konstellationen gibt.

Ist der Bieter im Zuge des Pflicht- oder Übernahmeangebots an mindestens 90% der Stimmrechte gelangt, so setzt eine „Fiktion der Angemessenheit“ (Stöwe, 2007) ein, die dazu führt, dass das Abfindungsangebot in Höhe des Übernahmeangebots als angemessen zu betrachten ist<sup>86</sup>.

Ist dies nicht der Fall, so obliegt die Prüfung der Angemessenheit dem Gericht, welches hierzu in der Regel eine Unternehmensbewertung heranziehen muss, was häufig eine deutliche Verzögerung des Verfahrens zur Folge hat<sup>87</sup> und damit den markantesten Vorteil dieses Squeeze-Outs, nämlich die beschleunigte Abwicklung, zunichtemacht.

Diese Form des Squeeze-Outs hat bisher keine große Verbreitung gefunden. Dies liegt unter anderem daran, dass ein Mehrheitsaktionär, der die Integration des Zielunternehmens in den eigenen Konzern anstrebt, dies schon bei einer Beteiligungshöhe von 75% effektiv gestalten kann, da ab dieser Höhe beispielsweise ein Beherrschungsvertrag abgeschlossen werden kann<sup>88</sup>.

Zusätzlich bietet das Verfahren, wie oben festgestellt, nur dann Abwicklungstechnische Vorteile, wenn durch das Übernahmeangebot die Schwelle von 90% der Stimmrechte überschritten wurde.

---

<sup>84</sup> Vgl. Stöwe, 2007, S.109

<sup>85</sup> Vgl. Gehling, Heldt, & Royé, 2007, S.21f

<sup>86</sup> Vgl. Stöwe, 2007, S.99

<sup>87</sup> Vgl. Gehling, Heldt, & Royé, 2007, S.23

<sup>88</sup> Vgl. Gehling, Heldt, & Royé, 2007, S. 96f

### 2.3.2. Der Verschmelzungsrechtliche Squeeze-Out

Der Verschmelzungsrechtliche Squeeze-Out ist die jüngste Variante des Ausschlusses von Minderheitsaktionären, die mit dem „[...]am 15. Juli 2011 in Kraft getretenen Dritten Gesetz zur Änderung des Umwandlungsgesetzes[...]“ (Schanz, 2011) geschaffen wurde und die Verfahrensabfolge sowie die wesentlichen Begriffe des aktienrechtlichen Squeeze-Outs übernimmt<sup>89</sup>.

Markantester Unterschied zu anderen Squeeze-Out-Verfahren ist die Absenkung der relevanten Beteiligungsschwelle auf 90% des Grundkapitals der Zielgesellschaft, die es unter anderem spekulativ orientierten Kapitalmarktteilnehmern wie Hedgefonds erschweren soll, Positionen in der Gattung der Zielgesellschaft aufzubauen, die ausschließlich dazu dienen, die Möglichkeit eines Squeeze-Outs zu blockieren und aus dieser Blockade finanzielle Vorteile zu ziehen<sup>90</sup>.

Im Unterschied zum aktienrechtlichen Squeeze-Out darf der ausschließende Hauptaktionär nur eine AG, KGaA oder SE sein, die selbst und nicht über Dritte oder anderweitig mittelbar die erforderlichen 90% des Grundkapitals hält<sup>91</sup>. Aus diesen Voraussetzungen lässt sich schließen, dass die neuen Regelungen zum verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Out vor allem die vereinfachte Integration von Konzerntöchtern zum Ziel haben.

Im Ablauf orientiert sich der Teil des Verfahrens, der den Ausschluss der Minderheitsgesellschafter betrifft, an den Vorgängen des Aktienrechtlichen Squeeze-Outs, allerdings wird dieser nun von einem vorzugsweise parallel stattfindenden Vorgang zur Verschmelzung der Tochter- auf die Muttergesellschaft begleitet und der Vollzug der Verschmelzung ist Bedingung für den Squeeze-Out an sich<sup>92</sup>.

Der Verschmelzungsvorgang wird in diesem Zusammenhang allerdings an verschiedenen Stellen erleichtert<sup>93</sup>, dieser soll aber hier nicht Gegenstand der vorliegenden Arbeit werden.

---

<sup>89</sup> Vgl. Schanz, 2011, S.12

<sup>90</sup> Vgl. Schanz, 2011, S.12

<sup>91</sup> Vgl. Goldenberg, 2013, S.142ff

<sup>92</sup> Vgl. Schanz, 2011, S.13f

<sup>93</sup> Vgl. Schanz, 2011, S.14f

In den meisten Fällen nicht notwendig ist ein positiver Beschluss der Hauptversammlung, dieser ist nur dann obligatorisch, wenn „[...]ein oder mehrere Aktionäre, die zusammen 20% der Aktien der übernehmenden Gesellschaft halten, die Einberufung der Hauptversammlung verlangen“ (Rödl, 2011).

Kritisiert wird bei dieser Form des Squeeze-Outs die Möglichkeit von missbräuchlicher Verwendung in der Form, dass eine Verschmelzung nur als Grund vorgeschoben wird, um eine Absenkung der Schwelle zum Ausschluss der Minderheitsgesellschafter auf 90% zu erreichen<sup>94</sup>.

Nichtsdestotrotz wird dieser Ausgestaltung des Squeeze-Out in der Zukunft eine hohe Relevanz zugetraut<sup>95</sup>, was dadurch untermauert wird, dass bereits einige Vorgänge nach diesem Rechtsinstitut durchgeführt wurden, so etwa im Fall der Verschmelzung der Rücker AG auf die ATON Engineering AG<sup>96</sup> im Jahr 2013 oder der Essanelle Hair Group AG auf die Hair Group AG, einer Tochtergesellschaft der Saxonia Holding GmbH<sup>97</sup>.

Zumindest im zweiten Fall kann man sich die Frage stellen, inwieweit hier Gestaltungsspielräume ausgenutzt wurden, da die Anteile der Essanelle Hair Group AG zuerst von der Saxonia Holding GmbH gehalten und dann auf die Hair Group AG, die zu diesem Zeitpunkt noch Omikron AG hieß, übertragen wurden<sup>98</sup>, wodurch ein verschmelzungsrechtlicher Squeeze-Out erst ermöglicht wurde. Darüber, ob diese Gestaltung im Wege einer Zwischenholding rechtsmissbräuchlich ist, herrscht, wie bei einigen anderen Gestaltungen zum Zwecke der Durchführung dieser Form des Squeeze-Outs, in der Literatur Uneinigkeit<sup>99</sup>.

Anlegern, die von einer missbräuchlichen Gestaltung bei einer von ihnen gehaltenen Gattung ausgehen, steht für diesen Fall laut Literatur der Weg einer Anfechtungsklage offen<sup>100</sup>.

---

<sup>94</sup> Vgl. Rödl, 2011

<sup>95</sup> Vgl. Rödl, 2011

<sup>96</sup> „Verschmelzungsrechtlicher Squeeze- Out bei der Rücker AG“, <http://www.aton.de/de/news/verschmelzungsrechtlicher-squeeze-out-bei-der-r%C3%BCcker-ag>, abgerufen am 24.07.2014

<sup>97</sup> „ESSANELLE HAIR GROUP AG: Verschmelzungsrechtlicher Squeeze-out“, <http://www.dgap.de/dgap/News/adhocall/essanelle-hair-group-verschmelzungsrechtlicher-squeezeout/?companyID=672&newsID=787731>, abgerufen am 24.07.2014

<sup>98</sup> Stimmrechtsmitteilungen der Saxonia Holding GmbH und der Omikron AG, <http://adhoc-infos.de/adhoc/60847> & <http://adhoc-infos.de/adhoc/60847>, beide abgerufen 24.07.2014

<sup>99</sup> Vgl. Goldenberg, 2013, S.281ff

<sup>100</sup> Vgl. Goldenberg, 2013, S.291

### 2.3.3. Der finanzmarktstabilisierungsrechtliche Squeeze-out

Der finanzmarktstabilisierungsrechtliche Squeeze-Out ist ein Sonderfall des Squeeze-Out, der bisher nur ein einziges Mal, nämlich im Fall der in der Finanzkrise 2008 - 2009 in eine existenzbedrohende Schieflage geratenen und aufgrund ihrer Relevanz für die Stabilität des Finanzsystems vom staatlichen Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) geretteten Hypo Real Estate, zur Anwendung kam<sup>101</sup>.

Dieser stellt eine bisher einmalige Ausnahme dar, und soll daher im Rahmen der vorliegenden Arbeit nicht weiter behandelt werden.

## 3. Delisting-Transaktionen

### 3.1. Einleitung

Im Zuge der seit einigen Jahren zu beobachtenden verstärkten Häufigkeit von Unternehmenstransaktionen im europäischen Raum gewinnt auch der Vorgang des Rückzugs von börsennotierten Gesellschaften an Bedeutung<sup>102</sup>.

Besondere Aufmerksamkeit Im Kreis der interessierten Öffentlichkeit erregt das Thema in Deutschland ab Oktober des Jahres 2013, als der BGH seine bisher geltende „Macrotron“-Rechtsprechung aufgab und es Aktiengesellschaften nun ermöglicht, ohne Zustimmung der Hauptversammlung oder eine Barabfindung die Zulassung ihrer Aktien zum Handel im regulierten Markt zu widerrufen<sup>103</sup>. Die Presse spricht hierbei von einer „faktischen Enteignung“, derer sich besonders Großaktionäre von relativ kleinen Aktiengesellschaften bedienen können<sup>104</sup>.

Besondere Erwähnung findet hierbei unter anderem der Rückzug der Marseille Kliniken AG (WKN: A1TNRR), da bei dieser in der Folge eine sehr nachteilige Kursentwicklung beobachtet werden konnte und die

---

<sup>101</sup> OLG München, Pressemitteilung Zivilsachen 10/11 vom 28. September 2011

<sup>102</sup> Vgl. Leibfritz, 2008, S.1

<sup>103</sup> BGH Beschluss vom 8. Oktober 2013 Az. II ZB 26/12 ("Frosta")

<sup>104</sup> Vgl. Reimann, Bergemann, & Schwerdtfeger, 2014

Kommunikation mit den Minderheitsaktionären als nicht optimal beschrieben wurde<sup>105</sup>.

Der Begriff selbst ist nicht einheitlich definiert und wird in der Literatur und Rechtsprechung uneinheitlich verwendet, so wird er als Rückzug vom regulierten Markt sowie der Einstellung der Notierung an einer Wertpapierbörse gebraucht und an anderer Stelle synonym für ein „Going“-Private“ benutzt<sup>106</sup>.

In der vorliegenden Arbeit wird das Delisting, in Übereinstimmung mit Picot, als Rücknahme der Zulassung zum Börsenhandel definiert. Dies kann auf Antrag des Emittenten erfolgen, von Amts wegen gemäß den Regelungen des §39 Abs. 1 BörsG oder durch ein sogenanntes „kaltes Delisting“, welches die Folge einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme wie eines Squeeze-Outs ist<sup>107</sup>.

In der Hauptsache soll in dieser Arbeit der reguläre, also der vom Emittenten initiierte, Rückzug von der Börse behandelt werden, da dieser, neben dem kalten Delisting, indem die Rechte der Minderheitsgesellschafter aber im Zusammenhang mit der gesellschaftsrechtlichen Transaktion berücksichtigt werden müssen, die wichtigere Transaktion für die Interessen der Minderheitsaktionäre ist.

Die beiden anderen Verfahren werden in ihren wichtigsten Eigenschaften zusammengefasst dargestellt.

Betrachtet werden weiterhin in der Hauptsache sogenannte Totalrückzüge im Kontrast zu Börsenpräsenzreduktionen, die nur den Rückzug von einzelnen Regionalbörsen beschreiben und bei denen die Aktien des Unternehmens weiterhin an mindestens einer weiteren Börse gelistet bleiben<sup>108</sup>.

Auch als Delisting in diesem Sinne wird der Widerruf der Zulassung zum regulierten Markt verstanden, wenn die Aktien in der Folge in den Handel im Freiverkehr einbezogen werden, dies ist aufgrund der deutlich eingeschränkten Pflichten des Emittenten bei einer Notierung im Freiverkehr als „[...]vollständiges Delisting zu behandeln“ (Both, 2006).

Hier ist anzumerken, dass Picot (2009) in seinen Ausführungen zu dem Ergebnis gelangt, dass der „[...]dauerhafter Rückzug aus dem

---

<sup>105</sup> Vgl. Reimann, Bergemann, & Schwerdtfeger, 2014

<sup>106</sup> Vgl. Picot, 2009, S.6

<sup>107</sup> Vgl. Both, 2006, S.1.15ff

<sup>108</sup> Vgl. Probst, 2013, S.27

Freiverkehr[...]nur im Wege eines unechten bzw. kalten Delistings[...]“ (Picot, 2009) erfolgen kann, da die Einbeziehung in den Freiverkehr weder von der Initiative noch von seiner Zustimmung abhängt.

Dem muss entgegengehalten werden, dass dies zumindest für die Frankfurter Wertpapierbörse nicht vollumfänglich zutreffend ist. So kann der Emittent gemäß §23 Nr. 1 der allgemeinen Geschäftsbedingungen „[...]die Einbeziehung in den Entry Standard mit einer Frist von sechs Wochen kündigen“<sup>109</sup> und „[...]die Einbeziehung von Aktien oder Aktien vertretenden Zertifikaten in das Quotation Board setzt zusätzlich voraus, dass diese zum Handel an einem von der DBAG anerkannten in- oder ausländischen börsenmäßigen Handelsplatz zugelassen sind“<sup>110</sup>. Somit ist es dem Emittenten faktisch möglich, eine Beendigung des Handels im Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse durch Kündigung zu erwirken, wie dies auch im Falle der Marseille Kliniken AG im Sommer 2014 geschehen ist<sup>111</sup>.

Die Gründe, die eine Gesellschaft veranlassen, ein Delisting vorzunehmen, sind vielgestaltig, so kann einerseits die Finanzierungsfunktion der Börse nicht mehr erfüllt sein, was sich beispielsweise in einer unbefriedigenden, den Unternehmenserfolg nicht widerspiegelnden Kursentwicklung oder einem illiquiden Handel niederschlagen kann<sup>112</sup> und somit eine eventuelle weitere Eigenkapitalaufnahme über diesen Weg ausschließt.

Weiterhin können bei Unternehmen, die sich in einer Krise befinden, notwendige Restrukturierungs- oder Sanierungsmaßnahmen in einer nicht börsennotierten, also privaten Gesellschaft deutlich einfacher durchgeführt werden<sup>113</sup>.

Ein weiterer Anreiz für Unternehmen, sich von der Notierung an der Börse zurückzuziehen, kann die Vermeidung von Veröffentlichungspflichten und Folgekosten der Notierung sein, was sich besonders deutlich an dem Rückzug vieler großer deutscher Aktiengesellschaften von New York Stock Exchange (NYSE) zeigt, da diese aufgrund des Sarbanes-Oxley-Act dazu

---

<sup>109</sup> Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse, Stand: 26.07.2013

<sup>110</sup> §12 Nr. 1, Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse, Stand: 26.07.2013

<sup>111</sup> Pressemitteilung der Marseille Kliniken AG vom 10.06.2014, abgerufen von: <http://www.marseille-kliniken.de/presse/pressemitteilungen.html?pid=294> am 04.08.2014

<sup>112</sup> Vgl. Thomas, 2009, S.71ff

<sup>113</sup> Vgl. Probst, 2013, S.19f

verpflichtet waren, bei einer Notiz an der amerikanischen Börse ein zusätzliches Rechnungslegungswerk nach dem US-amerikanischen Standard US-GAAP sowie weiteres, umfangreiches Material zu veröffentlichen<sup>114</sup>. Hierbei war von aus diesen Verpflichtungen erwachsenden Kosten im niedrigen zweistelligen Millionenbereich die Rede<sup>115</sup>.

Zusätzlich können sich die aus einer Börsennotiz erwachsenden Publizitätspflichten gegenüber Wettbewerbern und eventuell Lieferanten und Kunden insofern als Nachteil erweisen, als dass diese durch das veröffentlichte Datenmaterial ein detaillierteres Bild über die Gesellschaft verfügen als sie dies über private Unternehmen der gleichen Branche gewinnen könnten<sup>116</sup>.

Für Minderheitsaktionäre ist ein Rückzug aus solchen Gründen, vor allem wenn er sich auf die Heimatbörse bezieht, allerdings auch klar kritisch zu sehen, da die dann geltenden verringerten Publizitätspflichten die Möglichkeit der Informationsbeschaffung für den Aktionär sowie die Fachpresse merklich einschränkt und das Unternehmen sich der Kontrolle der Öffentlichkeit damit wirksam entziehen kann<sup>117</sup>.

### **3.1.1. Delisting von Amts wegen**

Das Delisting einer Aktiengesellschaft von Amts wegen unterscheidet sich von den anderen Varianten insbesondere dadurch, dass dieses nicht auf Betreiben des Emittenten stattfindet, sondern ein durch die Geschäftsführung der Börse initiiertes Verwaltungsakt vorliegt<sup>118</sup>.

Die Grundlage für ein derartiges Vorgehen begründet sich aus dem ersten Absatz des §39 BörsG und lässt drei Alternativen zu, auf deren Grundlage die Börsengeschäftsführung dies vornehmen kann.

Die erste Alternative bietet die Möglichkeit, im Falle einer beispielsweise von Anfang an rechtswidrigen Zulassung diese im Wege des allgemeinen

---

<sup>114</sup> Vgl. Picot, 2009, S.2f

<sup>115</sup> Vgl. Picot, 2009, S.3

<sup>116</sup> Vgl. Gutte, 2006, S.31f

<sup>117</sup> Vgl. Probst, 2013, S.23f

<sup>118</sup> Vgl. Picot, 2009, S.7f

Verwaltungsverfahrenrechts zurückzunehmen oder die Zulassung zu widerrufen<sup>119</sup>.

Zusätzlich gibt der §39 Abs. 1 BörsG der Geschäftsführung der Börse die Möglichkeit, falls der „Emittent seine Pflichten aus der Zulassung auch nach einer angemessenen Frist nicht erfüllt“, die Zulassung zum Handel an der Börse zu widerrufen. Dies stellt mittelbar allerdings auch eine Gestaltungsmöglichkeit für den Emittenten zum Delisting dar, da dieser dadurch, dass er seinen Zulassungsfolgepflichten dauerhaft nicht mehr nachkommt, ein Delisting von Amts wegen erreichen kann<sup>120</sup>.

Die dritte Alternative, die aus dem §39 Abs. 1 BörsG zum Widerruf der Börsenzulassung erwächst, besteht für den Fall, dass „ein ordnungsgemäßer Börsenhandel auf Dauer nicht mehr gewährleistet ist“. Für eine solche Konstellation können verschiedene Gründe vorliegen. Einerseits kann der Free-Float, also die Menge der am Markt frei handelbaren, weil nicht im Besitz eines Großaktionärs befindlichen, Aktien soweit absinken, dass eine ordnungsgemäße Preisbildung in Ermangelung von Angebot und Nachfrage nicht mehr möglich ist<sup>121</sup>.

Weitere Gründe, die einem ordnungsgemäßen Börsenhandel entgegenstehen und damit zuerst eine Einstellung der Notierung und in der Folge einen Widerruf der Zulassung zu Handel nach sich ziehen können, sind ein Insolvenzverfahren, die Aufzehrung des Eigenkapitals oder der Verstoß gegen Publizitätspflichten<sup>122</sup>.

### **3.1.2. Kaltes Delisting**

Das sogenannte kalte Delisting ist insbesondere dadurch geprägt, dass hier die Einstellung der Notierung die Folge einer gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierung des Unternehmens ist und somit ein Nebenprodukt dieses Vorgangs, woraus folgt, dass keine Entscheidung der

---

<sup>119</sup> Vgl. Picot, 2009, S.8

<sup>120</sup> Vgl. Picot, 2009, S.9

<sup>121</sup> Vgl. Picot, 2009, S.8f

<sup>122</sup> Vgl. Picot, 2009, S.8f

Börsengeschäftsführung zur Durchführung des Verwaltungsaktes mehr vorliegen muss<sup>123</sup>.

Für ein solches kaltes Delisting kommen alle gesellschaftsrechtlichen Vorgänge in Frage, die dazu führen, dass die Voraussetzungen zum Handel am regulierten Markt nicht mehr gegeben sind<sup>124</sup>.

Dies sind insbesondere die verschiedenen, in der vorliegenden Arbeit dargestellten Squeeze-Out-Verfahren, da es bei diesen das erklärte Ziel des Mehrheitsaktionärs ist, alle Minderheitsaktionäre aus dem Unternehmen auszuschließen, wodurch sich auch der Handel und eine dadurch mögliche amtliche Preisfeststellung erübrigen bzw. unmöglich werden. So gehen beispielsweise im Falle des aktienrechtlichen Squeeze-Outs mit der Eintragung des Hauptversammlungsbeschlusses alle verbleibenden Aktien auf den Hauptaktionär über, wodurch kein Handel mehr stattfinden kann und den Regelungen des §39 Abs. 1 BörsG zufolge die Zulassung zum Handel widerrufen wird.

Auch bei den anderen Squeeze-Out-Verfahren finden in ihrer Wirkung vergleichbare rechtliche Vorgänge statt, die dazu führen, dass ein Handel in der Gattung unmöglich bzw. obsolet wird.

Weitere gesellschaftsrechtliche Maßnahmen, die zu einem Ende des Listings führen, sind die Aufspaltung des Unternehmens auf mehrere, nicht börsennotierte Gesellschaften, eine Verschmelzung sowie der Wechsel der Gesellschaftsform in eine nicht börsenfähige Variante, üblicherweise in eine GmbH<sup>125</sup>.

### 3.1.3. Reguläres Delisting

Als reguläres Delisting bezeichnet man den vom Emittenten mittels eines Antrages zum Widerruf der Börsenzulassungen an die Börsengeschäftsführung initiierten Rückzug von Börse, wobei für diese Form des Delistings auch die Begriffe „formales Delisting“ oder „echtes Delisting“ verwendet werden<sup>126</sup>.

---

<sup>123</sup> Vgl. Probst, 2013, S.30ff

<sup>124</sup> Vgl. Picot, 2009, S.12

<sup>125</sup> Vgl. Picot, 2009, S.14ff

<sup>126</sup> Vgl. Probst, 2013, S.35f

Der Vorgang eines solchen regulären Delistings beginnt mit dem Antrag der Gesellschaft, die hierbei durch den Vorstand vertreten wird, ihre Zulassung zum Handel im regulierten Markt gemäß dem §39 Abs. 2 BörsG zu widerrufen. Die Entscheidung über diesen Antrag liegt im Ermessen der Börsengeschäftsführung und darf, gemäß den Ausführungen des §39 Abs. 2 BörsG dem „Schutz der Anleger“ nicht widersprechen<sup>127</sup>, wobei genau dieser Schutz der Anleger in der Vorschrift nicht näher definiert ist.

In der Folge gab es dazu, was für Voraussetzungen bei einem Delisting gegeben sein müssen, damit dieser Schutz gewahrt ist, verschiedene Rechtsprechung, zuerst die sogenannte „Macrotron“-Entscheidung des Bundesgerichtshofes, die im Oktober 2013 von der Entscheidung im Fall „Frosta“ abgelöst wurde und in der dieser Schutz nun deutlich anders definiert wird.

Wird dieser Rückzug von der Börse an allen Börsenplätzen, an denen die Gesellschaft notiert ist, vollzogen, so spricht man in diesem Zusammenhang von einem „Going-Private“, falls nur einzelne Börsenplätze betroffen sind, von einer Börsenpräsenz-Reduktion<sup>128</sup>.

Gemäß §39 Abs. 2 Satz 5 BörsG sind die Voraussetzungen für ein Delisting von den Börsen selbst in ihren Börsenordnungen detaillierter festzulegen. Diese Regelungen fallen unterschiedlich aus und sollen in der Folge beleuchtet werden.

#### **3.1.4. Vergleich der Börsenordnungen**

Da der §39 Abs. 2 BörsG nur festlegt, ob Anlegerinteressen bei einem Delisting zu wahren sind, muss die Frage der Ausgestaltung in den einzelnen Börsenordnungen getroffen werden, wobei die Börsen, mit Ausnahme der Börsen Hamburg und Hannover, diesem Auftrag in ihren jeweiligen Regelwerken gefolgt sind, dies allerdings unterschiedlich verwirklicht haben<sup>129</sup>.

---

<sup>127</sup> Vgl. Picot, 2009, S.9f

<sup>128</sup> Vgl. Picot, 2009, S.10

<sup>129</sup> Vgl. Probst, 2013, S.174ff

Die mit Abstand wichtigste Börse in Deutschland ist mit einem Handelsvolumen von über einer Billion Euro in 2013<sup>130</sup> die Börse Frankfurt, weshalb dieser Börsenordnung besonderes Gewicht zukommt.

Geregelt ist hier der Widerruf der Börsenzulassung im §46 der Börsenordnung (BörsO) der Börse Frankfurt<sup>131</sup> und nimmt den aus dem Börsengesetz bekannten Schutz der Anleger auf, dem ein Delisting nicht entgegenstehen darf.

Wie diese Anlegerinteressen zu wahren sind, beschreiben der §46 Abs. 1. Nr. 1 & Nr. 2 BörsO Frankfurt näher, so ist der Anlegerschutz hier gewahrt, wenn entweder laut Satz 1 „auch nach dem Wirksamwerden des Widerrufs die Zulassung und der Handel des Wertpapiers an einem organisierten Markt oder an einem entsprechenden Markt in einem Drittstaat gewährleistet erscheint“ oder aber, falls dies nicht der Fall sein sollte, der Anleger gemäß Satz 2 nach Bekanntgabe der Maßnahme „ausreichend Zeit verbleibt, die vom Widerruf betroffenen Wertpapiere im regulierten Markt der FWB zu veräußern“.

Diese Frist wird regelmäßig durch §46 Abs. 2 Satz 3 BörsO Frankfurt definiert und beträgt 6 Monate, wobei der Emittent diese Frist auf Antrag gemäß §46 Abs. 3 BörsO Frankfurt auf 3 Monate verkürzen kann. Dies ist allerdings nur möglich, „wenn den Inhabern der Wertpapiere seitens des Emittenten oder des Großaktionärs ein Kaufangebot unterbreitet wird“ (§46 Abs. 3 Satz 1 BörsO Frankfurt).

Hervorzuheben ist in der Vorschrift der Börse Frankfurt im genannten Paragraphen der Wortlaut „insbesondere“, der impliziert, dass die nachfolgenden Konstellationen, bei denen der Anlegerschutz gewahrt ist, nicht abschließend ist und weitere Konstellationen denkbar sind und diese in der Folge im Ermessensspielraum der Börsengeschäftsführung liegen<sup>132</sup>.

Die Regelungen der Regionalbörse in Stuttgart sind denen in Frankfurt ähnlich, hier ist der Widerruf der Zulassung zum Handel im regulierten Markt im §22 BörsO der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse<sup>133</sup> niedergelegt. Auch dieser enthält eine, hier allerdings durch den Wortlaut „in der Regel“ (§22 Abs. 1 Satz 2 BörsO Stuttgart) beschränkte Aufzählung von Konstellationen, in denen der Anlegerschutz gewahrt bleibt.

---

<sup>130</sup> Handelsvolumen (Einfachzählung) Xetra und Xetra Frankfurt Spezialistenhandel 1.104,2 Mrd. €, vgl. Geschäftsbericht 2013 der Deutsche Börse AG

<sup>131</sup> Stand: 16.12.2013

<sup>132</sup> Vgl. Probst, 2013, S.198

<sup>133</sup> Stand: 1.1.2014

Der Schutz des Anlegers ist wie in Frankfurt dann gewahrt, wenn auch nach dem Delisting der Aktien des Emittenten in Stuttgart „der Handel des Wertpapiers an einem inländischen oder ausländischen organisierten Markt im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG gewährleistet erscheint“ (§22 Abs. 1 Nr. 1 BörsO Stuttgart), wobei der erwähnte Wortlaut „in der Regel“ andeutet, dass ein Ermessensspielraum der Börsengeschäftsführung besteht<sup>134</sup>.

Im Folgenden unterscheiden sich die Vorschriften hauptsächlich in den Fristen, mit denen ein Widerruf wirksam wird.

Etwas anders ausgestaltet ist der Widerruf der Börsenzulassung in der Börsenordnung der Börse in Düsseldorf. Diese regelt den Sachverhalt im §56 BörsO Düsseldorf<sup>135</sup> und auch hier wird der Anlegerschutz im Falle eines partiellen Delistings, also wenn der Handel im regulierten Markt an einer anderen in- oder ausländischen Börse bestehen bleibt, als gewahrt angesehen, allerdings ist dies bei der Börse Düsseldorf auch dann der Fall, wenn der weitere Handel im Freiverkehr an dieser stattfindet<sup>136</sup>.

Als Besonderheit kommt hier allerdings noch die in §56 Abs. 3 BörsO Düsseldorf festgelegte Verschärfung hinzu, die dem Vorstand des Emittenten auferlegt, der Geschäftsführung der Börse schriftlich zu versichern, dass „[...]innerhalb von einem Jahr nach dem Wirksamwerden der Widerrufsentscheidung kein Verfahren zum Widerruf der Zulassung oder Einbeziehung[...]“ (§56 Abs. 3 BörsO Düsseldorf) an den verbleibenden Börsenplätzen eingeleitet wird.

Leider verfügt die Börse Düsseldorf laut eigenen Aussagen über keine Möglichkeit, dies auch wirksam zu verfolgen: „Wenn das Unternehmen die Einjahresfrist nicht einhält, haben wir keine Möglichkeit, es zu sanktionieren.“ (Reimann, Bergermann, & Schwerdtfeger, 2014)

Deutlich schärfer als an anderen Börsen ist in Düsseldorf hingegen die Fallkonstellation geregelt, in der ein Emittent sich tatsächlich sofort und vollständig von der Börse zurückziehen möchte.

Für diesen Fall sieht der §56 Abs. 4 BörsO Düsseldorf vor, dass für diesen Vorgang zwingend eine entsprechende Ermächtigung des Vorstandes durch die Hauptversammlung vorliegen muss und das „[...]der Mehrheitsaktionär den Inhabern der Aktien ein Kaufangebot unterbreitet

---

<sup>134</sup> Vgl. Probst, 2013, S.178

<sup>135</sup> Stand: 4.6.2014

<sup>136</sup> Vgl. §56 Abs. 3 BörsO Düsseldorf

hat, das den Anforderungen des § 31 WpÜG[...]“ (§56 Abs. 4 BörsO Düsseldorf) genügt.

Diese im Vergleich mit anderen Börsenplätzen scharfe Regelung kann allerdings, wie oben erwähnt, von einem entsprechend motivierten Emittenten insofern umgangen werden, dass zuerst die Zulassung in Düsseldorf und erst im Anschluss die an anderen Börsenplätzen widerrufen wird.

Die Börse Berlin führt in ihren Regelungen zum Widerruf, die sich im §51 BörsO Berlin<sup>137</sup> wiederfinden und sich per Wortlaut auf den §39 BörsG beziehen, als einzige konkrete Variante, bei welcher der Anlegerschutz auf jeden Fall gewahrt ist und der Börsengeschäftsführung kein Spielraum mehr bleibt, den Fall auf, in dem „den Inhabern der Wertpapiere ein Kaufangebot unterbreitet wird“ (§51 Abs. 2 Satz 1 BörsO Berlin). In diesem Fall wird auch der Widerruf der Zulassung sofort mit der Veröffentlichung gültig.

Implizit wird allerdings auch der Fall des partiellen Delistings laut §51 Abs. 2 Satz 3 BörsO Berlin als ein Fall gesehen, in dem die Anlegerinteressen grundsätzlich gewahrt bleiben, da hier die Börsengeschäftsführung nur noch „[...]unter Berücksichtigung des Schutzes der Anleger über den Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Widerrufs der Zulassung[...]“ (§51 Abs. 2 Satz 3 BörsO Berlin) nach eigenem Ermessen entscheidet.

In der Vorschrift nicht detailliert aufgelöst wird die Frage, ob beim weiteren Handel an einer anderen Börse dieser im regulierten Handel stattfinden muss oder ob auch ein Handel im Freiverkehr ausreichend ist, hier sind die Börsenordnungen der anderen Börsen als deutlich genauer zu werten.

Weiterhin fällt auf, dass in der neuesten Fassung der Börsenordnung in Bezug auf das Kaufangebot, welches die Aktionäre bei einem Delisting erhalten sollen, der Wortlaut „angemessen“ entfallen ist. In der Literatur wird genau dieser Wortlaut noch aus der Börsenordnung zitiert und diskutiert, wie er auszulegen sei<sup>138</sup>, in der aktuellen Fassung der Börsenordnung ist er nicht mehr enthalten.

Somit reicht nach heutiger Regelung das Vorliegen eines Kaufangebotes für eine sofortige Wirksamkeit des Widerrufs nach Veröffentlichung aus, die Angemessenheit der Höhe steht nicht mehr zur Disposition.

---

<sup>137</sup> Stand: 12.03.2014

<sup>138</sup> Vgl. Probst, 2013, S.184ff

Die Börsenordnungen der Börsen Hamburg und Hannover sind in ihrem Wortlaut identisch und bleiben bezüglich des Widerrufs der Zulassung zum Handel durch den Emittenten sehr vage. Die Börse Hamburg regelt dies im §46 BörsO der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg<sup>139</sup>, in Hannover ist es der §47 BörsO der Niedersächsischen Börse zu Hannover.

Beide Börsenordnungen legen die Entscheidung vollständig in das Ermessen der Börsengeschäftsführung. Im jeweils ersten Absatz des relevanten Paragraphen wird hierzu ausgeführt: „Auf Antrag des Antragstellers kann die Geschäftsführung die Einbeziehung widerrufen.“ (§46 Abs. 1 BörsO Hamburg, §47 Abs. 1 BörsO Hannover) Nähere Regelungen zum Anlegerschutz erfolgen keine. Auch dies ist eine Änderung neueren Datums, Probst diskutiert in ihren Ausführungen noch eine gänzlich anders lautende, wesentlich ausführlichere Regelung<sup>140</sup>.

Die Börsenordnung der Börse München<sup>141</sup> knüpft den Widerruf der Zulassung an die Wahrung des Schutzes der Anlegerinteressen und führt hierzu eine, wie in der Ordnung der Börse Frankfurt durch den Wortlaut „insbesondere“<sup>142</sup> als nicht abschließend gekennzeichnete Liste mit Konstellationen, in denen der Anlegerschutz gewahrt ist, auf.

Hierzu zählen laut §51 Abs. 2 Nr. 1 & Nr. 2 BörsO München, vergleichbar der Regelung in Düsseldorf, das partielle Delisting, also wenn ein Fortbestehen des Handels im organisierten Markt einer anderen Börse stattfindet, oder wenn, ebenfalls wie in der Düsseldorfer Regelung, der Handel im Freiverkehr der eigenen, also der Münchener Börse, fortgesetzt wird.

Ein ausreichender Anlegerschutz ist weiterhin gegeben, wenn laut §51 Abs. 2 Nr. 3 BörsO München ein Beschluss der Hauptversammlung zum Delisting oder ein Kaufangebot des Emittenten oder Großaktionärs vorliegt, wobei diese Regelung auf Aktien deutscher Emittenten beschränkt bleibt.

Diese, an sich relativ strenge und der Börse Düsseldorf vergleichbare Regelung wird nun allerdings im §51 Abs. 2 Nr. 4 nahezu überflüssig gemacht, da hier eine, den Regelungen der Börse Frankfurt vergleichbare, Fristenlösung eingeführt wird.

---

<sup>139</sup> Stand: 29.11.2013

<sup>140</sup> Vgl. Probst, 2013, S.190ff

<sup>141</sup> Stand: 03.07.2014

<sup>142</sup> §51 Abs.2 Satz 1 BörsO München

In dieser heißt es, falls alle vorausgegangen Voraussetzungen nicht erfüllt sein sollten, ist es wiederum ausreichend, wenn „[...]den Anlegern nach Bekanntgabe des Widerrufs aber ausreichend Zeit verbleibt, die Wertpapiere an der Börse zu veräußern“ (§51 Abs. 2 Nr. 4 BörsO München).

Faktisch ist somit, trotz des der Börse Düsseldorf ähnelnden Wortlautes, eine Fristenlösung nach Frankfurter Vorbild geschaffen worden, da sich die strengen Vorgaben nur insofern auswirken, dass sie gemäß §51 Abs. 3 Satz 1 BörsO München eine Fristverkürzung der Wirksamkeit zur Folge haben.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass die Regelungen der Börsenordnungen zum Delisting durchaus heterogen sind und sich offenbar auch zuletzt verändert haben, da sich auch die grundsätzliche Rechtsprechung im Oktober 2013 geändert hat.

Während beispielsweise die Fristenregelungen der Börsen Frankfurt, Stuttgart und München nach alter „Macrotron“-Rechtslage<sup>143</sup> explizit als nicht ausreichend angesehen wurden<sup>144</sup>, gehen sie heute tendenziell sogar weiter als die neue Rechtslage nach der „Frosta“-Entscheidung<sup>145</sup> des BGH, während die Börse Düsseldorf diese Entscheidung des BGH sogar explizit als den falschen Weg ansieht<sup>146</sup> und ihre Börsenordnung deutlich schärfer hält, wobei hier, wie beschrieben, für einen entsprechend motivierten Emittenten Möglichkeiten verbleiben, sich diesen scharfen Regelungen zu entziehen, wenn er den Rückzug von der Börse anstrebt.

### **3.2. Alte Rechtslage „Macrotron“**

An dieser Stelle soll kurz auf die „Macrotron“-Entscheidung des Bundesgerichtshofes aus dem Jahre 2002 und seit dem bis zur „Frosta“-Entscheidung gültige Rechtsprechung umrissen werden, um anschließend die neue Auffassung und vor allem die deutlichen Änderungen zwischen diesen beiden herausstellen zu können.

In der bis Ende letzten Jahres einzigen höchstrichterlichen Entscheidung zum Thema Delisting hat der BGH einem solchen Vorgang eine nicht aus

<sup>143</sup> BGH Urteil vom 25. November 2002, AZ II ZR 133/01 („Macrotron“)

<sup>144</sup> Vgl. Probst, 2013, S.240f

<sup>145</sup> BGH Beschluss vom 8. Oktober 2013 Az. II ZB 26/12 („Frosta“)

<sup>146</sup> Vgl. Reimann, Bergemann, & Schwerdtfeger, 2014

den Regelungen des Aktien- oder Börsengesetzes zu entnehmende grundrechtliche Relevanz zugestanden und sich dabei auf den Artikel 14 des Grundgesetzes bezogen<sup>147</sup>.

Dies ist insofern nicht intuitiv, dass es sich beim regulären, vom Emittenten ausgehenden Delisting um einen Vorgang zwischen privaten Parteien handelt, – auch wenn die Börse eine Anstalt des öffentlichen Rechts und in den Vorgang involviert ist – woraus sich indirekt folgern lässt, dass der BGH die Handelbarkeit der Aktie, insbesondere die an einer Börse, als selbstständigen Bestandteil des Eigentums an der Aktie angesehen hat<sup>148</sup>.

Auf eine Auseinandersetzung mit der verfassungsrechtlichen Relevanz der „Macrotron“-Entscheidung soll allerdings im Folgenden aufgrund des beschränkten Umfangs einer Bachelor-Arbeit und der mittlerweile fehlenden Praxisrelevanz verzichtet werden.

Inhaltlich stellte der BGH fest, dass die Einstellung des Handels an der Börse eine deutliche Schwächung der Verkehrsfähigkeit und damit eine Beeinträchtigung des Aktieneigentums darstelle, weshalb für ein solches Vorgehen sowohl ein Beschluss der Hauptversammlung als auch ein Pflichtangebot zum Erwerb der Aktien durch die Gesellschaft oder den Hauptaktionär von Nöten sei<sup>149</sup>.

Diese Rechtsauffassung hatte bis zum Oktober 2013 Bestand und wurde vom Urteil im Fall „Frosta“ abgelöst, welches in der Folge beschrieben werden soll.

### **3.3. Neue Rechtslage „Frosta“**

Seine neue, der alten Rechtsprechung nahezu diametral entgegenstehende Auffassung von den Schutzrechten bei einem Delisting hat der BGH in seinem Beschluss vom 8. Oktober 2013 kundgetan, in dem er zu allererst feststellt, dass beim Widerruf der Zulassung zum regulierten Markt „[...]die Aktionäre keinen Anspruch auf eine Barabfindung[...]“<sup>150</sup>

---

<sup>147</sup> Vgl. Probst, 2013, S.41

<sup>148</sup> Vgl. Probst, 2013, S.41

<sup>149</sup> Vgl. Probst, 2013, S.46f

<sup>150</sup> BGH Beschluss vom 8. Oktober 2013 Az. II ZB 26/12 („Frosta“), S. 1

mehr haben und es „[...]weder eines Beschlusses der Hauptversammlung noch eines Pflichtangebotes[...]“<sup>151</sup> bedarf.

Geklagt hatten Aktionäre der Frosta AG auf die Durchführung eines Spruchverfahrens zur Ermittlung einer angemessenen Barabfindung, da das Unternehmen am 11. Februar 2011 bekanntgegeben hatte, vom regulierten Markt an der Börse Berlin in den Freiverkehr der Börse in Frankfurt zu wechseln<sup>152</sup>, was nach alter Rechtsprechung wie ein „[...]vollständiger Rückzug von der Börse zu bewerten[...]“ (Picot, 2009) ist.

Der BGH geht in seiner Begründung sogar noch über die konkrete Fragestellung in diesem Fall, der faktisch kein direktes totales Delisting, sondern ein Segmentwechsel ist, hinaus und stellt grundsätzlich fest: „Der Widerruf der Zulassung zum Handel im regulierten Markt nach § 39 Abs. 2 BörsenG auf Antrag der Gesellschaft führt nicht zu einer Beeinträchtigung des Aktieneigentums.“<sup>153</sup>

Auch wird die grundsätzliche Relevanz der Börsenzulassung in Verbindung mit Artikel 14 des Grundgesetzes abgelehnt, da dieser nur die rechtliche, aber nicht die tatsächliche Verkehrsfähigkeit schütze<sup>154</sup>. Hier bezieht sich der BGH direkt auf ein Urteil des Bundesverfassungsgerichts aus dem Jahre 2012<sup>155</sup>

Weiterhin führt der BGH aus, dass schon der § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsenG verlange, dass ein Delisting dem Schutz der Anleger nicht widersprechen dürfe, was aber bereits durch die Fristenregelungen in den Börsenordnungen gewährleistet sei<sup>156</sup>.

Der Schutz der Anleger sei hier deshalb gewährleistet, da eine Frist ausreichend sei, um dem Anleger die Möglichkeit zu eröffnen, eine Deinvestition vorzunehmen, die in ihrer Wirkung einer Barabfindung gleichwertig sei, da es nicht erkennbar sei, dass alleine die Ankündigung eines Delistings zu einem fallenden Kurs führen würde<sup>157</sup>.

Dieser Punkt soll später noch detaillierter und aus betriebs- und vor allem finanzwirtschaftlicher Sicht gewürdigt werden.

<sup>151</sup> BGH Beschluss vom 8. Oktober 2013 Az. II ZB 26/12 (“Frosta”) S. 1

<sup>152</sup> BGH Beschluss vom 8. Oktober 2013 Az. II ZB 26/12 (“Frosta”) S. 2f

<sup>153</sup> BGH Beschluss vom 8. Oktober 2013 Az. II ZB 26/12 (“Frosta”) S. 3

<sup>154</sup> BGH Beschluss vom 8. Oktober 2013 Az. II ZB 26/12 (“Frosta”) S. 4

<sup>155</sup> BVerfG, ZIP 2012, 1402

<sup>156</sup> BGH Beschluss vom 8. Oktober 2013 Az. II ZB 26/12 (“Frosta”) S. 10f

<sup>157</sup> BGH Beschluss vom 8. Oktober 2013 Az. II ZB 26/12 (“Frosta”) S. 11

Der BGH führt weiterhin aus, dass der § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsenG „[...]ausreichende Ansatzpunkte für einen angemessenen, mit Widerspruch und Anfechtungsklage gegen den Widerruf der Zulassung durchsetzbaren Schutz der betroffenen Aktionäre[...]“<sup>158</sup> biete, womit er auch die verbleibenden Rechtsmittel nennt, die einem Minderheitsaktionär zur Verfügung stehen, um seine Eigentumsrechte zu verteidigen.

### 3.4. Würdigung

An dieser Stelle soll die Begründung, die der BGH für die Abkehr von der bisher geltenden „Macrotron“-Rechtsprechung geliefert hat, analysiert werden. Der Fokus liegt hierbei auf den Konsequenzen für die Minderheitsaktionäre.

Der BGH legt in seinen Ausführungen dar, dass eine Barabfindung auch in der Praxis nicht notwendig ist, wenn eine ausreichend lange Frist zum Verkauf verbleibt, da der Aktionär über die Börse verkaufen könne und das in der Vergangenheit kein Kursverfall nach Ankündigung eines Delistings zu erkennen gewesen sei. Er stützt diese These auf einen Aufsatz von Heldt/Royé in der Zeitschrift „Die Aktiengesellschaft“ aus dem September 2012<sup>159</sup>.

Diese Begründung ist in zweierlei Hinsicht verwunderlich und tendenziell unglücklich für die Situation der Minderheitsaktionäre.

Auf der einen Seite wird schon die wissenschaftliche Qualität dieses Aufsatzes von anderer Seite deutlich angezweifelt, da die Stichprobengröße der zugrundeliegenden Daten deutlich zu gering sei<sup>160</sup>.

Auf der anderen Seite ist dieses Argument schon, wie auch Wackerbarth anmerkt, in sich nicht schlüssig, da die Untersuchung auf Fällen beruhte, in denen die „Macrotron“-Rechtsprechung galt und somit die Preisbildung am Markt offensichtlich von der Aussicht auf eine Barabfindung beeinflusst war<sup>161</sup>, oder, etwas deutlicher formuliert: „[...]wenn eine Prämie auf den Kurs versprochen wird, dann steigt dieser natürlich[...]“ (Wackerbarth, 2012).

---

<sup>158</sup> BGH Beschluss vom 8. Oktober 2013 Az. II ZB 26/12 („Frosta“) S. 12

<sup>159</sup> BGH Beschluss vom 8. Oktober 2013 Az. II ZB 26/12 („Frosta“) S. 11

<sup>160</sup> Vgl. Wackerbarth, 2012

<sup>161</sup> Vgl. Bengner & Brenscheidt, 2014

Das diese Preisbildung, wenn, wie es seit Oktober 2013 der Fall ist, keine Barabfindung mehr abzusehen ist, deutlich anders ablaufen dürfte, kann verschiedene Gründe haben.

Zuerst einmal kann unterstellt werden, dass die Problematik eines Delistings in der Hauptsache Aktiengesellschaften mit einer verhältnismäßig geringen Marktkapitalisierung und einem geringeren Free-Float trifft, so hat es in den letzten Jahren keinen DAX-Wert gegeben, der sich zu einem regulären Delisting entschieden hätte.

Als volumenseitig wichtige Investorengruppen kommen allerdings auch bei den betroffenen Gattungen Investmentfonds sowie institutionelle Investoren in Frage.

Speziell Investmentfonds sind aber laut §193 KAGB, sofern sie sich den OGAW-Richtlinien unterworfen haben, daran gebunden, nur in Aktien zu investieren, die an einer Börse gehandelt werden<sup>162</sup>. Im Umkehrschluss sind sie gezwungen, da sie nicht, wie noch vor Oktober 2013, auf die Zahlung der Barabfindung zur Abgabe ihrer Stücke warten können, diese umgehend zu verkaufen, da ihre Anlagerichtlinien sie dazu zwingen.

Wenn man jetzt noch unterstellt, dass viele institutionelle Investoren an vergleichbare Anlagerichtlinien gebunden sind, entsteht aus dieser Konstellation unweigerlich hoher Verkaufsdruck auf die betroffene Gattung, da im Zweifel der einzige volumenseitig relevante Käufer der Mehrheitsaktionär ist, der es nun mit Kontrahenten zu tun hat, die aufgrund von Formalien zu einem Verkauf gezwungen sind.

Dies führt in der Folge, wie auch schon Probst in ihren Ausführungen zur Fristenlösung erkannt hat, zu einem „Verkäuferwettlauf“, da der „[...]abwartende Anleger mit weiteren Verlusten durch einen fortschreitenden Kursverfall rechnen muss[...]“ (Probst, 2013), womit in der Folge auch die Länge der Frist als solche keine Rolle mehr spielt und somit „[...]kein entscheidendes Kriterium für die Erfüllung des Anlegerschutz-erfordernisses des Börsengesetzes darstellen kann“ (Probst, 2013).

Aus diesen Gründen dürfte die „Frosta“-Entscheidung sich merklich negativ in den Kursen von Unternehmen, die sich von der Börse zurückziehen

---

<sup>162</sup> Siehe auch exemplarisch: Verkaufsprospekt einschließlich Anlagebedingungen des DWS German Small/Mid Cap Fonds der Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, S. 8, Stand: 01. Januar 2014

wollen, niederschlagen. Diese Meinung wird auch von juristischer Seite geteilt, es sei zu erwarten, dass in Zukunft bei einer solchen Konstellation „[...]der Kurs (erheblich) nachgibt“ (Benger & Brenscheidt, 2014).

Die folgende Tabelle stellt beispielhaft die Kursreaktionen auf die Ankündigung eines Delistings von einigen Aktiengesellschaften in Deutschland nach der „Frosta“-Entscheidung dar:

Name	WKN	Datum der Ankündigung	Eröffnungskurs	Schlusskurs	Differenz
n.runs AG <sup>163</sup>	A0LEFF	17.02.2014	0,380 €	0,230 €	-39,47%
Strabag AG	A0Z23N	20.02.2014	246,100 €	241,000 €	-2,07%
Elexis AG	508500	20.03.2014	24,665 €	23,860 €	-3,26%
Schuler AG	A0V9A2	04.04.2014	27,865 €	25,300 €	-9,21%
Magix AG	722078	20.05.2014	3,656 €	2,755 €	-24,64%
Dt. Balaton AG <sup>164</sup>	550820	30.06.2014	12,106 €	11,811 €	-2,44%

Tabelle 1: Kursentwicklung von Aktiengesellschaften nach Ankündigung eines Delistings<sup>165</sup>

Diese Aufzählung erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und eine Kursreaktion erfolgt auch nicht immer direkt am Tag der Ankündigung, aber es ist zu erkennen, dass ein Delisting teilweise noch am selben Tag zu deutlichen Kursverlusten führt.

Für eine unter statistischen Gesichtspunkten valide Aussage zur Reaktion ist es indes zum Zeitpunkt der Anfertigung dieser Arbeit aufgrund der relativ geringen Fallzahlen in Folge der Aktualität der Thematik und der daraus zur Ermittlung von verlässlichen Daten erheblich zu kleinen Stichprobengröße noch zu früh.

Die Berufung des BGH auf einen nicht vorhandenen Zusammenhang zwischen einem erklärten Delisting und einem fallenden Kurs erscheint in diesem Licht allerdings zumindest zweifelhaft, wie auch von anderer Seite angemerkt wird<sup>166</sup>.

<sup>163</sup> Schlusskurs 18.02.2014, am 17.02.2014 kein Handel auf Xetra

<sup>164</sup> Handelsmodell: Fortlaufende Auktion mit Spezialist

<sup>165</sup> Quellen: dgap.de, Börse Frankfurt; Kurse: Xetra, wenn nicht anders angegeben

<sup>166</sup> Vgl. Benger & Brenscheidt, 2014

Es steht vielmehr zu befürchten, dass ein Delisting von einschlägig motivierten Großaktionären als Druckmittel benutzt wird, Aktionäre zur Einwilligung in ein bestehendes, in seiner Höhe umstrittenes Kaufangebot zu bewegen, wie in jüngster Zeit im Fall der Übernahme der Funkwerk AG durch die Hörmann Funkwerk Holding GmbH zu beobachten war.

Diese hielt vor ihrem Kaufangebot 57,78% des Grundkapitals an der Funkwerk AG, war also beispielsweise weit vom notwendigen Schwellenwert für einen Squeeze-Out entfernt, stellt aber dennoch von vorneherein klar, dass es – „[...]unabhängig von der Annahmquote[...]“ – das Ziel sei, „[...]dass sich die Funkwerk AG von der Börse zurückzieht[...]“<sup>167</sup>.

Die Möglichkeit, ein Delisting in dieser Form als Druckmittel zu zweckentfremden, ist seit der „Frosta“-Entscheidung somit erheblich einfacher geworden.

### 3.5. Folgen für den Aktionär

Seit der „Frosta“-Entscheidung des BGH ist die Situation für den Minderheitsaktionär komplexer geworden, da der Weg, das Abfindungsangebot abzuwarten und dieses anzunehmen, um sich von seinen Stücken zu trennen, bevor die Notierung eingestellt wird, nun vollständig entfällt.

Dem Minderheitsaktionär wird also zwangsläufig, neben dem Einschnitt in die tatsächliche Verkehrsfähigkeit seines Vermögensgegenstandes, faktisch die Entscheidung über das optimale Timing des Verkaufes auferlegt, die ohnehin schon extrem schwer und ohne detaillierte Kenntnisse der Funktionsweise von Kapitalmärkten und Börsengeschäften nahezu gar nicht zu treffen ist.

Dies steht im Gegensatz zum aktuellen Trend, Verantwortung und Lasten vom (privaten) Anleger weg zu verlagern und umfassende Maßnahmen zu seinem Schutz zu etablieren, da hier faktisch die Auffassung vertreten wird, der Minderheitsaktionär sei nicht schützenswert<sup>168</sup>

---

<sup>167</sup> Pressemitteilung der der Hörmann Funkwerk Holding GmbH, Kirchseeon, zum öffentlichen Erwerbsangebot vom 17. Juni 2014

<sup>168</sup> Vgl. Wackerbarth, 2012

Bei einzelnen Gesellschaften wird mittlerweile versucht, der neuen Rechtsprechung durch eine Änderung der Satzung dahingehend, dass für ein Delisting doch ein Hauptversammlungsbeschluss notwendig ist, entgegenzuwirken, während sich institutionelle Investoren die Frage der Investitionsfähigkeit von einzelnen Marktsegmenten in Deutschland stellen müssen<sup>169</sup>.

Betroffenen Minderheitsaktionären einen pauschalen Ratschlag zu erteilen, wie sie sich nach der neuen Regelung optimal zu verhalten haben, ist leider aufgrund der Heterogenität der verschiedenen Fallkonstellationen und des Kapitalmarktes als solchem nicht allgemeingültig möglich.

Im Umkehrschluss ist die neue Rechtslage allerdings ein weiterer deutlicher Unsicherheitsfaktor bei der Investition in eher kleinere Aktiengesellschaften, insbesondere wenn diese über einen starken Großaktionär verfügen und ist somit ganz klar nicht geeignet, das Aktienklima in diesem Segment zu fördern.

Auch steht dies im Kontrast zu den aktuellen Bemühungen seitens der Politik, verstärkt Investorengelder in junge Unternehmen zu leiten<sup>170</sup>.

#### **4. Zusammenfassung Eigentumsschutz**

Zusammenfassend kann man feststellen, dass es im Falle der verschiedenen Spielarten des Squeeze-Out einen relativ klar definierten Ablauf und etablierten Schutz der Minderheitsaktionäre gibt.

Es steht bei diesen Vorgängen außer Frage, dass der Aktionär etwas aufgibt, bzw. aufgeben muss, dem ein Wert innewohnt und dass dieser Verlust von demjenigen ausgeglichen werden muss, dem aus diesem Vorgang ein Vorteil in vielerlei Hinsicht entsteht, nämlich dem Mehrheits- oder Hauptaktionär.

So drehen sich Streitigkeiten im Falle des Squeeze-Outs auch in der überwiegenden Zahl der Fälle um die Höhe der Abfindung, sei es im Wege einer Anfechtungsklage oder eines Spruchverfahrens.

---

<sup>169</sup> Vgl. Reimann, Bergemann, & Schwerdtfeger, 2014

<sup>170</sup> Vgl. Reimann, Bergemann, & Schwerdtfeger, 2014

Dass es bei einer derart konträren Interessenlage wie bei einem Squeeze-Out zu Streitigkeiten zwischen den Parteien kommt, ist nachvollziehbar und aus diesem Umstand resultiert auch die Menge der gegen solche Verfahren anhängigen Spruchverfahren. So ist allein die Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. (SdK e.V.) laut eigenen Angaben<sup>171</sup> in Deutschland derzeit an 78 laufenden Spruchverfahren in Verbindung mit einem Squeeze-Out-Verfahren beteiligt.

Von dieser Seite aus wird dem Aktionär insofern also Unterstützung angeboten, da solche Spruchverfahren häufig von Aktionärsschutzvereinigungen angestrengt werden und diese, wie festgestellt, im Ergebnis für und gegen alle Minderheitsaktionäre wirken.

Allerdings ziehen sich diese Verfahren, wie am Beispiel Altana zu sehen ist – dieses Verfahren ist bis zum Zeitpunkt der Fertigstellung dieser Arbeit noch nicht abgeschlossen, eingeleitet wurde es im Jahr 2010 –, mitunter massiv in die Länge. Der Anleger braucht also eine Menge Geduld.

Deutlicher in den Fokus rückt in der Zukunft möglicherweise der verschmelzungsrechtliche Squeeze-Out, da dieser an einigen Stellen Erleichterungen für den Großaktionär bietet, hier ist allerdings noch keine eindeutige Tendenz abzusehen.

Deutlich problematischer für die Minderheitsaktionäre stellt sich nach derzeitiger Rechtslage der Fall eines Delistings dar. Hier hat sich, wie im Zuge dieser Arbeit und von dritter Seite erörtert, durch die Neufassung der Rechtsprechung mit der „Frosta“-Entscheidung vieles zu Ungunsten des Minderheitsaktionärs gewandelt.

Hier bleibt abzuwarten, wie der Kapitalmarkt selbst und seine Teilnehmer auf die veränderten Rahmenbedingungen reagieren. Klar ist, dass durch die neuen Regelungen die, vor allem in Zeiten niedriger Zinsen, wichtige Aktienkultur bei Privatanlegern hier nicht gestärkt wurde.

---

<sup>171</sup> <http://www.sdk.org/leistungen/spruchverfahren/laufende-spruchverfahren/>, abgerufen am 09.08.2014

## Literaturverzeichnis

- AdHoc-Mitteilung Altana AG. (27. August 2010). *Squeeze-out Verfahren ALTANA AG: Eintragung des Squeeze-out Beschlusses in das Handelsregister erfolgt*. Abgerufen am 20. Juli 2014 von Ad hoc Mitteilung gemäß § 15 WpHG: [http://www.altana.de/presse-news/presse-news.html?no\\_cache=1&newsID=1321](http://www.altana.de/presse-news/presse-news.html?no_cache=1&newsID=1321)
- Altana. (Juli 2014). *Altana Firmengeschichte*. Abgerufen am 20. Juli 2014 von <http://www.altana.de/unternehmen/geschichte.html>
- Benger, L., & Brenscheidt, C. (25. April 2014). *Weckruf für Public-to-Privates in Deutschland – Folgen der Frosta-Entscheidung des BGH*. Abgerufen am 07. August 2014 von Platow Recht: <http://www.platow.de/weckruf-fuer-public-to-privates-in-deutschland-folgen-der-frosta-entscheidung-des-bgh/5080860.html>
- Both, H. (2006). *Delisting*. Regensburg: Roderer Verlag (zugl. Dissertation Universität Köln, 2006).
- Deutsche Börse. (2014). *Factsheet DAX*. Abgerufen am 20. Juli 2014 von [http://www.dax-indices.com/DE/MediaLibrary/Document/Factsheets/Factsheet\\_DAX.pdf](http://www.dax-indices.com/DE/MediaLibrary/Document/Factsheets/Factsheet_DAX.pdf)
- dpa-AFX. (22. Oktober 2009). *www.boersennews.de*. Abgerufen am 18. Juli 2014 von <http://www.boersennews.de/nachrichten/artikel/skion-strebt-squeeze-out-bei-chemiekonzern-altana-an/122808677/1010>
- Eisele, F. (2006). *Going Private in Deutschland*. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag (zugl. Dissertation Universität Tübingen 2006).
- Fuchs, I. (2009). *Der aktienrechtliche Squeeze-out*. Köln [u.a.]: Carl Heymanns Verlag (zugl. Dissertation Universität Bonn 2008).
- Gehling, C., Heldt, C., & Royé, C. (2007). *Squeeze-Out - Recht und Praxis*. (R. Prof. Dr. von Rosen, Hrsg.) Frankfurt am Main: Deutsche Aktieninstitut.
- Goldenberg, A. (2013). *Der verschmelzungsrechtliche Squeeze-out gemäß § 62 Absatz 5 UmwG*. Hamburg: Verlag Dr. Kovac (zugl. Dissertation Universität Köln 2013).
- Gutte, R. (2006). *Das reguläre Delisting von Aktien*. Berlin: Duncker & Humblot (zugl. Dissertation Universität Dresden 2006).

- Handelsblatt Frankfurt. (6. Juni 2007). *Handelsblatt.com*. Abgerufen am 22. Juli 2014 von <http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/boerse-inside/beschluesse-des-arbeitskreises-aktienindex-merck-ersetzt-altana-im-dax/2817514.html>
- Kemper, O. (2007). *Börsenrückzüge in Deutschland*. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag (zugl. Dissertation Universität Witten/Herdecke, 2006).
- Leibfritz, C. (2008). *Der freiwillige Börsenrückzug, Unternehmensbewertung und Delegationsineffizienz*. Hamburg: Verlag Dr. Kovac (zugl. Dissertation Universität Bern, 2006).
- Paschos, N., & Maritzen, L. (8. November 2010). *Squeeze-Out: Niedrigere Barabfindungen für Aktionäre*. Abgerufen am 29. Juli 2014 von Legal Tribune ONLINE: [http://www.lto.de/persistent/a\\_id/1881/](http://www.lto.de/persistent/a_id/1881/)
- Picot, C. M. (2009). *Die Rechte der Aktionäre beim Delisting börsennotierter Gesellschaften*. Frankfurt am Main: Peter Lang (zugl. Dissertation Universität Köln 2009).
- Probst, M. (2013). *Rechtsfragen des regulären Börsenrückzugs*. Baden-Baden: Nomos (zugl. Dissertation Universität Köln, 2012).
- Reimann, A., Bergemann, M., & Schwerdtfeger, H. (04. Juli 2014). *Wie Aktionäre durch Delisting faktisch enteignet werden*. Abgerufen am 3. August 2014 von [www.Wirtschaftswoche.de](http://www.wirtschaftswoche.de): <http://www.wiwo.de/finanzen/boerse/abgang-von-der-boerse-wie-aktionaere-durch-delisting-faktisch-enteignet-werden-seite-all/10113304-all.html>
- Rödl, C. (6. September 2011). *Einführung des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out*. Abgerufen am 23. Juli 2014 von Handelsblatt Rechtsboard: <http://blog.handelsblatt.com/rechtsboard/2011/09/06/einfuehrung-des-verschmelzungsrechtlichen-squeeze-out/>
- Rothley, O. (Dezember 2013). *TaylorWessing Newsletter*. Abgerufen am 18. Juli 2014 von <http://www.taylorwessing.com/newsletter/corporate/enewsletter-corporate-dezember-2013/bgh-aufgabe-der-macrotron-grundsätze.html>
- Schanz, M. (2011). *Der Ausschluss von Minderheitsaktionären nach Einführung des verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out's*. Abgerufen am 24. Juli 2014 von Schanz-Law: [www.schanz-law.de/download.php?datei=41](http://www.schanz-law.de/download.php?datei=41)
- SKion GmbH. (21. November 2008). *Pflichtveröffentlichung gemäß § 14 Abs. 3 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) - SKion GmbH - Angebotsunterlage*. Abgerufen am 17. Juli 2014 von

www.bafin.de:

[http://www.google.de/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCIQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.bafin.de%2FSharedDocs%2FDownloads%2FDE%2FAngebotsunterlage%2Fskion.pdf%3F\\_\\_blob%3DpublicationFile&ei=fBzmU-zdF\\_GO7Qae\\_oGQDg&usg=AFQjCNGWnfzcpHO-9o41h-8513MLWn](http://www.google.de/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCIQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.bafin.de%2FSharedDocs%2FDownloads%2FDE%2FAngebotsunterlage%2Fskion.pdf%3F__blob%3DpublicationFile&ei=fBzmU-zdF_GO7Qae_oGQDg&usg=AFQjCNGWnfzcpHO-9o41h-8513MLWn)

SKion GmbH. (09. November 2009). *Pflichtveröffentlichung gemäß § 14 Abs. 3 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) - SKion GmbH -Angebotsunterlage*. Abgerufen am 17. Juli 2014 von

www.bafin.de:

[http://www.google.de/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0CCkQFjAB&url=http%3A%2F%2Fwww.bafin.de%2FSharedDocs%2FDownloads%2FDE%2FAngebotsunterlage%2Fskion\\_gmbh.pdf%3F\\_\\_blob%3DpublicationFile&ei=fBzmU-zdF\\_GO7Qae\\_oGQDg&usg=AFQjCNEPqe9sxYVW5D6prHl3y](http://www.google.de/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0CCkQFjAB&url=http%3A%2F%2Fwww.bafin.de%2FSharedDocs%2FDownloads%2FDE%2FAngebotsunterlage%2Fskion_gmbh.pdf%3F__blob%3DpublicationFile&ei=fBzmU-zdF_GO7Qae_oGQDg&usg=AFQjCNEPqe9sxYVW5D6prHl3y)

Stöwe, S. (2007). *Der übernahmerechtliche Squeeze-out*. Frankfurt am Main: Peter Lang (zugl. Dissertation Universität Köln, 2007).

Thomas, G. (2009). *Delisting und Aktienrecht*. Berlin: Duncker & Humblot (zugl. Dissertation Universität Leipzig 2008).

Wackerbarth, U. (05. Oktober 2012). *Kapitalmärkten und kapitale Märchenerzähler*. Abgerufen am 07. August 2014 von Website des Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Unternehmensrecht und Rechtsvergleichung, FernUni Hagen: <http://blog.fernuni-hagen.de/blawg/2012/10/05/kapitalmarktchen-und-kapitale-maerchenerzaehler/>

Wehmann, D. (2006). *Die Barabfindung beim Squeeze-out, §§ 327 a - f AktG*. Münster: Dissertation Universität Münster.

Witte, H. (2011). *Aktienrechtliches und übernahmerechtliches Squeeze-Out-Verfahren*. Baden-Baden: Nomos (zugl. Dissertation Universität Münster 2011).

Wittgens, J. (14. Januar 2013). *Gastvortrag Allen & Overy Aktienrechtlicher Squeeze-out und Delisting*. Abgerufen am 20. Juli 2014 von [http://www.wiso.uni-hamburg.de/fileadmin/bwl/revision/Lehre/Semester/WS\\_12\\_13/4.Vertretung/Corporate\\_Governance/Wittgens.pdf](http://www.wiso.uni-hamburg.de/fileadmin/bwl/revision/Lehre/Semester/WS_12_13/4.Vertretung/Corporate_Governance/Wittgens.pdf)

Wöhe, G., & Döring, U. (2005). *Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*. München: Verlag Vahlen.

## **Erklärung**

Ich versichere, die von mir vorgelegte Arbeit selbstständig verfasst zu haben. Alle Stellen, die wörtlich oder sinngemäß aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Arbeiten anderer entnommen sind, habe ich als entnommen kenntlich gemacht.

Sämtliche Quellen und Hilfsmittel, die ich für die Arbeit benutzt habe, sind angegeben. Die Arbeit hat mit gleichem Inhalt bzw. in wesentlichen Teilen noch keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegen.

Köln, den

Marcel Ellinghaus