

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 260

Anlegerschutz beim regulären Delisting

Unter besonderer Berücksichtigung empirischer,
rechtsvergleichender und rechtsökonomischer
Untersuchungen

Von

Gerhard Grüter



Duncker & Humblot · Berlin

GERHARD GRÜTER

Anlegerschutz beim regulären Delisting

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Jens Koch, Köln

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler †

Band 260

Anlegerschutz beim regulären Delisting

Unter besonderer Berücksichtigung empirischer,
rechtsvergleichender und rechtsökonomischer
Untersuchungen

Von

Gerhard Grüter



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereich Rechtswissenschaft der Universität Hamburg
hat diese Arbeit im Jahr 2024 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten

© 2025 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: TextFormA(r)t, Daniela Weiland, Göttingen
Druck: CPI books GmbH, Leck
Printed in Germany

ISSN 1614-7626

ISBN 978-3-428-19256-4 (Print)
ISBN 978-3-428-59256-2 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,
12165 Berlin, Germany | E-Mail: info@duncker-humblot.de
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

Meiner Familie

Vorwort und Danksagung

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2024 vom Fachbereich Rechtswissenschaft der Universität Hamburg als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung wurden bis 30. August 2023 berücksichtigt.

Der fachliche und persönliche Austausch mit einer Vielzahl an Gesprächspartnern aus Wissenschaft und Praxis hat mich gefreut. Besonders hervorzuheben sind Dr. Timm Nissen und Dr. Tino Sekera-Terplan, für deren Hinweise und Anregungen ich mich herzlich bedanke. Die Verbundenheit, Offenheit und Bereitschaft zum Diskurs haben mich immer wieder erstaunt. Dr. André Westhoff weckte mein Interesse an der vorliegenden Arbeit.

Mein größter Dank gilt meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Heribert Hirte (LL. M.), der mir viele Anregungen zu diesem Thema gab und mir bei der Forschung einen hohen Grad an Freiheit zugestand. Es erforderte Mut, mich mit einem international orientierten und zudem empirisch ausgerichteten Thema als Doktoranden zu betreuen.

Mein Dank gilt auch der Zweitbegutachtung dieser Arbeit durch Professor Dr. Wolf-Georg Ringe, M.Jur. (Oxon), für seine zügige und engagierte Zweitkorrektur.

Zum Schluss ist denen zu danken, die mich bei der Durchführung auch indirekt unterstützten, indem sie mir den Freiraum gaben mich auf diese Arbeit zu konzentrieren. Jürgen Gebhard übernahm in dieser Zeit viele meiner beruflichen Aufgaben. Sie alle wissen, wofür ich mich an dieser Stelle bedanken möchte.

London, im Juli 2024

Gerhard Grüter

Inhaltsverzeichnis

§ 1 Einleitung	25
A. Problematik	25
B. Stand der Forschung	28
C. Struktur der Untersuchung	29
 <i>Erster Teil</i>	
Prinzip des Delisting und seine thematische und rechtliche Einordnung	32
§ 2 Grundlagen	33
A. Aktueller Entwurf des Zukunftsfinanzierungsgesetzes zur Förderung des Kapitalmarktes in Deutschland	33
B. Börsenzulassung	35
I. Voraussetzungen	35
II. Gründe	36
1. Finanzierungsfunktion: Zugang zum Kapitalmarkt für Eigen- und Fremd- kapital	37
2. Liquiditätsfunktion: Eigenkapital zur Akquisitions- und Transaktions- finanzierung	38
3. Gesteigerte Reputation der Gesellschaft auch zur Sicherung und Förde- rung des Personalbestands	38
C. Ausprägungen des Delisting	40
I. Kaltes Delisting auf umwandlungs- oder gesellschaftsrechtlichem Weg	41
II. Temporäre Aussetzung (§ 25 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 BörsG) und Einstellung der Notierung (§ 25 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 BörsG)	43
III. Zwangsdelisting – der Widerruf von Amts wegen	45
1. Verstoß gegen börsenrechtliche Vorgaben nach § 39 Abs. 1 BörsG	45
2. Regelung des Delisting in der Insolvenz	46
IV. (Reguläres) Delisting auf börsenrechtlichem Weg	47
D. Einordnung des regulären Delisting in die Handelssegmente	48
I. Geregelter und organisierter Markt	48
II. Freiverkehr als Teil des multilateralen Handelssystems (MTF)	49

E. Weitere Termini	50
I. Downlisting	50
II. Downgrading	51
III. Partielles Delisting	52
IV. Going Private	53
F. Zwischenergebnis	53
§ 3 Rechtliche und faktische Rahmenbedingungen des regulären Delisting	55
A. Akteure im Delistingverfahren	55
I. Kreis der Aktionäre	55
1. Hauptaktionär als Bieter im Sinne des WpÜG, der Vorstand als Antragsteller	56
2. Interessengruppe der Minderheitsaktionäre	57
II. Konfliktbehaftetes Verhältnis der Hauptakteure	58
1. Verhältnis: Hauptaktionär – Minderheitsaktionär	58
2. Dreiecksverhältnis: Hauptaktionär – Vorstand – Minderheitsaktionär	59
3. Prinzipal-Agenten-Problem als Ausprägung unterschiedlicher Interessen und Machtstellungen	61
III. Weitere Akteure des Delistingverfahrens	63
1. Börsengesellschaft	63
2. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	65
IV. Zwischenergebnis	66
B. Gründe und Motivationen für ein reguläres Delisting	67
I. Aus Sicht deutscher Emittentinnen	68
1. Reduktion von direkten und indirekten Kosten aus den Folgepflichten der Börsenzulassung	68
a) Die Marktmisbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 (MMVO) als Quelle diverser Folgepflichten	68
b) § 42 BörsG: Besonderheiten der Zulassung im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörsse	71
2. Beseitigung einer fehlenden Kapitalmarktfunktion	72
3. Verringerung von Risiken	74
4. Wettbewerbsspezifische Erwägungen	74
5. Realisierung von nicht ausgeschöpften Wertpotentialen	75
6. Abwehr einer feindlichen Übernahme	75
7. Fehlende Bewertungsfunktion aufgrund mangelnder Liquidität	76
8. Aufgabe weiterer Zulassungsfolgepflichten	76
II. Besonderheiten aus Sicht US-amerikanischer Emittentinnen	77
III. Gründe eines regulären Delisting aus Sicht des Mehrheitsaktionärs	78
IV. Aus Sicht anderer Akteure	79

C. Auswirkungen des regulären Delisting auf die Hauptakteure	79
I. Auf den Minderheitsaktionär	79
1. Verlust der Handelbarkeit seiner Aktien	80
2. Kursverluste nach Ankündigung des Widerrufs	81
3. Wegfall der Informations- und Kontrollfunktion	82
II. Auswirkungen auf den Hauptaktionär	83
III. Auswirkungen auf die Börsengesellschaft und die BaFin	84
D. Reguläres Delisting als faktischer Squeeze-out	84
I. Art. 14 Abs. 1 GG als Rechtsgrundlage für einen Eingriff in die mitgliedschaftliche Stellung	84
II. Formen des aktienrechtlichen (bzw. verschmelzungsrechtlichen) und des übernahmerechtlichen Squeeze-out (§§ 327a ff. AktG und § 39a, b WpÜG)	86
III. Abgrenzung zum regulären Delisting	87
IV. Stellungnahme	89
§ 4 Historische Entwicklung der Rechtslage im Vergleich	91
A. Im deutschen Recht	91
I. Zeit vor dem „Macrotron“-Urteil (25.11.2002)	91
1. Drittes Finanzmarktförderungsgesetz (1.4.1998)	91
2. Viertes Finanzmarktförderungsgesetz (1.7.2002)	93
II. „Macrotron“-Urteil des BGH (2002): verfassungsrechtlicher Schutz nach Art. 14 GG	93
1. Grundsätze des „Macrotron“-Urteils	94
a) Ein Hauptversammlungsbeschluss als Voraussetzung des Widerrufs	94
aa) Keine Herleitung aus den ungeschriebenen Hauptversammlungszuständigkeiten des „Holzmüller“-Urteils (1982)	95
bb) Schutz der Möglichkeit einer jederzeitigen Realisierung des Verkehrswertes (Art. 14 Abs. 1 GG)	96
b) Eine Abfindung in Höhe des Aktienwertes in Berufung auf „DAT/Altana“ (1999)	97
c) Der Zugang zum Spruchverfahren	98
2. Offene Fragen des „Macrotron“-Urteils	99
III. Überprüfung der „Macrotron“-Rechtsprechung durch das BVerfG vom 11.7.2012 („MVS/Lindner“-Verfahren)	101
1. Frage des verfassungsrechtlichen Schutzes (Art. 14 GG)	101
2. Einfluss der Rechtstatsachenforschung im Urteil des BVerfG vom 11.7.2012	104
IV. Voraussetzungsfreies Delisting im „Frosta“-Beschluss vom 8.10.2013 . .	104
1. Auswirkungen des „Frosta“-Urteils auf die Anzahl der börslichen Widerufe	105

2. Anlegerschutz gem. § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG	106
3. Urteilsbegründung des BGH	107
a) Keine Beeinträchtigung des Eigentums	107
b) Stellungnahme	108
4. Reaktionen des Schrifttums auf den „Frosta“-Beschluss	109
V. Neuregelung des § 39 BörsG (20.11.2015)	110
1. Reaktion des Gesetzgebers auf das „Frosta“-Urteil des BGH	110
2. Regelungsvorschlag Hirte	111
3. „Neuregelung“ als kapitalmarktrechtliche Lösung für den börslichen Widerruf	112
4. Schematischer Überblick der Neuregelung des § 39 BörsG im historischen Vergleich	113
VI. Anpassungen durch die Finanzmarktnovellierungsgesetze in den Jahren 2016 und 2017	117
VII. Überprüfung des Gesetzes im Jahr 2017 und Forschungsauftrag im Jahr 2021	117
B. Entwicklung des Rückzugs von der Börse im US-amerikanischen Recht	118
I. Rechtliche und behördliche Rahmenbedingungen	119
1. Securities Act 1933 und Securities Exchange Act of 1934 (SEA)	119
2. Einführung des Sarbanes-Oxley Act of 2002	121
3. Aufsichtsbehörde Securities and Exchange Commission (SEC) als Autoritätsinstanz mit Gesetzgebungsgewalt	122
4. Aktionärsdemokratie mit Kontrolle über die Pflichten der Geschäftsführung	124
II. Rahmenbedingungen des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts	124
1. Der Ansatz des <i>common law</i>	124
2. Gesellschaftsrechtliche Aspekte	125
III. Historie des Delistingverfahrens	127
1. Zusätzliche Auflagen durch die SEC bei Verletzung des Anlegerschutzes	127
a) Fall der Shawmut Association	127
b) Fall der Torrington Company	129
c) Fall der Suburban Electric Securities Company	130
d) Gesetzliche Regelung in <i>Section 12 (g)</i> Exchange Act im Jahr 1944	130
2. Ergänzende Vorgaben in der Rule 500 der NYSE	131
C. Rechtsvergleichende Aspekte	132
§ 5 Ergebnis	132

Zweiter Teil

Kritische Darstellung des § 39 Abs. 2 BörsG	
mit vergleichenden Ausführungen zum US-amerikanischen Recht	135
§ 6 Gesetzliche Regelungen	135
A. Sachlicher und zeitlicher Anwendungsbereich der gesetzlichen und regulatorischen Regelungen	135
I. Deutsches Recht (§ 39 Abs. 2 BörsG)	135
1. Ausschluss der Freiverkehrssegmente vom Anlegerschutz des § 39 BörsG	135
2. Downgrading	138
3. Sonderfall bei Fortführung einer Börsenzulassung (im Inland oder in einem EU- oder EWR-Mitgliedstaat)	138
4. Zeitliche Anwendung	140
5. Stellungnahme	141
II. US-amerikanisches Recht	141
III. Rechtsvergleichende Aspekte	142
B. Verfahrensablauf	142
I. Einstufiger Verwaltungsakt in Deutschland	142
1. Derzeitige gesetzliche Regelung	142
a) Widerruf durch die Geschäftsführung der Börsengesellschaft	142
b) Ein öffentliches Angebot vom Bieter an die Aktionäre (§ 39 Abs. 2 S. 3 BörsG)	143
aa) Einordnung in die Angebotsverfahren des WpÜG	143
bb) Sonderfall des Delisting-Erwerbsangebots (§ 39 Abs. 3 S. 2 BörsG i. V. m. § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG)	145
cc) Der Bieter	146
c) Veröffentlichung eines Angebots gem. den Regelungen des WpÜG	146
2. Stellungnahme	148
II. Zweistufiges Going-Private- und Going-Dark-Verfahren nach US-amerikanischem Recht	149
1. Aufgabe der börslichen Notierung und Beendigung der Registrierung gem. SEC Rule § 12d2-2 auf Antrag, i. V. m. Section 12(b) of the Exchange Act	150
2. Verfahrenstechnischer Schutz durch mögliche Anhörung vor der SEC ..	152
3. Voraussetzungen für die Aufgabe der Zulassungsfolgepflichten (<i>Section 12 (g) SEA</i>)	152
a) Regelfall: Begrenzung der Höhe der Vermögenswerte und Anzahl der nicht akkreditierten Aktionäre	152
b) Sonderfall für Emittentinnen der <i>Section 15(d)</i> : Aussetzen und Wiedereinführung der Publizitätsverpflichtungen	153
4. Informationspflichten zum Delistingverfahren	154

5. Zusammenfassung	155
III. Rechtsvergleichende Aspekte	155
C. Regelung zur angemessenen Gegenleistung	158
I. Deutsches Recht (§ 39 BörsG)	158
1. Nicht im Widerspruch zum Anlegerschutz (§ 39 Abs. 2 S. 2 BörsG n.F.) ..	158
a) Erfordernis eines vollständigen öffentlichen Angebots nach den Vorschriften des WpÜG	158
b) Merkmale der Angebotsausgestaltung	159
aa) Angebotsumfang gerichtet an alle Aktien, ohne Teilangebote und Bedingungen	160
bb) Finanzierungsbestätigung	161
cc) Der Berechnungszeitraum für eine Gegenleistung in bar	161
2. Bemessung der Gegenleistung (§ 39 Abs. 3 S. 2 BörsG i. V. m. § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG)	162
a) Im Regelfall der Börsenkurs als maßgeblicher Schätzwert (§ 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG auf das WpÜG)	162
b) Ausnahmeregelungen zur Bemessung gem. § 39 Abs. 3 S. 3 und S. 4 BörsG	162
aa) Verstöße gegen Art. 17 Abs. 1 MMVO und Art. 15 MMVO	163
bb) Kein ordentlicher Handel im Sinne eines Verstößes gegen Art. 17, 15, 12 MMVO oder Marktenge (§ 39 Abs. 3 S. 3 und S. 4 BörsG)	164
cc) Keine Modifikation des WpÜG durch <i>Lex specialis</i> im BörsG bei Vor-, Parallel- und Nacherwerben	166
c) Meinungen des Schrifttums zur Auslegung der Bemessung der Gegenleistung gem. § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG	167
d) Stellungnahme	170
aa) Keine Anwendung von Bemessungsalternativen bei Marktverwerfungen	170
bb) Eingriff in das Vermögen durch fehlende Berücksichtigung eines mit der Aktie verbundenen Optionswerts	171
cc) Eingeschränkter Nutzen der Ausnahmeregelungen	173
3. Forderung nach der Wiedereinsetzung des Spruchverfahrens zur Überprüfung der Abfindung	175
a) Beitrag zum Anlegerschutz	175
b) Schwächen des Spruchverfahrens	177
4. Umgehung der Pflichtangebotsregelung	179
a) Pflichtangebotsregelung (§ 29 Abs. 2 WpÜG)	179
b) Heraufsetzung des Nennbetrags	180
5. Umgehung des § 39 BörsG mit Hilfe des UmwG	181
II. Vorgaben zur Gegenleistung im US-amerikanischen Recht	183
III. Rechtsvergleichende Aspekte	184

D. Gesellschaftsrechtliche Treuepflicht	185
I. Deutsches Recht	185
1. Ursprünglich auf Personengesellschaften beschränkt	186
2. Erweiterung der Treuepflicht auf Kapitalgesellschaften	186
a) Anspruch auf Information	188
b) Abwägungen für eine Treuepflichtverletzung des Mehrheitsaktionärs gegenüber dem Minderheitsaktionär	189
aa) Theoretische Überlegungen zu gesellschaftsrechtlichen Fallgruppen: Delisting in Sondersituationen	189
bb) Fallgruppe: Reguläres Delisting	191
c) Die Business Judgement Rule im deutschen Recht	192
II. US-amerikanisches Recht	195
1. Treuepflicht als Ausprägung der <i>business judgement rule</i>	195
a) Definition und Einordnung	195
b) Herleitung	196
2. Weitere Treuepflichten im US-amerikanischen Recht: <i>Unocal test, Revlon Duties, entire fairness test</i>	198
E. Rechtsschutz	199
I. Deutsches Recht	199
1. Verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz beschränkt auf § 39 Abs. 2 BörsG	199
a) Das Problem des Drittschutzes aus Anlegersicht vor den Verwaltungsgerichten	200
b) Öffentlich-rechtliche Anfechtungsklage gegen die Entscheidung der Geschäftsführung der Börsengesellschaft	203
c) Einschränkung der Reichweite des verwaltungsrechtlichen Rechtsschutzes durch § 39 Abs. 6 BörsG	203
d) Kein Vorgehen gegen BaFin und Inhalt der Börsenordnungen	204
2. Zivilrechtlicher Rechtsschutz	204
a) Überprüfung der Unangemessenheit der Gegenleistung	204
b) Kein Spruchverfahren, sondern Bündelung der Interessen im Verfahren nach dem KapMuG	206
aa) Klärung der Bewertung durch das KapMuG	208
bb) Kritik	209
c) Reformansätze des KapMuG und Friktionen mit dem Umsetzungsgesetz (VRUG-E) der Verbandsklagenrichtlinie	210
II. US-amerikanisches Recht	212
1. Grundüberlegungen	212
a) Verfassungsrechtlicher Schutz	212
b) Gesellschaftsrechtlicher Schutz von Aktionärsrechten durch <i>appraisal rights</i> und <i>equitable remedies</i>	213

aa) Aktionärsschutz bei Strukturmaßnahmen	213
bb) Keine Anwendung der <i>appraisal rights</i> und der <i>equitable remedies</i> beim Delisting	215
2. Rechtsschutz beim Delisting	216
a) Die Klageformen der <i>direct suit</i> und <i>derivative suit</i>	216
b) Verankerung auf Bundesstaatenebene	218
c) Gesetzlicher Schutzbereich als Voraussetzung für Schadensersatzansprüche	219
III. Zwischenergebnis	220
§ 7 Weitere Regelungen	221
A. In den Börsenordnungen	221
I. In Deutschland	221
1. Einschränkung aufgrund rechtlicher Stellung der Börsenordnungen ..	222
2. Gefahr eines inhomogenen Regelungswerks	223
II. In den USA	224
B. In der Satzung	224
I. Privatautonome Ausgestaltung in der Satzung	224
II. Überlegungen zu § 23 Abs. 5 AktG	226
1. Verstoß gegen § 23 Abs. 5 S. 1 AktG	226
2. Standardisierung der Satzung als Voraussetzung für einen funktionierenden Kapitalmarkt	227
C. Verankerung der Notierung analog dem REITG	228
I. Gesetzlich vorgeschriebene Börsennotierung	228
II. Stellungnahme	229
§ 8 Privatrechtlich organisierte Handelsplätze als Instrumente des Anlegerschutzes ..	230
A. OTC Markets Group in den USA	231
B. Abgrenzung zum Freiverkehr in Deutschland	231
§ 9 Ergebnisse	233
 <i>Dritter Teil</i>	
Empirische Studien zum Vermögensverlust und zur Vorhersehbarkeit von Delistings	237
§ 10 Stand der Kapitalmarktforschung zum Kursverfall	237
A. Beurteilung der Studien für den deutschen Markt	237
I. Studien als Grundlage für die Urteile des BVerfG und BGH	238
1. Studie der Solventis Wertpapierhandelsbank (2014) – Zeitraum „Frosta“	238

2. Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts e. V. (DAI) (2010) für den Zeitraum „Macrotron“	239
II. Studien der Perioden „Frosta“ und „Neuregelung“	241
1. Doumet/Limbach/Theissen (2015)	241
2. Bayer/Hoffmann (2015)	242
3. Karami/Schuster (2016)	243
4. Berninger/Schiereck/van de Vathorst (2019)	243
5. Verbraucherzentrale für Kapitalanleger (VzFk) (2020)	244
6. Grant Thornton (2022)	245
7. Zwischenergebnis	247
III. Übersicht relevanter Studien für den deutschen Markt	247
IV. Studien zum Fall Downlisting	250
1. Übersicht	250
2. Stellungnahme	250
B. Studienlandschaft für die USA	251
I. Sanger/Peterson (1990) und You/Parhizgari/Srivastava (2012)	251
II. Marosi/Massoud (2007)	251
III. Leuz/Triantis/Wang (2008)	252
IV. Zwischenergebnis	253
§ 11 Studien zu den Unternehmenscharakteristika	254
A. Für den deutschen Markt	254
I. Berninger/Schiereck/van de Vathorst (2019)	254
II. Bessler/Beyenbach/Rapp/Vendrasco (2023)	255
III. Grant Thornton (2022)	256
B. Für den US-amerikanischen Markt	256
I. Marosi/Massoud 2007	256
II. Leuz/Triantis/Wang (2008)	257
III. Azevedo/Colak/El Kalak/Tunaru (2021)	257
IV. Zwischenergebnis	258
C. Methodische Mängel und Grenzen der Studien	258
I. Empirische Studien als Anlass für Regelungsbedarf	259
II. Definition der Ereigniszeiträume	260
III. Falsche Untersuchungsperiode	261
IV. Innere Gültigkeit: Kausalität vs. Korrelation	262
D. Zwischenergebnis	262
§ 12 Empirische Untersuchung zu Kursverläufen nach Ankündigung eines Widerrufs der Zulassung zum regulierten Handel bzw. des Einbezugs in den Freiverkehr	264

A. Aufstellung der Fragen und Hypothesen	264
B. Ansatz und Studiendesign	266
I. ANOVA-Methode mit Messwiederholung	269
II. Voraussetzung einer Normalverteilung: Anwendung von Kolmogorov-Smirnov-Test und Shapiro-Wilk-Test	270
III. Antwort auf Fragestellung 1: Müssen die Daten um Markteffekte, Marktmanipulation oder Insiderhandel bereinigt werden?	272
C. Datenerhebung und Verfahrensauswertung	275
I. Deutschland	275
1. Datenerhebung und -bereinigung	275
2. Antwort auf Fragestellung 2: Wie hoch fällt der durch das Delisting verursachte Vermögensverlust für einen Minderheitsaktionär für die Handelssegmente des regulierten Marktes und des privatrechtlich organisierten Freiverkehrs aus?	276
3. Antwort auf Fragestellung 3: Untersuchung der unterschiedlichen Ereignisperioden zur Feststellung eines idealen Desinvestitionszeitpunktes ..	278
4. Antwort auf Fragestellung 4: Schützt die gesetzliche „Neuregelung“ des § 39 BörsG besser als die Regelung der „Frosta“-Rechtsprechung? ..	279
5. Erklärungsansatz zur Kontroverse der Ergebnisse aus Fragestellungen 2 und 4	280
II. USA	282
D. Grenzen der Studiendesigns	285
I. Problem der Reduktion und Abstraktion	285
II. Nichtstandardfehler als Quelle von Abweichungen der Studienergebnisse ..	287
E. Exkurs: Opportunistische Delisting-Fälle der Rocket Internet SE und der CENTROTEC SE	287
I. Falldarstellung	287
1. Rocket Internet SE	288
2. CENTROTEC SE	289
II. Stellungnahme	290
F. Zusammenfassung der Ergebnisse	291
 <i>Vierter Teil</i>	
Notwendigkeit eines verbesserten Anlegerschutzes	
§ 13 Maßstäbe des Anlegerschutzes	293
A. Grundlagen des Anlegerschutzes beim regulären Delisting	293
I. Einordnung	293
1. Rechtsquellen	293

2. Europarechtliche Rahmenbedingungen	295
3. Individual- und Kollektivschutz	296
4. Abbau von Informationsasymmetrien	299
II. Grenzen des Anlegerschutzes	300
1. Überregulierung und Deregulierung	301
2. Risiko der Informationsüberflutung	302
B. Bestimmung des Anlegertypus	303
C. Schutzbedürftigkeit des Anlegers	307
I. Dynamische Schutzbedürftigkeit in § 39 BörsG	307
II. Investmentrisiko als Anlegerrisiko	308
D. US-amerikanische Modellansätze zur Bestimmung regulatorischer Eingriffsintensität	309
I. Ökonomische Betrachtung des Anlegerschutzes	310
II. Allokation von Recht als ein Gut nach dem Coase-Theorem	311
1. Modellbetrachtung	311
2. Mehrperiodenbetrachtung mit voneinander abhängigen Handlungsabfolgen	314
a) Modellansatz	314
b) Kritik des Mehrperiodenmodells	315
III. <i>Kaldor-Hicks</i> -Kriterium als alternative Effizienzbetrachtung	316
a) Modellbetrachtung	316
b) Kritik	317
E. Erweiterte Gestaltungsmöglichkeiten des Anlegerschutzes	318
I. Informationsbereitstellung zur besseren Risikowahrnehmung am Beispiel von strukturierten Produkten	318
1. MiFID II: Schutz durch Information	318
2. Prognostizierbarkeit von Delistings	319
II. Forderung nach einem Hauptversammlungsbeschluss als Voraussetzung für ein reguläres Delisting	319
1. Keine Verletzung des Art. 14 Abs. 1 GG	320
a) BVerfG: Kein Bestandsschutz, sondern alleiniger Vermögensschutz	320
b) BGH: Erhalt der Verkehrsfähigkeit	321
2. „Holzmüller“-Grundsätze angewendet auf den Widerruf der börslichen Zulassung	322
3. Analogie zum Börsengang	323
a) Hauptversammlungsbeschluss beim Börsengang	323
b) Übertragbarkeit auf den Widerruf der Börsenzulassung	325
4. Ablehnung einer Beschlussvorgabe	326

III. Stellungnahme	327
1. Zusätzliche Informationsbereitstellung beim regulären Delisting	327
2. Zur Forderung eines Beschlussvorbehalts als Voraussetzung für ein regulären Delisting	329
F. Ergebnis	332
§ 14 Bewertungsmethodik zur Ermittlung der Abfindungshöhe	334
A. Begriffliche und rechtliche Einordnung	334
I. Wert und Preis	334
II. Quotaler Unternehmenswert oder Wert eines Gesellschaftsanteils	335
III. Marktorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses	335
1. Der Börsenkurs als Momentaufnahme	336
2. Fehlende Informationseffizienz	337
3. Stellungnahme	339
B. Fundamentalanalytische Bewertungsmethoden zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes	342
I. Ertragswert und DCF-Wert	342
II. Net Asset Value (NAV)	343
C. Herleitung des Börsenkursverfahrens als angemessene Methode zur Berechnung der Gegenleistung beim regulären Delisting	344
I. Eingriffsintensität als Maßstab der Methodenwahl	344
II. „DAT/Altana“ als Grundlage für die Anwendung der Börsenkursmethode	346
III. Prozessökonomie und Transparenz	346
IV. Jüngste Rechtsprechung zur Methodenfreiheit	347
D. Stellungnahme	349
I. Marktorientierte Bewertung	349
II. Fundamentalanalytischer Ansatz	351
1. Ergebnisbreite durch finanzmathematische Modelle	351
2. IDW-1-Standard als Schätzung	352
 <i>Fünfter Teil</i>	
Lösungsvorschläge zur Neuregelung des § 39 BörsG und Gesamtergebnisse	355
§ 15 Reformvorschläge	355
A. Besserungsschein zur Lösung der Optionswertproblematik	356
I. Problematik	356
II. Verfahren und Lösungsvorschlag	356

B. Erweiterung des Ausnahmekatalogs des § 39 Abs. 3 S. 3 und 4 BörsG um Fälle abnormaler Marktentwicklungen	357
I. Problematik	357
II. Verfahren und Lösungsvorschlag	358
C. „Dynamisches Abfindungsverfahren“ für den regulierten Markt und das Down-listing zur Beteiligung von Minderheitsaktionären an der Realisierung von Wertpotentialen	358
I. Problematik	358
II. Verfahren und Lösungsvorschlag	359
D. Erweiterung des Anwendungsbereichs des § 39 Abs. 1 BörsG durch ein „dynamisches Börsenkursverfahren“ für den Freiverkehr	360
I. Problematik	360
II. Verfahren und Lösungsvorschlag	361
E. Ergänzender Reformvorschlag in Form einer Umkehr der Annahmeverpflichtung des öffentlichen Angebots	361
I. Problematik	361
II. Verfahren und Lösungsvorschlag	362
§ 16 Zusammenfassung und Ausblick	362
Vorschlag zur Änderung im Gesetzestext	368
Literaturverzeichnis	370
Sachwortverzeichnis	415

Abkürzungsverzeichnis

AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AIFM	Alternative Investment Funds Manager Directive
AIG	Auslandsinvestmentgesetz
BörsO FWB	Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse
D&O Versicherung	Vermögensschadenhaftpflichtversicherung
EBIT	Earnings before interest and taxes; operative Gewinnmarge
EBITDA	Earnings before interest, taxes and depreciation and amortisation; operative Gewinnmarge vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen
EDGAR	Electronic Data Gathering, Analysis and Retrieval System
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
ESMA	European Securities and Markets Authority
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung, Teil des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V.
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
FRUG	Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz)
FSMA	Financial Services and Markets Act 2000
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
HdB	Handbuch
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPO	Initial Public Offering (Börsengang)
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MMVO	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014 über Marktmisbrauch (Marktmisbrauchsverordnung); im Englischen: MAR (Market Abuse Regulation)
MTF	Multilateral Trading Facility; multilaterales Handelssystem
Nasdaq	The Nasdaq Stock Market
No.	Number
NYSE	The New York Stock Exchange
OGAW	Organismus für die gemeinsame Anlage in Wertpapiere, im Englischen: Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)
OTC	Over the Counter
OTF	Organised Trading Facility, organisiertes Handelssystem

REIT	Deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen oder Real Estate Investment Trusts
REITG	Gesetz über deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen
SEA	Securities Exchange Act of 1934
SEC	Securities and Exchange Commission
Securities Act	Securities Act of 1933
SOX	Sarbanes-Oxley Act of 2002
SRO	Self-Regulatory Organization
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
VerkProspVO	Verkaufsprospektverordnung
VRUG-E	Regierungsentwurf zum Umsetzungsgesetz der Richtlinie (EU) 2020/1828 über Verbandsklagen zum Schutz der Kollektivinteressen der Verbraucher und zur Aufhebung der Richtlinie 2009/22/EG (Verbandsklagenrichtlinie)
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZVglRWiss	Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft

Im Übrigen wird Bezug genommen auf *Kirchner*, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 10. Aufl., München 2021.

Hinweise zur Quellenarbeit

Die Dissertation ist in deutscher Sprache abgefasst. Aufgrund des Rechtsvergleichs, der einen beträchtlichen Teil der Arbeit ausmacht, wurden Fachbegriffe ins Deutsche, soweit möglich, übersetzt. Im Interesse der Authentizität und des Originaltons von Primärquellen wurden Fußnoten auch im Englischen belassen. Ausländische Literatur wurde einheitlich nach der deutschen Zitierweise in den Fußnoten, aber auch dem Literaturverzeichnis aufgeführt.

Gender Disclaimer

In dieser Arbeit wurden aus Gründen der besseren Lesbarkeit geschlechtsspezifische Differenzierungen vermieden. Soweit personenbezogene Bezeichnungen nur in männlicher oder weiblicher Form angeführt sind, beziehen sie sich auf Frauen und Männer in gleicher Weise. Diese Vorgehensweise schließt jedoch ausdrücklich alle Geschlechteridentitäten ein.

§ 1 Einleitung

A. Problematik

Kann der Vorstand einer börsennotierten Aktiengesellschaft seine Aktionäre vor die Wahl stellen, entweder ein Abfindungsangebot für die Aufgabe ihrer Aktien anzunehmen oder bei Nichtannahme des Angebots die Handelbarkeit der betroffenen Aktien zu verlieren?

Der Gesetzgeber hat dieses Vorgehen börsennotierter Aktiengesellschaften im Handelssegment des regulierten Marktes selbst vor dem Hintergrund möglicher Vermögensverluste für Aktionäre mit der Einführung des § 39 BörsG n. F.¹ im Jahr 2015 bejaht. Die Situation verschlechtert sich für Anleger im privatrechtlich geregelten Handelssegment des Freiverkehrs, wo ein Widerruf einer Notierung keiner Angebotsverpflichtung unterliegt. Das Problem des Widerrufs einer Börsenzulassung (sog. Delisting) besteht in unterschiedlichen Ausprägungen schon seit der Einführung des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes im Jahr 1998, das einen Rückzug von der Börse² ausdrücklich ermöglichte.

Das Thema des Rückzugs von der Börse ist aktuell, weil sich das makroökonomische Umfeld so stark verändert hat, was eine Neubeurteilung des § 39 BörsG nötig macht. Unternehmen und Kapitalmärkte sehen sich gezwungen, auf eine nicht aufhörende Aneinanderreihung von Krisen und Schocks zu reagieren. Auf die Coronapandemie folgten der Ukrainekrieg, die globale Inflation, der einsetzende Trend einer wirtschaftlichen Deglobalisierung und das Ende der Niedrigzinspolitik. Gleichzeitig leiden börsennotierte Unternehmen unter den sich ständig ändernden Wettbewerbsbedingungen und den regulatorischen und juristischen Anforderungen einer börslichen Zulassung.

Verwerfungen an den Kapitalmärkten bieten Hauptaktionären immer dann eine gute Gelegenheit für die Wandlung in eine private Aktiengesellschaft, wenn Börsenkurse niedrig sind. Damit ist der börsliche Widerruf kein Randthema mehr, sondern hat an Bedeutung gewonnen.³ Es ist deshalb fraglich, ob die derzeitige

¹ BT-Drucks. 18/6220, 1 ff. (Ges. Entw. Transp. Änd. RL v. 30.9.2015).

² Gem. § 43 Abs. 4 BörsG, § 75 BörsG Abs. 3 a. F.

³ Bspw. auch durch die Ankündigung der Rothschild-Bank vom 8.2.2023 sich von der Börse verabschieden zu wollen: Handelsblatt, Rothschild-Bank soll in Milliarden-Deal von der Börse genommen werden, abrufbar unter: handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/banken/munda-spezialist-rothschild-bank-soll-in-milliarden-deal-von-der-boerse-genommen-werden/28965632.html (abgerufen am: 18.3.2023).

gesetzliche Regelung des Delisting ihrem Ziel des umfassenden Anlegerschutzes noch gerecht werden kann.⁴

Das Problem des Delisting stellt sich im Spannungsfeld unterschiedlicher Interessen von Minderheits- und Mehrheitsaktionären und den Emittentinnen dar. Die Aufgabe einer Zulassung muss dabei zwei Zielen gerecht werden: der Vermeidung von hohen Kosten für Emittentinnen und der Begrenzung von Vermögensverlusten von Minderheitsaktionären.⁵ Der Frage nach dem Vermögensverlust wird seit 1998 mit unterschiedlichen Ergebnissen nachgegangen. Die Vergleichbarkeit der auf Deutschland bezogenen Studien wird durch unterschiedliche Untersuchungszeiträume, Rechtsprechung und Gesetzeslage erschwert.⁶ Mit der aktuellen Kritik an der Neuregelung liegen dem Gesetzgeber zwei empirische Studien aus den Jahren 2019 und 2022 vor. Für eine abschließende gesetzliche Regelung, die den Minderheitenschutz effizient und effektiv umsetzt, ist eine neue empirische Analyse notwendig, die in dieser Arbeit vorgestellt wird.

Für eine Reform des § 39 BörsG sind deshalb folgende Fragestellungen zu beantworten:

1. Wie effektiv ist die derzeitige gesetzliche Regelung des § 39 BörsG mit Blick auf den Anlegerschutz? Gibt es eine (ungewollte) Gesetzeslücke, die von Hauptgesellschaftern ausgenutzt wird?
2. Wie hoch fällt der durch das Delisting verursachte Vermögensverlust für einen Minderheitsaktionär für die Handelssegmente des regulierten Marktes und des privatrechtlich organisierten Freiverkehrs aus?
3. Welche Erkenntnisse können aus einem Rechtsvergleich mit den USA gewonnen werden, um den § 39 BörsG möglicherweise weiterzuentwickeln?
4. Wie sehen mögliche Reformvorschläge für die deutsche gesetzliche Regelung des regulären Delisting aus, um dem Ziel des Gesetzgebers gerecht zu werden, einen umfassenden Anlegerschutz⁷ zu gewährleisten?

Die Arbeit möchte der Frage nach dem Vermögensverlust mit der Methodik der Rechtstatsachenforschung begegnen.⁸ Sie wird als interdisziplinäre Schnittstelle

⁴ BT-Drucks. 18/6220, 84 (Ges. Entw. Transp. Änd. RL v. 30.9.2015).

⁵ Führt auch die Notwendigkeit einer zügigen Umsetzung eines Rückzugs von der Börse an, ohne Risiken eines längeren Rechtsstreits: *Fechner*, Fechner Plenarprotokoll, abrufbar unter: dserver.bundestag.de/btp/18/18127.pdf#P.12384 (abgerufen am: 1.10.2023), S. 12384.

⁶ 25.11.2002–7.10.2013: BGHZ 153, 47; 8.10.2013–25.11.2015: BGH, NZG 2013, 1342, 1342 ff.; 26.11.2015 bis heute: BT-Drucks. 18/6220, 1 ff. (Ges. Entw. Transp. Änd. RL v. 30.9.2015).

⁷ BT-Drucks. 18/6220, 84 (Ges. Entw. Transp. Änd. RL v. 30.9.2015).

⁸ Zur Historie der Rechtstatsachenforschung, auch international: *Nußbaum*, AcP 154 (1955), 453, 453 ff.; grundlegend: *Nußbaum*, Die Rechtstatsachenforschung (1914), S. 1 ff.; *Röhl*, Rechtssoziologie (1987), S. 47 ff.

zwischen Rechts-, Sozial- und Wirtschaftswissenschaften angewendet. Dabei kann die Rechtstatsachenforschung einen wertvollen Beitrag leisten, um die Auswirkungen rechtlicher Regelungen auf soziale und wirtschaftliche Sachverhalte zu analysieren.⁹ Die Rechtstatsachenforschung eignet sich für die Ermittlung der für das Recht notwendigen Empirie.¹⁰ „Beobachten und Teilnehmen gehören [...] beide zum juristischen Denken. [...] Der Jurist ist primär Teilnehmer. Das Beobachten ist die notwendige Ergänzung zu seinem Tagesgeschäft.“¹¹ Ziel muss es deshalb sein, den Austausch der Rechtswissenschaft mit wissenschaftlichen Erkenntnissen zu fördern, ohne die Rechtswissenschaft fremdwissenschaftlichen Ergebnissen zu unterwerfen.¹² Wenn die juristische Forschung und Praxis sich auf die Ergebnisse der Rechtstatsachenforschung berufen kann, dann sind damit auch sachgerechtere Entscheidungen verbunden.¹³ Es wird „untersucht, wie sich ökonomische Verhältnisse in rechtlichen Regelungen niederschlagen, und es wird gefragt, wie das ökonomische Umfeld beschaffen sein müsste, wenn eine effiziente Rechtsstruktur entstehen soll.“¹⁴ Ohne die Einsichten der empirischen Kapitalmarktforschung ist eine Weiterentwicklung des Anlegerschutzes nicht möglich.¹⁵ Das Forschungsbereich der Rechtstatsachenforschung kann dabei helfen, Zielabweichungen zwischen den Ergebnissen der empirischen Forschung und dem ursprünglichen Regelungszweck der untersuchten Norm aufzudecken.¹⁶ Solche Abweichungen dienen dann der Klärung der Frage, ob ein Regelungsbedarf durch den Gesetzgeber besteht.

Bei der Empirik wird die Methodik der Ereignisstudie (*event study*)¹⁷ verwendet, um relevante börsliche Widerrufe an den Börsen in Deutschland über einen

⁹ Zur Bedeutung ausführlich: *Hamann*, Evidenzbasierte Jurisprudenz (2020), S. 40 ff.; *Spindler/Gerdemann*, AG 2016, 698, 698.

¹⁰ *Chiotellis/Fikentscher*, in: *Chiotellis/Fikentscher*, Rechtstatsachenforschung, 1, 1, 3; „ein Hin- und Herwandern des Blickes zwischen Obersatz und Lebenssachverhalt“, *Engisch*, Logische Studien zur Gesetzesanwendung (1963), S. 15; *Hamann*, Evidenzbasierte Jurisprudenz (2020), S. 40; *Mastronardi*, Juristisches Denken (2003), S. 207 (Rn. 720); „auch die ökonomische Analyse des Rechts fragt nach dem Verhältnis von Recht und Wirklichkeit“, *Muthorst*, Grundlagen der Rechtswissenschaft (2020), S. 22 (Rn. 37); *Müller/Christensen*, Juristische Methodik (2013), S. 526 f. (Rn. 482); *Gerppot/Jakopin*, WiSt 2006, 66, 66 ff.

¹¹ *Mastronardi*, Juristisches Denken (2003), S. 17 (Rn. 54).

¹² *Schön*, in: *Engel/Schön*, Das Proprium der Rechtswissenschaft, S. 313, 316.

¹³ *Hamann*, Evidenzbasierte Jurisprudenz (2020), S. 315: „Der juristische Gedankengang sucht ja die gegenseitige Annäherung von Norm und Wirklichkeit“, *Mastronardi*, Juristisches Denken (2003), S. 85 f. (Rn. 286); „bei der ökonomischen Analyse gehe es um die Auswirkungen des Rechts“, *Muthorst*, Grundlagen der Rechtswissenschaft (2020), S. 22 (Rn. 37).

¹⁴ *Muthorst*, Grundlagen der Rechtswissenschaft (2020), S. 22 (Rn. 37).

¹⁵ *Fleischer*, NJW-Beilage 2002, 37, 37.

¹⁶ Zur Historie: *Spindler/Gerdemann*, AG 2016, 698, 698.

¹⁷ Generell zum Ansatz: *Bhagat/Romano*, American Law and Economics Review (2002), 141, 141 ff.; zur Ereignisstudie als Methodik zur Bewertung von neuen unternehmensbezogenen Informationen: *Gerppot/Jakopin*, WiSt 2006, 66, 66 ff.; zur Bedeutung der Ereignisstudie für die Gestaltung des US-amerikanischen Gesellschaftsrechts aufgrund der finanziellwirtschaftlichen Börsenkursbetrachtung und der Aktionärsnutzenausrichtung m. w. N.: *Hamann*, Evidenzbasierte Jurisprudenz (2020), S. 46; *MacKinlay*, Journal of Economic Literature (1997), 13, 14 ff.