

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	17
Einleitung	23
A. Grundlagen	25
I. Terminologie und Begriffsabgrenzung	25
1. Börsengang	25
a) Initial Public Offering und Going Public	27
b) Börsengang als Gesamtprozess	28
2. Börsenrückzug	30
II. Historische Entwicklung der Rechtslage	32
1. Delisting, ein „rechtsfreier Raum“	32
2. „Minimalkodifikation“ des § 43 Abs. 4 BörsG a.F.	33
3. „Macrotron Ära“	35
a) Begründung der Rechtsfortbildung	35
b) Rezeption des Urteils	38
4. „Kehrtwende“ in Frosta	40
5. Zusammenfassung	43
III. Delisting <i>de lege lata</i> (§ 39 Abs. 2-6 BörsG)	43
1. Kontroverse im Gesetzgebungsverfahren	44
2. Einzelheiten zur Neuregelung	46
a) Anwendungsbereich	46
b) Tatbestand	48
c) Rechtsschutz der Aktionäre	50
d) Fazit zur Neuregelung	52
3. Evaluation des § 39 Abs. 2-6 BörsG	54
IV. Zusammenfassung	56
B. Zielsetzung und Forschungsbedarf	57
C. Gang der Untersuchung	59

Teil I: Börsengang und Börsenrückzug im Lichte der Corporate Governance	61
A. Corporate Governance als Basis der Rechtsfortbildung	61
I. Grundlagen des Forschungsgebiets	61
1. Historischer Ursprung und theoretisches Fundament	61
a) Separation of Ownership and Control	63
aa) Formen der rechtlichen Kontrolle	65
bb) Formen der faktischen Kontrolle	67
b) Theorie der Verfügungsrechte	69
c) Principal-Agent-Theorie	72
d) Transaktionskostentheorie	76
e) Zusammenfassung	80
2. Begriffsdefinition und Systemverständnis	81
3. Good Corporate Governance	84
4. Steuerung durch interne und externe Corporate Governance	85
a) Interne Corporate Governance	86
b) Externe Corporate Governance	87
c) Verhältnis der Steuerungsmechanismen	88
5. Zusammenfassung	88
II. Corporate Governance und Aktienrecht	89
1. Parallelen in der aktienrechtlichen Diskussion	89
a) Trennungsthese im Aktienrecht	89
b) Leitbild und Zielkonzeption der Aktiengesellschaft	91
aa) Anlegeraktionär	92
bb) Formalziel	93
c) Abgrenzung zur Unternehmensverfassung	95
d) Verhältnis zwischen Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht	97
e) Bedeutung der Aktionärsstruktur	99
2. Rezeption in der Rechtspolitik	101
a) Verbreitung in Deutschland und Europa	101
b) Corporate-Governance-Reform der (Einheits-)Aktiengesellschaft	105
III. Zusammenfassung	107

B. Bewertung der Corporate Governance beim Börsengang und Börsenrückzug	108
I. Folgen eines Börsengangs	109
1. Börsengesellschaftsrecht	109
a) Markteintrittsrecht	109
aa) Zulassungsvoraussetzungen im „engeren Sinne“	110
(1) Formell	110
(2) Materiell	111
bb) Zulassungsvoraussetzungen im „weiteren Sinne“	116
cc) Zusammenfassung	120
b) Publizität	120
aa) Periodische Publizität	121
bb) Ad-hoc-Mitteilungen	123
cc) Beteiligungstransparenz	124
dd) Offenlegung von <i>directors' dealings</i>	126
ee) Informationen zur Wahrnehmung der Rechte	127
ff) Zusammenfassung	128
c) Insiderhandelsverbot	130
d) Verbot der Marktmanipulation	131
e) Übernahmerecht	132
f) Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK)	135
g) Sonstiges Börsengesellschaftsrecht	137
aa) Sondervorschriften für börsennotierte Aktiengesellschaften	138
bb) Kapitalmarktrechtliche Rechtsprechung	139
h) Zusammenfassung	141
2. Faktische Auswirkungen	142
a) Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt	142
aa) Finanzierung durch Eigenkapital	143
bb) Weitere Finanzierungsvorteile	145
cc) Zusammenfassung	146
b) Kapitalmarktfunktionen des Sekundärmarktes	146
aa) Handels- und Liquiditätsfunktion	147
bb) Bewertungsfunktion	149
cc) Kontrollfunktion	151
dd) Zusammenfassung	153
c) Öffnung des Aktionärskreises	155
d) Bewertung der faktischen Auswirkungen	156

3. Zusammenfassung	157
II. Bewertung <i>in concreto</i>	157
1. Analyse des Börsenrückzugs	158
a) Freiwilliges Delisting als Problem unvollständiger Verträge	158
b) Ausschluss einer Verhandlungs- oder Marktlösung	161
aa) Verhandlungslösung nach <i>Coase</i>	162
bb) Untauglichkeit des Marktmechanismus	163
cc) Zusammenfassung	165
c) Property-Rights-Theorie	166
d) Principal-Agent-Theorie	168
aa) Vertikaler Interessenkonflikt	169
bb) Horizontaler Interessenkonflikt	172
cc) Zusammenfassung	175
e) Transaktionskostentheorie	176
2. Neueinordnung des Börsenrückzugs	178
a) „Wechsel des Corporate Governance-Systems“	178
b) Implikation auf den Börsengang	181
3. Zusammenfassung	183
Teil II: Einordnung des Börsengangs und -rückzugs in das nationale System der aktienrechtlichen Corporate Governance	185
A. Das Gesamtsystem der aktienrechtlichen Corporate Governance	186
I. Die „standardisierte Aktie“	186
II. Rechtstheoretische Verankerung des Ansatzes	188
1. Rechtsanwendung	188
2. Rechtssetzung	190
3. Zusammenfassung	191
III. Rechtliche und „faktische“ Strukturmaßnahmen als Vergleichsmaßstab	191
B. Nationaler Vergleich der Corporate Governance	193
I. Einzelbetrachtung verschiedener Gesellschaftsmaßnahmen	194
1. Ausschluss von Minderheitsaktionären (Squeeze-out)	195
a) Aktienrechtlicher Squeeze-out (§§ 327a ff. AktG)	195
b) Übernahmerechtlicher Squeeze-out (§§ 39a ff. WpÜG)	197

c) Umwandlungsrechtlicher Squeeze-out (§ 62 Abs. 5 UmwG)	198
d) Stellungnahme	200
2. Formwechsel in eine GmbH (§§ 190 ff. UmwG)	201
3. Verschmelzung einer börsennotierten auf eine nichtbörsennotierte AG	205
4. Mehrheitseingliederung (§§ 320 ff. AktG)	208
5. Vermögensübertragung (§ 179a AktG)	210
6. Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages (§ 291 AktG)	213
7. Nachträgliche Vinkulierung (§§ 179 Abs. 1 S. 1, 180 Abs. 2 AktG)	217
8. Ausschluss des Bezugsrechts (§ 186 Abs. 3 AktG)	220
9. „Holzmüller“-Maßnahmen	223
a) „Holzmüller“-Doktrin	223
b) Konkretisierung durch „Gelatine“	224
c) Stellungnahme	226
10. Zusammenfassung	227
II. Systembildung durch Gesamtschau	229
1. Mitentscheidungsrechte ( <i>voice</i> )	229
2. Informationsrechte	233
3. Ausscheidungsrechte ( <i>exit</i> )	236
4. Rechtsschutz	239
III. Systemimmanente Einordnung	242
C. Abstimmungsbedarf mit dem Kapitalmarktrecht	245
I. Die kapitalmarktrechtliche Parallelnorm	245
II. Partielles Delisting im In- und Ausland	248
III. Downlisting	250
IV. Zusammenfassung	253
Teil III: Konvergenz der Neueinordnung mit dem englischen und US-amerikanischen Recht	255
A. Vergleichende Corporate Governance	255
B. Länderbericht England	257
I. Einführung	257

II. Börsengang	258
1. Die public limited company (plc)	258
a) Wesensmerkmal in Abgrenzung zur private limited company (ltd)	260
b) Rechtsformwechsel in eine public limited company	262
c) Zusammenfassung	263
2. Zugang zum qualifizierten Kapitalmarkt	264
a) Die börsennotierte Gesellschaft	264
b) Börsenzulassung in das Premium Listing der FCA	267
c) Notierungsaufnahme am Main Market der LSE	268
d) Zulassungs- und Notierungsfolgepflichten	269
3. Zusammenfassung	271
III. Börsenrückzug	271
1. Beendigung der Börsennotierung	272
2. Reguläres Delisting	272
a) Regelverfahren	272
b) Ausnahmen	275
3. Downlisting in das „Standard Listing“ der FCA	276
4. Rechtsformwechsel in eine private limited company	278
5. Zusammenfassung	279
C. Länderbericht USA	279
I. Einführung	279
II. Börsengang	281
1. Die „börsennotierte Gesellschaft“	281
2. Registrierung bei der SEC	283
a) Section 6 SA 1933	283
b) Section 15 (d) SEA 1934	284
c) Section 12 (b) SEA 1934	284
d) Section 12 (g) SEA 1934	285
e) Zusammenfassung	286
3. Notierungsaufnahme an der NYSE oder NASDAQ	286
4. Registrierungs- und Notierungsfolgepflichten	287
5. Zusammenfassung	289
III. Börsenrückzug	289
1. Beendigung der Börsennotierung und Deregistrierung gem. Sec. 12 (d) SEA	290
a) Sec. 12 (d) SEA	290

b) Regelungen der Börsenordnungen (Stock Exchange Rules)	291
aa) Historischer Exkurs: Rule 500 NYSE	291
bb) Beendigung der Börsennotierung	293
c) Ermessen der SEC	294
d) Zusammenfassung	295
2. Going Dark	296
a) Vollständige Deregistrierung gem. Sec. 12 (g) (4) SEA	296
b) „Going Private“-Transaktionen	298
aa) Nationales Kapitalmarktrecht und „Going Private“-Transaktionen	298
bb) Long-form Cash Merger	300
cc) Tender Offer and Short-form Merger	301
dd) Reverse-stock Split	303
3. Zusammenfassung	304
D. Systemvergleich	306
I. Verhältnis des Kapitalmarktrechts zum Gesellschaftsrecht	306
II. Bewertung der Corporate Governance	307
III. Das „äußere System“ (rechtliche Einordnung)	309
IV. Dichotomie im Kapitalgesellschaftsrecht	311
V. Folgerungen	313
Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	317
Literaturverzeichnis	323