

Inhaltsverzeichnis

Einführung	23
A. Einleitung	23
B. Ziel der Bearbeitung	24
C. Gang der Darstellung	25
1 Das Delisting im Börsenumfeld	27
A. Die Börsenzulassung	27
I. Der Aufbau der Börse	27
1. Rechtsform, Organe und Aufsicht	27
2. Die verschiedenen Handelssegmente	29
a. Der regulierte Markt	29
b. Der Freiverkehr	31
II. Der Begriff der Börsenzulassung	33
III. Rechtsnatur der Zulassung und Voraussetzung ihrer Erteilung	35
IV. Zulassungsfähige Wertpapiere	36
V. Auf einzelne Aktiengattungen beschränkte Zulassung	37
B. Grundlagen des Delisting	39
I. Der Begriff des Delisting	39
II. Begriffsbestimmung Downlisting, Downgrading und partielles Delisting	41
III. Motivation zur Durchführung eines Delisting	43
1. Motive und Abwägungskriterien des Vorstands	44
a. Mangelnde Effektivität des Listing	44
b. Personal- und Kostenaufwand	45
c. Zulassungs- und Einbeziehungsfolgepflichten	46
aa. Zulassungsfolgepflichten	46
(1). Aktienrechtliche Zulassungsfolgepflichten	47
(2). Kapitalmarktrechtliche Zulassungsfolgepflichten	48

bb. Einbeziehungsfolgepflichten	49
(1). Folgepflichten vor Inkrafttreten der MAR	49
(2). Folgepflichten nach Inkrafttreten der MAR	51
(a). Erstreckung auf den Freiverkehr	51
(b). Beschränkung auf antragsbedingte Einbeziehung	52
(3). Schlussfolgerung	52
cc. Wegfall des Pflichtenprogramms durch Widerruf der Zulassung	53
2. Das grundsätzliche Spannungsfeld zwischen Emittent, Haupt- und Minderheitsaktionären	54
2 Entwicklung, Erfordernis und Ausgestaltungsgrundlagen der Regulierung des Delisting	57
A. Regulierung des regulären Delisting vor der gesetzlichen Normierung im BörsG	57
I. Zeitraum der fehlenden einheitlichen Regulierung – Die börsenrechtlichen Vorgaben vor § 39 Abs. 2 bis 6 BörsG n. F.	57
II. Faktische Regulierung des Delisting durch die Rechtsprechung	58
1. Diskussion vor Macrotron	59
2. Das anfängliche Regelungsregime der Rechtsprechung – Das Macrotron-Urteil des BGH	60
a. Erforderlichkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses mit einfacher Kapitalmehrheit	61
b. Pflichtangebot des Hauptaktionärs an die Minderheitsaktionäre	62
c. Überprüfbarkeit des Angebots im Spruchverfahren	62
d. Folgefragen	63
3. Richtigstellung der eigentumsrechtlichen Implikationen – Das Urteil des BVerfG zum Delisting	64
a. Ablehnung der eigentumsrechtlichen Gebotenheit	64
b. Zulässige Rechtsfortbildung durch Richterrecht	65

4. Aufgabe der judikativ-faktischen Regulierung – der Frosta-Beschluss des BGH	66
a. Ablehnung der einfach-rechtlichen Analogievoraussetzungen	66
b. Fehlende Schutzbedürftigkeit	67
c. Folgen	67
B. Erforderlichkeit regulatorischen Einschreitens	69
I. Das Meinungsspektrum der Reaktionen auf den Frosta-Beschluss	69
1. Reaktionen der Wissenschaft	69
2. Problem des Delisting als Vorbereitung einer Strukturmaßnahme	71
3. Zwingende Erforderlichkeit des gesetzgeberischen Einschreitens im Hinblick auf den Gleichbehandlungsgrundsatz des § 53a AktG?	72
II. Verfassungsrechtliche Implikationen	72
III. Europarechtliche Maßgaben	73
IV. Quantitative Steigerung der Delistings	74
V. Gefahr des Wertverlusts für Minderheitsaktionäre?	75
1. Die Ausführungen des BGH	75
2. Wissenschaftliche Auseinandersetzung mit der Frage des Wertverlusts in Literatur und Forschung	76
3. Die Empirie zur Frage des Wertverlusts	77
a. Empirische Methodik	78
b. Erste Studien unmittelbar nach Frosta	79
c. Die Studie von Karami/Schuster	80
d. Die Studie von Thomale/Walter	81
4. Analyse der empirischen Befunde	83
VI. Stellungnahme zum grundsätzlichen Bestehen eines Regulierungserfordernisses	85
1. Wertverluste (nur) als wichtiges Indiz	85
2. Faktische Nachteile der Minderheitsaktionäre	85
3. Kollektiv-rechtliche Komponente	88

C. Grundsätze der gesetzlichen Ausgestaltung	88
I. Property rule oder liability rule als Regulierungsinstrument ...	88
1. Mangelnde Effektivität eines Hauptversammlungsbeschlusserfordernisses	89
2. Abwägung der Möglichkeiten des monetären Ausgleichs .	90
II. Regulierungsebene	91
III. Überblick über die Forderungen bezüglich der gesetzlichen Ausgestaltung	92
1. Initiative des Bundesrats	93
2. Kapitalmarktrechtliche Lösung	94
3. Aktienrechtliche Lösung	96
4. Beschränkung der Regulierung auf eine Erweiterung des SpruchG	96
5. Normative Verortung in den einzelnen BörsO	97
IV. Stellungnahme	97
3 Grundkonzeption des neuen börsengesetzlichen Regulierungsregimes	101
A. Gesetzgebungsgeschichte	101
I. Der Änderungsentwurf vom 31.8.2015	101
II. Endgültige Fassung	102
B. Die Ausgestaltung der börsengesetzlichen Regulierung durch § 39 BörsG	103
I. Grundsätzliche Konzeption	103
II. Delisting-Angebot als eigene Angebotskategorie	105
III. § 31 WpÜG im Normgefüge der bei kalten Delistings in eine Abfindungspflicht resultierenden Normen des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts	107
1. Sonderfall: Delisting v.Aw. nach § 39 Abs. 1 BörsG	108
2. Formwechsel (§§ 191 ff. UmwG)	110
3. Verschmelzung	110
4. Eingliederung	111
5. Squeeze out	112

6.	Gründung einer Holding-SE	113
7.	Die „angemessene Abfindung“ im Lichte der Rechtsprechungsentwicklung	114
a.	Grundlagen	114
b.	Berechnungsmethoden	115
c.	Tendenz der Rechtsprechung hin zum Börsenkurs	117
8.	Die Besonderheit des § 31 WpÜG	119
IV.	Die Höhe der Abfindung beim Delisting – die kontroverse Anordnung des Börsenkurses als Grundlage für die Berechnung der Abfindungshöhe	119
1.	Berechnung nach Börsenwert – die aktuelle gesetzliche Anordnung	119
a.	Grundlagen der Berechnung	120
b.	Kritik	121
2.	Stellungnahme	122
a.	Differenzierung anhand des Schutzguts	122
b.	Mangelnde Vergleichbarkeit zu Strukturmaßnahmen als weiteres Indiz	123
aa.	Formale Betrachtung	123
bb.	Börsenwert als Grundfall in Einklang mit der Rechtsprechung	124
c.	Erleichterung des Delisting	126
V.	Die Modifizierung der Berechnungsmethode	126
1.	Bestimmung der Berechnungsperiode	126
2.	Stellungnahme	127
4	Konkrete Ausgestaltung des Angebots	129
A.	Ausgestaltung des Angebots nach modifizierten übernahmerechtlichen Grundsätzen	129
I.	Anwendungsbereich	129
1.	Sachlicher Anwendungsbereich	129
2.	Zeitlicher Anwendungsbereich	130
II.	Adressat der Angebotspflicht	132

III.	Angebot auf alle Aktien – der Grundsatz des Vollangebots	133
1.	Möglichkeit von Teilangeboten bei einfachen Angeboten des WpÜG	133
2.	Grundsätzliches Verbot von Teilangeboten bei Delisting-Angeboten	134
3.	Möglichkeit des beschränkten Angebots bei kombinierten Pflicht- oder Übernahmeverboten?	135
a.	Die Divergenz der börsengesetzlichen zur übernahmerechtlichen Anordnung als Auslegungsproblem	135
b.	Stellungnahme	136
IV.	Zeitlicher Zusammenhang	137
1.	Grundsatz der Aktualität des Angebots	138
2.	Stellungnahme	139
V.	Bedingungsfeindlichkeit des Angebots	140
1.	Bedingung des erfolgreichen Delisting-Antrags	141
a.	Meinungsbild	141
b.	Stellungnahme	142
2.	Möglichkeit weiterer Bedingungen beim kombinierten Übernahmeverbot?	144
3.	Bedingung regulatorischer Freigaben	145
VI.	Die Bedeutung des § 39 Abs. 4 BörsG im Normgefüge des neuen Delisting-Schutzes	146
1.	Diskussionswürdige Anwendbarkeitserklärung der WpÜG-Vorschriften auf ausländische Gesellschaften	147
2.	Stellungnahme	148
a.	Sinnhaftigkeit der Regelung	148
b.	Konkreter Anwendungsbereich	149
VII.	Exkurs: Möglichkeit des Verzichts auf die Börsenzulassung	150
B.	Verfahrensrechtliche Anforderungen an das Angebot	151
I.	Antrag des Emittenten	151
II.	Delisting-Agreement zwischen Bieter und Vorstand des Emittenten	152

1.	Abwägung des Vorstands	152
2.	Zulässigkeitsgrenzen	153
III.	Kostentragung	154
IV.	Verfahren bei Ankündigung der Entscheidung zur Angebotsabgabe	155
V.	Fehlende Pflicht zur konkreten Deklarierung des Angebots bei Entscheidung zur Angebotsabgabe	157
VI.	Veröffentlichung des Angebots	158
1.	Grundsätzliches	158
2.	Anforderungen an die Angebotsunterlage	159
a.	Allgemeine Anforderungen	159
b.	Die Angaben im Einzelnen	162
aa.	Allgemeine Angaben	162
bb.	§ 2 Nr. 7a WpÜG-AngebotVo	163
cc.	Kritik am umfassenden Verweis des § 39 Abs. 3 S. 2 BörsG	163
VII.	Sicherstellung der Finanzierung	165
VIII.	Übermittlung und Veröffentlichung der Angebotsunterlage gem. § 14 WpÜG	165
IX.	Pflicht zur Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats des Emittenten	166
X.	Prüfungsumfang von BaFin und Börse	167
XI.	Folge bei fehlerhafter oder fehlender Angebotsunterlage	168
5	Die Abfindungspflicht beim Downlisting, Downgrading und dem Rückzug aus dem Freiverkehr <i>de lege lata</i> und <i>de lege ferenda</i>	171
A.	Kontroverse Anordnung des Gesetzgebers	171
B.	Downgrading	171
C.	Downlisting und Rückzug aus dem Freiverkehr <i>de lege lata</i>	171
D.	Kritik	172
E.	Lösungsvorschlag	174

I.	Konzeptionelle Änderung des Zeitpunkts für die Angebotspflicht	175
1.	Grundlegend unzutreffender Ansatz der Abfindungspflicht	175
2.	Problem des gestuften Delisting	175
II.	Normative Umsetzung	176
1.	Grundsätzliche Erwägungen	177
a.	Abfindungsfreiheit beim Downlisting	177
b.	Abfindungspflicht bei Rückzug aus dem Freiverkehr ...	178
2.	Konkrete Normierung	179
F.	Exkurs: Änderungsbedürftigkeit des § 29 UmwG?	179
6	Ausnahmen vom Börsenwert als Abfindungsgrundlage	181
A.	Grundsatz der Unternehmensbewertung bei nicht repräsentativem Börsenkurs	181
B.	Kapitalmarktrechtliche Verstöße als Anordnungsgrund für eine Unternehmensbewertung – § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG	181
I.	Nichtbeachtung einer Veröffentlichungspflicht	182
1.	Grundlagen	183
2.	Konkreter Umfang der Regelung	184
II.	Marktmanipulation	184
III.	Die problematische Anordnung eines Zahlungsanspruchs bei Verstößen durch vom Bieter personenverschiedene Stellen de lege lata	186
1.	Verstoß des Bieters gegen Art. 15 MAR	186
2.	Verstoß des Emittenten oder eines Dritten gegen Artt. 15 und 17 MAR	186
a.	Zurechnungskriterien bei Marktmanipulation eines Dritten de lege lata	187
b.	Zurechnung des Verhaltens natürlicher Personen	189
c.	Zurechnungskriterien im Konzern nach Vorbild der übernahmerechtlichen Kriterien zur Angebotshöhe	190

3. Stellungnahme	192
a. Rechtspolitisch zustimmungswürdige Anordnung	192
b. Wünschenswerte Aufhebung des Zurechnungskonzepts	192
IV. Fragwürdige Vorstellung des Gesetzgebers: Erfordernis der rechtskräftigen Feststellung des Verstoßes?	194
V. Rechtsfolge bei Vorliegen der Voraussetzungen des § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG	196
VI. Rückausnahme: keine wesentliche Kursbeeinflussung	197
1. Gesetzliche Anordnung	198
2. Anforderungen an die Unwesentlichkeit	198
3. Stellungnahme	199
a. Bestimmung der Unwesentlichkeit	200
b. Heranziehung des konkreten Börsenkurses	201
VII. Prüfungsumfang und Sanktionsmöglichkeiten der BaFin	202
VIII. Kein Regulierungsbedarf zum Schutz der Aktionäre, die das Angebot nicht angenommen haben	203
1. Meinungsbild	204
2. Bestehen eines ausreichenden Schutzmechanismus nach kapitalmarktrechtlichen Vorschriften	205
C. Abfindung nach Unternehmenswert bei Marktentge - § 39 Abs. 3 S. 4 BörsG	208
I. Grundsätzliches	208
II. Besonderheiten bei KMU	209
III. Kritik an der Existenz der Norm und deren Effektivität	210
1. Grundsätzliche Sinnhaftigkeit der Regelung	210
2. Wertungswiderspruch bei höherem Kurs aufgrund außerbörslicher Erwerbe?	210
IV. Stellungnahme	211
1. „Ob“ der Regelung	211
2. Sachgemäße Festsetzung der Grenzwerte	211
3. Ausnahme bei höherem marktbasierten Kurs	212

D. Weitere Fälle der Berechnung nach Unternehmenswert?	213
I. Situation im Übernahmerecht	213
II. Stellungnahme	214
E. Verjährung der Ansprüche	215
7. Ausnahmen von der Angebotspflicht	217
A. Fortbestehen anderweitiger Listung – § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 BörsG	217
I. Teil-Delisting – § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 lit. a BörsG	217
II. Der Versuch der Verhinderung einer Börsenrechtsarbitrage – § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 lit. b BörsG	217
1. Anforderungen an die Voraussetzung des vergleichbaren Standards	218
2. Rechtsvergleichende Darstellung der Regelungen an ausländischen Börsenplätzen	220
3. Stellungnahme	221
a. Erfordernis der beschränkten Erstreckung auf Drittstaaten	222
b. Normative Umsetzung	223
B. Prüfungsumfang der Börsengeschäftsführung	224
C. Erforderlichkeit weiterer Ausnahmetatbestände?	225
I. Ausnahme bei allseitigem Einverständnis?	225
II. Ausnahmen für bestimmte Aktionärsgruppen?	226
8. Regelungsmöglichkeiten in § 39 Abs. 5 BörsG und in der Satzung des Emittenten	229
A. Weitere Regelungen in § 39 Abs. 5 BörsG	229
I. Nachfrist – § 39 Abs. 5 S. 2 BörsG	229
II. Weitere Bestimmungen durch die BörsO – § 39 Abs. 5 S. 3 BörsG	229
1. Schranken der börsenordnungsrechtlichen Rechtssetzungsbefugnis	230
2. Mögliche Regelungskomplexe und Umsetzung in der Praxis	231

B. Möglichkeit einer Satzungsregelung	232
I. Ausschluss durch § 39 BörsG	233
II. Fixierung der Börsennotierung in der Satzung	234
III. Stellungnahme	235
IV. Weitere Ansätze	236
9 Rechtsschutz	239
A. Kontroverse Diskussion über die Rechtsschutzmöglichkeiten	239
B. Rechtsschutzmöglichkeiten der Aktionäre	240
I. Verwaltungsgerichtlicher Rechtsschutz	240
1. Rechtsschutzbedürfnis einer Anfechtungsklage (Drittschutz)	240
a. Diskussion vor der Neuregelung	240
b. Neubewertung des Drittschutzes aufgrund § 39 BörsG	242
2. Beschränkung des gerichtlichen Prüfungsumfangs durch § 39 Abs. 6 BörsG	243
3. Fehlende Möglichkeit des Vorgehens gegen Freigabe der Angebotsunterlage	244
II. Zivilgerichtlicher Rechtsschutz	245
1. Geltendmachung von Individualansprüchen bei Abfindung nach Unternehmenswert	245
2. Die Erweiterung des KapMuG als Instrument zur umfassenden Streitbeilegung	246
3. Kritik	248
a. Kostenrechtliche Aspekte	248
b. Rechtssicherheit und Verfahrensdauer	249
4. Stellungnahme	249
a. Kostenrechtliche Aspekte – § 92 Abs. 2 Nr. 2 Var. 2 ZPO	250
b. Keine Bedenken wegen fehlender <i>inter omnes</i> - Wirkung	251
c. Möglichkeit der umfassenden Klärung der feststellungsbedürftigen Fragen	251

d. Zeitliche Beschränkung zur Geltendmachung	252
e. Verfahrensdauer	254
5. Exkurs: Anpassung bei Feststellung systemischer Verfahrensverzögerung in der Zukunft	254
III. Amtshaftungsansprüche	255
C. Rechtsschutz des Emittenten	255
I. Verwaltungsgerichtlicher Rechtsschutz	256
1. Gebundene Entscheidung	256
2. Gerichtliche Durchsetzungsmöglichkeit	257
II. Schadensersatzklage gegen den Vorstand	258
10 Ausnahmen bei notleidenden Gesellschaften <i>de lege lata</i> und <i>de lege ferenda</i>	261
A. Besonderheiten des Delisting in der Insolvenz – die fehlende Anordnung einer Bereichsausnahme für insolvente Gesellschaften ...	261
I. Organkompetenz	262
II. Pflicht zum Angebot in der Insolvenz	263
1. Verstoß gegen insolvenzrechtliche Grundsätze?	263
2. Erforderlichkeit eines Angebots	264
a. Erwägungen bei Auflösung des Emittenten	264
b. Erwägungen bei Weiterführung des Unternehmens	266
c. Schlussfolgerung	266
III. Stellungnahme	267
1. Grundsätzliche Erwägungen	267
2. Normative Umsetzung	269
B. Einführung eines Sanierungsprivilegs	269
I. Bestehen eines Sanierungsprivilegs im Übernahmerecht und beim Delisting <i>de lege lata</i> und <i>de lege ferenda</i>	269
II. Übertragung der übernahmerechtlichen Grundsätze auf das Delisting – Normative Umsetzung des Sanierungsprivilegs	272

Inhaltsverzeichnis	21
11 Abschließende Erwägungen	273
A. Gesamtzusammenfassung	273
B. Fazit und Ausblick	278
Anhang	279
A. Vorschlag einer Neufassung der § 39 Abs. 2 und Abs. 3 BörsG	279
B. Vorschlag einer Ergänzung des § 48 BörsG durch Einfügung eines neuen Abs. 1 S. 5	281
Abkürzungsverzeichnis	283
Literaturverzeichnis	291