

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einführung</b> .....	23
A. Einleitung .....	23
B. Ziel der Bearbeitung .....	24
C. Gang der Darstellung .....	25
 <b>1 Das Delisting im Börsenumfeld</b> .....	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 partiellles 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 n 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

<b>2 Entwicklung, Erfordernis und Ausgestaltungsgrundlagen der Regulierung des Delisting .....</b>	<b>57</b>
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 gewichtiges 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**

<b>Regulierungsregimes .....</b>	<b>101</b>
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 vAw. 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
 <b>4 Konkrete Ausgestaltung des Angebots .....</b>	 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 Übernahmeangeboten? .....	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 Übernahmeangebot? .....	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 Deklaration 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

<b>5</b>	<b>Die Abfindungspflicht beim Downlisting, Downgrading und dem Rückzug aus dem Freiverkehr <i>de lege lata</i> und <i>de lege ferenda</i> .....</b>	<b>171</b>
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
<b>6</b>	<b>Ausnahmen vom Börsenwert als Abfindungsgrundlage .....</b>	<b>181</b>
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 Markttenge – § 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
<b>7. Ausnahmen von der Angebotspflicht .....</b>	<b>217</b>
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
<b>8. Regelungsmöglichkeiten in § 39 Abs. 5 BörsG und in der Satzung des Emittenten .....</b>	<b>229</b>
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
<b>9 Rechtsschutz .....</b>	<b>239</b>
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 *de lege lata* und *de lege ferenda* ..... 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

<b>11 Abschließende Erwägungen .....</b>	<b>273</b>
A. Gesamtzusammenfassung .....	273
B. Fazit und Ausblick .....	278
<b>Anhang .....</b>	<b>279</b>
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
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>283</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>291</b>