

# Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis

27

Teil 1	Das Prinzip des Delistings und seine Einordnung in das nationale Rechtssystem	35
§ 1	Grundlagen des Delistings	35
A.	Einleitung	35
I.	Einführung in die Problematik des Börsenrückzugs	36
II.	Gang der Untersuchung	39
B.	Terminologie des Börsenrückzugs	40
I.	Börsenrückzug und Delisting	40
II.	Going Private	42
III.	Zwangsdelisting und freiwilliges Delisting	43
C.	Ökonomische Analyse des freiwilligen Börsenrückzugs	67
I.	Gründe für ein Listing an der Börse	67
II.	Gründe für einen Börsenrückzug	73
III.	Folgen des regulären Börsenrückzugs für die Aktionäre	81
IV.	Weitere Interessengruppen	87
D.	Ergebnis zu § 1	93
§ 2	Das reguläre Delisting im Dreieck von Gesellschaftsrecht, Börsengesetz und den vor der Neuregelung des Delistings bestehenden Börsenordnungen	94
A.	Das reguläre Delisting im Spannungsfeld zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht	95
I.	Regelungsziel der beiden Rechtsgebiete	96
II.	Verhältnis von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht im Fall des regulären Delistings zu <i>Macrotron-Zeiten</i>	105
B.	Kapitalmarktrechtlicher Ausgangspunkt des Delistings	111
I.	Die Ermessensentscheidung über das Delisting im Börsenrecht	111
II.	Darstellung der verschiedenen Börsenordnungen zum Delisting	121
III.	Bisherige Börsenordnungen als unzureichender Anlegerschutz	136
IV.	Rechtmäßigkeit der Börsenordnungen	139
C.	Ergebnis zu § 2	147

Teil 2	Die Rechtsprechungsentwicklung zum Delisting und die hieraus entstandene Diskussion über die Schutzbedürftigkeit der Anleger	149
§ 3	Die Rolle der Rechtsprechung für das freiwillige Delisting	149
	A. Die Odyssee der höchstrichterlichen Rechtsprechung – vom Maximalschutz zur Schutzlosigkeit?	149
	I. Das <i>Macrotron</i> -Urteil des BGH	150
	II. Die <i>MVS/Lindner</i> -Entscheidung des BVerfG	154
	III. Die <i>FRoSTA</i> -Entscheidung des BGH	159
	IV. Stellungnahme zur <i>FRoSTA</i> -Entscheidung	161
	V. Folgen einer vollständigen <i>Macrotron</i> -Abkehr durch <i>FRoSTA</i>	166
	B. Ergebnis zu § 3	181
§ 4	Notwendigkeit einer gesetzlichen Neuregelung zum Schutz der Kleinanleger beim Delisting	182
	A. Schutzbedürftigkeit der Anleger im Fall des Delistings – ökonomische Analyse des Rechts	184
	I. Gutachten des DAI	186
	II. Gutachten der <i>Solventis</i> Wertpapierbank	190
	III. Studie von <i>Karami/Schuster</i>	192
	IV. Studien zu Kursreaktionen am US-amerikanischen Markt	200
	V. Stellungnahme	201
	B. Keine verfassungsrechtlichen Gründe für eine Neuregelung	206
	I. Die Verfassung als zulässiger Beurteilungsmaßstab	206
	II. Art. 14 GG	207
	III. Art. 17 EU-GRCh und Art. 1 Abs. 1 des 1. ZP-EMRK	218
	C. Gleichbehandlungsgrundsatz	221
	I. Art. 3 Abs. 1 GG	222
	II. Aktienrechtlicher Gleichbehandlungsgrundsatz § 53a AktG	222
	III. Gleichbehandlung nach § 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG	233
	IV. Gleichbehandlung nach § 3 Abs. 1 WpÜG	234
	D. Europarechtliche Vorgaben für das Delisting	235
	I. Bisher keine europarechtlichen Regelungen zum regulären Delisting	235
	II. Vorgaben des Primärrechts	236
	E. Ergebnis zu § 4	243

Teil 3 Anlegerschutz de lege priori, de lege lata und de lege ferenda	245
§ 5 Gesellschaftsrechtliche Aspekte des regulären Delistings vor der Gesetzesänderung	245
A. § 39 Abs. 2 BörsG a.F. als nicht abschließende Regelung für das reguläre Delisting	245
I. Die <i>Macrotron</i> -Entscheidungen des LG und OLG München	247
II. Historische Auslegung	248
III. Teleologische Auslegung	251
IV. Systematische Auslegung	252
V. Schlussfolgerung	253
B. Gesellschaftsrechtliche Schutzmechanismen für das reguläre Delisting im Einzelnen	254
I. Hauptversammlungsbeschluss	254
II. Abfindungsangebot	272
C. Ergebnis zu § 5	292
§ 6 Neuvermessung des Anlegerschutzes beim Delisting durch den Gesetzgeber	294
A. Analyse der Neuregelung zum Delisting	295
I. Identifizierung des optimalen Regelungsortes	295
II. Entwicklungsgeschichte – Gesetzesvorschläge und konkrete gesetzliche Neuausgestaltung des Delistings	302
B. Erwägungen zum Downlisting	350
I. Faktisches Schutzbedürfnis der Anleger beim Downlisting	351
II. Abgeschwächter regulativer Schutzstandard außerhalb des regulierten Markts	354
III. Beurteilung des Downlistings de lege ferenda	376
C. Ergebnis zu § 6	383
Zusammenfassung	386
Formulierungshilfe für einen neuen Gesetzesentwurf	397
Anhang	403
Anhang 1 – Börsenordnungen vor dem In-Kraft-Treten des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie	403

## *Inhaltsübersicht*

Anhang 2 – § 39 Abs. 2 BörsG vor der Änderung durch das Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie- Änderungsrichtlinie	411
Anhang 3 – Sondervorschriften für börsennotierte bzw. kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften	412
Anhang 4 – Für das Delisting relevante kapitalmarktrechtliche Vorschriften	422
 Literaturverzeichnis	429
 Stichwortverzeichnis	462

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	27
Teil 1 Das Prinzip des Delistings und seine Einordnung in das nationale Rechtssystem	35
§ 1 Grundlagen des Delistings	35
A. Einleitung	35
I. Einführung in die Problematik des Börsenrückzugs	36
1. Das <i>Macrotron</i> -Verfahren als Fallbeispiel	36
2. Der Anbruch der Eiszeit für Anleger an der Börse	37
II. Gang der Untersuchung	39
B. Terminologie des Börsenrückzugs	40
I. Börsenrückzug und Delisting	40
II. Going Private	42
III. Zwangsdelisting und freiwilliges Delisting	43
1. Zwangsdelisting	44
2. Freiwilliges Delisting	45
a) Verzicht auf die Börsenzulassung	45
b) Reguläres Delisting	46
c) Downgrading und Downlisting	48
d) Börsenrückzug unter Beibehaltung des Listings an einer ausländischen Börse	49
e) Rückzug aus dem Freiverkehr	51
f) Auswirkung des § 33 BörsG auf das Delisting	52
g) Kaltes Delisting	53
aa) Verschmelzung	55
bb) Formwechsel	56
cc) Aufspaltung	57
dd) Übertragende Auflösung	58
ee) Squeeze out	60
(1) Aktienrechtlicher Squeeze out	61
(2) Übernahmerechtlicher Squeeze out	62
(3) Verschmelzungsrechtlicher Squeeze out	63
ff) Eingliederung	64
C. Ökonomische Analyse des freiwilligen Börsenrückzugs	67
I. Gründe für ein Listing an der Börse	67

## *Inhaltsverzeichnis*

1.	Die Bedeutung des Listings aus der Sicht des Unternehmens	67
a)	Finanzierung des Unternehmens und Liquidität der Unternehmensanteile	68
b)	Bewertung und Kontrolle des Unternehmens	69
c)	Bekanntheitsgrad und Mitarbeitermotivation	70
2.	Die Bedeutung des Listings aus der Sicht der Aktionäre	71
II.	Gründe für einen Börsenrückzug	73
1.	Funktionslosigkeit des Listings	74
2.	Personelle und finanzielle Belastung	75
3.	Wettbewerbsnachteil durch Publizitätspflichten am Kapitalmarkt	77
4.	Förderung von langfristiger Unternehmenspolitik und Sanierungsbedarf	78
5.	Rückzug von der Börse als Mittel des Going Private	79
6.	Zwischenergebnis	81
III.	Folgen des regulären Börsenrückzugs für die Aktionäre	81
1.	Börsenrückzug ohne Einbeziehung der Aktien in den Freiverkehr	81
2.	Börsenrückzug bei Einbeziehung der Aktien in den Freiverkehr	83
a)	Einbeziehung in den einfachen Freiverkehr	83
b)	Einbeziehung in den qualifizierten Freiverkehr	85
IV.	Weitere Interessengruppen	87
1.	Vorstand	87
2.	Konzerne	88
3.	Börse	88
4.	Anlegerpublikum und kapitalmarktpolitische Interessen	89
5.	Berücksichtigungsfähigkeit der weiteren Interessengruppen im Delisting-Verfahren nach § 39 Abs. 2 S. 1 BörsG	90
a)	Börseninteressen im Speziellen	91
b)	Auseinandersetzung im Gesetzgebungsverfahren zum Dritten Finanzmarktförderungsgesetz	91
c)	Stellungnahme	92
D.	Ergebnis zu § 1	93
§ 2	Das reguläre Delisting im Dreieck von Gesellschaftsrecht, Börsengesetz und den vor der Neuregelung des Delistings bestehenden Börsenordnungen	94

A. Das reguläre Delisting im Spannungsfeld zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht	95
I. Regelungsziel der beiden Rechtsgebiete	96
1. Aktien-/ Gesellschaftsrecht	97
2. Kapitalmarktrecht	99
3. Verhältnis der beiden Rechtsgebiete im Allgemeinen	102
4. Stellungnahme	104
II. Verhältnis von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht im Fall des regulären Delistings zu <i>Macrotron</i> -Zeiten	105
1. Notwendigkeit eines gesellschaftsrechtlichen Schutzes nach der <i>Macrotron</i> -Entscheidung	106
2. Problematik der Verdoppelung des Anlegerschutzes	107
3. Problematik des Prüfungsumfangs der Börsengeschäftsführung	108
B. Kapitalmarktrechtlicher Ausgangspunkt des Delistings	111
I. Die Ermessensentscheidung über das Delisting im Börsenrecht	111
1. Allgemeine Erwägungen zum Ermessen	112
2. Antrag auf Börsenrückzug als Grundrechtsausübung des Emittenten	114
3. Reichweite des Anlegerschutzes in § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG a.F. und n.F.	117
a) Anlegerschutz als Vermögensschutz	117
b) Vergleich zu § 39 Abs. 1 BörsG	118
c) Notwendigkeit des Anlegerschutzes bereits vor dem Verlust des ordnungsgemäßen Handels	120
d) Zwischenergebnis	121
II. Darstellung der verschiedenen Börsenordnungen zum Delisting	121
1. Die früheren Regelungen der einzelnen Börsen im Überblick	122
a) Börsenordnung Frankfurt	123
b) Börsenordnung München	125
c) Börsenordnung Düsseldorf	126
d) Börsenordnung Stuttgart	129
e) Börsenordnungen Hamburg/Hannover	129
f) Börsenordnung Berlin	131
2. Zusammenfassung der Regelungen für den Fall des regulären Delistings und des Downlistings	131
a) Reguläres Delisting	132
aa) Fristenlösung	132
bb) Kaufangebot	132

cc) Hauptversammlungsbeschluss	133
b) Downlisting	133
III. Bisherige Börsenordnungen als unzureichender Anlegerschutz	136
1. Änderungsmöglichkeit der Börsenordnungen	136
2. Inhomogenität der Börsenordnungen	137
3. Ungenügender Vermögensschutz durch Fristenlösung	138
IV. Rechtmäßigkeit der Börsenordnungen	139
1. Kompetenz der Börsen zum Erlass von Anlegerschutzzvorschriften zum Delisting	140
2. Berücksichtigung der Reichweite des Anlegerschutzes in den Börsenordnungen	142
3. Wesentlichkeitstheorie	143
a) Bezugspunkt der Grundrechtsrelevanz	143
b) Anlegerschutz als eine intensive Beeinträchtigung des Emittenten	144
C. Ergebnis zu § 2	147
 Teil 2 Die Rechtsprechungsentwicklung zum Delisting und die hieraus entstandene Diskussion über die Schutzbedürftigkeit der Anleger	149
§ 3 Die Rolle der Rechtsprechung für das freiwillige Delisting	149
A. Die Odyssee der höchstrichterlichen Rechtsprechung – vom Maximalschutz zur Schutzlosigkeit?	149
I. Das <i>Macrotron</i> -Urteil des BGH	150
1. Die tragenden Entscheidungsgründe im Überblick	150
a) Hauptversammlungsbeschluss	151
b) Kaufangebot	151
c) Überprüfbarkeit des Kaufangebots durch ein gerichtliches Verfahren	152
d) Eigentlicher Entscheidungsgegenstand im Verfahren	152
2. Resonanz der Literatur	152
3. Weitere Rechtsprechungsentwicklung bis zum Jahr 2012	154
II. Die <i>MVS/Lindner</i> -Entscheidung des BVerfG	154
1. Die tragenden Entscheidungsgründe im Überblick	155
a) Kein Eingriff in Art 14 GG	155
b) Zulässige Rechtsfortbildung	156
2. Resonanz der Literatur	156

III. Die <i>FRoSTA</i> -Entscheidung des BGH	159
1. Die tragenden Entscheidungsgründe im Überblick	159
a) Kein Hauptversammlungsbeschluss	159
b) Kein Kaufangebot	160
2. Resonanz der Literatur	160
IV. Stellungnahme zur <i>FRoSTA</i> -Entscheidung	161
1. Die <i>FRoSTA</i> -Entscheidung als Rechtsprechungsänderung (auf Zeit)?	162
a) Verfahrensgegenstand	162
b) Wortlaut der Entscheidung	163
c) Bezugnahme des BGH auf das BVerfG	163
d) Fehlende Schutzwürdigkeit als flexibles Argument des BGH	164
2. Zwischenergebnis	165
V. Folgen einer vollständigen <i>Macrotron</i> -Abkehr durch <i>FRoSTA</i>	166
1. Folgen für den Anlegerschutz	166
a) Wertungswidersprüche zu Maßnahmen des kalten Delistings	167
b) Delisting als Umgehungstaktik bzgl. anderer gesellschaftlicher Abfindungspflichten	167
c) Umgehung der Maxime zur Unternehmensbewertung bei gesellschaftsrechtlichen Abfindungsansprüchen von börsennotierten Unternehmen	169
2. Folgen für Altrückzugsfälle	171
a) Hauptversammlungsbeschluss als Fall der Freiwilligkeit	171
b) Wirksamkeit des Kaufangebots	172
c) Zurückweisung bereits eingereichter Spruchverfahren	173
aa) Grundsatz	173
bb) Rechtsprechungsänderung und Rechtsstaatlichkeit	174
(1) Richterrecht als änderbare sekundäre Rechtsquelle	175
(2) Vertrauensschutz bei sekundären Rechtsquellen	176
(3) Die Rechtsprechung zum Vertrauensschutz im Spruchverfahren nach <i>FRoSTA</i>	179
B. Ergebnis zu § 3	181

§ 4 Notwendigkeit einer gesetzlichen Neuregelung zum Schutz der Kleinanleger beim Delisting	182
A. Schutzbedürftigkeit der Anleger im Fall des Delistings – ökonomische Analyse des Rechts	184
I. Gutachten des DAI	186
1. Wesentlicher Inhalt des Gutachtens	186
2. Bewertung des Gutachtens	187
a) Kursentwicklung nach der Bekanntgabe der Delistingabsicht	188
b) Reaktion des Börsenkurses nach der Bekanntmachung des Widerrufs	189
II. Gutachten der <i>Solventis</i> Wertpapierbank	190
1. Wesentlicher Inhalt des Gutachtens	190
2. Bewertung des Gutachtens	191
III. Studie von <i>Karami/Schuster</i>	192
1. Wesentlicher Inhalt des Gutachtens	192
a) Kursreaktion auf die Ankündigung der Rückzugsabsicht	193
b) Liquiditätseffekt des Delistings	195
2. Bewertung des Gutachtens und Schlussfolgerung für die Schutzbedürftigkeit	196
a) Hoher Kursverfall begründet Schutzbedürfnis	196
b) Behavioral Finance als Grenze der Schutzbedürftigkeit	197
c) Mangelnder Liquiditätseffekt	198
IV. Studien zu Kursreaktionen am US-amerikanischen Markt	200
V. Stellungnahme	201
1. Gefahr einer finanziellen Einbuße zur Begründung eines Schutzbedürfnisses	202
a) In dubio pro Anleger	202
b) Spiraleffekte	203
2. Normtypische Laufrichtung vs. atypischer Rückwärtsgang	204
B. Keine verfassungsrechtlichen Gründe für eine Neuregelung	206
I. Die Verfassung als zulässiger Beurteilungsmaßstab	206
II. Art. 14 GG	207
1. Keine Veränderung der Innenstruktur der Mitgliedschaft	208
2. Verfassungsrechtliche Relevanz der Verkehrsfähigkeit	209

a)	Keine Beeinträchtigung der rechtlichen Verkehrsfähigkeit	209
b)	Verlust der erhöhten faktischen Verkehrsfähigkeit	210
aa)	Bestand und Funktionsfähigkeit des Markts als Bezugspunkt für die verfassungsrechtliche Einordnung	210
bb)	Faktische Verkehrsfähigkeit als Schutzmaßstab	212
3.	Verlust der an die Börsennotiz anknüpfenden Sondervorschriften	213
4.	Zwischenergebnis	214
5.	Einzelfallabhängige Beurteilung des Delistings nach Art. 14 GG aufgrund wirtschaftlicher Auszehrung	216
III.	Art. 17 EU-GRCh und Art. 1 Abs. 1 des 1. ZP-EMRK	218
1.	Anwendbarkeit der EU-GRCh und der EMRK	218
2.	Inhaltliche Vorgaben der EU-GRCh und der EMRK für das Delisting	220
a)	Art. 1 Abs. 1 des 1. ZP-EMRK	220
b)	Art. 17 EU-GRCh	221
C.	Gleichbehandlungsgrundsatz	221
I.	Art. 3 Abs. 1 GG	222
II.	Aktienrechtlicher Gleichbehandlungsgrundsatz § 53a AktG	222
1.	Der Grund für die Existenz eines aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes und damit einhergehende Vorgaben für den Gesetzgeber	223
2.	Die Aktiengesellschaft als Normadressat und handelnde Partei im Fall des Delistings	224
3.	Beurteilung der Ungleichbehandlung im Rahmen des Delistings	225
4.	Rechtfertigung einer Ungleichbehandlung	227
a)	Bestehen eines Sachgrundes	227
b)	Abwägung zwischen dem Sachgrund und der Interessen der benachteiligten Aktionäre	229
5.	Zwischenergebnis	231
6.	Treuepflicht	231
III.	Gleichbehandlung nach § 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG	233
IV.	Gleichbehandlung nach § 3 Abs. 1 WpÜG	234
D.	Europarechtliche Vorgaben für das Delisting	235
I.	Bisher keine europarechtlichen Regelungen zum regulären Delisting	235

II.	Vorgaben des Primärrechts	236
1.	Kapitalverkehrsfreiheit der Kleinanleger	237
2.	Kapitalverkehrsfreiheit der Emittenten	239
3.	Betroffene Grundfreiheiten des Großaktionärs	239
4.	Rechtfertigung von Beschränkungen und Abwägung der Interessen	240
E.	Ergebnis zu § 4	243
Teil 3 Anlegerschutz de lege priori, de lege lata und de lege ferenda		245
§ 5	Gesellschaftsrechtliche Aspekte des regulären Delistings vor der Gesetzesänderung	245
A.	§ 39 Abs. 2 BörsG a.F. als nicht abschließende Regelung für das reguläre Delisting	245
I.	Die <i>Macrotron</i> -Entscheidungen des LG und OLG München	247
II.	Historische Auslegung	248
III.	Teleologische Auslegung	251
IV.	Systematische Auslegung	252
V.	Schlussfolgerung	253
B.	Gesellschaftsrechtliche Schutzmechanismen für das reguläre Delisting im Einzelnen	254
I.	Hauptversammlungsbeschluss	254
1.	Keine dogmatische Grundlage zur Begründung einer Hauptversammlungskompetenz	255
a)	Von Holzmüller zu Gelatine	256
b)	Analogie zu Strukturmaßnahmen des UmwG oder AktG	258
c)	Weitere Begründungsansätze	260
2.	Kein Bedürfnis für einen Hauptversammlungsbeschluss	262
a)	Keine Abfindungsakzessorietät	263
b)	Kein Rechtsschutzbedürfnis	265
aa)	Überlegungen zum verwaltungs- rechtlichen Rechtsschutz	265
bb)	Überlegungen zum zivilrechtlichen Rechtsschutz	269
c)	Informationsbedürfnis	270
3.	Zwischenergebnis	271
II.	Abfindungsangebot	272
1.	Leitlinien für ein Abfindungsangebot vor der Gesetzesänderung	272

2. Dogmatische Begründung	273
a) Einführung in die Methodik der Analogie im Fall des Delistings	273
b) Gesamtanalogie	275
c) Analoge Anwendung des § 207 UmwG	277
d) Anwendung des § 243 Abs. 2 S. 2 AktG	280
e) Weitere abzulehnende Ansätze zur Begründung eines Abfindungsangebots	281
f) Analoge Anwendung des § 29 Abs. 1 S. 1 Hs. 1 Fall 2 UmwG	282
aa) Abfindung ohne Struktureingriff	282
bb) Hintergrund der Einführung des § 29 Abs. 1 S. 1 Hs. 1 Fall 2 UmwG	283
cc) Macrotron als vollwertiger Regelungersatz	284
dd) Ausnahmen sind weit auszulegen	286
3. Zwischenergebnis und weitere Erwägungen zum Abfindungsangebot vor der Gesetzesänderung	287
a) Schuldner des Angebots und Erfüllbarkeit	287
b) Reichweite des § 29 Abs. 1 S. 1 Hs. 1 Fall 2 UmwG	288
c) Problematik des doppelten Anlegerschutzes	289
C. Ergebnis zu § 5	292
§ 6 Neuvermessung des Anlegerschutzes beim Delisting durch den Gesetzgeber	294
A. Analyse der Neuregelung zum Delisting	295
I. Identifizierung des optimalen Regelungsortes	295
1. Börsenrecht vs. Gesellschaftsrecht	296
2. Nationale Regelung vs. europarechtliche Regelung	298
a) Trend zur umfassenden Regelung des Kapitalmarkts durch die EU	298
b) Vermeidung von Regulierungswettbewerb und -arbitrage	300
c) Der Markteintritt als eine von der EU geregelte Materie	301
II. Entwicklungsgeschichte – Gesetzesvorschläge und konkrete gesetzliche Neuausgestaltung des Delistings	302
1. Entwurf von Professor Dr. <i>Heribert Hirte</i> (MdB)	303
a) Keine Regelung der Rechtsgrundlage einer Abfindung	304
b) Umfang der erforderlichen Abfindung	304
c) Regelung zum Downgrading	305

d) Zwischenergebnis	306
2. Entwurf der großen Koalition (Änderungsantrag im Gesetzgebungsverfahren zum Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie)	306
a) Der Entwurf als Anlegererpressung	308
b) Verhältnis zur Reichweite des Anlegerschutzes	310
c) Zwischenergebnis	311
3. Finaler Gesetzesentwurf	311
a) Keine Hauptversammlungskompetenz	311
b) Abfindung der Aktionäre	313
aa) Überblick über die Neuregelung	313
bb) Schuldner	314
cc) Höhe des Abfindungsangebots	315
(1) Erforderlichkeit einer Regelung zur Angemessenheit	316
(2) Börsenkursermittlung vs. Unternehmensbewertung	316
(a) Verfahrenserleichterung durch Börsenwert	317
(b) Verlust der Handelbarkeit als Maßstab für die Vertreter des Börsenwerts	317
(c) Verlust der Mitgliedschaft durch delistingbedingten Verkauf der Aktien als Maßstab für die Vertreter der Unternehmensbewertung	318
(d) § 31 WpÜG als Kompensation für die Mitgliedschaft	320
(3) Kompromiss des Gesetzgebers	321
(a) Verlängerung des Referenzzeitraums auf sechs Monate	321
(b) Ausnahmsweise Unternehmensbewertung beim Delisting	323
(4) Umkehr des Regel-Ausnahme-verhältnisses	325
(a) BaFin als zuständige Behörde für die Feststellung eines Verstoßes nach §§ 15 und 20a WpHG a.F. bzw. Artt. 17, 12 und 15 MAR	326
(b) Gerichte im Kollektivverfahren	327
(5) Zwischenergebnis	330

(6) Überlegungen de lege ferenda	330
(a) Fallgruppen zur Begründung von berechtigten Zweifeln am Börsenkurs	330
(b) Pauschalisierte Prämienzahlung an die Anleger	331
dd) Angebotsunterlagen	332
(1) Emittent als Bieter	333
(2) Großaktionär/Dritter als Bieter	334
(3) Haftung nach § 12 WpÜG im Fall des Delistings	336
c) Bedingungslösung vs. Anspruchslösung	337
d) Delisting als Ermessensentscheidung der Börsengeschäftsführung	338
e) Ausnahmen vom Erfordernis des Kaufangebots	340
aa) Gesetzlich normierte Ausnahmetatbestände	340
bb) Weitere denkbare Ausnahmen	341
f) Rechtsschutz der Anleger nach der Neuregelung zum Delisting	343
aa) Spruchverfahren	344
bb) Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten nach dem Kapitalanleger- Musterverfahrensgesetz (KapMuG)	345
(1) Überprüfbarkeit der Angemessenheit nach § 31 WpÜG	345
(2) Konkreter Nachteil des KapMuG im Vergleich zum SpruchG	346
g) Übergangsregelung	348
h) Die konkreten Verbesserungsvorschläge in der Formulierungshilfe für einen neuen Gesetzesentwurf im Überblick	348
B. Erwägungen zum Downlisting	350
I. Faktisches Schutzbedürfnis der Anleger beim Downlisting	351
II. Abgeschwächter regulativer Schutzstandard außerhalb des regulierten Markts	354
1. Aktienrechtliche und bilanzrechtliche Sonderbestimmungen	354
a) Aktiengesetz	354
b) Handelsgesetzbuch und IFRS	355
2. Kapitalmarktrechtliche Vorschriften	357

## Inhaltsverzeichnis

a)	Vorschriften mit identischem Schutzstandard für den regulierten Markt und den Freiverkehr	358
aa)	Kerninhalte des Marktmisbrauchs	358
bb)	Durchsetzung der Marktmisbrauchsregelungen	360
b)	Vorschriften ohne einheitlichen Schutzstandard für den regulierten Markt und den Freiverkehr	361
aa)	Ad-hoc-Publizitätspflicht	361
(1)	Regulierter Markt	361
(2)	Einfacher Freiverkehr	362
(3)	Qualifizierter Freiverkehr	364
bb)	Regelpublizität	367
(1)	Regulierter Markt	367
(2)	Einfacher Freiverkehr	368
(3)	Qualifizierter Freiverkehr	368
cc)	Weitere Vorschriften des Kapitalmarktrechts	369
3.	Zwischenergebnis	371
a)	Berücksichtigung des faktischen Schutz- bedürfnisses beim Downlisting in den qualifizierten Freiverkehr	372
b)	Institutionelle Anleger	374
c)	Abfindungspflicht bei einem Downlisting bis zur Geltung der MAR sachgerecht	375
III.	Beurteilung des Downlistings de lege ferenda	376
1.	Neuordnung der kapitalmarktrechtlichen Schutzvorschriften durch die MAR	376
a)	Regelungsinhalt der MAR	377
b)	Auswirkungen der MAR auf das Delisting	378
2.	Vermeidung von Umgehungsstrategien	380
a)	Abfindungsangebot bei Rückzug aus dem qualifizierten Freiverkehr	380
b)	Anpassung des § 29 Abs. 1 S. 1 Hs. 1 Fall 2 UmwG	381
3.	Die weiteren Verbesserungsvorschläge in der Formulierungshilfe für einen neuen Gesetzesentwurf im Überblick	382
C.	Ergebnis zu § 6	383

Zusammenfassung	386
Formulierungshilfe für einen neuen Gesetzesentwurf	397
Anhang	403
Anhang 1 – Börsenordnungen vor dem In-Kraft-Treten des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie- Änderungsrichtlinie	403
Anhang 2 – § 39 Abs. 2 BörsG vor der Änderung durch das Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie- Änderungsrichtlinie	411
Anhang 3 – Sondervorschriften für börsennotierte bzw. kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften	412
Anhang 4 – Für das Delisting relevante kapitalmarktrechtliche Vorschriften	422
Literaturverzeichnis	429
Stichwortverzeichnis	462