

Inhaltsverzeichnis

<i>Erstes Kapitel</i>	
Einführung	21
A. Einleitung	21
B. Fragestellung	23
C. Gang der Untersuchung	23
<i>Zweites Kapitel</i>	
Definition und Erscheinungsformen des Delistings	25
A. Delisting als Beendigung der Börsenzulassung	25
B. Erscheinungsformen des Delistings	26
I. Reguläres Delisting	26
1. Zulassung und Widerruf der Zulassung von Aktien zum Börsenhandel	27
2. Intensitätsstufen des regulären Delistings	28
a) Vollständiges Delisting	29
b) Partielles Delisting	29
c) Downlisting	29
II. Kaltes Delisting	30
III. Delisting von Amts wegen, § 39 Abs. 1 BörsG	32
1. Widerruf bei dauerhafter Notierungseinstellung, § 39 Abs. 1 Var. 2 BörsG	32
2. Widerruf bei Nichterfüllung der Emittentenpflichten, § 39 Abs. 2 Var. 3 BörsG	32
C. Themeneingrenzung	33
<i>Drittes Kapitel</i>	
Interessenkonflikte bei Delisting	34
A. Initiatoren eines Delistings	34

B. Motive und Interessen bei einem Delisting	34
I. Gründe für Delisting	34
1. Wegfall der Finanzierungsfunktion	35
a) Deckung des Kapitalbedarfs auf andere Weise	35
b) Unterbewertete Aktien	35
c) Keine oder schwache Analystenabdeckung	36
2. Kostenreduzierung durch Vermeidung der Kosten der Börsenzulassung	36
a) Notierungsgebühren	37
b) Kostenbelastung durch Zulassungsfolgepflichten	37
aa) Kapitalmarktrechtliche Zulassungsfolgepflichten	37
bb) Aktienrechtliche Sonderbestimmungen für börsennotierte Aktiengesellschaften	38
c) Gesteigerte Rechnungslegungsvorschriften nach HGB	38
d) Opportunitätskosten und Investor Relations	39
e) Kostenbezifferung	39
3. Änderungen in der Aktionärsstruktur und Konzerneinbindung	40
4. Geringe Liquidität und geringer Streubesitz	41
5. Abwehr feindlicher Übernahmen	42
6. Sanierung und Restrukturierung	42
7. Nutzung unausgeschöpfter Wertpotentiale	43
II. Ergebnis	43
C. Interessen der Aktionäre	43
I. Differenzierungen	44
1. Minderheits- und Mehrheitsaktionäre	44
2. Intensität des Delistings	45
II. Folgen eines Delistings für die Aktionäre	45
1. Kapitalmarktreaktionen bei Delisting	45
a) Deutscher Kapitalmarkt	45
aa) Delisting aus dem regulierten Markt	46
bb) Downlisting	47
b) US-amerikanischer Kapitalmarkt	48
c) Ergebnis	49
2. Auswirkungen auf Verkehrsfähigkeit und Liquidität	49
3. Verlust der Bewertungsfunktion des Börsenkurses	51
4. Informationsdefizit	52
5. Verlust der Kontrollfunktion des Kapitalmarkts	52
III. Ergebnis	53

Viertes Kapitel

Entwicklung des Anlegerschutzes bei Delisting in Deutschland	54
A. Macrotron-Grundsätze	54
I. Das Macrotron-Urteil des BGH	54
II. Rezeption des Macrotron-Urteils	57
III. Auswirkungen auf den Anlegerschutz	60
1. Gesellschaftsrechtliche Schutzmechanismen	61
2. Überprüfung der Angemessenheit im Spruchverfahren	61
B. Die Abkehr von Macrotron in Downlisting-Fällen	62
I. Hintergrund	62
II. Die Urteile des LG und des OLG München	63
III. Auswirkungen auf den Anlegerschutz	64
C. Die Macrotron-Regeln auf dem verfassungsrechtlichen Prüfstand	65
I. Das Urteil des Bundesverfassungsgerichts	66
1. Umfang der Eigentumsgarantie des Art. 14 Abs. 1 GG	66
2. Verfassungsmäßigkeit der Macrotron-Grundsätze	68
II. Umfang des Art. 14 Abs. 1 GG und Delisting	69
1. Delisting außerhalb des Schutzbereichs von Art. 14 Abs. 1 GG	69
2. Einfachgesetzliche Begründung der Macrotron-Grundsätze möglich	70
D. Die Aufgabe der Macrotron-Grundsätze durch Frosta	70
I. Das Frosta-Urteil des BGH	70
1. Sachverhalt	71
2. Begründung des BGH	71
a) Hauptversammlungsbeschluss	72
b) Abfindungspflicht	73
c) Kapitalmarktrechtliche Regelung des Delistings	74
II. Die Rezeption der Entscheidung in der Rechtswissenschaft	75
III. Auswirkungen auf den Anlegerschutz: Delisting nach Frosta	76

Fünftes Kapitel

Gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes bei Delisting in § 39 Abs. 2 bis Abs. 6 BörsG	80
A. Rechtspolitische Diskussion und Entstehungsgeschichte	80
B. Überblick über die Regelung des Delistings in § 39 Abs. 2 bis Abs. 6 BörsG	82
I. Zulässigkeit eines Delistings	82

II. Sachlicher Anwendungsbereich	84
III. Zeitlicher Anwendungsbereich	84
C. Verortung des Anlegerschutzes im Kapitalmarktrecht	85
I. Mögliche Regelungsorte	85
II. Unabhängigkeit des Regelungsortes von der inhaltlichen Ausgestaltung	86
III. Isolierte Betrachtung des Regelungsortes	86
IV. Ergebnis	87
D. Abfindungsregelung	88
I. Adressaten des Erwerbsangebots	88
II. Person des Bieters	88
III. Bedingungsfeindlichkeit des Erwerbsangebots	89
IV. Maßgeblichkeit des Börsenkurses	90
1. Gewichteter durchschnittlicher Börsenkurs	90
2. Berücksichtigung von Nach- und Parallelerwerben	93
3. Bewertung	93
a) Regelungsalternativen	94
b) Keine Teilentorschädigung	95
c) Börsenkurs statt Ertragswertabfindung	95
aa) Fehlende Vergleichbarkeit des Delistings mit Strukturmaßnahmen	95
bb) Funktion der Abfindung bei Delisting und Besserstellung der Anleger durch Ertragswertabfindung	97
cc) Verhältnis von Börsenkurs und Unternehmenswert	99
dd) Praktische Erwägungen	99
ee) Verschärfung gegenüber der Macrotron-Abfindung	100
d) Ergebnis	101
V. Ausnahmen von der Maßgeblichkeit des Börsenkurses	101
1. Unternehmensbewertung bei Kursbeeinflussung, § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG	102
a) Grundlagen	102
b) Verstoß gegen Ad-hoc Bestimmungen	103
aa) Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR und Rückwirkungen auf das Delisting	104
(1) Beurteilungsspielraum	104
(2) Beschlusserfordernis für Eingreifen von Art. 17 Abs. 4 MAR?	105
bb) Unternehmensbewertung auch bei einem für Anleger vorteilhaften Verstoß gegen Art. 17 MAR	106
c) Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation, Art. 15 MAR	107
d) Feststellung eines Verstoßes gegen Art. 17 oder Art. 15 MAR	109
aa) Behördliche Feststellung keine zwingende Voraussetzung	109
bb) Beweislast	111

e) Rechtsunsicherheit durch Gegenausnahme in § 39 Abs. 3 S. 3 Halbsatz 2 BörsG	112
2. Unternehmensbewertung bei eingeschränkter Liquidität, § 39 Abs. 3 S. 4 BörsG	113
3. Ergebnis	115
VI. Notwendigkeit und Umfang einer Angebotsunterlage nach WpÜG	115
VII. Verhältnis von Angebotsunterlage und Delisting-Antrag	117
E. Partielles Delisting	117
I. Fortbestand einer inländischen Zulassung	117
II. Fortbestand einer ausländischen Zulassung	118
F. Erfassung des Downlistings	119
I. Grundlagen	119
II. Fehlendes Schutzbedürfnis der Anleger bei Downlisting in qualifizierte Freiverkehrssegmente	121
1. Keine signifikanten Auswirkungen auf Kurs oder Liquidität	121
2. Vergleichbarer Schutzstandard	122
a) Anforderungen an den kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutz	122
aa) Funktionsschutz des Kapitalmarkts	123
bb) Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz	124
cc) Leitprinzipien des kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzes	125
(1) Umfassende Informationsmechanismen	125
(2) Effektiver Vertrauensschutz	125
b) Gewährleistung in den qualifizierten Freiverkehrssegmenten	126
aa) Informations- und Sanktionsmechanismen	126
(1) Rechtslage bis 03.07.2016	126
(2) Änderungen durch die Marktmissbrauchsverordnung und die Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation	128
bb) Effektiver Vertrauensschutz	130
c) Ergebnis	130
3. Vermeidung von gestuften Delistings	131
4. Wechsel in den einfachen Freiverkehr	131
III. Ergebnis	132
G. Rechtsschutz	132
I. Behördliche Kontrolle	132
1. Prüfung der Angebotsunterlage durch die BaFin	133
2. Prüfung des Widerrufsantrags durch die Börsengeschäftsführung	134
II. Gerichtliche Kontrolle	135
1. Verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz	135
a) Umfang des verwaltungsgerichtlichen Rechtsschutzes	136

b) Rechtsschutzmöglichkeiten des Emittenten	136
c) Rechtsschutzmöglichkeiten einzelner Anleger	137
aa) Meinungsspektrum zu § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG aF	137
bb) Auslegung des § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG	139
(1) Wortlaut	139
(2) Systematische Auslegung und Normzweck	139
cc) Ergebnis	140
2. Zivilgerichtlicher Rechtsschutz	141
a) Individuelle Leistungsklage	141
b) Musterfeststellungsverfahren	141
3. Schadensersatzansprüche gegen die BaFin	142
III. Bewertung	143
1. Beweislastverteilung	143
2. Aufwendiges Verwaltungsverfahren	143
3. Probleme des zivilrechtlichen Rechtsschutzes	144
a) Verzögerung des Verfahrens wegen rechts- oder bestandskräftiger Feststellung eines Verstoßes gegen Art. 17 oder Art. 15 MAR	144
b) Späte Unternehmensbewertung	144
4. Nachteile eines KapMuG-Verfahrens gegenüber einem Verfahren nach dem SpruchG	145
a) Funktionelle Zuständigkeit des Spruchkörpers	145
b) Fehlende erga omnes-Wirkung	145
c) Dauer der KapMuG-Verfahren	146
d) Kostenrechtliche Belastung	146
e) Keine Ausschlussfrist zur Geltendmachung des Ausgleichsanspruchs	146
5. Ergebnis	147
IV. Ergebnis	148

Sechstes Kapitel

Rechtsvergleichende Aspekte	149
A. USA	149
I. Hintergrund	149
1. US-amerikanisches Kapitalmarktrecht	149
2. Registrierung	151
3. Registrierungsfolgen	152
II. Delistingverfahren	153
1. Beendigung des Listings und der listing-bedingten Registrierung nach Sec. 12(b) SEA („Delisting“)	154
a) Securities Exchange Act 1934 (SEA)	155

b) Delisting-Bestimmungen der Börsenordnungen (Stock Exchange Rules)	155
aa) New York Stock Exchange (NYSE)	156
bb) NASDAQ	158
c) Ausführungsbestimmungen der SEC (SEC Rules)	158
2. Beendigung der Registrierung (Deregistrierung)	159
III. Anlegerschutz	161
1. Delisting	161
2. Deregistrierung	166
IV. Ergebnis	167
V. Vergleich	168
 B. Großbritannien	170
I. Hintergrund	170
1. Rechtsquellen des Börsenrechts	170
2. Marktstruktur am Beispiel der London Stock Exchange	172
3. Zulassung von Wertpapieren	172
II. Delistingverfahren	174
1. Beendigung der Notierung am Beispiel der LSE	174
2. Ausscheiden aus der Official List	174
a) Premium Listing	175
b) Standard Listing	176
III. Anlegerschutz	176
IV. Vergleich	178
 C. Ergebnis des Rechtsvergleichs	179
 D. Folgen für die Bewertung des deutschen Rechts	180
I. Hauptversammlungsbeschluss bei Delisting im deutschen Recht	180
1. Entbehrlichkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses bei Delisting	180
2. Stellungnahme	182
a) Systematische Argumente	182
b) Wirkungsvoller Schutz für Minderheitsaktionäre	183
c) Interesse des Vorstands	184
3. Ergebnis	184
II. Anforderungen an eine Beschlussfassung der Hauptversammlung	184
1. Beschluss- und Mehrheitserfordernisse	184
a) Erkenntnisse des Rechtsvergleichs	185
b) Übertragbarkeit auf das deutsche Recht	185
2. Ergebnis	186
III. Ergänzungsvorschlag de lege ferenda	187

Siebentes Kapitel

§ 39 Abs. 2 BörsG in der praktischen Anwendung	188
A. Vorgaben der Börsenordnungen	188
I. Rechtmäßigkeitsvoraussetzungen	189
1. Satzungautonomie	189
2. Grenzen der Satzungautonomie	190
3. Folgen eines Verstoßes der Börsenordnung gegen gesetzliche Regelungen	191
II. Rechtmäßigkeit und Anwendbarkeit der Börsenordnungen	191
1. Frankfurter Wertpapierbörse	191
2. Rechtmäßigkeit und Anwendbarkeit der übrigen Börsenordnungen	194
a) Verpflichtendes Abfindungsangebot	194
b) Rechtmäßigkeit zusätzlicher Anforderungen in den Börsenordnungen	194
aa) Reichweite des § 39 Abs. 5 S. 3 BörsG	195
bb) Ergebnis	196
c) Unanwendbarkeit der Regelungen zu partiell Delisting und Downlisting	196
3. Ergebnis	197
III. Widerrufsfristen	197
1. Vollständiges Delisting	198
2. Partielles Delisting	198
IV. Ergebnis	200
B. Ermessensentscheidung der Börsengeschäftsführung	200
I. Abzuwägende Interessen	200
II. Ermessensreduktion auf Null	201
III. Ergebnis	202
C. Entbehrlichkeit der Angebotspflicht	203
I. Grundlagen	203
1. Voraussetzungen einer teleologischen Reduktion	203
2. Sinn und Zweck des verbindlichen Erwerbsangebots bei Delisting	204
II. Vorangegangene Übernahmeverträge	204
1. Abfindungsangebot bei Übernahmeverträgen	205
2. Übernahmevertrag und Delisting	205
3. Teleologische Reduktion des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG	205
a) Fehlende Schutzbedürftigkeit der Aktionäre	205
b) Entgegenstehender Wille des Gesetzgebers	207
4. Ergebnis	207
III. Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge	208
1. Abfindung bei Unternehmensverträgen	208
2. Überschneidung mit Delisting	209

3. Teleologische Reduktion des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG	210
4. Ergebnis	210
IV. Rückerwerb eigener Aktien durch den Emittenten	210
1. Grundlagen	211
2. Rückerwerb eigener Aktien und Delisting	212
3. Teleologische Reduktion des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG	212
4. Ergebnis	213
V. Geringer Streubesitzanteil und geringes Handelsvolumen vor Delisting	214
VI. Sanierungssituationen	215
1. Delisting und Sanierung	215
2. Teleologische Reduktion des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG	215
a) Erkenntnisse des Rechtsvergleichs	216
b) Begründung der teleologischen Reduktion	216
3. Ergebnis	217
VII. Vorliegen der Voraussetzungen von § 39 Abs. 1 Var. 2 BörsG	217
VIII. Delisting im Gesellschaftsinteresse	218
IX. Erwerb der Aktionärsstellung nach Kenntnis der Delisting-Absicht	219
X. „Altaktionäre“	220
XI. Ergebnis	221
D. Anwendbarkeit der Verfahrensvorschriften des WpÜG in Delisting-Situationen	221
I. Angebotsunterlage	222
1. Anforderungen an die Angebotsunterlage gemäß § 11 WpÜG und § 2 WpÜG-AVO	222
2. Übertragbarkeit auf die Delisting-Angebotsunterlage	223
a) Vorgaben des § 11 WpÜG	223
b) Vorgaben des § 2 WpÜG-AVO	225
3. Ergebnis	227
II. Veröffentlichungspflicht des Bieters gemäß § 23 Abs. 1 WpÜG	227
1. Sinn und Zweck des § 23 Abs. 1 WpÜG	227
2. Übertragbarkeit auf Delisting-Situationen	229
3. Ergebnis	230
III. Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats des Emittenten gemäß § 27 WpÜG	230
1. Sinn und Zweck des § 27 WpÜG	230
2. Übertragbarkeit auf Delisting-Situationen	232
3. Ergebnis	232
IV. Anwendbarkeit der Vorschriften über Vor- und Nacherwerbe auf das Delisting	233
1. Berücksichtigung von Vorerwerben gemäß § 4 WpÜG-AVO	233
a) Sinn und Zweck von § 4 WpÜG-AVO	233
b) Übertragbarkeit auf Delisting-Situationen	233

2. Angebotserhöhung bei Nacherwerben gemäß § 31 Abs. 5 WpÜG	234
a) Sinn und Zweck von § 31 Abs. 5 WpÜG	234
b) Übertragbarkeit auf Delisting-Situationen	234
3. Ergebnis	235
V. Ergebnis	235
E. Verhältnis der Veröffentlichung nach § 10 WpÜG zu der Ad-hoc-Publizitätspflicht aus Art. 17 MAR	236
I. Funktion der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 1 S. 1 WpÜG in Delisting-Situationen	236
II. Verhältnis von § 10 WpÜG zu Art. 17 MAR	236
1. Verhältnis zur Veröffentlichungspflicht des Bieters aus Art. 17 Abs. 1 MAR	237
2. Verhältnis zur Veröffentlichungspflicht des Emittenten aus Art. 17 Abs. 1 MAR	238
3. Ergebnis	240
III. Ergebnis	240
F. Auskunftsansprüche gegen den Emittenten	241
I. Auskunftsanspruch des Anlegers gegen den Emittenten	241
1. Grundlagen zur Treuepflicht	241
2. Ableitung eines Auskunftsanspruchs aus der Treuepflicht	242
a) Abschließender Auskunftsanspruch aus § 131 AktG	243
b) Widerspruch zur aktienrechtlichen Kompetenzordnung	244
c) Haftungsrisiken aus §§ 37b, 37c WpHG	244
d) Ergebnis	244
II. Auskunftsanspruch des Bieters gegen den Emittenten	245
III. Ergebnis	245
G. Parallele Anlegerschutzmechanismen	245
I. Anlegerschutz durch Satzungsregelungen	245
1. Verankerung der Börsennotierung in der Satzung	246
2. Aufnahme der Börsennotierung in den Unternehmensgegenstand	247
3. Verankerung des Erforderisses eines Hauptversammlungsbeschlusses in der Satzung	247
4. Ergebnis	248
II. Anlegerschutz über die Börsenordnungen	248
III. Gesellschaftsrechtliche Schutzmechanismen	248
1. Mögliche Begründungsansätze	248
a) Gesellschaftsrechtliche Begründung eines Pflichtangebots	248
aa) Umwandlungsrechtliche Analogien	248
(1) Analogie zum Formwechsel, § 207 UmwG analog	249
(2) § 29 Abs. 1 S. 1 Halbsatz 1 Alt. 2 UmwG analog	250

(3) Stellungnahme	250
bb) Analogie zu § 243 Abs. 2 S. 2 AktG	251
cc) Abfindungsbewehrtes Austrittsrecht	252
b) Gesellschaftsrechtliche Begründung des Erfordernisses eines Hauptver-	
sammlungsbeschlusses	253
aa) Ungeschriebene Hauptversammlungsbefugnis	253
bb) Umwandlungsrechtliche Analogien	254
cc) Fehlender Hauptversammlungsbeschluss als Pflichtverletzung	255
dd) Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses aus § 119 Abs. 1	
Nr. 2, 6, 8 AktG analog	255
c) Ergebnis	257
2. Abschließende gesetzliche Regelung?	257
IV. Ergebnis	259

Achtes Kapitel

Zusammenfassung der Ergebnisse in Thesen	260
Literaturverzeichnis	264
Sachwortregister	286