

# Inhaltsverzeichnis

## *Erstes Kapitel*

<b>Einführung</b>	21
A. Einleitung .....	21
B. Fragestellung .....	23
C. Gang der Untersuchung .....	23

## *Zweites Kapitel*

<b>Definition und Erscheinungsformen des Delistings</b>	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

## *Drittes Kapitel*

<b>Interessenkonflikte bei Delisting</b>	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*

<b>Entwicklung des Anlegerschutzes bei Delisting in Deutschland</b>	<b>54</b>
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*

<b>Gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes bei Delisting in § 39 Abs. 2 bis Abs. 6 BörsG</b>	<b>80</b>
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 Teilentschädigung .....	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 Gegen Ausnahme 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 Frei- verkehrssegmente .....	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 Widerrufsanspruchs 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 Fest- stellung 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*

<b>Rechtsvergleichende Aspekte</b>	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*

<b>§ 39 Abs. 2 BörsG in der praktischen Anwendung</b>	<b>188</b>
<b>A. Vorgaben der Börsenordnungen</b>	<b>188</b>
I. Rechtmäßigkeitsvoraussetzungen	189
1. Satzungsautonomie	189
2. Grenzen der Satzungsautonomie	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 partiellem Delisting und Downlisting	196
3. Ergebnis	197
III. Widerrufsfristen	197
1. Vollständiges Delisting	198
2. Partielles Delisting	198
IV. Ergebnis	200
<b>B. Ermessensentscheidung der Börsengeschäftsführung</b>	<b>200</b>
I. Abzuwägende Interessen	200
II. Ermessensreduktion auf Null	201
III. Ergebnis	202
<b>C. Entbehrlichkeit der Angebotspflicht</b>	<b>203</b>
I. Grundlagen	203
1. Voraussetzungen einer teleologischen Reduktion	203
2. Sinn und Zweck des verbindlichen Erwerbsangebots bei Delisting	204
II. Vorangegangene Übernahmeangebote	204
1. Abfindungsangebot bei Übernahmeangeboten	205
2. Übernahmeangebot 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. Rückwerb eigener Aktien durch den Emittenten .....	210
1. Grundlagen .....	211
2. Rückwerb 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 Erfordernisses 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 Hauptversammlungsbeschlusses .....	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*

<b>Zusammenfassung der Ergebnisse in Thesen</b> .....	260
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	264
<b>Sachwortregister</b> .....	286