

Inhaltsverzeichnis

1. Delisting und seine Einordnung in das nationale Rechtssystem	15
1.1 Einleitung	15
1.2 Problemstellung und Zielsetzung	16
1.3 Plan der Untersuchung	18
2. Begriffliche Einordnung und Abgrenzung der Delisting-Formen	20
2.1 Delisting als Beendigung der Börsenzulassung	20
2.2 Freiwilliges Delisting iSd BörseG	23
2.3 „Kaltetes“ Delisting	26
2.4 Zulassungswiderruf vom Amts wegen	29
2.5 Rückzug aus dem Vienna MTF	30
3. Grundlagen des freiwilligen Börserückzugs	31
3.1 Gründe für einen Gang an die Börse	31
3.2 Gründe für einen Börserückzug	34
3.2.1 Überblick	34
3.2.2 Wegfall der Finanzierungsfunktion	37
3.2.3 Konzentration auf einen zentralen Markt	40
3.2.4 Market for corporate control	40
3.2.5 Reduzierung personeller sowie finanzieller Belastungen	41
3.3 Folgen des regulären Börserückzugs	59
3.3.1 Verlust der Börsenfunktionen	59
3.3.2 Mangelnder Eingriff in mitgliedschaftliche Rechte	64

4. Grundrechtliche Aspekte	69
4.1 Allgemein	69
4.2 Verfassungsrechtlicher Schutzbereich	70
4.3 Delisting und Eigentumsfreiheit	73
4.4 Folgeprobleme	79
4.5 Mangelnder Eingriff in Art 14 GG	80
5. Entwicklung des Anlegerschutzes beim Delisting	83
5.1 Einleitung	83
5.2 Vom Börsepatent zum heutigen BörseG	83
5.2.1 Börsepatent und BörseG 1854	83
5.2.2 Entwicklungen durch das BörseG 1875	84
5.2.3 Fortentwicklung durch das BörseG 1989	95
5.2.4 Restriktive Position des VwGH	100
5.2.5 Rechtspraktische Gestaltungsweisen	101
5.2.6 Rechtsmissbräuchlichkeit des kalten Delistings ohne exit-Möglichkeit	103
5.2.7 Neuregelung durch das BörseG 2018	106
5.3 Europarechtliche Vorgaben	110
5.3.1 Überblick	110
5.3.2 Beginn der europäischen Harmonisierung	112
5.3.3 Regelung der Zulassungsvorschriften	115
5.3.4 Würdigung der mangelnden europarechtlichen Determinierung	120
5.3.5 Delisting und Kapitalverkehrsfreiheit	124
5.4 Entwicklung der Delisting-Regelung in Deutschland ..	127
5.4.1 Einleitung	127
5.4.2 Drittes Finanzmarktförderungsgesetz	128
5.4.3 Macrotron	129
5.4.4 Lindner/MVS	130

5.4.5	FRoSTA	131
5.4.6	Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie	133
6.	Neuregelung durch das BörseG 2018	135
6.1	Überblick	135
6.2	Verortung des Regelungsstandortes	136
6.2.1	Gesellschaftsrechtliches Schutzmodell	138
6.2.2	Kapitalmarktrechtliche Delisting-Regelung ...	139
6.2.3	Rechtssystematische Verortung der Delisting-Neuregelung	143
6.3	Gesetzliche Differenzierung nach der Art des Finanzinstruments	147
6.4	Mindestnotierungsdauer gem § 38 Abs 6 BörseG	149
6.4.1	Gesetzliche Ausgangslage	149
6.4.2	Fristberechnung	150
6.4.3	Reduktion der Mindestnotierungsdauer	152
6.5	Delisting von „Nicht-Beteiligungspapieren“	154
6.5.1	Überblick	154
6.5.2	Gründe für das herabgesetzte Schutzbedürfnis	157
6.5.3	Regelung in den Ausgabebedingungen	159
6.5.4	Eingeschränkte praktische Bedeutung	162
6.5.5	Parallelregelung in Deutschland	163
6.6	Zulassungswiderruf von Beteiligungspapieren	164
6.7	Aktionärsmitwirkung	166
6.7.1	Bedürfnis den Aktionärswillen zu berücksichtigen	166
6.7.2	Aktionärsverlangen	188
6.7.3	Qualifizierter Hauptversammlungsbeschluss ..	199

6.8	Kollisionsrechtliche Anknüpfung der Aktionärsmitwirkung	215
6.9	Börsenotierung als Satzungsbestimmung	221
6.9.1	Grundsätzliches	221
6.9.2	Wirksamkeit der Satzungsänderung und Unterbrechung des Firmenbuchverfahrens ...	225
6.10	Zustimmungserfordernis des Aufsichtsrats	229
6.11	Mehrere Aktiengattungen	230
6.11.1	Überblick	230
6.11.2	Sonderbeschluss der Vorzugsaktionäre	232
6.11.3	Weitere aktienrechtlichen Sonderbeschluss- tatbestände	233
6.11.4	Aktionärsentscheid bei Widerruf einzelner Aktiengattungen	237
6.11.5	Fazit	238
7.	Delisting-Angebot	240
7.1	Überblick	240
7.2	Einordnung in die bestehenden Angebotstypen	240
7.2.1	Delisting-Angebote als eigenständige Angebotskategorie	240
7.2.2	Anknüpfung an freiwillige Angebote nach der deutschen Parallelregelung	242
7.2.3	Orientierung an den Pflichtangebots- bestimmungen	243
7.3	Umfang der Angebotspflicht	244
7.4	Adressaten des Erwerbsangebots	247
7.5	Zur Person des Bieters	253
7.5.1	Überblick	253
7.5.2	Emittent als Bieter	258
7.5.3	Großaktionär oder Dritter als Bieter	283

7.6	Angebotsunterlage	285
7.6.1	Allgemein	285
7.6.2	Darstellung der Delisting-Absicht	288
7.6.3	Folgenabschätzung gem § 2 Nr 7a WpÜG- Angebots-VO	293
7.6.4	Verringerte Anforderungen an die Angebots- unterlage beim Delisting	295
7.7	Bedingungen und Delisting-Angebote	298
7.7.1	Überblick	298
7.7.2	Prüfung von Bedingungen und Prüfung der Angebotsunterlage	302
7.7.3	Bedingung einer Höchstannahmeschwelle	303
7.7.4	Ausnahmsweise Ausdehnung der Bedingungsfrist	304
7.7.5	Bedingung der positiven Entscheidung durch das Börseunternehmen	305
7.7.6	Mindestannahmeschwelle sowie Aktionärs- entscheidung als zulässige Bedingungen	307
7.7.7	Bedingung der Antragstellung durch den Vorstand der Zielgesellschaft	309
7.7.8	Angebotsbedingungen bei Delisting- Angeboten aus deutscher Sicht	310
7.8	Verfahrensablauf – Vorverfahren	311
7.8.1	Vorbereitungsphase	311
7.8.2	Geheimhaltungspflicht	314
7.8.3	Bekanntmachung der Angebotsabsicht	315
7.8.4	Veröffentlichungspflicht der Zielgesellschaft ..	318
7.8.5	Prüfung durch den Sachverständigen des Bieters	320
7.8.6	Anzeigefrist bei der ÜbK	324
7.9	Angebotsphase	326

7.9.1	Veröffentlichung der Angebotsunterlage gem § 11 ÜbG	326
7.9.2	Gegenstand der Prüfung durch die ÜbK	330
7.9.3	Äußerung der Zielgesellschaft	334
7.9.4	Beiziehung eines Sachverständigen gem § 13 ÜbG	355
7.10	Ergebnisveröffentlichung und Anwendbarkeit der Nachfristregelung	359
7.10.1	Überblick	359
7.10.2	Verzerrte Entscheidungsfreiheit der Beteiligungspapierinhaber	360
7.10.3	Sell out und Delisting-Angebote	362
7.11	Paralleltransaktionen und Nacherwerbe	366
7.12	Übernahmeangebote im Vorfeld eines Delisting-Angebots	368
7.13	Annahmeerklärung des Angebots und Abwicklung der Angebotsannahme	371
8.	Bemessung des Angebotspreises	372
8.1	Überblick	372
8.1.1	Einleitung	372
8.1.2	Auswirkungen der Beendigung der Handelszulassung	372
8.1.3	Vergleich mit den übernahmerechtlichen Preisregelungen	376
8.2	Mindestpreisregelung beim Delisting	380
8.2.1	Einführung und <i>sedes materiae</i>	380
8.2.2	Exkurs: Teilentschädigung	386
8.2.3	Mindestpreisregelungen im Speziellen	388

9. Alternatives Listing im EWR	441
9.1 Übersicht	441
9.2 Gleichwertige Voraussetzungen	446
9.3 Beschränkung auf EWR-Mitgliedsstaaten	453
9.4 Alternatives Listing in der praktischen Anwendung ...	461
9.4.1 Delisting der Valneva SE	461
9.4.2 PIERER Mobility AG	462
10. Ausnahmen von der grundsätzlichen Angebotspflicht ...	465
10.1 Einleitung	465
10.2 Verzicht bzw Einverständnis sämtlicher Anleger	468
10.3 Vorangegangenes Übernahmeangebot	470
10.4 Sanierungsprivileg	473
10.4.1 Einleitung	473
10.4.2 Sanierungsprivileg und Übernahmerecht	474
10.4.3 Anwendung des Sanierungsprivilegs auf Delisting-Situationen	477
10.5 Befreiungsmöglichkeit bei Insolvenz der Zielgesellschaft	480
10.6 Streubesitzgesellschaften	486
10.7 Illiquides Marktumfeld	488
10.8 Altaktionäre und bewusstes Einkaufen	491
11. Erfassung von Downlisting-Fällen	492
11.1 Einleitung	492
11.2 Fragmentierung der Handelsplätze	495
11.3 Parallelität der Handelssysteme	497
11.4 Zulassung und Einbeziehung	499
11.4.1 Gemeinsamkeiten	499
11.4.2 Unterschiede	501

11.5 Anwendungsbereich der MAR	506
11.6 Weitere Divergenzen	508
11.7 MTF und ÜbG	516
11.8 Fazit	519
11.9 Exkurs: Zurückziehung vom MTF	521
11.10 Downgrading	522
12. Verfahrensüberblick	524
12.1 Antragsvoraussetzungen	524
12.2 Nachweispflicht des Emittenten	528
12.3 Prüfung durch das Börseunternehmen	530
12.3.1 Überblick	530
12.3.2 Vergleich mit dem Zulassungsverfahren	535
12.3.3 Deutsche Rechtslage	536
12.4 Entscheidungsfrist	537
12.5 Dauer der Veröffentlichungspflicht	539
12.5.1 Überblick	539
12.5.2 Nicht abgeschlossene Berichtszeiträume	541
12.6 Rechtsschutzmöglichkeiten	542
12.6.1 Überblick	542
12.6.2 Rechtsschutz gegen den Widerrufsbescheid ...	543
12.6.3 Rechtsschutz im Nachprüfungsverfahren	549
12.6.4 Ruhen der Stimmrechte	552
12.6.5 Verstoß gegen die Preisbildungsvorschriften ..	553
12.6.6 Rechtsfolgen des unterbliebenen Delisting- Angebots	553

13. Delisting mittels gesellschaftsrechtlicher Maßnahmen („kaltes Delisting“)	554
13.1 Grundlagen	554
13.2 Regelungskonzept	556
13.3 Internationaler Anwendungsbereich	562
13.4 Abweichungen der gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen	563
13.4.1 Grundsätzliches	563
13.4.2 Mindestnotierungsdauer	564
13.4.3 Mitwirkung des Aufsichtsrats	564
13.4.4 Beschlussmehrheit	565
13.4.5 Zwischenfazit	567
13.5 Voraussetzungen des Erwerbsangebots	568
13.6 Verfahrensablauf und Zuständigkeit des Firmenbuchgerichts	571
13.7 Verhältnis zu sonstigen gesellschaftsrechtlichen Austrittsrechten	582
13.7.1 Überblick	582
13.7.2 Vermögensübertragung gem § 237 AktG	583
13.7.3 Kaltes Delisting per Squeeze-out	586
13.8 Zwischenfazit	587
14. Darstellung der wesentlichen Ergebnisse	588
Literaturverzeichnis	595
Judikaturverzeichnis	637
Österreich	637
Übernahmekommission	637
Entscheidungen der Gerichtshöfe öffentlichen Rechts	638
Entscheidungen des OGH	640
Sonstige Entscheidungen	640

Deutschland	641
Entscheidungen des BGH	641
Entscheidungen des BVerfG	641
Sonstige Entscheidungen	641
Weitere Entscheidungen	643
Stichwortverzeichnis	644