

# Inhaltsverzeichnis

<b>1. Delisting und seine Einordnung in das nationale Rechtssystem .....</b>	<b>15</b>
1.1 Einleitung .....	15
1.2 Problemstellung und Zielsetzung .....	16
1.3 Plan der Untersuchung .....	18
<b>2. Begriffliche Einordnung und Abgrenzung der Delisting-Formen .....</b>	<b>20</b>
2.1 Delisting als Beendigung der Börsezulassung .....	20
2.2 Freiwilliges Delisting iSd BörseG .....	23
2.3 „Kaltes“ Delisting .....	26
2.4 Zulassungswiderruf vom Amts wegen .....	29
2.5 Rückzug aus dem Vienna MTF .....	30
<b>3. Grundlagen des freiwilligen Börserückzugs .....</b>	<b>31</b>
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 Börsefunktionen .....	59
3.3.2 Mangelnder Eingriff in mitgliedschaftliche Rechte .....	64

<b>4. Grundrechtliche Aspekte .....</b>	<b>69</b>
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
<b>5. Entwicklung des Anlegerschutzes beim Delisting .....</b>	<b>83</b>
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
<b>6.</b>	<b>Neuregelung durch das BörseG 2018 .....</b>	<b>135</b>
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	Börsennotierung 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
<b>7.</b>	<b>Delisting-Angebot .....</b>	<b>240</b>
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 Angebotsunterlage 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 Aktionärsentscheidung 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	Beziehung 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
<b>8.</b>	<b>Bemessung des Angebotspreises .....</b>	<b>372</b>
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: Teilentzähligung .....	386
8.2.3	Mindestpreisregelungen im Speziellen .....	388

<b>9. Alternatives Listing im EWR .....</b>	<b>441</b>
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
<b>10. Ausnahmen von der grundsätzlichen Angebotspflicht ...</b>	<b>465</b>
10.1 Einleitung .....	465
10.2 Verzicht bzw Einverständnis sämtlicher Anleger .....	468
10.3 Vorangegangenes Übernahmemeangebot .....	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
<b>11. Erfassung von Downlisting-Fällen .....</b>	<b>492</b>
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
<b>12. Verfahrensüberblick .....</b>	<b>524</b>
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

<b>13. Delisting mittels gesellschaftsrechtlicher Maßnahmen</b>	
(„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
<b>14. Darstellung der wesentlichen Ergebnisse</b>	588
<b>Literaturverzeichnis</b>	595
<b>Judikaturverzeichnis</b>	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
<b>Stichwortverzeichnis .....</b>	<b>644</b>