Inhaltsübersicht

1. Teil Grundlagen	27
§ 1 Einleitung	27
I. Problemaufriss und Zielsetzung	27
II. Gang der Untersuchung	30
III. Begriffsbestimmung des Delisting	31
IV. Motive und wirtschaftliche Hintergründe für einen Börsenrückzug	40
§ 2 Historische Entwicklung des Delisting	48
I. Vor Macrotron	48
II. Die Macrotron-Entscheidung des BGH	49
III. Die MVS/Lindner-Entscheidungen des BVerfG	52
IV. Die Frosta-Entscheidung des BGH	53
V. »Ordnung« durch die Börsenordnungen	54
§ 3 Aktienkursreaktionen bei der Bekanntgabe der Delisting-Absicht – rechtstatsächliche, empirische Untersuchungen zum Delisting	56
I. Theoretische Grundlagen der Ereignisstudie	57
II. Keine Kursverluste feststellbar	60
III. Kursverluste bei der Delisting-Ankündigung durch neuere Studien feststellbar	63
IV. Unternehmenscharakteristika	75
V. Aktienliquidität beim Delisting	76
VI. Kritische Auseinandersetzung mit den Studienergebnissen	79
§ 4 Interessenlage beim Delisting	87
I. Interessen der Aktionäre	88
II. Interessen des Emittenten	96
III. Interessen des Kapitalmarktes	97
IV. Interessen Dritter	98
V. Bestehender Interessengegensatz	99
VI. Beeinträchtigung der Interessen der Aktionäre bei den unterschiedlichen Gestaltungsweisen eines Börsenrückzugs	99
2. Teil Schutzbedürfnis, Schutzwürdigkeit und Schutz der Minderheitsaktionäre	104
§ 5 Notwendigkeit des Eingreifens des Gesetzgebers – Delisting als Marktvorgang	104

§ 6	Gesetzliche Vorgaben durch höherrangiges Recht	107
	I. EU-Recht	107
	II. Grundrechte	110
	III. Kein Erfordernis einer bestimmten Regulierung durch höherrangiges Recht	116
§ 7	Gesetzliche Vorgaben durch einfaches Recht	117
§ 8	Begründungsansätze zur Schutzwürdigkeit der Anleger	118
	I. Mit dem Delisting einhergehende Kursverluste	118
	II. Beeinträchtigung der Verkehrsfähigkeit der Beteiligung	121
	III. Verlust der Rechtsstellung im regulierten Markt als Änderung der Grundlage der Investitionsentscheidung	123
	IV. Begründbare Schutzwürdigkeit der Anlegerinteressen	130
§ 9	Lösung des Interessenkonflikts der Beteiligten beim Delisting durch Regulierung	131
	I. Blick in den Umgang anderer Rechtsordnungen	133
	II. Anlegerschutz durch Information	137
	III. Anlegerschutz durch einen Hauptversammlungsbeschluss	139
	IV. Anlegerschutz durch eine Fristenlösung	142
	V. Anlegerschutz durch eine Erwerbsangebotslösung	144
	VI. Erwerbsangebotslösung zum Schutz der Anleger beim Delisting vorzugswürdig	145
§ 10	Wahl der Regulierungsebene	149
	I. Umfangreiche Befugnisse der Aufsichtsbehörde nicht überzeugend	149
	II. Gesetzliche Generalklausel und Regelungshoheit der Börsen vs. detaillierte gesetzliche Regelung	150
	 3. Teil § 39 BörsG als interessenausgleichende Regelung	 154
§ 11	Die Neuregelung im Detail	154
	I. Historische Einordnung der Norm	154
	II. Zulässigkeit des Delisting nach der Neuregelung	156
	III. Der gesetzliche Regelfall – Abfindung durch ein Angebot zum Börsenkurs	165
	IV. Ausnahmetatbestände – Der Unternehmenswert als Gegenleistung	224
	V. Erstreckung auf ausländische Emittenten	282
§ 12	Verbleibender Anwendungsbereich der Börsenordnungen	285
§ 13	Rechtsschutz	289
	I. Rechtsschutz beim regulären Delisting – § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG	289

II.	Rechtsschutz beim Teildelisting – § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 BörsG	342
III.	Abschließende Würdigung der Rechtsschutzausgestaltung	343
§ 14	Rechtspolitische Würdigung der Neuregelung	344
I.	Der Verzicht auf das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses	344
II.	Stimmigkeit der Neuregelung mit empirischen Beobachtungen	349
III.	Diskussion eines Verzichts auf ein Delisting-Angebot aufgrund teleologischer Erwägungen	374
IV.	Folgen für Deutschland als Kapitalmarktstandort	378
V.	Diskussion einer europäischen Marktaustrittsregelung	381
4.	Teil Schluss	384
§ 15	Zusammenfassung der Ergebnisse	384
I.	Grundlagen	384
II.	Schutzbedürfnis und Schutzwürdigkeit der Minderheitsaktionäre beim Delisting	385
III.	Der Schutz der Minderheitsaktionäre – Die Wahl des Regulierungsmittels	388
IV.	Die Neuregelung des Delisting im Detail	389
V.	Verbleibender Anwendungsbereich der Börsenordnungen	395
VI.	Rechtsschutz	396
VII.	Rechtspolitische Würdigung	399
	Literaturverzeichnis	403
	Stichwortverzeichnis	429

Inhaltsverzeichnis

1. Teil Grundlagen	27
§ 1 Einleitung	27
I. Problemaufriss und Zielsetzung	27
II. Gang der Untersuchung	30
III. Begriffsbestimmung des Delisting	31
1. Delisting auf Antrag des Emittenten	34
a. Reguläres Delisting und Teildelisting	34
b. Downlisting in den Freiverkehr	35
c. Rückzug aus dem Freiverkehr	37
2. Delisting von Amts wegen	38
3. Kaltes Delisting	39
IV. Motive und wirtschaftliche Hintergründe für einen Börsenrückzug	40
1. Funktionslosigkeit der Börsennotierung	41
a. Nachteile der Börsenöffentlichkeit	42
b. Wegfall der Bewertungsfunktion der Börse	42
c. Folgen fehlender Kontroll- und Anreizstrukturen	43
2. Kostenstruktur der Börsenzulassung und -notierung	44
3. Delisting als Kosten-Nutzen-Abwägung	46
§ 2 Historische Entwicklung des Delisting	48
I. Vor Macrotron	48
II. Die Macrotron-Entscheidung des BGH	49
III. Die MVS/Lindner-Entscheidungen des BVerfG	52
IV. Die Frosta-Entscheidung des BGH	53
V. »Ordnung« durch die Börsenordnungen	54
§ 3 Aktienkursreaktionen bei der Bekanntgabe der Delisting-Absicht – rechtstatsächliche, empirische Untersuchungen zum Delisting	56
I. Theoretische Grundlagen der Ereignisstudie	57
II. Keine Kursverluste feststellbar	60
III. Kursverluste bei der Delisting-Ankündigung durch neuere Studien feststellbar	63
1. Die Studie der Solventis Wertpapierhandelsbank	64
2. Verschiedene empirische Ereignisstudien im Anschluss an die Frosta-Entscheidung	65
a. Reguläres Delisting	66
b. Downlisting	69

c.	Anwendungsbereich des § 39 Abs. 2 S. 3 BörsG	70
d.	Rückzug aus dem Freiverkehr	71
e.	Schlussfolgerungen	72
IV.	Unternehmenscharakteristika	75
V.	Aktienliquidität beim Delisting	76
VI.	Kritische Auseinandersetzung mit den Studienergebnissen	79
1.	Kursverluste feststellbar, aber nicht immer statistisch signifikant – Untersuchungsergebnisse	79
2.	Aussagekraft der empirischen Untersuchungen	81
§ 4	Interessenlage beim Delisting	87
I.	Interessen der Aktionäre	88
1.	Fungibilitätsinteresse	89
2.	Interesse an der Bewertungsfunktion der Börse	91
3.	Informationsinteresse	92
4.	Wirtschaftliche Interessen	93
5.	Zwischenergebnis	95
II.	Interessen des Emittenten	96
III.	Interessen des Kapitalmarktes	97
IV.	Interessen Dritter	98
V.	Bestehender Interessengegensatz	99
VI.	Beeinträchtigung der Interessen der Aktionäre bei den unterschiedlichen Gestaltungsweisen eines Börsenrückzugs	99
1.	Teildelisting	100
2.	Downlisting	100
3.	Rückzug aus dem Freiverkehr	102
4.	Kaskade der beeinträchtigten Interessen je nach Maßnahmenintensität	102
2.	Teil Schutzbedürfnis, Schutzwürdigkeit und Schutz der Minderheitsaktionäre	104
§ 5	Notwendigkeit des Eingreifens des Gesetzgebers – Delisting als Marktvorgang	104
§ 6	Gesetzliche Vorgaben durch höherrangiges Recht	107
I.	EU-Recht	107
II.	Grundrechte	110
1.	Art. 14 Abs. 1 GG	111
a.	Kein Verlust der in der Aktie verkörperten Rechtsposition und keine Substanzänderung	112
b.	Keine Betroffenheit der rechtlichen Verkehrsfähigkeit	112

c.	Verlust der an die Börsenzulassung anknüpfenden Sondervorschriften	113
d.	Kein die wirtschaftliche Substanz des Aktieneigentums betreffender Kursverfall	113
e.	Zwischenergebnis	114
2.	Art. 3 Abs. 1 GG	115
III.	Kein Erfordernis einer bestimmten Regulierung durch höherrangiges Recht	116
§ 7	Gesetzliche Vorgaben durch einfaches Recht	117
§ 8	Begründungsansätze zur Schutzwürdigkeit der Anleger	118
I.	Mit dem Delisting einhergehende Kursverluste	118
II.	Beeinträchtigung der Verkehrsfähigkeit der Beteiligung	121
III.	Verlust der Rechtsstellung im regulierten Markt als Änderung der Grundlage der Investitionsentscheidung	123
1.	Die durch den regulierten Markt vermittelte Rechtsstellung	124
2.	Der regulierte Markt – kein Sammelbecken	125
3.	Das Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt	125
4.	Änderung der Grundlage der Investitionsentscheidung	127
IV.	Begründbare Schutzwürdigkeit der Anlegerinteressen	130
§ 9	Lösung des Interessenkonflikts der Beteiligten beim Delisting durch Regulierung	131
I.	Blick in den Umgang anderer Rechtsordnungen	133
II.	Anlegerschutz durch Information	137
III.	Anlegerschutz durch einen Hauptversammlungsbeschluss	139
IV.	Anlegerschutz durch eine Fristenlösung	142
V.	Anlegerschutz durch eine Erwerbsangebotslösung	144
VI.	Erwerbsangebotslösung zum Schutz der Anleger beim Delisting vorzugswürdig	145
§ 10	Wahl der Regulierungsebene	149
I.	Umfangreiche Befugnisse der Aufsichtsbehörde nicht überzeugend	149
II.	Gesetzliche Generalklausel und Regelungshoheit der Börsen vs. detaillierte gesetzliche Regelung	150
3. Teil § 39 BörsG	als interessenausgleichende Regelung	154
§ 11	Die Neuregelung im Detail	154
I.	Historische Einordnung der Norm	154
II.	Zulässigkeit des Delisting nach der Neuregelung	156
1.	Das Teildelisting nach § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 BörsG	157

a.	Teildelisting unter Beibehaltung einer inländischen Börsenzulassung	157
b.	Teildelisting unter Beibehaltung einer ausländischen Börsenzulassung	158
aa.	Entsprechende materielle Voraussetzungen	159
bb.	Das räumliche Erfordernis	160
2.	Die Miterfassung des Downlisting	164
III.	Der gesetzliche Regelfall – Abfindung durch ein Angebot zum Börsenkurs	165
1.	Angebotsinhalt	165
a.	Die Person des Bieters	165
aa.	Möglicher Personenkreis	165
bb.	Sachgerechtes Offenlassen der Person des Bieters	169
b.	Der Angebotspreis in der Angebotsgrundlage	171
aa.	Die Wahl der Gegenleistungsgrundlage – Börsenkurs statt Unternehmenswert	173
(1)	Gewichteter durchschnittlicher Börsenkurs und Unternehmenswert	174
(2)	Gewichteter durchschnittlicher Börsenkurs grundsätzlich zu bevorzugen	176
(3)	Probleme durch das Börsenumfeld beim Delisting – Ausnahmefälle	181
bb.	Die Verlängerung des Referenzzeitraums auf sechs Monate	183
c.	Die Bedingungsfeindlichkeit des Delisting-Angebots	185
aa.	Vorbehalt der Erteilung behördlicher Genehmigungen als Bedingung	186
bb.	Zulässigkeit von Bedingungen bei deren Eintritt vor Stellung des Widerrufsanspruchs	190
cc.	Die Bedingung der positiven Bescheidung des Widerrufsanspruchs	191
d.	Das Verbot von Teilangeboten	193
2.	Angebotsverfahren – Erstellen einer Angebotsunterlage nach dem WpÜG	194
a.	Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots nach § 10 Abs. 1 S. 1 WpÜG	194
b.	Die Angebotsunterlage und deren Veröffentlichung nach § 14 Abs. 2, 3 WpÜG	196
aa.	Die Angebotsunterlage als Informationsgrundlage	196

bb.	Gleichlauf zwischen der Angebotsunterlage in Delisting- und in Übernahmesituationen	197
cc.	Die Veröffentlichung der Angebotsunterlage	199
c.	Stellung des Widerrufsanspruchs durch den Emittenten	200
d.	Zeitlicher Abstand zwischen Veröffentlichung der Erwerbsangebotsunterlage und Delisting-Antrag	201
aa.	Erfordernis eines aktuellen Erwerbsangebots	201
bb.	Streichung der Ausnahme bei vorangegangenen Erwerbsangebot im Gesetzgebungsverfahren	202
cc.	Teleologische Erwägungen	204
e.	Diskrepanz zwischen der Veröffentlichung nach § 10 WpÜG und § 14 WpÜG – Manipulations- potential?	206
f.	Zulässigkeit von kombinierten Angeboten	207
g.	Delisting-Angebot ohne Stellung eines Widerrufsanspruchs	208
aa.	Die Delisting-Vereinbarung	209
bb.	Rechtsfolgen eines fehlenden Widerrufsanspruchs	210
(1)	Rechtsfolgen für Bieter und Emittent	211
(2)	Rechtsfolgen für die Minderheitsaktionäre	212
(a)	Anfechtung des Kaufvertrags durch die Minderheitsaktionäre	213
(aa)	Anwendbarkeit der Anfechtungsregeln	213
(bb)	Anfechtung wegen arglistiger Täuschung	214
(cc)	Anfechtung wegen eines Irrtums über eine verkehrswesentliche Eigenschaft	216
(dd)	Anfechtung als lediglich theoretische Möglichkeit	217
(b)	Die Stellung des Widerrufsanspruchs als Geschäftsgrundlage des Kaufvertrags	218
(c)	Haftung des Bieters wegen fehlerhafter Angebotsunterlage	220
(d)	Weitere Schadensersatzansprüche	221
(3)	Aufsichtsrechtliche Rechtsfolgen	222
(4)	Folgeprobleme – Missbrauch durch verlängerte Referenzperiode?	223
IV.	Ausnahmetatbestände – Der Unternehmenswert als Gegenleistung	224

1. Anwendungsbereich	225
2. Abfindung zum Unternehmenswert in den Fällen des § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG	226
a. Rechtscharakter der Ausnahmegvorschrift § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG	226
b. Verstoß gegen Art. 17 Abs. 1 MAR – Fehlerhafte Veröffentlichung von Insiderinformationen	228
c. Verstoß gegen Art. 15 MAR – Verbot der Marktmanipulation	230
aa. »Auslagerungen« <i>de lege lata</i> möglich	231
bb. Lösungsansätze zur Vermeidung von Umgehungen	234
(1) Schaffung einer Zurechnungsnorm	234
(2) Erweiterung um Anstiftungssituationen	235
(3) Abfindung zum Unternehmenswert bei Vorliegen eines objektiven Verstoßes gegen die Pflichten der MAR	236
d. Zeitliche Erstreckung auch auf vor dem Referenzzeitraum begangene Verstöße	240
e. Das Erfordernis einer behördlichen Feststellung des Verstoßes	241
aa. Beschlussempfehlung des Finanzausschusses	242
bb. Systematische Gesichtspunkte	243
cc. Teleologische Gesichtspunkte	244
f. Rückausnahme bei unwesentlichen Auswirkungen	248
aa. Schwierige Bestimmung des Vorliegens unwesentlicher Auswirkungen	249
bb. Bezugspunkt der Unwesentlichkeit	250
cc. Beweisführungsprobleme des Bieters	252
g. Rechtsfolgen des § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG	257
h. Zugrundelegung des bereinigten Börsenkurses <i>de lege ferenda</i> ?	262
3. Abfindung zum Unternehmenswert bei fehlender Aussagekraft aufgrund mangelnder Liquidität nach § 39 Abs. 3 S. 4 BörsG	269
a. Schutzbedürftigkeit der Minderheitsaktionäre im illiquiden Börsenumfeld	270
b. Finanzieller Ausgleich oder Fristenlösung	272
c. Voraussetzungen der Illiquidität – Ist die Anlehnung an § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO sinnvoll?	274
d. Abschließender Charakter oder Öffnung	277
4. Ermittlung des Unternehmenswerts	280

V. Erstreckung auf ausländische Emittenten	282
1. Erforderlichkeit des § 39 Abs. 4 BörsG	282
2. Probleme beim Delisting ausländischer Emittenten	283
§ 12 Verbleibender Anwendungsbereich der Börsenordnungen	285
§ 13 Rechtsschutz	289
I. Rechtsschutz beim regulären Delisting – § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG	289
1. Behördliche Kontrolle	289
a. BaFin	290
b. Börsengeschäftsführung	293
aa. Die Entscheidung der Börsengeschäftsführung als Ermessensentscheidung	294
bb. Zwischenergebnis	297
cc. Verschiedene Entscheidungsszenarien der Börsengeschäftsführung	297
2. Verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz gegen den Widerruf der Zulassung	298
a. Gegen den Verwaltungsakt der Börsengeschäftsführung	298
aa. Instrumente des Emittenten	299
bb. Instrumente des einzelnen Anlegers	300
(1) Diskussion zur alten Fassung des § 39 Abs. 2 BörsG	300
(2) Keine Änderung durch die Neuregelung	302
(a) Die Beschlussempfehlung des Finanzausschusses	303
(b) Der Prüfungsumfang der Börsengeschäftsführung	304
(3) Bestehende Klagebefugnis des einzelnen Anlegers	305
cc. Instrumente des Bieters	306
b. Gegen den Verwaltungsakt der BaFin	307
aa. Instrumente des einzelnen Anlegers	307
bb. Instrumente des Emittenten	308
cc. Instrumente des Bieters	309
c. Zwischenergebnis zum verwaltungsrechtlichen Rechtsschutz	309
3. Zivilrechtlicher Rechtsschutz – Rechtsschutz bezüglich des Angebotspreises	310
a. Erhebung einer Leistungsklage	311
b. Eröffnung des Anwendungsbereichs des KapMuG	312
4. Kritische Würdigung der Rechtsschutzausgestaltung	314

a.	Verwaltungsgerichtlicher Rechtsschutz beim Delisting kaum relevant	315
b.	Relevanz der Ausgestaltung des zivilrechtlichen Rechtsschutzes für einen angemessenen Anlegerschutz	317
aa.	Zeitliche Dimension – lange Verfahrensdauer	318
bb.	Spruchkörperzuweisung	320
cc.	Entscheidungsreichweite und Kostenrisiken	321
dd.	Rechtsdurchsetzungsrisiken infolge der Darlegungs- und Beweislast	322
ee.	Beschränkte zeitliche Geltendmachung von Ansprüchen	326
ff.	Schutz der das Angebot nicht annehmenden Aktionäre	327
gg.	Sachgerechte Anordnung des KapMuG in der Delisting-Situation	332
hh.	Ergänzung des KapMuG-Verfahrens um Elemente des Spruchverfahrens?	335
(1)	Die erga-omnes-Wirkung	335
(2)	Der Amtsermittlungsgrundsatz	338
(3)	Zwischenergebnis	341
II.	Rechtsschutz beim Teildelisting – § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 BörsG	342
III.	Abschließende Würdigung der Rechtsschutzausgestaltung	343
§ 14	Rechtspolitische Würdigung der Neuregelung	344
I.	Der Verzicht auf das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses	344
1.	Kein Mehrwert durch einen Hauptversammlungsbeschluss für die Anleger	344
2.	Keine Möglichkeit eines Hauptversammlungs- beschlusses in der Satzung	347
II.	Stimmigkeit der Neuregelung mit empirischen Beobachtungen	349
1.	Die Erwerbsangebotslösung beim regulären Delisting	349
2.	Keine angemessene Regelung in Bezug auf Downlisting-Sachverhalte	351
a.	Die Miterfassung von Downlisting-Sachverhalten <i>de lege lata</i>	351
b.	Kritische Würdigung der Miterfassung des Downlisting	353
aa.	Erwerbsangebot beim Downlisting in den qualifizierten Freiverkehr	354

(1) Preisbildung und Liquidität im qualifizierten Freiverkehr	354
(2) Publizitätspflichten im qualifizierten Freiverkehr	356
(a) Vor Geltung der MAR	356
(b) Unter Geltung der MAR	358
(3) Keine Änderung der Grundlage der Investitionsentscheidung	362
(4) Erwerbsangebots beim Downlisting in den qualifizierten Freiverkehr nicht geboten	362
bb. Erwerbsangebot beim Downlisting in den einfachen Freiverkehr	363
cc. Interessensgerechte Ausgestaltung des gestuften Delisting – Überlegungen <i>de lege ferenda</i>	365
dd. Auswirkungen auf die Regelung des kalten Delisting in § 29 Abs. 1 HS 1 Alt. 2 UmwG	368
3. Vollständiger Kapitalmarktrückzug als Anknüpfungspunkt eines Delisting-Angebots ohne Berücksichtigung des Handelssegments	370
4. Ermessen aufgrund der gestreuten Ergebnisse vorzugswürdig?	373
5. Zwischenergebnis	374
III. Diskussion eines Verzichts auf ein Delisting-Angebot aufgrund teleologischer Erwägungen	374
IV. Folgen für Deutschland als Kapitalmarktstandort	378
V. Diskussion einer europäischen Marktaustrittsregelung	381
4. Teil Schluss	384
§ 15 Zusammenfassung der Ergebnisse	384
I. Grundlagen	384
II. Schutzbedürfnis und Schutzwürdigkeit der Minderheitsaktionäre beim Delisting	385
III. Der Schutz der Minderheitsaktionäre – Die Wahl des Regulierungsmittels	388
IV. Die Neuregelung des Delisting im Detail	389
1. Der gesetzliche Regelfall	390
2. Die Ausnahmetatbestände	393
V. Verbleibender Anwendungsbereich der Börsenordnungen	395
VI. Rechtsschutz	396
VII. Rechtspolitische Würdigung	399

Literaturverzeichnis
Stichwortverzeichnis

403
429