

Natalia Ilyevich

Delisting – Parallele zum Übernahmerecht

Probleme und Lösungsmöglichkeiten



Nomos

Studien zum
Bank-, Börsen- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von
Prof. Dr. Dr. h.c. Ulrich Immenga
Prof. Dr. Lars Klöhn, LL.M.
Prof. Dr. Daniel Zimmer, LL.M.

Band 73

Natalia Ilyevich

Delisting – Parallele zum Übernahmerecht

Probleme und Lösungsmöglichkeiten



Nomos

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Freiburg i.Br., Univ., Diss., 2018

ISBN 978-3-8487-5909-5 (Print)

ISBN 978-3-7489-0036-8 (ePDF)

1. Auflage 2019

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2019. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Памяти Андрея Яковлевича Крышнева
(5.10.1923 – 5.9.2000)

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2018 von der rechtswissenschaftlichen Fakultät der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg als Dissertation angenommen. Sie entstand größtenteils während meiner Tätigkeit als wissenschaftliche Mitarbeiterin und später Rechtsanwältin in den Bereichen Kapitalmarktrecht / M&A / Corporate. Rechtsprechung und Literatur konnten bis Mitte Februar 2019 berücksichtigt werden.

Mein besonderer Dank gilt zunächst meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. *Jan Lieder*, der das Thema der Dissertation angeregt und mir einerseits vertrauensvoll Forschungsfreiraum gewährt, andererseits aber auch fortlaufend neue Denkanstöße gegeben hat. Herrn Prof. Dr. *Hanno Merkt* danke ich für die Übernahme und die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Herzlich bedanken möchte ich mich bei meinen Freunden, insbesondere *Olga Mischina* und Dr. *Xianrui Wang*, sowie bei meinem Freund und Lebensbegleiter, Herrn Dr. *Sebastian Stütze*, die mich bei meinem Dissertationsvorhaben begleitet und stets unterstützt haben. Ein besonderer Dank geht an Frau *Veronika Kuschel-Kircher* für die kritische und kompetente Durchsicht des Manuskripts und nicht zuletzt für die lehrreiche und von Freundschaft geprägte Zeit während des Referendariats.

Ganz besonders danken möchte ich schließlich meiner Familie und vor allem meinem Großvater, der mich bei meiner Ausbildung ausnahmslos unterstützt und mir Rückhalt gegeben hat – ihm ist diese Arbeit gewidmet.

Frankfurt am Main, im März 2019

Natalia Ilyevich

Inhaltsübersicht

A. Einleitung	19
B. Grundlagen	24
C. Überblick über die gesetzliche Regelung zum regulären Delisting/Downlisting	41
D. Der Anwendungsbereich der neuen Regelung	53
E. Voraussetzungen für ein Delisting nach der aktuellen Gesetzeslage	122
F. Rechtsschutz	202
G. Formulierungsvorschlag	252
H. Zusammenfassung	254
Literaturverzeichnis	259

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	19
I. Motiv und Ziele der Untersuchung	19
II. Gang der Untersuchung	22
B. Grundlagen	24
I. Das System des deutschen Kapitalmarkts	24
II. Terminologie	26
III. Motive für Börsengang und Börsenrückzug, Interessenkollision	29
1. Motive für den Börsengang	29
2. Motive für den Börsenrückzug	30
3. Interessenkollision	33
IV. Rechtsprechung zu Delisting/Downlisting	34
1. Die Lage vor und nach dem Urteil des BGH in der Rechtssache <i>Macrotron</i>	34
2. Das Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 11. Juli 2012	37
3. Der <i>FRoSTA</i> -Beschluss des BGH und die neue Wende in der Rechtsprechung	38
V. Zwischenergebnis	39
C. Überblick über die gesetzliche Regelung zum regulären Delisting/Downlisting	41
I. Gesetzeshistorie	41
II. Aktuelle Gesetzeslage	45
1. Anlass für die Abänderung der bestehenden Regelung und das Gesetzgebungsverfahren	45
2. <i>De lege lata</i> -Zustand	51
D. Der Anwendungsbereich der neuen Regelung	53
I. Sachlicher Anwendungsbereich	53
1. Vollständiges Delisting	53

2. Partielles Delisting	56
a) Ausnahmen von der Angebotspflicht	56
b) Geltung „entsprechender“ Voraussetzungen nach § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 lit. b BörsG	57
aa) Meinungsstand	58
bb) Stellungnahme	59
3. Downlisting	60
a) Aktienrechtliche Anforderungen, die auf die im Freiverkehr notierten Emittenten keine Anwendung finden	61
aa) Anforderungen im Zusammenhang mit der Einberufung und dem Abhalten einer Hauptversammlung	61
bb) Transparenzanforderungen in Bezug auf laufende und rechtskräftig abgeschlossene Gerichtsverfahren	64
cc) Unterschiede in der Haftung	65
dd) Anforderungen an den Aufsichtsrat	65
ee) Sonstiges	66
b) Handelsrechtliche Rechnungslegungs- und Prüfungspflichten	68
c) WpHG-, WpÜG- sowie sonstige Vorschriften	71
d) Kapitalmarktrechtliche Anforderungen an die Freiverkehrsemitenten im Lichte der MAR	75
aa) Marktmanipulation	79
bb) Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen, Art. 14 MAR	81
cc) Insiderlisten	84
dd) Veröffentlichung von Insiderinformationen (Ad-hoc-Publizität), Art. 17 MAR	85
ee) Eigengeschäfte von Führungskräften (Directors' Dealings / Managers' Transactions), Art. 19 MAR	88
ff) Sanktionsregime	91
(1) Verwaltungsrechtliche Maßnahmen und Sanktionen	91
(a) Geldbußen	91
(aa) Natürliche Personen	92
(bb) Juristische Personen	93

(b) <i>Naming and Shaming</i>	95
(c) Weitere Aufgaben und Befugnisse der BaFin	96
(2) Zivilrechtliche Sanktionen	97
(3) Strafrechtliche Sanktionen	98
e) Der Stand der empirischen Untersuchungen nach dem <i>FROSTA</i> -Beschluss im Hinblick auf die Kursrelevanz eines Downlisting und die Liquidität des qualifizierten Freiverkehrs	100
aa) Studie von <i>Doumet/Limbach/Theissen</i>	101
bb) Studie von <i>Karami/Schuster</i>	103
cc) Studie von <i>Pilsl/Knoll</i>	104
dd) Studie von <i>Thomale/Walter</i>	105
f) Notwendigkeit der Erstreckung der Abfindungspflicht auf Downlisting-Fälle	107
aa) Meinungsstand	107
bb) Stellungnahme	110
4. Rückzug aus dem (einfachen) Freiverkehr	114
5. Zwischenergebnis	115
II. Persönlicher Anwendungsbereich	116
1. Erfasste Emittentengruppe	116
2. Person des Abfindungspflichtigen	117
III. Zeitlicher Anwendungsbereich	119
E. Voraussetzungen für ein Delisting nach der aktuellen Gesetzeslage	122
I. Gesellschaftsrechtliche vs. kapitalmarktrechtliche/börsenrechtliche Lösung	122
II. Das Erfordernis einer Abfindung	124
1. Grundsatz: Pflicht zum Unterbreiten eines Abfindungsangebots	124
2. Ausnahmen von der Angebotspflicht	125
a) Insolvenz	127
b) Sanierung	131
c) Vorangegangenes Übernahmeangebot	132
d) Der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags	135
e) Aktienrückkauf durch die Emittentin	135
f) Einverständnis sämtlicher Anleger	136
3. Zwischenergebnis	137

III. Bemessungsgrundlagen für die Abfindungsberechnung	139
1. Der mit dem Delisting einhergehende Verlust für die Anleger	139
2. Bemessungsgrundlagen im Überblick	143
a) Der Unternehmenswert als Bemessungsgrundlage	143
b) Der Börsenkurs als Bemessungsgrundlage	145
c) Stellungnahme	145
IV. Die Abfindung nach der aktuellen Gesetzeslage	151
1. Das Regel-Ausnahme-Verhältnis nach dem Vorbild des WpÜG	151
a) Meinungsstand	151
b) Stellungnahme	152
2. Grundsatz – Berechnung nach dem Börsenkurs	154
a) Vorerwerbe	157
b) Parallelerwerbe	158
c) Nacherwerbe	159
3. Ausnahme – Unternehmenswert als Bemessungsgrundlage	160
a) Verletzung der Ad-hoc-Publizitätspflicht, Marktmanipulation	161
aa) Zurechnung des Verstoßes	163
bb) Rechts- oder bestandskräftige Feststellung des Verstoßes?	164
b) Marktenge	166
c) Anspruchsumfang	167
4. Zwischenergebnis	167
V. Angebotsunterlage	168
1. Anforderungen an die Angebotsunterlage nach dem BörsG	169
a) Bedingungsfeindlichkeit	169
b) Art der Gegenleistung	172
c) Unzulässigkeit von Teilangeboten	172
2. Übernahmerechtliche Anforderungen an die Angebotsunterlage und ihre Anwendung auf den Delisting-Fall	173
a) Meinungsstand	173
b) Anforderungen an den Inhalt der Angebotsunterlage nach dem WpÜG	174

c) Anforderungen des § 2 WpÜG-AngV	178
aa) Gemeinsam handelnde Personen, § 2 Nr. 1 WpÜG-AngV	178
bb) Zusätzliche Angaben bei Tauschangeboten, § 2 Nr. 2 WpÜG-AngV	179
cc) Zusätzliche Angaben im Falle von Vermögensanlagen, § 2 Nr. 2a WpÜG-AngV	179
dd) Bemessungsgrundlage, § 2 Nr. 3 WpÜG-AngV	180
ee) Europäische Durchbrechungsregel, § 2 Nr. 3a WpÜG-AngV	181
ff) <i>Modus operandi</i> , § 2 Nr. 4 WpÜG-AngV	182
gg) Angaben zu den Stimmrechtsanteilen sowie der Anzahl von Wertpapieren, § 2 Nr. 5 WpÜG-AngV	183
hh) Angaben bei einem Teilangebot, § 2 Nr. 6 WpÜG-AngV	184
ii) Vorerwerbe, § 2 Nr. 7 WpÜG-AngV	184
jj) Hinweis auf bevorstehendes Delisting, § 2 Nr. 7a WpÜG-AngV	185
kk) Behördliche Genehmigungen und Verfahren, § 2 Nr. 8 WpÜG-AngV	186
ll) Hinweise auf Annahmefristen, § 2 Nr. 9 WpÜG-AngV	186
mm) Veröffentlichungsort, § 2 Nr. 10 WpÜG-AngV	188
nn) Hinweise auf ein Rücktrittsrecht, § 2 Nr. 11 WpÜG-AngV	189
oo) Maßgebliche Rechtsordnung, Gerichtsstand, § 2 Nr. 12 WpÜG-AngV	189
3. Zwischenergebnis	190
VI. Das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses	191
1. Meinungsstand	191
2. Stellungnahme	193
VII. Verwaltungsverfahren	195
1. Prüfung der Angebotsunterlage durch die BaFin	195
2. Prüfung des Antrags auf Widerruf der Zulassung durch die Börsengeschäftsführung	198
3. Zwischenergebnis	201

F. Rechtsschutz	202
I. Rechtsschutz vor Verwaltungsgerichten	202
1. Meinungsstand	202
a) Streitigkeiten über die Angemessenheit der Abfindung	202
b) Streitigkeiten über die Voraussetzungen des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 und Nr. 2 BörsG	203
2. Stellungnahme	205
II. Rechtsschutz der ordentlichen Gerichtsbarkeit	211
1. Diskussion im Gesetzgebungsverfahren	211
2. Rechtsschutz nach dem KapMuG	214
a) Statthaftigkeit	214
b) Grundsätze des Verfahrens	216
aa) Vorausgegangene Angebotsannahme als Voraussetzung für die Geltendmachung der Nachzahlung des Unterschiedsbetrags	219
bb) Keine aufschiebende Wirkung des Rechtsbehelfs	220
cc) Prozesskosten	220
dd) Zuständiges Gericht	223
ee) Bezifferung des Antrags	224
ff) Wirkung der Entscheidung „nur“ <i>inter partes</i>	224
gg) Rechtsmittel	225
c) Geeignetheit des KapMuG-Verfahrens für Delisting-Sachverhalte	226
aa) Meinungsstand	226
bb) Stellungnahme	227
3. Der Rechtsschutz nach dem SpruchG	230
a) Statthaftigkeit	230
b) Grundsätze des Verfahrens	231
aa) Antragsfrist	231
bb) Antragsgegner	231
cc) Zuständiges Gericht	232
dd) Wirkung der Entscheidung <i>inter omnes</i>	233
ee) Bezifferung des Antrags	234
ff) Prozesskosten	234
c) Geeignetheit des Verfahrens nach dem SpruchG für Delisting-Sachverhalte	237
aa) Meinungsstand	237
bb) Stellungnahme	238

4. Ergänzung des KapMuG-Verfahrens durch prozessuale Elemente aus dem SpruchG?	239
a) Antragsfrist	240
b) Antragsgegner	241
c) Zuständiges Gericht	241
d) Bezifferung des Antrags	242
e) Wirkung der Gerichtsentscheidung <i>inter partes</i> vs. <i>inter omnes</i>	243
f) Kostentragung	244
g) Gutachtenerstellung	246
h) Amtsermittlungsgrundsatz vs. Beibringungsmaxime	248
III. Zwischenergebnis	250
G. Formulierungsvorschlag	252
H. Zusammenfassung	254
Literaturverzeichnis	259

A. Einleitung

I. Motiv und Ziele der Untersuchung

Das Problem des Widerrufs der Zulassung der Wertpapiere zum Handel im regulierten Markt (*Delisting*)¹ durch ein Unternehmen, das Wertpapiere herausgibt (*Emittentin*)², gehört seit über zwanzig Jahren zu einem der umstrittensten Themen des Kapitalmarktrechts.

Die gesetzliche Regelung aus dem Jahre 1998, die zum ersten Mal ein Delisting auf Antrag der Emittentin erlaubte, hat im Laufe der Jahre keine wesentlichen Änderungen erfahren. Das Thema hat allerdings öfter Anlass zu Entscheidungen der obersten Gerichte gegeben, der Wunsch nach einer Klarstellung durch den Gesetzgeber blieb jedoch davon unberührt. Am 1. Oktober 2015 hat dieser die Regelung zum Delisting in der neuen Fassung angenommen³. Der Deutsche Bundestag hat namentlich in Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie⁴ ein Gesetz verabschiedet, mit dem er u.a. den Anlegerschutz beim Delisting neu geregelt hat. Dies hat den Anlass für das Verfassen der vorliegenden Arbeit gegeben. Bereits im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens zu der aktuellen Gesetzesregelung hat sich abgezeichnet, dass den Beteiligten die Kompromisslösung nicht so leichtfallen wird. Wie erwartet, hat die Vorschrift ganz unter-

1 Siehe zu der Definition Punkt B II Terminologie auf S. 26 f.

2 Vgl. dazu die offizielle Definition in Artikel 3 Abs. 1 Ziff. 21 der Marktmissbrauchsverordnung: „...eine juristische Person des privaten oder öffentlichen Rechts, die Finanzinstrumente emittiert oder deren Emission vorschlägt...“. Zu der Marktmissbrauchsverordnung vgl. Fn. 24 unten.

3 Siehe dazu die Unterrichtung über Gesetzesbeschluss in: BR-Drs. 482/15.

4 Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem regulierten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG(1), ABl. L 294/13 vom 6. November 2013, S. 13.

schiedliche Reaktionen in der Literatur hervorgerufen⁵. Auch die im Internet im Anschluss an das Inkrafttreten der aktuellen Gesetzesregelung veröffentlichten Beiträge zeigen, wie stark die Meinungen divergieren⁶. Die Gesetzesänderung wird vielfach als Kompromiss bezeichnet⁷, der weder den Anlegern noch den Großaktionären das Erhoffte gebracht habe⁸. Weiterhin umstritten bleibt, ob die Regelung des § 39 BörsG n.F. neben dem vollständigen Rückzug auch den Rückzug aus dem regulierten Markt in den (qualifizierten) Freiverkehr erfassen soll⁹. Problematisiert wird auch, ob die Anforderungen an die Angebotsunterlage, die im Übernahmerecht gelten, im Falle eines Delisting Anwendung finden sollen. Dagegen wird vor allem eingewandt, dass viele von den Anforderungen eine Übernahme-

5 Grundsätzlich begrüßend: *Bayer*, NZG 2015, 1169 (1178); *Bungert/Leyendecker-Langner*, DB 2015, 2251 (2255 f.); *Gegler*, BKR 2016, 273 (279); *Groß*, AG 2015, 812 (813, 820); *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750 (781). Breits im Vorfeld für eine ähnliche gesetzliche Regelung: *Brellocks*, AG 2014, 633 (644 ff.) und *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (375 ff.). Kritisch: *Goetz*, BB 2015, 2691 (2693 f.); *Leyendecker/Herfs*, BB 2018, 643 (643); *Thomale/Walter*, ZGR 2016, 679 (718 f.); *Wackerbarth*, WM 2016, 385 (385 ff.).

6 Vgl. exemplarisch dagegen: LTO-Redaktion, Anlegerschutz beim Delisting: BRAK hält Gesetzentwurf für ungeeignet, abrufbar unter: http://www.lto.de/persistent/a_id/17097/ (zuletzt abgerufen am 9.2.2019); dafür: *Clauß*, Verbesserter Anlegerschutz beim Delisting, abrufbar unter: www.deutscheranwaltspiegel.de/verbesserte-r-anlegerschutz-beim-delisting/ (zuletzt abgerufen am 9.2.2019); *Thies/Martens*, Erhebliche Einschränkungen für den Rückzug von der Börse (Delisting), abrufbar unter: https://www.haufe.de/recht/weitere-rechtsgebiete/wirtschaftsrecht/einschraenkungen-fuer-den-rueckzug-von-der-boerse-delisting_210_324690.html (zuletzt abgerufen am 9.2.2019); neutral: *Troidl*, Worauf CFOs ab jetzt beim Delisting achten müssen, Finance, abrufbar unter: www.finance-magazin.de/maerkte-wirtschaft/kapitalmarkt/worauf-cfos-ab-jetzt-beim-delisting-achten-muessen-1366449/ (zuletzt abgerufen am 9.2.2019); *Rothley*, Neue gesetzliche Regelungen zum Delisting und Downlisting – Bundestag verabschiedet Gesetz zur Umsetzung der geänderten Transparenzrichtlinie, Taylor Wessing, abrufbar unter: <https://deutschland.taylorwessing.com/de/neue-gesetzliche-regelungen-zum-delisting-und-downlisting-bundestag-verabschiedet-gesetz-zur-umsetzung-der-geanderten-transparenzrichtlinie> (zuletzt abgerufen am 9.2.2019).

7 *Bayer*, NZG 2015, 1169 (1178); *Drygala*, VGR Bd. 21 (2016), S. 75 (78).

8 *Kocher/Seiz*, DB 2016, 153 (158).

9 Dafür: *Bayer*, ZFPW 2015, 163 (223); *ders.*, NZG 2015, 1169 (1176); *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (381); *Habersack*, Stellungnahme vom 29.4.2015 für den Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz, S. 7; *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750 (754); *Koch*, Stellungnahme vom 3.5.2015 für den Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz, S. 6; dagegen: *Brellocks*, AG 2014, 633 (647); *Bungert/Leyendecker-Langner*, DB 2015, 2251 (2253); *Goetz*, BB 2015, 2691 (2694); *Kocher/Seiz*, DB 2016, 153 (153).

situation im Auge haben, so dass im Delisting-Fall für sie schlechterdings kein Bedarf bestehe¹⁰. Vielmehr werde das Verfahren nur unnötig verkompliziert¹¹, indem es vor eine große bürokratische Hürde gestellt werde¹². Uneinigkeit besteht nach wie vor in Bezug auf die Frage, ob nun die gesellschaftsrechtliche¹³ oder die kapitalmarktrechtliche (börsenrechtliche) Lösung¹⁴ vorzuziehen sei und in diesem Zusammenhang, welche Bemessungsgrundlage für die Ermittlung der Gegenleistung herangezogen werden soll¹⁵. Vorgeschlagen wird nach wie vor, weitere Ausnahmen von dem Grundsatz der Abfindungspflicht in das Gesetz aufzunehmen¹⁶. Das vom Gesetzgeber ausgewählte Rechtsschutzsystem wird für seine Lückenhaftigkeit kritisiert¹⁷. Der für 2017 ursprünglich geplante Evaluationsbericht an den Finanzausschuss sollte auch die Fragen des Rechtsschutzes ansprechen, vor allem, „...wie sich die zivilprozessuale Geltendmachung im Musterverfahren nach dem KapMuG bewährt habe, oder ob der Rechtsschutz gegebenenfalls durch prozessuale Elemente aus dem Spruchverfahren weiterentwickelt werden solle“¹⁸.

Die obigen Ausführungen zeigen, dass die Suche nach einer passenden Lösung für das Problem des Anlegerschutzes beim Delisting noch lange nicht beendet ist und die neue Regelung nicht nur Anlass gibt, über alte

10 Harnos, ZHR 179 (2015), 750 (757); Kocher/Seiz, DB 2016, 153 (156). Vgl. a. Bayer, NZG 2015, 1169 (1176): „Im Unterschied zu einem Übernahmeangebot sollten die Anforderungen im Falle einer Delisting-Abfindung indes nicht überspannt werden“.

11 Harnos, ZHR 179 (2015), 750 (757).

12 Bungert/Leyendecker-Langner, DB 2015, 2251 (2253).

13 Bayer, ZfPW 2015, 163 (221 f.); Noack, Stellungnahme vom 5.5.2015 für den Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz, S. 9.

14 Beschlussempfehlung und Bericht, BT-Drs. 18/6220, S. 84; Brellocks, AG 2014, 633 (645, 646); Buckel/Glindemann/Vogel, AG 2015, 373 (375, 381); Groß, AG 2015, 812 (820); Habersack, Stellungnahme vom 29.4.2015 für den Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz, S. 7; Koch, Stellungnahme vom 3.5.2015 für den Ausschuss für Recht und Verbraucherschutz, S. 6; konstatierend: Mense/Klie, DStR 2015, 2782 (2783).

15 Ausführlich dazu: Abschnitt E III dieser Arbeit.

16 Buckel/Glindemann/Vogel, AG 2015, 373 (377); Bungert/Leyendecker-Langner, DB 2015, 2251 (2253 f., 2256); Kastl, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, S. 341, 342, 398 f.; Verse, Aktionärsschutz beim Delisting, S. 9, 24, abrufbar unter: http://institut-kreditrecht.de/pdf/gelbe_reihe/Verse_Delisting_160728.pdf (zuletzt abgerufen am 17.2.2019).

17 Harnos, ZHR 179 (2015), 750 (781).

18 Beschlussempfehlung und Bericht, BT-Drs. 18/6220, S. 79.

Probleme nachzudenken, sondern viele neue Fragen aufwirft¹⁹, mit denen sich Rechtsprechung und Literatur in den nächsten Jahren auseinanderzusetzen haben²⁰. Insbesondere die für Ende 2017 ursprünglich geplante Evaluation der Delisting-Regelung durch den Gesetzgeber bot eine gute Gelegenheit, sich mit den noch offenen Fragen auseinanderzusetzen²¹. Als Reaktion auf das Schreiben des Bundesministeriums der Finanzen vom 31. Juli 2017 hat es eine Reihe von Stellungnahmen gegeben, von denen hauptsächlich die des Deutschen Aktieninstituts (DAI) auf die Frage des Anlegerschutzes beim Delisting Bezug nimmt²². Der Evaluationsbericht des Bundesministeriums der Finanzen an den Finanzausschuss des Deutschen Bundestags soll laut einer Mitteilung des Bundestags bereits am 29. Dezember 2017 vorgelegt worden sein²³. Dieser ist bis jetzt nicht öffentlich verfügbar. Die Untersuchung der bestehenden Lösungsmöglichkeiten und die Ausarbeitung der Vorschläge bilden Gegenstand der vorliegenden Arbeit.

II. Gang der Untersuchung

Im Abschnitt B werden zunächst die Grundlagen erläutert, um den Leser in die Problematik des Börsenrückzugs einzuführen. Insbesondere werden die wichtigsten Begriffe definiert, der Aufbau des deutschen Kapitalmarkts und die Entwicklung der Rechtsprechung dargestellt. Der Abschnitt C widmet sich der Delisting-Regelung, wobei der Schwerpunkt auf dem der Neuregelung vorausgegangenen Gesetzgebungsverfahren liegt.

Der Abschnitt D befasst sich sodann mit dem Anwendungsbereich der aktuellen Gesetzesregelung und insbesondere mit der Frage, ob diese angesichts der Wirkungen der Marktmissbrauchsverordnung (*Market Abuse Re-*

19 *Hornung/Westermann*, BKR 2017, 409 (409, 412).

20 *Mense/Klie*, DStR 2015, 2782 (2786 a.E.).

21 In diesem Sinne auch *Drygala*, VGR Bd. 21 (2016), S. 75 (92).

22 Stellungnahme vom 4.10.2017, S. 3 und S. 10, abrufbar unter: https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/positionspapiere/2017-10-04_DAI_Position_TD_III_Evaluation_FINAL.pdf (zuletzt abgerufen am 17.2.2019).

23 BT-Dokumentation, Anlegerschutz beim Delisting (Az.: WD 4 – 3000 – 019/18), S. 3, abrufbar unter: <https://www.bundestag.de/blob/544064/4657534e5ea2236427b46ef70d103180/wd-4-019-18-pdf-data.pdf> (zuletzt abgerufen am 17.2.2019). Vgl. *Leyendecker/Herfs*, BB 2018, 643 (646) Fn. 35, wonach die BaFin dem Finanzausschuss ihre „Stellungnahme [...] zu den praktischen Erfahrungen mit der Neuregelung“ bereits vorgelegt hat.

gulation, MAR)²⁴ auch auf die Fälle des Rückzugs aus dem regulierten Markt in den qualifizierten Freiverkehr Anwendung finden soll. Es wird untersucht, ob und gegebenenfalls inwieweit der Anlegerschutz dennoch eine Abfindungspflicht erfordert.

Die darauffolgenden zwei Abschnitte bilden das Herzstück der Arbeit. Im Abschnitt E soll untersucht werden, ob das Verfahren bei einem Delisting-Angebot im Vergleich zu dem bei einem Angebot nach dem WpÜG vereinfacht werden kann. Vor dem Hintergrund, dass die Berechnung der Abfindung nach dem Börsenkurs im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens stark und kontrovers diskutiert wurde, soll auch auf diese Frage näher eingegangen werden. Einen der Schwerpunkte der Arbeit bildet des Weiteren das Problem des Rechtsschutzes. In diesem Zusammenhang soll die Geeignetheit der Verfahren nach dem KapMuG und nach dem SpruchG, insbesondere mit Blick auf die Überprüfung der Angemessenheit der Gegenleistung im Rahmen eines Delisting-Angebots, untersucht werden, um die eventuellen Schwächen des Verfahrens nach dem KapMuG herauszuarbeiten und zu hinterfragen, ob, und wenn ja, wie es gegebenenfalls revidiert werden soll.

Zum Schluss werden die Untersuchungsergebnisse zusammengefasst und (falls notwendig) Vorschläge zur Änderung der gesetzlichen Regelung unterbreitet.

Der Widerruf der Zulassung zum Handel im regulierten Markt von Amts wegen ist nicht Gegenstand der vorliegenden Arbeit. Das Gleiche gilt für den Rückzug der Emittentin aus dem Freiverkehr und andere Formen des *Going Private*, die von der Untersuchung ausgenommen sind.

24 Die Verordnung (EU) 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. Nr. L 173/14 vom 12. Juni 2014, S. 1.

B. Grundlagen

Zum Zweck der besseren Nachvollziehbarkeit der nachfolgenden Ausführungen wird zu Beginn dieses Abschnitts das System des deutschen Kapitalmarkts in seinen Grundzügen dargestellt. Im Anschluss daran werden die wichtigsten Begrifflichkeiten erläutert, die Interessenlage sowie die einschlägige Rechtsprechung kurz zusammengefasst.

I. Das System des deutschen Kapitalmarkts

Der deutsche Kapitalmarkt besteht aus mehreren Handelsplätzen, wobei insbesondere zwischen dem regulierten Markt i.S.d. §§ 32 ff. BörsG, der mit dem organisierten Markt i.S.v. § 2 Abs. 11 WpHG²⁵ (§ 2 Abs. 5 WpHG a.F.) gleichbedeutend ist²⁶, und dem Freiverkehr nach § 48 BörsG zu unterscheiden ist²⁷.

Teilweise wird anstatt des Begriffs „Handelsplatz“ der Terminus „Börsensegment“²⁸ bzw. „Marktsegment“²⁹ verwendet. Vorzugswürdig erscheint in Anlehnung an die Terminologie der MAR der Begriff „Handelsplatz“. Diese verweist nämlich in ihrem Art. 3 Abs. 1 Nr. 10 auf die in Art. 4 Abs. 1 Nr. 24 der Richtlinie 2014/65/EU³⁰ enthaltene Definition, der zufolge ein Handelsplatz neben geregelter Markt das multilaterale Handelssystem (*Multilateral Trading Facility, MTF*), zu dem nach § 48 Abs. 3

25 Es wird der Bezug auf die derzeit aktuellen WpHG-Vorschriften genommen. Die daneben, in den Klammern eingetragenen Paragraphen beziehen sich auf die alte Fassung, vor dem Inkrafttreten des 2. FiMaNoG am 3.1.2018, vgl. BGBl. I 2017, S. 1693.

26 *Pasch/Schmeling/Starke*, CF 2015, 259 (259 f.).

27 *Klöhn*, NZG 2012, 1041 (1041 f.); *Zwirner/Zimny*, BB 2018, 1387 (1387). Vgl. a. *Aders/Muxfeld/Lill*, CF 2015, 389 (390).

28 *Bayer*, ZfPW 2015, 163 (186) Fn. 218.

29 *Pasch/Schmeling/Starke*, CF 2015, 259 (259); *Thomale/Walter*, ZGR 2016, 679 (683).

30 Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. Nr. L 173/14 vom 12.6.2014, S. 349.

S. 2 BörsG n.F.³¹ auch der Freiverkehr gehört³², sowie das organisierte Handelssystem (*Organised Trading Facility*, *OTF*) umfasst.

Der *regulierte Markt* unterliegt der Aufsicht durch die staatlichen Stellen³³ in Form von Börsen als teilrechtsfähigen Anstalten des öffentlichen Rechts nach § 2 Abs. 1 BörsG³⁴. Lediglich Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind, gelten als börsennotierte Gesellschaften i.S.v. § 3 Abs. 2 AktG³⁵ und als kapitalmarktorientiert i.S.d. § 264d HGB³⁶, woran zahlreiche Folgepflichten anknüpfen³⁷.

Bei dem *Freiverkehr* i.S.v. § 48 BörsG handelt es sich dagegen um einen Handelsplatz, „der von den Börsenträgern auf privatrechtlicher Grundlage betrieben wird“³⁸. Er unterliegt grundsätzlich weniger strengen Zulassungsfolgepflichten³⁹ und wird durch die Börsen- und Handelsordnungen sowie AGB des Börsenträgers geregelt⁴⁰. Wertpapiere werden in den Freiverkehr einbezogen und nicht zugelassen⁴¹, und zwar auf privatrechtlicher Basis und nicht infolge „eines öffentlich-rechtlichen Zulassungsverfahrens“⁴². Die Einbeziehung der Wertpapiere in den einfachen Freiverkehr bedarf keiner Einwilligung der Emittentin und kann sogar gegen ihren

31 BGBl. I 2017, S. 1693 (in Kraft ab dem 3.1.2018).

32 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, § 3 Rn. 117. Vgl. a. LG Stuttgart, Beschluss vom 3.4.2018 – 31 O 138/15 KfHSpruchG –, juris Rz. 151; FAQ der BaFin zu Art. 17 MAR: Veröffentlichung von Insiderinformationen, Stand: 31.1.2019, S. 3, abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/FAQ/dl_faq_mar_art_17_Ad-hoc.pdf?__blob=publicationFile&v=12 (zuletzt abgerufen am 17.2.2019).

33 *Pasch/Schmeling/Starke*, CF 2015, 259 (259).

34 *Klöhn*, NZG 2012, 1041 (1041).

35 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, § 3 Rn. 125; *Klöhn*, NZG 2012, 1041 (1042); *Pasch/Schmeling/Starke*, CF 2015, 259 (260).

36 *Pasch/Schmeling/Starke*, CF 2015, 259 (260).

37 *Pasch/Schmeling/Starke*, CF 2015, 259 (260). Ausführlich zu den einzelnen Pflichten im Abschnitt D I 3 a) - c) unten.

38 *Klöhn*, NZG 2012, 1041 (1042). Vgl. a. *Zwirner/Zimny*, BB 2018, 1387 (1389).

39 *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 ff. (376); vgl. a. *Pasch/Schmeling/Starke*, CF 2015, 259 (260).

40 *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (376). Vgl. a. *Brellocks*, AG 2014, 633 (638); *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, § 3 Rn. 120 f.; *Groß*, AG 2015, 812 (814); *Stöber*, BB 2014, 9 (9).

41 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, § 3 Rn. 120; *Trapp* in: *Habersack/Mülbert/Schlitt* (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 37 Rn. 6.

42 *Groß*, AG 2015, 812 (814).

Willen geschehen⁴³. Anders im qualifizierten Freiverkehr – hier bedarf es in der Regel einer Zustimmung der Emittentin⁴⁴.

Handelsplätze können ihrerseits aus mehreren *Marktsegmenten* bestehen. Diese bilden „unterschiedliche Regelungsregime innerhalb desselben Handelsplatzes“⁴⁵. Geregelt wird das Ganze von den Marktbetreibern⁴⁶. Die wichtigsten Marktsegmente des regulierten Marktes an der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) sind der *General Standard*, der an die Emittenten zusätzlich zu den im Gesetz festgelegten keine weiteren Voraussetzungen stellt⁴⁷, und der *Prime Standard* i.S.v. §§ 48 ff. BörsO FWB⁴⁸ mit erhöhten Zulassungsfolgepflichten⁴⁹. Der Freiverkehr verfügt ebenfalls über verschiedene Marktsegmente. Zu differenzieren ist insbesondere zwischen dem *einfachen* und dem *qualifizierten Freiverkehr*, wobei im Letzteren höhere Anforderungen an die Emittenten gelten⁵⁰. Der qualifizierte Freiverkehr hat höhere Transparenz- und Publizitätsanforderungen, die mit denen des regulierten Marktes vergleichbar sind⁵¹. Beispiele des qualifizierten Freiverkehrs sind das *Scale*-Segment der FWB⁵² oder das Segment *m:access* der Münchner Wertpapierbörse⁵³.

II. Terminologie

Nach einer Legaldefinition für das Delisting wird man vergeblich suchen, eine solche gibt es nicht⁵⁴. Unter einem (*regulären*) *Delisting*⁵⁵ versteht man

43 *Groß*, AG 2015, 812 (814). Vgl. a. *Pfüller/Anders*, NZG 2003, 459 (460).

44 *Pasch/Schmeling/Starke*, CF 2015, 259 (262 f.).

45 Zum Ganzen: *Klöhn*, NZG 2012, 1041 (1042).

46 *Klöhn*, NZG 2012, 1041 (1042).

47 *Pasch/Schmeling/Starke*, CF 2015, 259 (260).

48 *Klöhn*, NZG 2012, 1041 (1042). Vgl. dazu die Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse, Stand: 28.1.2019.

49 *Groß*, KMRK § 39 BörsG Rn. 20.

50 *Klöhn*, NZG 2012, 1041 (1042).

51 *Bungert/Leyendecker-Langner*, DB 2015, 2251 (2253); *Pasch/Schmeling/Starke*, CF 2015, 259 (260).

52 *Scale* ersetzte mit Wirkung zum 1. März 2017 den *Entry Standard*, vgl. dazu: *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, § 3 Rn. 127; *Leuering/Rubner*, NJW-Spezial 2017, 143 (143); *Trapp* in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 37 Rn. 67; *Weber*, NJW 2017, 991 (992).

53 *Klöhn*, NZG 2012, 1041 (1042).

54 *Groß*, KMRK § 39 BörsG Rn. 11.

55 Zu der Gebräuchlichkeit beider Begriffe vgl. *Morell*, ZBB/JBB 2016, 67 (68).

den Widerruf der Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt auf Antrag der Emittentin⁵⁶. Es ist derzeit in § 39 Abs. 2 bis Abs. 6 BörsG geregelt und kann nicht nur Aktien, sondern auch andere Finanzinstrumente, wie z.B. Anleihen, betreffen⁵⁷.

Der Wechsel aus dem regulierten Markt in den Freiverkehr, unabhängig davon, ob es sich dabei um qualifizierte Segmente des Freiverkehrs handelt oder nicht, wird inzwischen von der ganz herrschenden Meinung als *Downlisting* bezeichnet⁵⁸. Teilweise findet immer noch der Terminus *Downgrading* Anwendung⁵⁹. Unter *Downgrading* versteht man jedoch auch die Herunterstufung innerhalb eines Marktsegments⁶⁰, wie z.B. den Wechsel aus dem qualifizierten in den einfachen Freiverkehr⁶¹ oder aus dem *Prime Standard* in den *General Standard* der FWB⁶². Zur Vermeidung von Missverständnissen wird im Folgenden der Begriff *Downlisting* verwendet.

Das Delisting kann in diversen Ausprägungen vorkommen. Es ist zwischen vollständigem Delisting (auch als *Going Private* bekannt⁶³) und dem sog. partiellen Delisting (oder Teildelisting) zu unterscheiden⁶⁴. Das *voll-*

56 Pasch/Schmeling/Starke, CF 2015, 259 (260); Stöber, BB 2014, 9 (9); Wieneke/Schulz, AG 2016, 809 (809); vgl. a. Buckel/Glindemann/Vogel, AG 2015, 373 (373); Bungert/Leyendecker-Langner, DB 2015, 2251 (2251).

57 Habersack in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 40 Rn. 1.

58 Aders/Muxfeld/Lill, CF 2015, 389 (390); Bayer, NZG 2015, 1169 (1170, 1176); ders., ZIP 2015, 853 (858); BeckHdB-AG/Goslar/Klingen § 26 Rn. 1; Brellocks, AG 2014, 633 (637); Buckel/Glindemann/Vogel, AG 2015, 373 (376); Doumet/Limbach/Theissen, CFR Working Paper, No. 15-14, abrufbar unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2660074, S. 4 (zuletzt abgerufen am 9.2.2019); Drygala, VGR Bd. 21 (2016), 75 (79); Habersack in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 40 Rn. 4; Harnos, ZHR 179 (2015), 750 (754); Koch/Harnos, NZG 2015, 729 (731); Pasch/Schmeling/Starke, CF 2015, 295 (295); Scharf, StuB 1/2016, 12 (13); Stöber, BB 2014, 9 (10); Schwark/Zimmer/Heidelberg KMRK § 39 BörsG Rn. 11; Verse, Aktionärsschutz beim Delisting, S. 3, abrufbar unter: http://institut-kreditrecht.de/pdf/gelbe_reihe/Verse_Delisting_16_0728.pdf (zuletzt abgerufen am 9.2.2019). Beide Begriffe verwenden: Bungert/Leyendecker-Langner, DB 2015, 2251 (2253); Mense/Klie, DStR 2015, 2782 (2784).

59 Groß, AG 2015, 812 (815, 816); ders., KMRK § 39 BörsG Rn. 16; Wicke, DNotZ 2015, 488 (489).

60 Aders/Muxfeld/Lill, CF 2015, 389 (390); Bayer, ZIP 2015, 853 (858) Fn. 95.

61 Bayer, ZIP 2015, 853 (858); Buckel/Glindemann/Vogel, AG 2015 373 (376).

62 BeckHdB-AG/Goslar/Klingen § 26 Rn. 1; Stöber, BB 2014, 9 (9).

63 MAH AktienR/Walz § 50 Rn. 3; Pfüller/Anders, NZG 2003, 459 (459); Stöber, BB 2014, 9 (9).

64 Gehler, BKR 2016, 273 (273).

ständige Delisting bedeutet einen Widerruf der Zulassung der Wertpapiere von sämtlichen organisierten Märkten i.S.v. § 2 Abs. 11 WpHG (§ 2 Abs. 5 WpHG a.F.)⁶⁵. Das *partielle Delisting* (*Teildelisting*) umschreibt dagegen die Konstellation, in der die Emittentin zwar eine oder mehrere Notierungen aufgibt, sie ihre Wertpapiere jedoch weiterhin an mindestens einem in- oder ausländischen⁶⁶ organisierten Markt i.S.v. § 2 Abs. 11 WpHG (§ 2 Abs. 5 WpHG a.F.) und damit im regulierten Markt i.S.v. §§ 32 ff. BörsG handelt⁶⁷. Der ausländische Markt meint gegenwärtig einen solchen innerhalb der EU bzw. des EWR, an dem entsprechende Voraussetzungen für den Börsenrückzug wie in Deutschland gelten⁶⁸.

Vom regulären ist das kalte Delisting abzugrenzen⁶⁹. Beim *kalten Delisting* (das ebenfalls eine Form des *Going Private* darstellt⁷⁰) erfolgt der Widerruf der Zulassung ohne Antrag der Emittentin aufgrund von gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen, die dazu führen, dass die Voraussetzungen für die Zulassung zum Handel im regulierten Markt entfallen⁷¹ und die Zulassung entweder nach § 39 Abs. 1 BörsG von Amts wegen durch die Geschäftsführung der Börse widerrufen werden muss oder sie kraft Gesetzes entfällt, wie z.B. aufgrund von Squeeze Out, Verschmel-

65 Gegler, BKR 2016, 273 (273); Habersack in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 40 Rn. 3.

66 Gegler, BKR 2016, 273 (273) hält lediglich eine Notierung im regulierten Markt im Inland für ausreichend. In diesem Sinne wohl auch Groß, AG 2015, 812 (814, 815); ders., KMRK § 39 BörsG Rn. 16, 18; Scharf, StuB 1/2016, 12 (13).

67 Habersack in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 40 Rn. 3; MAH AktienR/Walz § 50 Rn. 5; Mense/Klie, DStR 2015, 2782 (2784); Schwark/Zimmer/Heidelberg KMRK § 39 BörsG Rn. 11.

68 Harnos, ZHR 179 (2015), 750 (773); siehe dazu den Wortlaut von § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 a und b BörsG.

69 Habersack in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 40 Rn. 1.

70 Stöber, BB 2014, 9 (10).

71 Langenbacher, Aktien- und Kapitalmarktrecht § 20 Rn. 3.