

Schriften zum Gesellschafts-,
Bank- und Kapitalmarktrecht

75

Kirsten Krug

Der Rückzug von der Börse

Widerstreitende Interessen von Groß- und
Minderheitsaktionären beim Delisting



Nomos

Schriften zum Gesellschafts-,
Bank- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Gregor Bachmann, Humboldt Universität zu Berlin

Prof. Dr. Matthias Casper, Universität Münster

Prof. Dr. Carsten Schäfer, Universität Mannheim

Prof. Dr. Rüdiger Veil, LMU München

Band 75

Kirsten Krug

Der Rückzug von der Börse

Widerstreitende Interessen von Groß- und
Minderheitsaktionären beim Delisting



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.: Westfälische Wilhelms-Universität Münster,
Rechtswissenschaftliche Fakultät, Diss., 2019

ISBN 978-3-8487-5481-6 (Print)

ISBN 978-3-8452-9634-0 (ePDF)

D6

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.

Für meine Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2018 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster als Dissertation angenommen. Sie entstand während meiner Tätigkeit am Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Gesellschafts-, Bank- und Kapitalmarktrecht. Rechtsprechung und Literatur wurden bis November 2018 berücksichtigt.

Mein besonderer Dank gilt zunächst meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Matthias Casper für das vertrauensvolle Betreuungsverhältnis. Er hat diese Arbeit angeregt und mir den nötigen Freiraum für ihre Erstellung gelassen. Seine Tür stand für Diskussionen und Rat jederzeit offen. Ich danke Ihm und meinen Kollegen – insbesondere David Topp, Dr. Anne Gläßner und Sandra Kühn – für viele wertvolle Gespräche und die schöne Zeit am Lehrstuhl. Herrn Prof. Dr. Ingo Saenger danke ich herzlich für die Erstellung des Zweitgutachtens.

Für die mühevollen Durchsicht der vorliegenden Dissertation und hilfreiche Hinweise danke ich Daniel Bemmerl, Gina Bierfischer, Björn Gedicke, Dr. Anne Gläßner, Bernharde Herbert, Anna Koch, Dr. Thorsten Krug, Sandra Kühn, Franziska Leinemann, Franziska Niehues, Meret Pettirsch, Armin Strobel, Bastian Stromann und insbesondere meiner Mutter Karin Krug.

Mein ganz besonderer Dank gilt meiner Familie, vor allem meinen Eltern Karin und Dr. Dieter Krug. Sie haben mich zu jeder Zeit und in jeder Hinsicht bedingungslos unterstützt und mir Rückhalt gegeben. Ihnen ist diese Arbeit in großer Dankbarkeit gewidmet.

Düsseldorf im Dezember 2018

Kirsten Karen Krug

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 vorzuzugswürdig	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 – Manipulationspotential?	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 Rechtsschutzgestaltung	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 Hauptversammlungsbeschlusses 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

Inhaltsverzeichnis

Literaturverzeichnis	403
Stichwortverzeichnis	429

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Empirische Studien nach der Frosta-Entscheidung des BGH	73 f.
Abbildung 2:	Darstellung eines Börsenkursverlaufs mit und ohne Verstoß gegen Art. 17 Abs. 1 oder Art. 15 MAR	255
Abbildung 3:	Darstellung der Börsenkursentwicklung nach einem Verstoß gegen Art. 17 Abs. 1 oder 15 MAR	258
Abbildung 4:	Darstellung der Börsenkursentwicklung bei einem den Unternehmenswert übersteigenden Börsenkurs	259
Abbildung 5:	Darstellung der Börsenkursentwicklung bei einem den Unternehmenswert übersteigenden Börsenkurs bei konsequenter Anwendung des Gesetzeswortlauts	261

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BJR	Business Judgement Rule
CAAR	kumulierte abnormale Rendite
CDAX	Composite DAX
CRIM-MAD	Richtlinie 2014/57/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie)
DAI	Deutsches Aktieninstitut
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
FV	Freiverkehr
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
MAR	Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung)
MiFID II	Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente
OTC	Over-the-counter
SEC	Securities and Exchange Commission

1. Teil Grundlagen

§ 1 Einleitung

I. Problemaufriss und Zielsetzung

Ein Großteil der Bevölkerung in Deutschland steht dem Handel an der Börse und der Institution Börse eher skeptisch gegenüber.¹ Dies mag zum einen an den in regelmäßigen Abständen wiederkehrenden Meldungen in den Medien über Börsencrashes und Finanzkrisen liegen, die die Risiken von börsennotierten Wertpapieren immer wieder ins Bewusstsein rufen. Zum anderen sind sowohl Unternehmen bei ihrem Gang an die Börse als auch Anleger bei der Investition in börsennotierte Wertpapiere häufig durch Hoffnungen und Erwartungen beflügelt. Die Ernüchterung in Zeiten eines Kursverlusts oder einer Finanzkrise wiegt dann umso schwerer und lässt die Skepsis der Anleger gegenüber der Investition in börsennotierte Wertpapiere ansteigen. Im weltweiten Vergleich ist die Börsenlandschaft in Deutschland als nicht besonders florierend zu bezeichnen.² Nach 15 Börsengängen im regulierten Markt im Jahr 2015 entschlossen sich im Jahr 2016 fünf³ Unternehmen für den Gang an die Börse in diesem Marktsegment.⁴ Das an der FWB zum 01.03.2017 für kleine und mittlere Unternehmen neu eingeführte Handelssegment »Scale« sollte diesem Trend

-
- 1 Laut *DAI*, Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2016, S. 2 [abrufbar unter: <https://www.dai.de/de/das-bieten-wir/studien-und-statistiken/studien.html?d=473> (Stand: 30.11.2018)] stellen Aktien und Aktienfonds nur 8 % des Geldvermögens bei den Ersparnissen der Deutschen dar; siehe auch *DAI*, Aktienanlage ist Kopfsache – Die Einstellung der Deutschen zur Aktie S. 5 ff. [abrufbar unter https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/studien/2015-05-07%20Aktienanlage%20ist%20Kopfsache%20Web%20FINAL.pdf (Stand: 30.11.2018)].
 - 2 *Bösl*, CF 2018, 35, 35; *Bösl*, CF 2017, 23, 27; nach der Studie des DAI, *DAI*, Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2016, S. 4, ist jedoch eine nahezu konstante Anzahl der Aktien- und Aktienfondsinhaber in den letzten Jahren zu verzeichnen [abrufbar unter: <https://www.dai.de/de/das-bieten-wir/studien-und-statistiken/studien.html?d=473> (Stand: 30.11.2018)].
 - 3 Nach anderen Quellen sechs Unternehmen, siehe *Bösl*, CF 2017, 23, 23.
 - 4 Vgl. <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/152876/umfrage/boersengaenge-in-deutschland-seit-2000/> (Stand: 30.11.2018).

zumindest im Freiverkehr entgegen wirken und ersetzt den Entry Standard an der FWB.⁵ Im Jahr 2017 gab es im Segment »Scale« vier Neuemissionen, die Erwartungen des neu eingeführten Segments wurden, bezogen auf die Kursentwicklungen, jedoch nicht erfüllt.⁶ Trotz der Bemühungen des Gesetzgebers und der Börsenträger den Handelsplatz Börse für Aktiengesellschaften möglichst attraktiv zu gestalten und die Zulassung vieler Aktiengesellschaften im regulierten Markt zu erreichen,⁷ kann der Rückzug von der Börse für eine börsennotierte Aktiengesellschaft sinnvoll sein – sei es aufgrund interner oder externer Entwicklungen, wie der gesamtwirtschaftlichen Situation, etwa in Finanzkrisen oder infolge gesteigerter Zulassungsfolgepflichten.⁸ Der Börsenrückzug oder das Delisting hat besonders für die anlageorientierten Aktionäre erhebliche Auswirkungen, da sie ihre Aktien anschließend nicht weiter über die Plattform des regulierten Marktes an der Börse handeln können.⁹ Die Interessen der anlageorientierten Aktionäre stehen den Folgen eines Delisting somit diametral entgegen. Insofern stellt sich die Frage der Schutzwürdigkeit der Aktionärsinteressen und wie dieser Schutz am effektivsten verwirklicht werden kann. Die Auswirkungen eines Delisting sind daher juristisch insbesondere unter dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes zu betrachten. Die Anleger sind aber zugleich Aktionäre der börsennotierten Gesellschaft. Das Delisting stellt sich als Schnittstelle zwischen dem Gesellschaftsrecht und dem Kapitalmarktrecht dar.

Gerade aufgrund dieser Schnittstelle und insbesondere unter dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes war das Delisting in den letzten Jahrzehnten vielfach Gegenstand des juristischen Schrifttums und der Recht-

5 *Gajo*, AG 2017, R90, R90 f. Dies aufgrund fehlender innovativer Ansätze bezweifelnd *Bösl*, CF 2017, 23, 29; *Scharpf/Bandur*, AG 2017, R55, R55. Vgl. zur normativen Anknüpfung des Marktsegments »Scale« §§ 16 ff. AGB FWB (Stand: 03.01.2018).

6 *Bösl*, CF 2018, 35, 41 sowie zu den sieben Neuemissionen im regulierten Markt.

7 Vgl. *Brellochs* in: BT-Protokoll-Nr. 18/51 – Wortprotokoll der 51. Sitzung des Finanzausschusses v. 07.09.2015, S. 21 »An sich wollen wir sie [die Unternehmen] ja im regulierten Markt haben, weil das der Markt mit den höchsten Anlegerschutzstandards ist.«.

8 *Casper*, FS Köndgen, 2016, S. 117, 137; *Brellochs*, AG 2014, 633, 633; *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729, 730. Siehe zu den Motiven für einen Börsenrückzug § 1 IV.

9 Aufgrund ihrer Anlageorientierung werden in dieser Arbeit die Begriffe Minderheitsaktionäre und Anleger synonym verwendet.

sprechung.¹⁰ Mangels expliziter gesetzlicher Vorgaben im Hinblick auf die Durchführung eines Delisting war die Macrotron-Entscheidung des BGH¹¹ im Jahr 2002 über ein Jahrzehnt für die Praxis wegweisend. Den in dieser Entscheidung auf gesellschaftsrechtlicher Ebene aufgestellten Schutzmechanismen für die Minderheitsaktionäre wurde vom BVerfG¹² im Jahr 2012 der verfassungsrechtliche Begründungsansatz entzogen. Daraufhin hob der BGH¹³ ein Jahr später seine Macrotron-Grundsätze auf. In der Folge wurde das Delisting an jedem Börsenplatz unter unterschiedlichen Voraussetzungen allein nach Maßgabe der jeweiligen Börsenordnung durchgeführt. Die Medien und die juristische Literatur beherrschten fortan Berichte über »Delisting-Wellen«¹⁴ bzw. einen »Delisting-Sturm«¹⁵ und das Wort Delisting wurde als »Unwort des Jahres«¹⁶ bezeichnet. Der Sturm legte sich, als der Gesetzgeber im November 2015 den im Schrifttum immer stärker verlautbarten Forderungen nach einem gesetzgeberischen Eingreifen nachkam und die das Delisting regelnde Vorschrift des Börsengesetzes änderte.¹⁷

Diese gesetzgeberische Neuregelung, insbesondere vor dem Hintergrund des damit veränderten Anlegerschutzes, zu untersuchen und zu bewerten, soll Gegenstand dieser Arbeit sein. Dabei soll unter anderem beleuchtet werden, ob drohende Kursverluste, ein etwaiges Vertrauen der

-
- 10 Für die Rechtsprechung stellvertretend: BVerfGE 132, 99, 132 ff., »MVS/Lindner«; BGH, ZIP 2013, 2254, 2254 ff., »Frosta«; BGHZ 153, 47, 47 ff., »Macrotron«. Aus der Literatur statt aller: *Casper*, FS Köndgen, 2016, S. 117, 117 ff.; *Adolff/Tieves*, BB 2003, 797, 797 ff.; *Bayer*, NZG 2015, 1169, 1169 ff.; *Eickhoff*, WM 1988, 1713, 1713 ff.; *Groß*, AG 2015, 812, 812 ff.; *Habersack*, JZ 2014, 147, 147 ff.; *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750, 750 ff.; *Klöhn*, NZG 2012, 1041, 1041 ff.; *Schwark/Geiser*, ZHR 161 (1997), 739, 739 ff.
- 11 BGHZ 153, 47, 47 ff., »Macrotron«.
- 12 BVerfGE 132, 99, 99 ff., »MVS/Lindner«.
- 13 BGH, ZIP 2013, 2254, 2254 ff., »Frosta«.
- 14 Aktien- und GmbH-Konzernrecht/*Emmerich*, § 305 AktG, Rn. 10d; *Aders/Muxfeld/Lill*, CF 2015, 389, 389; *Bayer*, ZIP 2015, 853, 856; *Bayer*, NZG 2015, 1169, 1178; *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373, 374; *Cabaras*, Focus-Money 1.10.2014, 66, 66.
- 15 *Bayer/Hoffmann*, AG 2015, R55, R55.
- 16 Siehe DSW-Mitteilungen 10/2014 S. 3 [abrufbar unter: <https://www.dsw-info.de/fileadmin/Redaktion/Newsletter/PDF/2014/DSW-November-2014.pdf> (Stand: 30.11.2018)].
- 17 Statt aller Forderungen: *Bayer*, ZfPW 2015, 163, 219 m.w.N.; *Bayer/Hoffmann*, AG 2013, R371, R374; *Habersack*, JZ 2014, 147, 149; *Stöber*, WM 2014, 1757, 1763; *Wicke*, DNotZ 2015, 488, 497.

Anleger infolge der Börsennotierung oder weitere Begründungsansätze für den Schutz der Anleger beim Delisting streiten. Dadurch soll hinterfragt werden, inwieweit eine gesetzliche Regelung zur Gewährleistung des Anlegerschutzes überhaupt erforderlich ist und wie ein Schutz vor dem Hintergrund der widerstreitenden Interessen erreicht werden kann. Anhand der gesetzlichen Vorschrift des § 39 Abs. 2 bis 6 BörsG wird analysiert, welche Probleme und Unklarheiten durch die gesetzliche Neuregelung gelöst wurden und welche Probleme in der Praxis – sei es aufgrund des schnellen, gesetzgeberischen Handelns oder der gewählten Regelungsansätze – durch sie neu entstanden sind. Zu untersuchen und bewerten ist somit auch, inwieweit der Gesetzgeber bei der Fassung der gesetzlichen Regelung zum Delisting die divergierenden Interessen in einen bestmöglichen Ausgleich gebracht hat.

II. Gang der Untersuchung

Der erste Teil der Arbeit legt die Grundlagen für das Verständnis des Phänomens des Delisting, indem zunächst der Begriff des Delisting in Abgrenzung zu den verschiedenen Erscheinungsformen eines Börsenrückzugs erläutert wird (§ 1 III.), bevor anschließend die Motive für diesen näher betrachtet werden (§ 1 IV.). Nach einer kurzen Darstellung der historischen Entwicklung des Delisting (§ 2) widmet sich § 3 der Arbeit den empirischen Untersuchungen zu den Aktienkursreaktionen auf die Ankündigung einer Delisting-Absicht. Dadurch soll eine empirische Datenlage für die Diskussion um die Schutzwürdigkeit der Interessen der Minderheitsaktionäre beim regulären Delisting bereitgestellt werden. Kurz wird im Anschluss der das Delisting kennzeichnende Interessenkonflikt zwischen den Interessen der Minderheitsaktionäre und des Emittenten sowie des Großaktionärs aufgezeigt, den eine gesetzliche Regelung des Delisting in einen angemessenen Ausgleich bringen sollte (§ 4).

Der zweite Teil der Arbeit analysiert anhand des höherrangigen (§ 6) und einfachen Rechts (§ 7) sowie unter Heranziehung verschiedener wirtschaftlicher sowie systematischer Begründungsansätze (§ 8) das Schutzbedürfnis der Anleger und die Schutzwürdigkeit ihrer Interessen beim regulären Delisting. Nachdem die Frage um die Erforderlichkeit einer anlegerschützenden gesetzlichen Regelung geklärt wurde, gilt es zu untersuchen, auf welche Art und Weise dieser Schutz gewährleistet und der existierende Interessenkonflikt der Beteiligten angemessen gelöst werden

sollte. Hierzu werden die Rechtslagen und entsprechenden Regelungen bezüglich des Delisting in anderen Rechtsordnungen kurz betrachtet, sowie die in Frage kommenden Regulierungsmöglichkeiten zum Schutz der Anlegerinteressen diskutiert (§ 9). Die genauen Hintergründe, die zur Schutzwürdigkeit der Anlegerinteressen führen, können für Diskussionen um die Erforderlichkeit und Ausgestaltung eines Anlegerschutzes in anderen Konstellationen eines Rückzugs von der Börse herangezogen werden. Anschließend wird auf die Wahl der Regulierungsebene Bezug genommen (§ 10).

Im dritten Teil der Arbeit wird die Neuregelung des § 39 BörsG detailliert unter dem Gesichtspunkt des Anlegerschutzes untersucht (§ 11). Dies bildet den Schwerpunkt der Arbeit, wobei letztlich die Frage beantwortet werden soll, ob der Neuregelung der Balanceakt zwischen der Gewährleistung eines effektiven Anlegerschutzes und der Verwirklichung eines optimalen Interessenausgleichs gelingt. Im Rahmen der Analyse werden verschiedene Einzelprobleme der Neuregelung weiter vertieft und Lösungsvorschläge entwickelt. Ein Fokus liegt hierbei auf der gesetzlich vorgesehenen Gegenleistungsgrundlage sowie der Ausgestaltung der Ausnahmetatbestände des § 39 Abs. 3 S. 3, 4 BörsG. Anschließend wird der neben den detaillierten gesetzlichen Regelungen verbleibende Anwendungsbereich der Börsenordnungen näher betrachtet (§ 12). Da für die Anleger effektive Rechtsdurchsetzungsmechanismen von entscheidender Bedeutung sind, wird den von der Neuregelung vorgesehenen Rechtsschutzmöglichkeiten besondere Aufmerksamkeit zuteil (§ 13). Im Rahmen der rechtspolitischen Würdigung der Regelung (§ 14) liegt der Schwerpunkt auf der Diskussion um eine sachgerechte Regulierung von Downlisting-Fällen. Ausgelöst wird diese Analyse durch die empirischen Untersuchungsergebnisse. Der vierte Teil der Arbeit (§ 15) fasst die Ergebnisse thesenartig zusammen.

III. Begriffsbestimmung des Delisting

Als Delisting wird die Beendigung der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem regulierten Markt verstanden.¹⁸ Dabei kann ein Delisting

18 BReg GesEntw Drittes FMFG, BT-Drucks. 13/8933, S. 74 zur ersten gesetzlichen Normierung des Delisting; statt aller: *Groß*, Kapitalmarktrecht § 39 BörsG, Rn. 11; *Heidel/Willamowski*, § 39 BörsG, Rn. 4; *Habersack*, in: Haber-

die verschiedenen im regulierten Markt zugelassenen Wertpapiere betreffen, wobei der Wertpapierbegriff im BörsG nicht definiert wird.¹⁹ Besonders praxisrelevant und juristisch von Bedeutung ist das Delisting von Aktien,²⁰ sodass im Folgenden allein dieses betrachtet wird, sofern nichts anderes kenntlich gemacht wird. Auch die seit November 2015 geltende Fassung des § 39 Abs. 2 BörsG differenziert hinsichtlich der verschiedenen Arten zugelassener Wertpapiere. So ist gemäß § 39 Abs. 2 S. 3 BörsG ein Widerruf für Wertpapiere im Sinne des § 2 Abs. 2 WpÜG an zusätzliche Voraussetzungen geknüpft, während beim Delisting außerhalb dieses Wertpapierbegriffs gemäß § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG ein Widerruf der Zulassung dem Schutz der Anleger nicht widersprechen darf. Dies stellt in diesen Fällen die einzige gesetzliche Vorgabe für die Entscheidung der Börsengeschäftsführung über den Widerrufsanspruch dar.

Die Beendigung der Zulassung der Wertpapiere zum Handel im regulierten Markt ist nicht mit der Beendigung der Notierung zu verwechseln.²¹ Die Zulassung der Wertpapiere gemäß § 32 Abs. 1 BörsG (i.V.m. der BörsZulVO) ist ein der Notierung vorgeschaltetes Marktzugangsverfahren.²² Dies wird sowohl in der Legaldefinition einer börsennotierten Aktiengesellschaft in § 3 Abs. 2 AktG als auch der Legaldefinition der Einführung in § 38 Abs. 1 BörsG deutlich.²³ Die Zulassung der Wertpapiere ist somit notwendige Voraussetzung dafür, dass diese börsennotiert

sack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2018, § 40, Rn. 40.1; *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 20, Rn. 1 f.; *Groß*, ZHR 165 (2001), 141, 145; *Stöber*, BB 2014, 9, 9.

19 Schäfer/Hamann/*Gebhardt*, § 30 BörsG, Rn. 10 (Stand: 1. Lfg., 01/2006); *Groß*, Kapitalmarktrecht § 32 BörsG, Rn. 12; *KMRK/Heidelberg*, § 32 BörsG, Rn. 25.

20 Schäfer/Hamann/*Gebhardt*, § 38 BörsG, Rn. 43 (Stand: 1. Lfg., 01/2006); dies aufgrund der Schnittstelle von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht annehmend *Habersack*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2018, § 40, Rn. 40.1.

21 Auch das BörsG trennt zwischen den Begriffen der Zulassung und der Notierung, vgl. nur §§ 32 Abs. 1, 38 Abs. 1, 48, 52 BörsG. Nach *Schanz*, Börseneinführung, § 12 Rn. 1 ist unter der Börsennotierung die erstmalige Feststellung eines Börsenkurses zu verstehen.

22 *Groß*, Kapitalmarktrecht, § 32 BörsG, Rn. 7; *KMRK/Heidelberg*, § 32 BörsG, Rn. 19; *Schanz*, Börseneinführung, § 12 Rn. 4; *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 13, Rn. 13; *Klenke*, WM 1995, 1089, 1093 f.

23 *Groß*, Kapitalmarktrecht, § 32 BörsG, Rn. 7.

sein können.²⁴ Folglich endet die Notierung bei Wegfall der Zulassung.²⁵ Der Widerruf der Zulassung der Wertpapiere zum Handel im regulierten Markt ist als *actus contrarius* zur gemäß § 32 Abs. 1 BörsG erforderlichen Zulassung der Wertpapiere zu verstehen und stellt wie diese einen Verwaltungsakt dar.²⁶

Neben dem Begriff des Delisting und des Börsenrückzugs bzw. -austritts wird die Beendigung der Börsenzulassung auch unter dem Begriff des *Going Private* diskutiert.²⁷ Das *Going Private* zeichnet sich nach seinem ursprünglichen, amerikanischen Verständnis durch den Wechsel einer »public company« in eine »private company« aus.²⁸ Der Begriff des *Going Private* umfasst folglich den wirtschaftlichen Gesamtvorgang eines Börsenrückzugs, ohne hinsichtlich der genauen Vorgehensweise bzw. Realisierungsmaßnahme zu differenzieren.²⁹ Mit dem Börsenrückzug einher gehen beim *Going Private* häufig Umstrukturierungen dergestalt, dass die Anzahl der Gesellschafter verringert und somit die Eigentümerstruktur konzentriert wird.³⁰ Dementsprechend kann ein Delisting den Teil einer *Going Private*-Maßnahme darstellen, durch den die Zulassung der Wertpapiere zum Handel im regulierten Markt beendet wird.³¹ Die Begriffe Delisting und *Going Private* sind daher nicht synonym zu verstehen,³²

24 *Groß*, Kapitalmarktrecht, § 32 BörsG, Rn. 7; *KMRK/Heidelberg*, § 32 BörsG, Rn. 19.

25 *Groß*, Kapitalmarktrecht, § 39 BörsG, Rn. 11.

26 Statt aller: Schäfer/Hamann/Gebhardt, § 38 BörsG, Rn. 61 (Stand: 1. Lfg., 01/2006); *Groß*, Kapitalmarktrecht, § 39 BörsG, Rn. 14.

27 Darauf hinweisend: *Groß*, Kapitalmarktrecht § 39 BörsG, Rn. 11; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 168; *Eisele/Walter*, zfbf 2006, 807, 808; *Land/Hasselbach*, DB 2000, 557, 557.

28 *Eckhold*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 2018, § 61, Rn. 61.1; v. *Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 2012, S. 435 ff.; *Richard/Weinheimer/Richard*, Kapitel 1, S. 25; *Thomas*, Delisting und Aktienrecht, 2009, S. 34; *DeAngelo/DeAngelo/Rice*, J. Law. Econ. 1984, 367, 367; *Land/Hasselbach*, DB 2000, 557, 557; *Richard/Weinheimer*, BB 1999, 1613, 1613.

29 *Eckhold*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 2018, § 61, Rn. 61.1; *Thomas*, Delisting und Aktienrecht, 2009, S. 34. Zu den verschiedenen Techniken des *Going Private*: *Even/Vera*, DStR 2002, 1315, 1315 ff. die zwischen regulärem, kalten Delisting und Begleitmaßnahmen differenzieren.

30 *Even/Vera*, DStR 2002, 1315, 1315.

31 *Land/Hasselbach*, DB 2000, 557, 557; *Richard/Weinheimer*, BB 1999, 1613, 1613; *Stöber*, BB 2014, 9, 9.

32 *Thomas*, Delisting und Aktienrecht, 2009, S. 34; *Richard/Weinheimer*, BB 1999, 1613, 1613; *Wirth/Arnold*, ZIP 2000, 111, 112. Die Begriffe synonym

vielmehr lässt sich das Delisting als Unterfall eines *Going Private* begreifen.³³ Daneben wird das Delisting auch als *Going Dark* bezeichnet, da viele kapitalmarktrechtliche Informations- und Publizitätspflichten an die Zulassung zum regulierten Markt anknüpfen und folglich bei einem Delisting entfallen, sodass sich die Aktionäre in einer »Informationsleere« wiederfinden.³⁴

Unabhängig von den verschiedenen Bezeichnungen für das Phänomen des Delisting sind einige Erscheinungsformen zu unterscheiden. Eine erste Differenzierung erfolgt anhand der Person des Handelnden. So kann der Rückzug vom regulierten Markt von Amts wegen nach § 39 Abs. 1 BörsG durch und auf Initiative der Geschäftsführung der Börse erfolgen. Daneben ist ein Börsenrückzug aufgrund eines Antrags des Emittenten möglich. In diesem Fall ist die Zulässigkeit des Antrags anhand des seit November 2015 neu geregelten § 39 Abs. 2 bis 6 BörsG zu beurteilen. Eine weitere Möglichkeit, den Rückzug von der Börse anzutreten, stellt das sogenannte kalte Delisting infolge von gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen dar, wobei die Börsenzulassung zumeist *ipso iure* erlischt.³⁵

1. Delisting auf Antrag des Emittenten

a. Reguläres Delisting und Teildelisting

Beim regulären Delisting betrifft der Rückzug von der Börse sämtliche zuvor zum Handel im regulierten Markt zugelassene Wertpapiere und wird allein auf Initiative des Emittenten herbeigeführt.³⁶ Die Zulassung

verwendend: *Kümpel/Hammen*, Börsenrecht, 2003, S. 206; *Mülbart*, ZHR 165 (2001), 104, 105; *Steck*, AG 1998, 460, 460.

33 *Heidel/Heidel/Lochner*, Vor §§ 327a ff. AktG, Rn. 4; *Richard/Weinheimer/Oetker/Heise*, Kapitel 5 I, S. 353; *Thomas*, Delisting und Aktienrecht, 2009, S. 34; *Pluskat*, FinanzB 2002, 592, 592; *Stöber*, BB 2014, 9, 9.

34 *Bayer/Hoffmann*, AG 2013, R371, R373 mit weitergehenden Ausführungen zur Rechtslage in den USA; *Wackerbarth*, WM 2012, 2077, 2077; siehe auch: *Leuz/Triantis/Wang*, J. Account. Econ. 2008, 181, 182 ff.; *Marosi/Massoud*, J. Financ. Quant. Anal. 42 (2007), 421, 423 f.; insgesamt zur Situation in den USA *Fried*, U. Chi. L. Rev. 2009, 135; 135 ff.

35 *Funke*, Minderheitenschutz im Aktienrecht beim »kalten« Delisting, 2005, S. 37 f.; *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 20, Rn. 3; vgl. auch § 1 III. 3.

36 BGHZ 153, 47, 53, »Macrotron«.

sämtlicher Wertpapiere wird widerrufen, sodass nach einem vollzogenen, regulären Delisting die Gesellschaft nicht mehr börsennotiert ist. Das reguläre Delisting ist nunmehr an den Voraussetzungen der § 39 Abs. 2 bis 6 BörsG zu messen. Es erfolgt auf Antrag des Emittenten und somit freiwillig, weshalb es teilweise auch als freiwilliges Delisting bezeichnet wird.³⁷

Zu unterscheiden ist das reguläre Delisting vom partiellen Delisting oder Teildelisting. Bei letzterem widerruft eine Gesellschaft, die an mehreren Börsen Aktien zugelassen hat, lediglich an einem oder mehreren Börsenhandelsplätzen die Zulassung, hält die Zulassung ihrer Aktien zum Handel im regulierten Markt aber weiterhin noch an mindestens einer Börse aufrecht.³⁸ Reduziert wird somit allein die Anzahl der Börsenhandelsplätze, an denen die Wertpapiere des Unternehmens zum Handel zugelassen sind. Daher wird dieses Vorgehen teilweise unter dem Stichwort Börsenpräsenzreduktion diskutiert.³⁹ Dabei kann weiter zwischen einem Teildelisting allein innerhalb von Deutschland und einem mit Auslandsbezug differenziert werden, abhängig davon, in welchem Land sich die fortbestehenden Zulassungen der Wertpapiere befinden.

b. Downlisting in den Freiverkehr

Als Downlisting wird im juristischen Schrifttum mehrheitlich, und so auch in dieser Arbeit, der Wechsel aus dem regulierten Markt in den Freiverkehr verstanden.⁴⁰ Der Freiverkehr ist eine privatrechtlich organisierte Handelsplattform,⁴¹ die die Börse nach § 48 Abs. 1 S. 1 BörsG durch den

37 *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 20, Rn. 3; vgl. zu weiteren Bezeichnungen auch *Kastl*, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, 2016, S. 46.

38 *Baumbach/Hopt/Kumpfan*, § 39 BörsG, Rn. 2; *Eckhold*, in: *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, 2018, § 61, Rn. 61.18; *Groß*, ZHR 165 (2001), 141, 153; *Paschos/Klaaßen*, ZIP 2013, 154, 154; *Pfüllner/Anders*, NZG 2003, 459, 460.

39 *KMRK/Heidelbach*, § 39 BörsG, Rn. 17; *Stöber*, BB 2014, 9, 9.

40 *BeschlussE FinanzA*, BT-Drucks. 18/6220, S. 84; *Habersack*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2018, § 40, Rn. 40.4; *Aders/Muxfeld/Lill*, CF 2015, 389, 390; *Bayer*, ZfPW 2015, 163, 186; *Karami/Schuster*, CF 2016, 106, 106; *Paschos/Klaaßen*, ZIP 2013, 154, 154; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2009, 807, 807; *Roßkopf*, ZGR 2014, 487, 489.

41 *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 13, Rn. 15.

Börsenträger zulassen kann. Der Freiverkehr stellt somit wie der regulierte Markt eine Möglichkeit dar, Wertpapiere unter der Geltung gewisser Regeln zu handeln, sieht aber diesbezüglich geringere Anforderungen als der regulierte Markt vor. Trotz seiner privatrechtlichen Organisation mittels der vom Börsenrat erlassenen Geschäftsbedingungen für den jeweiligen Freiverkehr, wird die Preisermittlung im Freiverkehr von der Börsenaufsichtsbehörde und der Handelsüberwachungsstelle überwacht.⁴² Der Freiverkehr untersteht nicht der Aufsicht der BaFin, jedoch verfolgt sie die Einhaltung des Verbots der Marktmanipulation sowie die ordnungsgemäße Veröffentlichung von Insiderinformationen nach der MAR auch innerhalb des Freiverkehrs.⁴³ Dies setzt voraus, dass der Anwendungsbereich der MAR eröffnet ist. Für die Begrifflichkeit des Downlisting ist unerheblich, ob die Aktien anschließend im einfachen oder qualifizierten Freiverkehr einbezogen werden. Ob dies für den Anlegerschutz auch gilt, wird im Folgenden zu untersuchen sein.⁴⁴

Abzugrenzen ist das Downlisting vom sogenannten Downgrading, worunter in dieser Arbeit der Wechsel der Aktien innerhalb eines Handelssegments verstanden wird,⁴⁵ also beispielsweise ein Wechsel innerhalb des regulierten Marktes der Frankfurter Wertpapierbörse vom Teilsegment *Prime Standard* in den *General Standard*, aber auch ein Wechsel zwischen unterschiedlichen Freiverkehrsegmenten, also beispielsweise aus einem Qualitätssegment des Freiverkehrs (an der FWB: »Scale«, an der Börse München: »m:access«) in den einfachen Freiverkehr (an der FWB: »Quotation Board«, an der Börse München: »Freiverkehr«).

42 *Groß*, Kapitalmarktrecht, § 48 BörsG, Rn. 9; siehe auch § 48 Abs. 2, 3 i.V.m. § 3 Abs. 1 BörsG.

43 *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 981.

44 Siehe § 14 II. 2.

45 So auch: *KMRK/Heidelbach*, § 39 BörsG, Rn. 11; *Aders/Muxfeld/Lill*, CF 2015, 389, 390; *Bayer*, ZfPW 2015, 163, 186 Fn. 218; *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373, 376; *Karami/Schuster*, CF 2016, 106, 106; *Schlitt*, ZIP 2004, 533, 541; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2009, 807, 813. Ein anderes Verständnis zugrunde legend: BVerfGE 132, 99, 105, »MVS/Lindner« bezeichnet den Wechsel vom regulierten Markt in ein Qualitätssegment des Freiverkehrs als »Downgrading«; ebenso: *Rutz*, Delisting und Downgrading, 2015, S. 27; *Bayer/Hoffmann*, AG 2014, R3, R3; *Bayer/Hoffmann*, AG 2013, R371, R371; *Bungert/Wettich*, DB 2012, 2265, 2266; *Schwark/Geiser*, ZHR 161 (1997), 739, 743; *Wicke*, DNotZ 2015, 488, 497. Beide Situationen als Downlisting bezeichnend *Heldt/Royé*, AG 2012, 660, 661.

Im weiteren Verlauf der Arbeit soll unter anderem analysiert werden, inwieweit die Besonderheiten des Downlisting im Rahmen der Neueregulierung berücksichtigt werden, ob also nunmehr beim Downlisting ein angemessener Ausgleich zwischen dem Anlegerschutz und dem Rückzugsinteresse des Emittenten besteht.⁴⁶

c. Rückzug aus dem Freiverkehr

Die Einbeziehung der Aktien in den Freiverkehr erfolgt nach den Voraussetzungen der jeweiligen Geschäftsbedingungen für den Freiverkehr, den Freiverkehr-AGB. Nach diesen kann, je nach Marktsegment, eine Einbeziehung der Aktien in den Freiverkehr auch ohne das Wissen des Emittenten geschehen.⁴⁷ Eine Einbeziehung der Wertpapiere in den einfachen Freiverkehr erfolgt ohne Antrag oder sonstige Einflussnahme des Emittenten. Sie kann vielmehr von einem zum Handel zugelassenen Teilnehmer gestellt werden oder die Wertpapiere werden ohne Antrag einbezogen.⁴⁸ Eine Kündigung der Einbeziehung kann nur durch den Börsenträger oder einen antragstellenden Teilnehmer erfolgen,⁴⁹ sodass neben der Einbeziehung auch der Rückzug aus dem einfachen Freiverkehr ohne Mitwirkung des Emittenten erfolgt.⁵⁰ Einige Börsen haben innerhalb des Marktsegments Freiverkehr sogenannte Qualitätssegmente eingerichtet. Bei diesen waren vor Geltung der MAR manche Informations- und Publizitätsvorschriften an den Standard des regulierten Marktes angenähert.⁵¹ Sofern die

46 Siehe dazu die Überlegungen im § 14 II. 2.

47 Für den Freiverkehr der FWB vgl. § 10 AGB FWB (Stand: 03.01.2018). Aus dem Schrifttum: *Groß*, Kapitalmarktrecht, § 48 BörsG, Rn. 5; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 120; *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 13, Rn. 16.

48 Vgl. bspw. § 10 Abs. 1 und 2 AGB FWB (Stand: 03.01.2018). Sowie die Ausführungen unter § 14 II. 2. b. bb. unter Bezugnahme auf die Freiverkehr-Regulieren der anderen Börsen.

49 Vgl. bspw. § 14 Abs. 1 AGB FWB (Stand: 03.01.2018).

50 *Both*, Delisting, 2006, S. 13; *Linnerz/Freyling*, BB 2017, 1354, 1355; *Mülbert*, ZHR 165 (2001), 104, 107; *Pfüller/Anders*, NZG 2003, 459, 460.

51 Vgl. zu den Informations- und Publizitätsvorschriften in den Qualitätssegmenten nur beispielhaft § 19 AGB FWB (Stand: 18.12.2015); sowie für eine gute Übersicht der verschiedenen Freiverkehr-AGB vor Geltung der MAR *Karami/Schuster*, Eine empirische Analyse des Kurs- und Liquiditätseffekts auf die Ankündigung eines Börsenrückzugs am deutschen Kapitalmarkt im Lichte der

Einbeziehung in den Freiverkehr mit Zustimmung des Emittenten erfolgt,⁵² gelten seit dem 03.07.2016 die Vorschriften der MAR, die unter anderem Verpflichtungen zur Veröffentlichung von Insiderinformationen aufstellen.⁵³ Ein Rückzug aus einem Qualitätssegment gestaltet sich wie beim Rückzug aus dem einfachen Freiverkehr durch Kündigung nach den Voraussetzungen der jeweiligen Freiverkehr-AGB.⁵⁴ Der Rückzug aus dem qualifizierten Freiverkehr ist demnach auf Initiative des Emittenten möglich. Die Vorschrift § 39 BörsG regelt lediglich den Widerruf der Zulassung vom Handel im regulierten Markt, sodass sie keine Aussage über Rückzüge aus dem Freiverkehr trifft, dies stellt § 48 Abs. 3 S. 2 BörsG ausdrücklich klar. Der Rückzug aus dem Freiverkehr obliegt vielmehr den privatrechtlichen Regelungen der Börsen. Inwieweit auch bei diesen nach geltender Rechtslage die Belange des Anlegerschutzes gewahrt werden, soll in dieser Arbeit nicht vertieft untersucht werden.⁵⁵ Vielmehr liegt der Schwerpunkt auf der kritischen Beleuchtung der Neuregelung des § 39 BörsG.

2. Delisting von Amts wegen

Das Delisting von Amts wegen gemäß § 39 Abs. 1 BörsG wird auch als Zwangsdelisting bezeichnet.⁵⁶ Da der Widerruf der Börsenzulassung ein Verwaltungsakt ist,⁵⁷ kann ein Delisting von Amts wegen auch nach den

»FRoSTA«-Entscheidung des BGH, S. 9 f. [abrufbar unter: <http://www.bewertung-im-recht.de> (Stand: 30.11.2018)].

52 In den deutschen qualifizierten Freiverkehrsegmenten ist dies stets der Fall, vgl. nur beispielhaft: *Verse*, FS Baums, 2017, S. 1317, 1319; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 595.

53 Entsprechend verzichten die Freiverkehr-AGB nunmehr auf die Festschreibung der Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht und beschränken sich bei der Normierung der Zulassungsfolgepflichten etwa auf die Pflicht zur Veröffentlichung von Jahresabschluss und Lagebericht, vgl. beispielhaft § 21 AGB FWB (Stand: 03.01.2018).

54 Siehe etwa beispielhaft § 27 AGB FWB (Stand: 03.01.2018) für eine Kündigung der Einbeziehung in »Scale«.

55 Vgl. aber die Ausführungen im Rahmen der rechtspolitischen Würdigung § 14 II 3.

56 *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 20, Rn. 5.

57 Schäfer/Hamann/*Gebhardt*, § 38 BörsG, Rn. 61 (Stand: 1. Lfg., 01/2006); *Groß*, Kapitalmarktrecht § 39 BörsG, Rn. 14; *Baumbach/Hopt/Kumpan*, § 39 BörsG, Rn. 15.

Vorschriften der §§ 48, 49 VwVfG erfolgen, wie § 39 Abs. 1 BörsG ausdrücklich klarstellt. Gemäß § 39 Abs. 1 BörsG entscheidet die Börsengeschäftsführung ansonsten über den Widerruf der Zulassung im pflichtgemäßen Ermessen, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel auf Dauer nicht mehr gewährleistet ist und die Börsengeschäftsführung die Notierung im regulierten Markt eingestellt hat oder der Emittent seine Pflichten aus der Zulassung auch nach einer angemessenen Frist nicht erfüllt. Nach dem Börsengesetz bestehen somit zwei Alternativen eines Delisting von Amts wegen.

3. Kaltes Delisting

Wird das Ende der Börsennotierung durch eine gesellschaftsrechtliche Umstrukturierung erreicht, wird dies als kaltes Delisting bezeichnet.⁵⁸ Dieses kann auf verschiedene Art und Weise vollzogen werden.⁵⁹ Die meisten Strukturmaßnahmen kennzeichnet, dass der Zulassungsverwaltungsakt durch Erledigung gemäß § 43 Abs. 2 VwVfG erlischt, sodass die Zulassung der Wertpapiere zum Handel im regulierten Markt beim kalten Delisting *ipso iure* endet.⁶⁰ Einerseits ist dies durch einen Formwechsel möglich. Gemäß § 202 Abs. 1 Nr. 1 UmwG besteht die formwechselnde Gesellschaft in der im Umwandlungsbeschluss bestimmten Rechtsform weiter. Sofern deren Anteile nicht an der Börse zugelassen sein können, sind die ursprünglich börsennotierten Aktien nach der Umwandlung nicht mehr existent.⁶¹ Ebenso erlöschen die Aktien einer übertragenden Gesellschaft nach § 20 Abs. 1 Nr. 2 S. 1 UmwG bei einer Verschmelzung, gleiches gilt bei einer Aufspaltung nach § 131 Abs. 1 Nr. 2 S. 1 UmwG.⁶²

58 *Eckhold*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 2018, § 61, Rn. 61.82; *Habersack*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2018, § 40, Rn. 40.1; *Langenbacher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 20, Rn. 3; *Even/Vera*, DStR 2002, 1315, 1317; *Mülbert*, ZHR 165 (2001), 104, 105; *Pfüller/Anders*, NZG 2003, 459, 460; *Streit*, ZIP 2002, 1279, 1280.

59 Vgl. zu den verschiedenen Erscheinungsformen ausführlicher: *Kastl*, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, 2016, S. 54 ff.; *Even/Vera*, DStR 2002, 1315, 1317 f.; *Pluskat*, WM 2002, 833, 833.

60 *Groß*, Kapitalmarktrecht, § 39 BörsG, Rn. 4, 12, 12a; sowie *Groß*, ZHR 165 (2001), 141, 149 ff.

61 *Groß*, Kapitalmarktrecht § 39 BörsG, Rn. 12.

62 *Groß*, Kapitalmarktrecht, § 39 BörsG, Rn. 12a.

Weitere Formen des kalten Delisting bestehen in der Eingliederung nach den §§ 319 ff. AktG und einem Squeeze-out nach den §§ 327a ff. AktG sowie dem übernahmerechtlichen Squeeze-out nach § 39b Abs. 5 S. 3 WpÜG.⁶³ Bei der Eingliederung sowie dem Squeeze-out erlischt der Zulassungsverwaltungsakt nicht gemäß § 43 Abs. 2 VwVfG *ipso iure*, vielmehr ist in diesen Fällen ein Widerrufsverwaltungsakt der Börsengeschäftsführung erforderlich.⁶⁴

IV. Motive und wirtschaftliche Hintergründe für einen Börsenrückzug

Ein reguläres Delisting beendet die Zulassung der Aktien zum Handel im regulierten Markt, sodass aus einer zuvor börsennotierten Gesellschaft eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft wird.⁶⁵ Ebenso wie für den Gang an die Börse kommen für den Wunsch des Emittenten, die Zulassung zu widerrufen, verschiedene Beweggründe in Betracht.⁶⁶ Häufig wird ein Motivbündel den Vorstand der Aktiengesellschaft zur Stellung eines Widerrufsanspruchs nach § 39 Abs. 2 BörsG bei der Börsengeschäftsführung bewegen.⁶⁷

63 *Groß*, Kapitalmarktrecht § 39 BörsG, Rn. 13.

64 *Groß*, Kapitalmarktrecht § 39 BörsG, Rn. 13; *Habersack*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2018, § 40, Rn. 40.37; *Krolop*, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt (Delisting), 2005, S. 47; *Grunewald*, ZIP 2004, 542, 542; **a.A.**: für Erledigung *ipso iure*: *Adolff/Tieves*, BB 2003, 797, 805; *Pluskat*, BKR 2007, 54, 55; *Schlitt*, ZIP 2004, 533, 540.

65 Die Darstellung der Motive bezieht sich auf das reguläre Delisting. Vgl. zu den Motiven eines Downlisting *Pasch/Schmeling/Starke*, CF 2015, 295, 295 ff.

66 Vgl. zu den Motiven für einen Börsengang bspw. die Darstellungen bei *Schanz*, Börseneinführung, § 2; *Kastl*, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, 2016, S. 67 ff.

67 *Ernemann*, Das Reguläre Delisting, 2006, S. 15; *Thomas*, Delisting und Aktienrecht, 2009, S. 70; *Eisele/Walter*, zfbf 2006, 807, 829, deren Untersuchung auf Befragungen von Unternehmen, die sich im Zeitraum von 1995 bis 2002 in Deutschland von der Börse zurückgezogen haben, basieren, wobei bei der Auswertung der Ergebnisse berücksichtigt werden muss, dass auch Fälle des Squeeze-outs und Unternehmensübernahmen miteingeschlossen sind und somit nicht ausschließlich das Delisting als Maßnahme des Börsenrückzugs berücksichtigt wurde; *Richard/Weinheimer*, BB 1999, 1613, 1619 weisen darauf hin, dass die einem Delisting zugrunde liegenden Motive des Emittenten für die Börsengeschäftsführung bei Bearbeitung des Widerrufsanspruchs keinerlei Auswirkung und Bedeutung haben.

1. Funktionslosigkeit der Börsennotierung

Die Börsenzulassung und –notierung bietet viele Vorteile für den Vorstand und die Aktionäre.⁶⁸ Der durch die Zulassung an einer Börse erweiterte Zugang zu Finanzierungsquellen zur Erhöhung des Eigenkapitals bringt Vorteile für die gesamte Gesellschaft.⁶⁹ Zudem ist die Börsennotierung mit einer erhöhten Liquidität der Anteile verbunden. Auch werden börsennotierte Unternehmen, nicht zuletzt aufgrund der erweiterten Publizitätspflichten, stärker in der Öffentlichkeit wahrgenommen. Dadurch wird zum einen ihr Markenimage und Prestige und somit ihr Unternehmenswert gefördert, zum anderen kann eine erhöhte öffentliche Wahrnehmung die Suche nach qualifizierten Mitarbeitern erleichtern.⁷⁰ Ein Wunsch zu delisten kann sich ergeben, sofern die mit der Börsennotierung verfolgten unternehmerischen Ziele nicht erreicht werden können oder müssen.⁷¹ Diese Unternehmen, bei denen die Vorteile einer Börsennotierung, also insbesondere die Kapitalbeschaffungs-, Liquiditäts-, Bewertungs- und Kontrollfunktion der Börse, nicht oder nicht mehr gegeben sind und damit kein Bedürfnis für eine weitere Börsennotierung besteht, werden auch als Unternehmen mit »funktionsloser Börsennotiz«⁷² bezeichnet.⁷³ Sie haben gewissermaßen keinen Bedarf an einem fortbestehenden Börsenhandel.⁷⁴

68 Richard/Weinheimer/*Richard*, Kapitel 1, S. 25. Zu den Vor- und Nachteilen eines IPO siehe auch *Schanz*, Börseneinführung, § 2.

69 *Bröcker*, in: Claussen, Bank- und Börsenrecht, 2014, § 6, Rn. 9; *Rutz*, Delisting und Downgrading, 2015, S. 31; *Aders/Muxfeld/Lill*, CF 2015, 389, 391; *Harner/Heidemann*, DStR 1999, 254, 254; *Krämer/Theiß*, AG 2003, 225, 226. Nach *Schlote/Schmitt*, HV-Praxis 2015, 26, 26 sind die sich beim Börsengang ergebenden Kosten für die betroffenen Unternehmen dagegen kein gravierender oder gar hindernder Gesichtspunkt.

70 *Schanz*, Börseneinführung, § 2, Rn. 9; *Aders/Muxfeld/Lill*, CF 2015, 389, 391.

71 *Kleindiek*, FS Bezzenberger, 2000, S. 653, 654; Richard/Weinheimer/*Richard*, Kapitel 1, S. 26; *Kleppe*, Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse, 2002, S. 15; *Probst*, Rechtsfragen des regulären Börsenrückzugs, 2013, S. 18; *Thomas*, Delisting und Aktienrecht, 2009, S. 37; *Krämer/Theiß*, AG 2003, 225, 226; *Morell*, ZBB 2016, 67, 70; *Zetzsche*, Going dark under German Law, <http://ssrn.com/abstract=2387712> (Stand: 30.11.2018) S. 1.

72 Richard/Weinheimer/*Richard*, Kapitel 1, S. 26; *Richard/Weinheimer*, BB 1999, 1613, 1619.

73 Richard/Weinheimer/*Richard*, Kapitel 1, S. 26; *Probst*, Rechtsfragen des regulären Börsenrückzugs, 2013, S. 19; *Thomas*, Delisting und Aktienrecht, 2009,

a. Nachteile der Börsenöffentlichkeit

Die verstärkte Wahrnehmung des Unternehmens in der Öffentlichkeit kann sich für das Unternehmen demgegenüber auch als Belastung darstellen, wenn Außenstehende oder der Markt als solcher eine bestimmte Erwartungshaltung an die Performance des Unternehmens haben und auf diese Weise ein Erfolgsdruck entsteht.⁷⁵ Denkbar ist zudem ein Wettbewerbsnachteil gegenüber nicht börsennotierten Konkurrenzunternehmen, die aufgrund der Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformation und anderen kapitalmarktrechtlichen Mitteilungspflichten leichter und kostengünstig an Unternehmensinterna gelangen können.⁷⁶ Bei nicht vorhandener Börsennotierung der Konkurrenz besteht kein wechselseitiges Verhältnis der Informationsbezugs, wodurch der Wettbewerbsnachteil entstehen kann.

b. Wegfall der Bewertungsfunktion der Börse

Daneben kann sich die Unternehmenssituation derart verändern, dass sich die Liquidität der Gesellschaft stark verringert. Häufig wird der Börsenkurs bei geringer Liquidität der Unternehmensanteile, insbesondere im Zusammenspiel mit einer bestehenden Marktengpass, nicht mehr den Unternehmenswert widerspiegeln.⁷⁷ Es kann zu sprunghaften Kursveränderungen kommen.⁷⁸ Die Bewertungsfunktion der Börse versagt für diese Un-

S. 71; *Eisele/Walter*, zfbf 2006, 807, 814 f. weisen darauf hin, dass die an ihrer Umfrage teilnehmenden Unternehmen auf die Finanzierungs- und Kapitalbeschaffungsfunktion der Börse nicht stark angewiesen waren und diesem Motiv keine hohe Relevanz zusprachen, was jedoch bei kleineren Unternehmen anders zu sein scheint. Siehe auch *Pfüller/Anders*, NZG 2003, 459, 460; *Richard/Weinheimer*, BB 1999, 1613, 1619 (alle m.w.N.).

74 *Richard/Weinheimer*, BB 1999, 1613, 1619; *Krämer/Theiß*, AG 2003, 225, 226.

75 *Kümpel/Hammen*, Börsenrecht, 2003, S. 201.

76 *Richard/Weinheimer/Oetker/Heise*, Kapitel 5 I, S. 357; *Both*, Delisting, 2006, S. 38; *Ernemann*, Das Reguläre Delisting, 2006, S. 19; *Kleppe*, Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse, 2002, S. 19; *Pasch/Schmeling/Starke*, CF 2015, 295, 297.

77 *Richard/Weinheimer/Richard*, Kapitel 1, S. 27; *Grupp*, Börseneintritt und Börsenaustritt, 1995, S. 102; *Richard/Weinheimer*, BB 1999, 1613, 1619 f.

78 *Krolop*, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt (Delisting), 2005, S. 11; *Stöber*, BB 2014, 9, 10.

ternehmen. Im Falle einer Unterbewertung der Gesellschaft besteht das Risiko feindlicher Übernahmen, da die Aktien im Verhältnis zu ihrem wahren Wert zu sehr günstigen Konditionen übernommen werden können.⁷⁹ Durch ein Delisting kann dieser Gefahr, die umso größer ist, je stärker die Unterbewertung ausfällt, begegnet werden.⁸⁰ Bei Gesellschaften, bei denen Umstrukturierungsbedarf besteht, kann der Vorstand sich ebenfalls für ein Delisting aussprechen, da Strukturmaßnahmen in nicht börsennotierten Gesellschaften besser und zudem fernab der Börsenöffentlichkeit und der Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen sozusagen »geräuschlos«⁸¹ umgesetzt werden können.⁸² Häufig werden Delistings auch innerhalb von Konzernen angestrebt, um eine doppelte Börsenzulassung von Mutter- und Tochtergesellschaft zu vermeiden.⁸³

c. Folgen fehlender Kontroll- und Anreizstrukturen

Bei Gesellschaften mit einem großen Streubesitz können unausgeschöpfte Wertpotentiale entstehen.⁸⁴ Diese stellen eine Folge von fehlenden Kontroll- bzw. Anreizstrukturen in der Gesellschaft dar.⁸⁵ Der einzelne Aktionär wird von einer Kontrolle der Gesellschaft eher Abstand nehmen, wenn er als Einzelner die Kosten der Kontrolle vollständig trägt, aber die Ge-

79 Grupp, Börseneintritt und Börsenaustritt, S. 103; *Probst*, Rechtsfragen des regulären Börsenrückzugs, 2013, S. 19; *Thomas*, Delisting und Aktienrecht, 2009, S. 76.

80 *Gutte*, Das reguläre Delisting von Aktien, 2006, S. 33; *Probst*, Rechtsfragen des regulären Börsenrückzugs, 2013, S. 19; *Land/Hasselbach*, DB 2000, 557, 557; *Pfüller/Anders*, NZG 2003, 459, 461; *Schmitt/Süßmann*, BB 2014, 1451, 1452; *Steck*, AG 1998, 460, 460; *Streit*, ZIP 2002, 1279, 1280; *Vollmer/Grupp*, ZGR 1995, 459, 474.

81 *Krämer/Theiß*, AG 2003, 225, 226; *Streit*, ZIP 2002, 1279, 1280.

82 *Richard/Weinheimer/Graf von Bassewitz/Bonn*, Kapitel 4 II., S. 317; *Krolop*, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt (Delisting), 2005, S. 13; *Probst*, Rechtsfragen des regulären Börsenrückzugs, 2013, S. 20; *Rutz*, Delisting und Downgrading, 2015, S. 34; *Beermann/Masucci*, FinanzB 2000, 705, 705; *Krämer/Theiß*, AG 2003, 225, 226; *Morell*, ZBB 2016, 67, 70; *Pfüller/Anders*, NZG 2003, 459, 462; *Streit*, ZIP 2002, 1279, 1280.

83 *Land/Hasselbach*, DB 2000, 557, 557; *Pfüller/Anders*, NZG 2003, 459, 462.

84 *Richard/Weinheimer/Richard*, Kapitel 1, S. 27; *Ernemann*, Das Reguläre Delisting, 2006, S. 17; *Richard/Weinheimer*, BB 1999, 1613, 1620.

85 *Pfüller/Anders*, NZG 2003, 459, 460; *Richard/Weinheimer*, BB 1999, 1613, 1620.

samtheit aller Aktionäre von seiner Investition profitiert.⁸⁶ Aktiengesellschaften in Deutschland sind häufig durch einen starken Großaktionär geprägt.⁸⁷ Dieser verfolgt regelmäßig unternehmerische und langfristige Interessen und will entsprechend die unausgeschöpften Wertpotentiale optimal nutzen, um an den daraus resultierenden Wertsteigerungen alleine und möglichst ohne viele Streubesitzaktionäre partizipieren zu können.⁸⁸ Bestehen die unausgeschöpften Wertpotentiale in einem Bereich, für den der Kapitalmarkt keinen positiven Effekt bewirkt, so kann ein Delisting für den Großaktionär eine sinnvolle Maßnahme darstellen.⁸⁹ Dieser wird dann beim Vorstand entsprechend auf ein Delisting hinwirken.

2. Kostenstruktur der Börsenzulassung und -notierung

Die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt zieht viele Pflichten nach sich und verursacht dem Emittenten erhebliche Kosten. Sowohl die Zulassung als auch die Einbeziehung von Aktien zum Börsenhandel sowie der Widerruf der Zulassung und der Einbeziehung können nach § 17 Abs. 1 Nr. 3 BörsG i.V.m. der Gebührenordnung mit Kosten verbunden sein.⁹⁰ Daneben fallen jährliche Kosten für die Notie-

86 *Morell*, ZBB 2016, 67, 75, der diese Kollektivhandlungsprobleme der Minderheitsaktionäre näher beschreibt; *Richard/Weinheimer*, BB 1999, 1613, 1620.

87 Vgl. zur Aktionärsstruktur deutscher Aktiengesellschaften: *DAI*, Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2016, S. 2 [abrufbar unter: <https://www.dai.de/de/das-bieten-wir/studien-und-statistiken/studien.html?d=473> (Stand: 30.11.2018)].

88 *Bayer*, ZfPW 2015, 163, 166; v. *Braunschweig*, M&A Review 1999, 165, 165; *Even/Vera*, DStR 2002, 1315, 1315.

89 *Probst*, Rechtsfragen des regulären Börsenrückzugs, 2013, S. 21. *Kastl*, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, 2016, S. 77 sieht unausgeschöpfte Wertpotentiale eher als ein Motiv eines *Going Private* an. Da eine *Going Private* Maßnahme häufig mit Umstrukturierungen verbunden ist, ist dem zuzustimmen. Unausgeschöpfte Wertpotentiale können aber auch für ein reguläres Delisting streiten.

90 Vgl. zu den Kosten eines Börsengangs *Schanz*, Börseneinführung, § 10, Rn. 220 ff. Vgl. auch die Gebührenordnung für die FWB (Stand: 21.11.2016) nach deren Gebührentabellen die Zulassungsgebühr von Aktien zum regulierten Markt 3.000 €; die Einbeziehungsgebühr von Aktien zum regulierten Markt 2.500 € sowie die Widerrufsgebühr 3.000 € beträgt.