

CATHARINA S. VON BERG

# Der Marktrückzug des Emittenten

*Schriften zum  
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht  
53*

---

**Mohr Siebeck**

# Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

53





Catharina S. von Berg

# Der Marktrückzug des Emittenten

Dynamische Marktstrukturregulierung  
im Schnittfeld von Kapitalmarkt- und  
Gesellschaftsrecht

Mohr Siebeck

*Catharina S. von Berg*, geboren 1989; Studium der Rechtswissenschaften an den Universitäten Trier und Hannover; Magister Juris an der Universität Oxford; 2018 Promotion; Referendariat am Landgericht Frankfurt am Main.

Die Drucklegung wurde aus dem Programm „Arbeitskreis Wirtschaft und Recht“ des Stifterverbandes für die Deutsche Wissenschaft gefördert.

ISBN 978-3-16-156404-8 / eISBN 978-3-16-156405-5

DOI 10.1628/978-3-16-156405-5

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480 (Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2018 Mohr Siebeck Tübingen. [www.mohrsiebeck.com](http://www.mohrsiebeck.com)

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Vervielfältigung, Übersetzung sowie die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Spinner in Ottersweier gebunden.

Für Tobias

Thanks for being the reason I smile



# Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2018 vom Promotionsausschuss der juristischen Fakultät der Gottfried Wilhelm Leibniz Universität Hannover als Dissertation angenommen. Die Arbeit entstand im Zeitraum zwischen Dezember 2014 und April 2017 und berücksichtigt Literatur bis Juni 2018.

Mein besonderer Dank gilt Prof. Dr. Buck-Heeb und Prof. Dr. Oppermann für die schnelle Korrektur und die besondere Förderung, die sie mir während meiner akademischen Ausbildung haben zukommen lassen.

Die Arbeit entstand vor, während und nach meinem Magister Juris-Studium an der University of Oxford und ist auf viele Weise durch den dortigen Diskurs beeinflusst. Ohne diesen in jeder Hinsicht einzigartigen Abschnitt meiner Ausbildung hätte die Arbeit in dieser Form nicht entstehen können. Ich möchte mich an dieser Stelle daher nicht nur bei Prof. John Armour und Prof. Luca Enriques für die vielen anspruchsvollen Vorlesungen, Tutorials und Denkanstöße bedanken, sondern auch bei Prof. Dr. Buck-Heeb, Prof. Dr. Oppermann und Prof. Dr. Rüfner, die mir durch Erstellung der Gutachten diese Erfahrungen ermöglicht haben. Nicht unerwähnt lassen möchte ich die Förderung durch die ZEIT-Stiftung Ebelin und Gerd Bucerius, die mich auf monetäre und ideelle Weise bei der Verwirklichung meines Projektes unterstützt hat und ohne die das Projekt sich in dieser Form nicht hätte realisieren lassen. Schließlich möchte ich meinen Freunden und meiner Familie danken, von denen ich stets Zuspruch und Rückhalt erfahren habe.

Meine Promotion war für mich eine in jeglicher Hinsicht lehrreiche und prägende Erfahrung, die ich nicht missen möchte. Ich hoffe, dem Leser diesen spannenden Aspekt der Finanzmarktregulierung auf anschauliche Weise nahe bringen zu können und vielleicht meinerseits den ein oder anderen Denkanstoß geben zu können.

Frankfurt, 28.07.2018

Catharina von Berg



# Inhaltsverzeichnis

|                                                                                        |       |
|----------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| Vorwort .....                                                                          | VII   |
| Abkürzungsverzeichnis .....                                                            | XXVII |
| <br>                                                                                   |       |
| Kapitel 1: Einleitung .....                                                            | 1     |
| § 1 Einführung in die Problematik .....                                                | 2     |
| § 2 Ansatzpunkte und Fragestellung.....                                                | 3     |
| § 3 Thematische Eingrenzung.....                                                       | 6     |
| § 4 Gang der Untersuchung.....                                                         | 6     |
| <br>                                                                                   |       |
| Kapitel 2: Der Marktrückzug als Regulierungsproblem .....                              | 8     |
| § 1 Bedeutungswandel und neue Fragestellungen.....                                     | 8     |
| § 2 Das kapitalmarktrechtliche System der Handelsplätze<br>und Marktsegmente.....      | 13    |
| A. Begrifflichkeiten und Systeme europäischer und deutscher<br>Marktorganisation ..... | 14    |
| B. Die Börse .....                                                                     | 15    |
| I. Zulassung, Zulassungsfolgepflichten und Beteiligungspublizität ....                 | 16    |
| II. Regelpublizität .....                                                              | 18    |
| III. Marktmissbrauchsregulierung .....                                                 | 20    |
| IV. Übernahmeregulierung .....                                                         | 22    |
| V. Der <i>Prime Standard</i> .....                                                     | 23    |
| VI. Zwischenergebnis .....                                                             | 24    |
| C. Der Freiverkehr .....                                                               | 24    |
| I. Bedeutungswandel .....                                                              | 25    |
| II. Der einfache Freiverkehr .....                                                     | 27    |

|                                                                                                   |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| III. Der qualifizierte Freiverkehr .....                                                          | 29 |
| 1. Der <i>Entry Standard</i> und <i>Scale</i> .....                                               | 30 |
| 2. Der <i>m:access</i> und weitere qualifizierte Freiverkehre<br>der Regionalbörsen .....         | 32 |
| 3. Das <i>Quotation Board</i> .....                                                               | 33 |
| 4. Der Neue Markt .....                                                                           | 34 |
| 5. Zwischenergebnis .....                                                                         | 35 |
| IV. Zwischenergebnis .....                                                                        | 35 |
| D. Multilateraler außerbörslicher Handel .....                                                    | 35 |
| E. Zwischenergebnis .....                                                                         | 37 |
| <br>§ 3 <i>Der Einfluss des Gesellschaftsrechts auf den Marktrückzug</i> .....                    | 37 |
| A. Allgemeines Gesellschaftsrecht aus dem Blickwinkel des Marktes .....                           | 37 |
| B. Aktienrechtliche Besonderheiten der Binnenorganisation börsennotierter<br>Gesellschaften ..... | 40 |
| C. Zwischenergebnis .....                                                                         | 42 |
| <br>§ 4 <i>Formen des Marktrückzugs</i> .....                                                     | 42 |
| A. Der reine Marktrückzug .....                                                                   | 43 |
| B. Abgrenzung zum kalten Delisting .....                                                          | 44 |
| C. Abgrenzung zum <i>Going Private</i> .....                                                      | 46 |
| D. Zwischenergebnis .....                                                                         | 47 |
| <br>§ 5 <i>Die Entwicklung der Regulierung des Marktrückzugs</i> .....                            | 48 |
| A. Die Schaffung des § 43 Abs. 4 BörsG a.F. ....                                                  | 48 |
| B. Die <i>Macrotron</i> -Entscheidung des Bundesgerichtshofs .....                                | 49 |
| C. Die Einführung des § 29 Abs. 1 S. 1 HS. 1 Alt. 2 UmwG .....                                    | 53 |
| D. Die Ausdifferenzierung Macrotrons durch die Landesgerichte .....                               | 53 |
| E. Die <i>MSV/Lindner</i> -Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts .....                     | 54 |
| F. Der <i>Frosta</i> -Beschluss des Bundesgerichtshofs .....                                      | 56 |
| G. Novellierungsbestrebungen und § 39 BörsG n.F. ....                                             | 58 |
| H. Zwischenergebnis .....                                                                         | 59 |
| <br>§ 6 <i>Entwicklung der Marktrückzugsregulierung in anderen Jurisdiktionen</i> ..              | 59 |
| A. Die Regulierung des Marktrückzugs in England und Wales .....                                   | 60 |
| I. Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht in England und Wales .....                                | 60 |
| II. Marktorganisation der London Stock Exchange .....                                             | 63 |
| III. Entwicklung der Marktrückzugsregulierung in England und Wales ..                             | 65 |
| IV. Zwischenergebnis .....                                                                        | 66 |

|                                                                                                       |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| B. Die Regulierung des Marktrückzugs in den Vereinigten Staaten von Amerika.....                      | 67  |
| I. Der Wettbewerb der Regelungsgeber und das US-System des Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrechts..... | 67  |
| II. Das Gesellschaftsrecht Delawares.....                                                             | 70  |
| III. Der <i>Securities Act</i> 1933 und der <i>Securities Exchange Act</i> 1934.....                  | 73  |
| IV. Der <i>Sarbanes-Oxley Act</i> 2002 .....                                                          | 75  |
| V. Der <i>Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act</i> 2010 .....                    | 76  |
| VI. Die Entwicklung der Marktrückzugsregulierung in den USA .....                                     | 76  |
| 1. Das Delisting .....                                                                                | 77  |
| 2. Die Deregistrierung .....                                                                          | 77  |
| 3. Zwischenergebnis .....                                                                             | 78  |
| VII. Zwischenergebnis .....                                                                           | 78  |
| C. Zwischenergebnis .....                                                                             | 78  |
| § 7 <i>Cross-Delisting</i> .....                                                                      | 78  |
| § 8 <i>Zwischenergebnis und Fragestellung: Der Marktrückzug als Regulierungsproblem</i> .....         | 80  |
| <br>Kapitel 3: Die Grundsätze der Regulierung.....                                                    | 82  |
| § 1 <i>Begriffsbestimmung</i> .....                                                                   | 82  |
| A. Das Regulierungsraster .....                                                                       | 84  |
| I. Öffentlich-rechtliche Fremdregulierung.....                                                        | 87  |
| II. Privatrechtliche Selbstregulierung.....                                                           | 87  |
| III. Öffentlich-rechtliche Selbstregulierung .....                                                    | 90  |
| IV. Privatrechtliche Fremdregulierung.....                                                            | 92  |
| V. Zwischenergebnis.....                                                                              | 93  |
| B. Regulierungsintensität.....                                                                        | 94  |
| C. Regulierung und Durchsetzung .....                                                                 | 95  |
| D. Zwischenergebnis.....                                                                              | 96  |
| § 2 <i>Effizienz und Distribution in der (Markt-)Regulierung</i> .....                                | 96  |
| A. Ökonomische Grundbegriffe.....                                                                     | 97  |
| B. Effizienz und Distribution in der Marktregulierung.....                                            | 100 |
| C. Zwischenergebnis .....                                                                             | 102 |

|                                                                            |     |
|----------------------------------------------------------------------------|-----|
| <i>§ 3 Effizienz im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht</i> .....         | 102 |
| A. Effizienz im Kapitalmarktrecht .....                                    | 103 |
| I. Funktionsschutz.....                                                    | 103 |
| II. Anlegerschutz.....                                                     | 104 |
| III. Zwischenergebnis.....                                                 | 106 |
| B. Effizienz im Verbandsrecht .....                                        | 106 |
| I. Die Funktion der Gesellschaftsrechtsform .....                          | 106 |
| II. Gesellschaftsrechtliche Interessenkonflikte.....                       | 109 |
| 1. Die Trennung von Eigentum und Kontrolle .....                           | 110 |
| 2. Mehrheits-Minderheitskonflikt.....                                      | 111 |
| 3. Sonstige Interessenkonflikte.....                                       | 113 |
| 4. Zwischenergebnis.....                                                   | 114 |
| III. Zwischenergebnis.....                                                 | 114 |
| C. Zwischenergebnis.....                                                   | 114 |
| <i>§ 4 Regulierung als Antwort auf Marktversagen</i> .....                 | 114 |
| A. Formen des Marktversagens im neoklassischen Modell.....                 | 115 |
| I. Asymmetrische Informationsverteilung .....                              | 115 |
| II. Externalitäten .....                                                   | 117 |
| III. Wettbewerbsverzerrungen.....                                          | 117 |
| IV. Unlauteres Verhalten im Markt .....                                    | 118 |
| V. Zwischenergebnis.....                                                   | 118 |
| B. Marktversagen in der Marktrückzugsregulierung .....                     | 118 |
| C. Zwischenergebnis .....                                                  | 120 |
| <i>§ 5 Regulierung und behavioural finance</i> .....                       | 120 |
| <i>§ 6 Politische und wirtschaftliche Realitäten der Regulierung</i> ..... | 123 |
| A. Neue politische Ökonomie auf Ebene der Gesetzgebung.....                | 123 |
| B. Neue politische Ökonomie auf Ebene der Verwaltung .....                 | 125 |
| C. Neue politische Ökonomie auf Ebene der Rechtsprechung.....              | 127 |
| D. Ressourcenverteilung zwischen Regulierung und Regulierten.....          | 127 |
| E. Zwischenergebnis .....                                                  | 128 |
| <i>§ 7 Gestaltungsmittel</i> .....                                         | 128 |
| A. Regulierungsinstrumente im Marktrecht.....                              | 129 |
| I. Marktzutrittsregelungen .....                                           | 129 |
| II. Verhaltensanforderungen: rules und standards.....                      | 129 |
| III. Publizitätsanforderungen.....                                         | 131 |
| IV. Governance-Anforderungen .....                                         | 132 |
| V. Zwischenergebnis.....                                                   | 132 |

|                                            |     |
|--------------------------------------------|-----|
| B. Regulierungsinstrumente im Verband..... | 132 |
| C. Mittel der Durchsetzung.....            | 133 |
| I.    Staatliche Durchsetzung.....         | 134 |
| II.   Private Durchsetzung.....            | 135 |
| III.  Zwischenergebnis.....                | 137 |
| D. Zwischenergebnis.....                   | 137 |

|                                                           |            |
|-----------------------------------------------------------|------------|
| <i>§ 8 Regulierung und die Kosten-Nutzen-Analyse.....</i> | <i>137</i> |
|-----------------------------------------------------------|------------|

|                                                              |            |
|--------------------------------------------------------------|------------|
| <i>§ 9 Zwischenergebnis: Grundsätze der Regulierung.....</i> | <i>140</i> |
|--------------------------------------------------------------|------------|

|                                                                      |            |
|----------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>Kapitel 4: Der Marktrückzug als marktgesteuerter Prozess.....</b> | <b>142</b> |
|----------------------------------------------------------------------|------------|

|                                                        |            |
|--------------------------------------------------------|------------|
| <i>§ 1 Vor- und Nachteile der Börsennotierung.....</i> | <i>142</i> |
|--------------------------------------------------------|------------|

|                                                            |     |
|------------------------------------------------------------|-----|
| A. Funktion der Börsennotierung.....                       | 143 |
| B. Kosten der Börsennotierung.....                         | 144 |
| C. Gründe des Delistings.....                              | 145 |
| I.    Wegfall der Börsenfunktionen.....                    | 145 |
| II.   Mit der Börsennotierung einhergehende Nachteile..... | 146 |
| III.  Opportunistische Gründe.....                         | 147 |
| IV.  Empirische Erkenntnisse.....                          | 148 |
| V.    Zwischenergebnis.....                                | 150 |
| D. Zwischenergebnis.....                                   | 150 |

|                                                        |            |
|--------------------------------------------------------|------------|
| <i>§ 2 Preisreaktion beim reinen Marktrückzug.....</i> | <i>150</i> |
|--------------------------------------------------------|------------|

|                                                                   |     |
|-------------------------------------------------------------------|-----|
| A. Stand der Diskussion.....                                      | 151 |
| B. Empirische Untersuchungen delistingbedingter Kursverläufe..... | 153 |
| I.    Deutsches Aktieninstitut.....                               | 153 |
| 1. Methodische Würdigung.....                                     | 154 |
| 2. Inhaltliche Würdigung.....                                     | 155 |
| 3. Zwischenergebnis.....                                          | 156 |
| II.   Karami/Cserna/Schuster und Karami/Schuster.....             | 156 |
| III.  Doumet/Limbacher/Theissen.....                              | 158 |
| IV.  Aders/Muxfeld/Lill.....                                      | 158 |
| V.    Pilsl/Knoll.....                                            | 158 |
| VI.   Wessels/Röder.....                                          | 159 |
| VII.  Thomale/Walter.....                                         | 159 |
| VIII. Beyer/Freystedt.....                                        | 160 |
| IX.  Ausländische Untersuchungen.....                             | 160 |
| X.    Würdigung der empirischen Ergebnisse.....                   | 162 |
| 1. Kursreaktion beim Delisting.....                               | 162 |

|                                                                                       |            |
|---------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 2. Kursreaktion bei sonstigen reinen Marktrückzugsformen .....                        | 165        |
| 3. Zwischenergebnis.....                                                              | 166        |
| XI. Würdigung der juristischen Auseinandersetzung mit den empirischen Daten.....      | 166        |
| XII. Zwischenergebnis.....                                                            | 167        |
| C. Die Bedeutung der Kursreaktion in der Regulierung .....                            | 168        |
| I. Die Internalisierungswirkung des Preises.....                                      | 169        |
| II. Gründe mangelnder Internalisierung .....                                          | 170        |
| 1. Veränderung preisbildender Faktoren .....                                          | 171        |
| 2. Regulierungsfriktionen .....                                                       | 172        |
| 3. Zwischenergebnis.....                                                              | 173        |
| III. Folgen mangelnder Internalisierung .....                                         | 173        |
| 1. Der Preisverlust als faktische Marktaustrittsschranke .....                        | 173        |
| 2. Der Preisverlust als Grundlage des Anlegerschutzes .....                           | 175        |
| 3. Zwischenergebnis.....                                                              | 176        |
| IV. Die alternative Zuordnung des Risikoänderungsrisikos an den Emittenten.....       | 177        |
| 1. Die Abfindung als Mittel der Risikoverlagerung.....                                | 177        |
| 2. Grenzen der Internalisierung .....                                                 | 179        |
| 3. Folgen der Risikoverlagerung .....                                                 | 180        |
| 4. Zwischenergebnis.....                                                              | 181        |
| V. Marktversagen, die Allokation des Risikoänderungsrisikos und Zwischenergebnis..... | 181        |
| D. Zwischenergebnis.....                                                              | 182        |
| <i>§ 3 Interessenlage beim reinen Marktrückzug .....</i>                              | <i>182</i> |
| A. Delisting aus Sicht der <i>Insider</i> .....                                       | 183        |
| I. Vorstand.....                                                                      | 183        |
| 1. Veränderungen im Corporate Governance System .....                                 | 183        |
| 2. Wegfall der Marktregulierung .....                                                 | 185        |
| 3. Zwischenergebnis.....                                                              | 186        |
| II. Aufsichtsrat .....                                                                | 186        |
| III. Großaktionär .....                                                               | 187        |
| IV. Zwischenergebnis.....                                                             | 189        |
| B. Delisting aus Sicht der <i>Outsider</i> .....                                      | 190        |
| I. Traditionelle institutionelle Investoren.....                                      | 190        |
| II. Hedge Funds und Private Equity Funds .....                                        | 192        |
| III. Private Kleinanleger.....                                                        | 193        |
| IV. Zwischenergebnis.....                                                             | 195        |
| C. Andere Formen des reinen Marktrückzugs.....                                        | 195        |
| I. Downlisting .....                                                                  | 195        |
| 1. Downlisting in den qualifizierten Freiverkehr .....                                | 195        |

|                                                                                                          |            |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 2. Downlisting in den einfachen Freiverkehr .....                                                        | 200        |
| 3. Zwischenergebnis .....                                                                                | 201        |
| II. Delisting im weiteren Sinne .....                                                                    | 201        |
| 1. Rückzug aus dem qualifizierten Freiverkehr .....                                                      | 201        |
| 2. Rückzug aus dem einfachen Freiverkehr .....                                                           | 202        |
| 3. Zwischenergebnis .....                                                                                | 202        |
| III. Downgrading .....                                                                                   | 202        |
| IV. Partielles Delisting .....                                                                           | 202        |
| V. Cross-Delisting .....                                                                                 | 203        |
| VI. Zwischenergebnis .....                                                                               | 205        |
| D. Zwischenergebnis .....                                                                                | 206        |
| <i>§ 4 Abgrenzung zum Going Private .....</i>                                                            | <i>206</i> |
| A. Going Private durch <i>buy-in</i> .....                                                               | 207        |
| I. <i>Buy-in</i> -Techniken im Überblick .....                                                           | 207        |
| II. Ökonomische Ausgangsbedingungen und Gründe des <i>buy-in</i> .....                                   | 209        |
| III. Interessenlage beim <i>buy-in</i> .....                                                             | 211        |
| IV. Zwischenergebnis .....                                                                               | 212        |
| B. Going Private durch <i>buy-out</i> .....                                                              | 212        |
| I. <i>Buy-out</i> -Techniken .....                                                                       | 212        |
| II. Ökonomische Ausgangsbedingungen und Gründe des <i>buy-out</i> .....                                  | 214        |
| III. Interessenlage beim <i>buy-out</i> .....                                                            | 215        |
| IV. Zwischenergebnis .....                                                                               | 215        |
| C. Abgrenzung und Regulierung .....                                                                      | 215        |
| I. Der reine Marktrückzug und das <i>buy-in</i> .....                                                    | 217        |
| II. Der reine Marktrückzug und das <i>buy-out</i> .....                                                  | 218        |
| III. Zwischenergebnis .....                                                                              | 220        |
| D. Zwischenergebnis .....                                                                                | 220        |
| <i>§ 5 Zwischenergebnis: Der Marktrückzug als marktgesteuerter Prozess ....</i>                          | <i>221</i> |
| <br>Kapitel 5: Der Marktrückzug im deutschen Rechtssystem .....                                          | <br>223    |
| <i>§ 1 Rechtliche Vorgaben und Schranken: Der Marktrückzug im<br/>Verfassungs- und Europarecht .....</i> | <i>223</i> |
| A. Meinungsstand vor <i>MSV/Lindner</i> .....                                                            | 224        |
| I. Die <i>Macrotron</i> -Entscheidung des Bundesgerichtshofs .....                                       | 224        |
| II. Ansichten in der Literatur .....                                                                     | 225        |
| III. Zwischenergebnis .....                                                                              | 227        |

|                                                                                                                                            |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| B. Die <i>MSV/Lindner</i> -Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts.....                                                                 | 227 |
| I.    Schutzbereich des Art. 14 Abs. 1 GG in Bezug auf das<br>Aktieneigentum .....                                                         | 228 |
| 1. Verfassungsrechtliche Bewertung der faktischen<br>Verkehrsfähigkeit.....                                                                | 228 |
| 2. Verfassungsrechtliche Bewertung der normativen Einbettung ...                                                                           | 229 |
| 3. Verfassungsrechtliche Bewertung wirtschaftlicher Aufzehrung<br>der geschützten Substanz .....                                           | 229 |
| 4. Zwischenergebnis.....                                                                                                                   | 229 |
| II.    Umfang und Grenzen der richterlichen Rechtsfortbildung .....                                                                        | 230 |
| III.   Zwischenergebnis.....                                                                                                               | 230 |
| C. Würdigung .....                                                                                                                         | 231 |
| I.    Würdigung der Aussagen über den Schutzbereich<br>des Art. 14 Abs. 1 GG .....                                                         | 231 |
| II.    Würdigung der Aussagen über die Grenzen richterlicher<br>Rechtsfortbildung .....                                                    | 235 |
| III.   Zwischenergebnis.....                                                                                                               | 236 |
| D. Sonstige Grundrechtsrelevanz .....                                                                                                      | 236 |
| E. Europarechtliche Vorgaben.....                                                                                                          | 237 |
| F. Zwischenergebnis.....                                                                                                                   | 238 |
| <br>§ 2 <i>Rechtssystematische Vorgaben: Der Marktrückzug im Schnittfeld<br/>      zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht</i> ..... | 238 |
| A. Problemumriss .....                                                                                                                     | 239 |
| B. Besonderheit der Schnittstelle zwischen Kapitalmarkt-<br>und Gesellschaftsrecht .....                                                   | 240 |
| I.    Entwicklung des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts.....                                                                           | 241 |
| 1. Aktiengesetz von 1965 .....                                                                                                             | 241 |
| 2. Beginn kapitalmarktrechtlicher Regulierung .....                                                                                        | 242 |
| 3. Die Aktienrechtsreformen ab 1994.....                                                                                                   | 243 |
| 4. Der Aktionsplan Finanzdienstleistungen<br>und die Modernisierung des Kapitalmarktes .....                                               | 245 |
| 5. Übernahmerecht, die Einführung konzernunabhängiger<br><i>exit</i> -Regeln und weitere Reformen .....                                    | 246 |
| 6. Ausblick und Zwischenergebnis.....                                                                                                      | 248 |
| II.    Regelungsziele .....                                                                                                                | 248 |
| III.   Schutzadressaten .....                                                                                                              | 251 |
| IV.   Schnittstellenproblematik .....                                                                                                      | 252 |
| V.    Zwischenergebnis.....                                                                                                                | 253 |
| C. Anwendungskonkurrenz.....                                                                                                               | 253 |
| I.    Dogmatische Erfassung .....                                                                                                          | 254 |
| II.    Thesen zur Schnittstelle und Zwischenergebnis .....                                                                                 | 254 |

|                                                                                             |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| D. Auslegungskonkurrenz.....                                                                | 256 |
| I. Auslegungskonkurrenz in der allgemeinen Methodenlehre.....                               | 256 |
| II. Auslegungskonkurrenz im Schnittbereich von Kapitalmarkt-<br>und Gesellschaftsrecht..... | 257 |
| 1. Strenges Verbandsverständnis .....                                                       | 258 |
| 2. Hybride Aktionärsstellung.....                                                           | 258 |
| 3. Vermögensbezogene Aktionärsstellung.....                                                 | 261 |
| 4. Zwischenergebnis .....                                                                   | 262 |
| III. Würdigung .....                                                                        | 262 |
| 1. Der Aktionär im Aktiengesetz von 1965 .....                                              | 262 |
| 2. Der Aktionär nach den Reformen ab 1994 .....                                             | 265 |
| 3. Folgerungen und Zwischenergebnis .....                                                   | 266 |
| IV. Eigener Ansatz zur Integration marktrechtlicher Wertungen<br>im Aktienrecht.....        | 268 |
| V. Zwischenergebnis.....                                                                    | 270 |
| E. Zwischenergebnis.....                                                                    | 271 |
| <br>§ 3 Zwischenergebnis: Der Marktrückzug im deutschen Rechtssystem .....                  | 271 |

## Kapitel 6: Die Regulierung des Marktrückzugs vor dem Umsetzungsgesetz der Transparenzrichtlinie- Änderungsrichtlinie.....

273

### § 1 Einordnung in die Regulierungsproblematik .....

273

### § 2 Kapitalmarktrechtliche Regulierung im Anschluss an Macrotron und Frosta .....

276

|                                                                                  |     |
|----------------------------------------------------------------------------------|-----|
| A. Zulässigkeit und Grenzen der Delegation<br>der Marktrückzugsregulierung ..... | 277 |
| I. Wesentlichkeitsgrundsatz.....                                                 | 277 |
| II. Vertrauensschutz .....                                                       | 279 |
| III. Zwischenergebnis.....                                                       | 279 |
| B. Möglichkeiten und Grenzen der börsenrechtlichen Konkretisierungen...          | 279 |
| I. Strukturelle Konkretisierung durch die Börsenordnungen .....                  | 280 |
| 1. Konkretisierung auf Ermessensebene .....                                      | 281 |
| 2. Konkretisierung auf Tatbestandsebene .....                                    | 283 |
| 3. Zwischenergebnis .....                                                        | 283 |
| II. Inhaltliche Konkretisierung durch die Börsenordnungen .....                  | 283 |
| 1. Die Abfindungslösung.....                                                     | 284 |
| a. Grenzen der börslichen Satzungsautonomie .....                                | 285 |
| b. Übermaßverbot .....                                                           | 287 |

|                                                                                                                                                                                               |     |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| c. Zwischenergebnis.....                                                                                                                                                                      | 291 |
| 2. Die Fristenlösung .....                                                                                                                                                                    | 291 |
| 3. Die Hauptversammlungslösung .....                                                                                                                                                          | 294 |
| 4. Zwischenergebnis .....                                                                                                                                                                     | 295 |
| III. Grenzen inhaltlicher Ausgestaltung.....                                                                                                                                                  | 295 |
| 1. Differenzierung anhand der Wertungen des Zwangsdelistings,<br>§ 39 Abs. 1 Alt. 1 BörsG.....                                                                                                | 296 |
| 2. Differenzierung nach Liquidität .....                                                                                                                                                      | 297 |
| 3. Zwischenergebnis .....                                                                                                                                                                     | 298 |
| IV. Zwischenergebnis.....                                                                                                                                                                     | 298 |
| C. Zwischenergebnis.....                                                                                                                                                                      | 299 |
|                                                                                                                                                                                               |     |
| § 3 Gesellschaftsrechtliche Regulierung im Anschluss an Macrotron<br>und Frosta .....                                                                                                         | 299 |
| A. Die Abfindungsfrage zwischen Macrotron und Frosta .....                                                                                                                                    | 300 |
| I. Das System aktien- und umwandlungsrechtlicher<br>Abfindungsansprüche bis zum Zweiten<br>Umwandlungsänderungsgesetz 2007.....                                                               | 301 |
| 1. Abfindung analog zum Formwechsel, § 207 UmwG .....                                                                                                                                         | 301 |
| 2. Abfindung als Ausgleich von Sondervorteilen,<br>§ 243 Abs. 2 S. 2 AktG .....                                                                                                               | 303 |
| 3. Abfindung als allgemeines Austrittsrecht aus wichtigem<br>Grund .....                                                                                                                      | 304 |
| 4. Abfindung aus einer Gesamtanalogie aktien-<br>und umwandlungsrechtlicher Abfindungsansprüche .....                                                                                         | 304 |
| 5. Zwischenergebnis .....                                                                                                                                                                     | 307 |
| II. Das System aktien- und umwandlungsrechtlicher<br>Abfindungsansprüche nach dem Zweiten<br>Umwandlungsänderungsgesetz und der Schaffung des<br>§ 29 Abs. 1 S. 1 HS. 1 Alt. 2 UmwG n.F. .... | 308 |
| 1. Stand der Diskussion.....                                                                                                                                                                  | 308 |
| 2. Würdigung .....                                                                                                                                                                            | 310 |
| 3. Zwischenergebnis .....                                                                                                                                                                     | 314 |
| III. Folgefragen .....                                                                                                                                                                        | 315 |
| 1. Bemessung der Abfindung .....                                                                                                                                                              | 315 |
| 2. Abfindungsschuldner .....                                                                                                                                                                  | 317 |
| 3. Anwendbarkeit des WpÜGs.....                                                                                                                                                               | 318 |
| 4. Verhältnis zur kapitalmarktrechtlichen Regulierung .....                                                                                                                                   | 318 |
| 5. Grenzen der Abfindungspflicht .....                                                                                                                                                        | 319 |
| 6. Zwischenergebnis .....                                                                                                                                                                     | 319 |
| IV. Zwischenergebnis.....                                                                                                                                                                     | 319 |

|                                                                                                                               |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| B. Der Hauptversammlungsbeschluss zwischen <i>Macrotron</i> und <i>Frosta</i> .....                                           | 320 |
| I. Geschriebene Hauptversammlungskompetenzen .....                                                                            | 320 |
| II. Die Entwicklung ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen im Zusammenhang mit dem Marktrückzug .....                   | 322 |
| 1. <i>Holzmüller</i> .....                                                                                                    | 322 |
| 2. <i>Macrotron</i> .....                                                                                                     | 324 |
| 3. <i>Gelatine</i> .....                                                                                                      | 325 |
| 4. <i>MSV/Lindner, Frosta</i> und die Diskussion bis zum Umsetzungsgesetz der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie ..... | 325 |
| 5. Würdigung .....                                                                                                            | 326 |
| 6. Zwischenergebnis .....                                                                                                     | 328 |
| III. Der Entscheidungsprozess in der Insolvenz .....                                                                          | 328 |
| IV. Zwischenergebnis .....                                                                                                    | 329 |
| C. Zwischenergebnis .....                                                                                                     | 329 |
| <br>§ 4 Durchsetzung in Anschluss an <i>Macrotron</i> und <i>Frosta</i> .....                                                 | 329 |
| A. Durchsetzung börsenrechtlicher Marktrückzugsregulierung .....                                                              | 329 |
| I. Der behördliche Entscheidungsprozess, § 39 Abs. 2 BörsG .....                                                              | 330 |
| II. Widerspruchs- und Klagebefugnis des Anlegers .....                                                                        | 331 |
| 1. Stand der Diskussion .....                                                                                                 | 331 |
| 2. Würdigung und Auslegung des § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG a.F. ....                                                               | 333 |
| 3. Zwischenergebnis .....                                                                                                     | 336 |
| III. Zivilrechtsweg analog der <i>Postbank</i> -Entscheidung .....                                                            | 337 |
| IV. Zwischenergebnis .....                                                                                                    | 338 |
| B. Durchsetzung der gesellschaftsrechtlichen Marktrückzugsregulierung ...                                                     | 338 |
| I. Berücksichtigung des Verbandsrechts im Verwaltungsverfahren ...                                                            | 338 |
| II. Kontrollinstrumente im gesellschaftsinternen Entscheidungsprozess .....                                                   | 340 |
| III. Die Reichweite des Spruchverfahrens .....                                                                                | 341 |
| IV. Zwischenergebnis .....                                                                                                    | 342 |
| C. Zwischenergebnis .....                                                                                                     | 342 |
| <br>§ 5 Sonstige Formen des reinen Marktrückzugs im Anschluss an <i>Macrotron</i> und <i>Frosta</i> .....                     | 342 |
| A. Einführung in die Problematik und Stand der Diskussion .....                                                               | 343 |
| B. Downlisting im Anschluss an <i>Macrotron</i> und <i>Frosta</i> .....                                                       | 345 |
| I. Downlisting in den qualifizierten Freiverkehr .....                                                                        | 345 |
| II. Downlisting in den einfachen Freiverkehr und sonstige multilaterale Handelssysteme .....                                  | 347 |
| III. Zwischenergebnis .....                                                                                                   | 349 |

|                                                                                                                                                 |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| C. Partielles Delisting und <i>Cross-Delisting</i> im Anschluss an <i>Macrotron</i> und <i>Frosta</i> .....                                     | 350 |
| D. Delisting im weiteren Sinne im Anschluss an <i>Macrotron</i> und <i>Frosta</i> .....                                                         | 351 |
| I. Delisting im weiteren Sinne aus dem qualifizierten und einfachen Freiverkehr.....                                                            | 351 |
| II. Sonderproblem: Der stufenweise Rückzug aus dem Kapitalmarkt.....                                                                            | 352 |
| III. Zwischenergebnis.....                                                                                                                      | 354 |
| E. Downgrading im Anschluss an <i>Macrotron</i> und <i>Frosta</i> .....                                                                         | 354 |
| F. Zwischenergebnis.....                                                                                                                        | 354 |
| <br>§ 6 <i>Selbstregulierung im Aktienrecht</i> .....                                                                                           | 355 |
| A. Satzungsrechtliche Festlegung der Börsennotierung .....                                                                                      | 355 |
| B. Satzungsrechtliche Festlegung von Marktrückzugsanforderungen.....                                                                            | 357 |
| C. Zwischenergebnis.....                                                                                                                        | 358 |
| <br>§ 7 <i>Zwischenergebnis: Die Regulierung des Marktrückzugs vor dem Umsetzungsgesetz der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie</i> ..... | 358 |

## Kapitel 7: Würdigung der Regulierung bis zum Umsetzungsgesetz der Transparenzrichtlinie- Änderungsrichtlinie.....360

|                                                                                                 |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| § 1 <i>Die Regulierung des Marktrückzugs nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz</i> ..... | 360 |
| A. Eingriffs- und Zuordnungsfrage unter dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz .....           | 360 |
| B. Materielle Regulierung unter dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz .....                   | 362 |
| I. Delegation an die Börsen .....                                                               | 362 |
| II. Abfindungslösung .....                                                                      | 365 |
| III. Fristenlösung .....                                                                        | 365 |
| IV. Zwischenergebnis.....                                                                       | 367 |
| C. Durchsetzung unter dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz.....                              | 368 |
| D. Andere Formen des Marktrückzugs unter dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz .....          | 371 |
| E. Zwischenergebnis.....                                                                        | 372 |
| <br>§ 2 <i>Der Einfluss Macrotrons auf die Regulierungsqualität des Marktrückzugs</i> .....     | 373 |
| A. Eingriffs- und Zuordnungsfrage nach <i>Macrotron</i> .....                                   | 373 |

|                                                                                                            |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| B. Materielle Regulierungsqualität nach <i>Macrotron</i> .....                                             | 376 |
| I. Hauptversammlungskompetenz .....                                                                        | 376 |
| II. Gesellschaftsrechtliche Abfindung zum vollen Wert .....                                                | 378 |
| III. Zwischenergebnis .....                                                                                | 381 |
| C. Durchsetzungsqualität nach <i>Macrotron</i> .....                                                       | 382 |
| I. Die Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Vorgaben nach dem<br>Vierten Finanzmarktförderungsgesetz ..... | 382 |
| II. Die Durchsetzung gesellschaftsrechtlicher Vorgaben .....                                               | 382 |
| III. Zwischenergebnis .....                                                                                | 384 |
| D. Andere Formen des Marktrückzugs nach <i>Macrotron</i> .....                                             | 384 |
| E. Zusammenspiel von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht nach<br><i>Macrotron</i> .....                   | 385 |
| F. Zwischenergebnis .....                                                                                  | 386 |

### § 3 Der Einfluss *Frosta* auf die Regulierungsqualität des Marktrückzugs . 387

|                                                                                           |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| A. Eingriffs- und Zuordnungsfrage nach <i>Frosta</i> .....                                | 387 |
| B. Materielle Regulierungsqualität nach <i>Frosta</i> .....                               | 389 |
| I. Wegfall der <i>Macrotron</i> -Trias .....                                              | 389 |
| II. Die tatbestandliche Abfindungslösung der Börse Düsseldorf<br>post <i>Frosta</i> ..... | 391 |
| III. Zwischenergebnis .....                                                               | 392 |
| C. Durchsetzungsqualität verbliebener kapitalmarktrechtlicher<br>Regulierung .....        | 392 |
| D. Andere Formen des Marktrückzugs unter <i>Frosta</i> .....                              | 393 |
| E. Zwischenergebnis .....                                                                 | 394 |

### § 4 Zwischenergebnis: Würdigung der Regulierung bis zum     Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie Umsetzungsgesetz ..... 395 |

## Kapitel 8: Die Regulierung des Marktrückzugs durch das Umsetzungsgesetz der Transparenzrichtlinie- Änderungsrichtlinie ..... 397 |

### § 1 Eingriffs- und Zuordnungsfrage durch die Aktienrechtsnovelle 2014     und das Umsetzungsgesetz der Transparenzrichtlinie-     Änderungsrichtlinie ..... 397 |

### § 2 Neufassung des § 39 BörsG durch das Umsetzungsgesetz der     Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie ..... 399 |

|                                                                        |     |
|------------------------------------------------------------------------|-----|
| A. Die neue Abfindungslösung in § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG n.F. .... | 400 |
|------------------------------------------------------------------------|-----|

|                                                                                                                |            |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| I. Übermaßverbot.....                                                                                          | 401        |
| II. Rückwirkungsverbot .....                                                                                   | 404        |
| III. Verhältnis zwischen Widerruf und Angebot .....                                                            | 405        |
| IV. Insolvenz und Sanierung .....                                                                              | 407        |
| V. Zwischenergebnis.....                                                                                       | 407        |
| B. Bemessung der Abfindung .....                                                                               | 407        |
| C. Zwischenergebnis.....                                                                                       | 408        |
| <i>§ 3 Neufassungen der Börsenordnungen nach der Novelle<br/>des § 39 BörsG.....</i>                           | <i>408</i> |
| <i>§ 4 Durchsetzung nach der Novelle des § 39 BörsG.....</i>                                                   | <i>409</i> |
| A. Behördliche Durchsetzung des § 39 BörsG n.F.....                                                            | 410        |
| B. Widerspruch und Klagebefugnis des Anlegers gemäß<br>§ 39 Abs. 2 S. 2 BörsG n.F. ....                        | 411        |
| C. Zivilrechtsweg analog der <i>Postbank</i> -Entscheidung.....                                                | 412        |
| D. Zwischenergebnis.....                                                                                       | 413        |
| <i>§ 5 Sonstige Formen des reinen Marktrückzugs nach der Novelle<br/>des § 39 BörsG .....</i>                  | <i>413</i> |
| A. Downlisting nach der Novelle des § 39 BörsG.....                                                            | 413        |
| B. Quantitative Teildelistings nach dem Umsetzungsgesetz der<br>Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie..... | 415        |
| I. Partielles Delisting, § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 lit. a BörsG n.F. ....                                         | 415        |
| II. Cross-Delisting im Europäischen Wirtschaftsraum,<br>§ 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 lit. b BörsG n.F. ....          | 415        |
| III. Cross-Delisting außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums ....                                          | 417        |
| IV. Zwischenergebnis.....                                                                                      | 418        |
| C. Delisting im weiteren Sinne und Downgrading nach Novelle des<br>§ 39 BörsG .....                            | 418        |
| D. Zwischenergebnis.....                                                                                       | 419        |
| <i>§ 6 Die Regulierungsqualität nach der Novelle des § 39 BörsG.....</i>                                       | <i>419</i> |
| A. <i>Quack Corporate Governance</i> .....                                                                     | 420        |
| B. Behandlung der Eingriffsfrage im Rahmen des<br>Gesetzgebungsverfahrens.....                                 | 421        |
| C. Regulatorische Qualität des § 39 BörsG n.F. ....                                                            | 422        |
| I. Strukturelle Einordnung der Abfindung in das System<br>des WpÜGs .....                                      | 423        |
| II. Abfindungsbezogene Dynamiken zwischen Bieter und<br>(Ziel-)Gesellschaft.....                               | 424        |

|                                                                                                                             |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| III. Abfindungsbezogene Dynamiken zwischen Aktionären und Gläubigern .....                                                  | 427        |
| IV. Abfindungsschuldner .....                                                                                               | 428        |
| V. Bemessung der Abfindung .....                                                                                            | 429        |
| 1. Stand der Diskussion .....                                                                                               | 429        |
| 2. Würdigung .....                                                                                                          | 431        |
| 3. Zwischenergebnis .....                                                                                                   | 434        |
| VI. Regulative Qualität der neuen börsenordnungsrechtlichen Regelungen .....                                                | 434        |
| VII. Zwischenergebnis .....                                                                                                 | 435        |
| D. Regulatorische Qualität der Durchsetzung der Novelle des § 39 BörsG .....                                                | 435        |
| I. Allgemeine Durchsetzung .....                                                                                            | 435        |
| II. Sonderfall: Widerruf ohne Pflichtangebot .....                                                                          | 437        |
| III. Sonderfall: Widerruf trotz zu geringer Abfindung .....                                                                 | 438        |
| IV. Zwischenergebnis .....                                                                                                  | 440        |
| E. Regulatorische Qualität anderer Marktrückzugsformen nach der Novelle des § 39 BörsG .....                                | 441        |
| I. Gleichstellung des Downlisting in den qualifizierten Freiverkehr und Delisting .....                                     | 441        |
| II. Cross-Delisting .....                                                                                                   | 442        |
| III. Zwischenergebnis .....                                                                                                 | 443        |
| F. Zwischenergebnis .....                                                                                                   | 443        |
| <i>§ 7 Zwischenergebnis: Die Regulierung durch das Umsetzungsgesetz der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie .....</i> | <i>443</i> |

## Kapitel 9: Die Regulierung des Marktrückzugs *de lege ferenda* .....

|                                                                                                |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| <i>§ 1 Eingriffsfrage</i> .....                                                                | 445 |
| <i>§ 2 Die Zuordnung des Marktrückzugs zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht</i> ..... | 446 |
| A. Zuordnungsansätze im Rahmen des Regulierungsprozesses .....                                 | 447 |
| B. Kapitalmarktrechtliche- und gesellschaftsrechtliche Regulierung im Vergleich .....          | 448 |
| C. Die doppelte Regulierungsanbindung .....                                                    | 450 |
| D. Zwischenergebnis .....                                                                      | 451 |

|                                                                     |     |
|---------------------------------------------------------------------|-----|
| § 3 Gesellschaftsrechtliche Regulierung de lege ferenda .....       | 451 |
| A. Hauptversammlungsalternative .....                               | 452 |
| I. Qualifizierte Mehrheit .....                                     | 453 |
| II. Gestufte Mehrheit .....                                         | 453 |
| III. Sachliche Rechtfertigung und Vorstandsbericht .....            | 456 |
| IV. Zwischenergebnis .....                                          | 457 |
| B. Abfindungsalternative .....                                      | 457 |
| I. Abfindungsschuldner .....                                        | 458 |
| II. Bemessung der Abfindung .....                                   | 458 |
| III. Zwischenergebnis .....                                         | 459 |
| C. Ersetzungsbefugnis .....                                         | 460 |
| D. Ausnahmetatbestände .....                                        | 460 |
| I. Insolvenz und Sanierung .....                                    | 461 |
| II. Gesellschaft mit ausschließlichem Streubesitz .....             | 462 |
| III. Vorangegangenes Übernahmeangebot .....                         | 462 |
| IV. Zwischenergebnis .....                                          | 464 |
| E. Zwischenergebnis .....                                           | 464 |
| § 4 Kapitalmarktrechtliche Regulierung de lege ferenda .....        | 464 |
| A. Bewertungsfunktion des Preises .....                             | 465 |
| I. Voraussichtliche Kursverläufe .....                              | 465 |
| II. Förderung der Bewertungsfunktion des Preises .....              | 466 |
| III. Zwischenergebnis .....                                         | 467 |
| B. Widerrufsentscheidung .....                                      | 468 |
| C. Zwischenergebnis .....                                           | 470 |
| § 5 Durchsetzung der Marktrückzugsregulierung de lege ferenda ..... | 470 |
| A. Durchsetzung im Verband .....                                    | 470 |
| I. Hauptversammlungsalternative .....                               | 470 |
| II. Abfindungsalternative .....                                     | 472 |
| B. Durchsetzung im Markt .....                                      | 472 |
| C. Zwischenergebnis .....                                           | 473 |
| § 6 Regulierung sonstiger Marktrückzugsformen de lege ferenda ..... | 473 |
| A. Downlisting de lege ferenda .....                                | 474 |
| I. Downlisting in den qualifizierten Freiverkehr .....              | 474 |
| II. Downlisting in den einfachen Freiverkehr .....                  | 476 |
| III. Zwischenergebnis .....                                         | 477 |
| B. Partielles Delisting und Cross-Delisting de lege ferenda .....   | 477 |
| C. Delisting im weiteren Sinne de lege ferenda .....                | 478 |
| D. Downgrading de lege ferenda .....                                | 478 |

|                                                                                    |     |
|------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| E. Exkurs: verschmelzungsrechtliches kaltes Delisting <i>de lege ferenda</i> ..... | 479 |
| F. Zwischenergebnis.....                                                           | 479 |

|                                                                                 |     |
|---------------------------------------------------------------------------------|-----|
| § 7 Zwischenergebnis: Regulierung des Marktrückzugs <i>de lege ferenda</i> .... | 479 |
|---------------------------------------------------------------------------------|-----|

|                                                  |     |
|--------------------------------------------------|-----|
| Kapitel 10: Zusammenfassung der Ergebnisse ..... | 481 |
|--------------------------------------------------|-----|

|                                                                                                                        |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| § 1 Einleitung .....                                                                                                   | 481 |
| § 2 Der Marktrückzug als Regulierungsproblem .....                                                                     | 482 |
| § 3 Die Grundsätze der Regulierung .....                                                                               | 483 |
| § 4 Der Marktrückzug als marktgesteuerter Prozess.....                                                                 | 484 |
| § 5 Der Marktrückzug im deutschen Rechtssystem.....                                                                    | 486 |
| § 6 Die Regulierung des Marktrückzugs vor dem Umsetzungsgesetz<br>der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie .....  | 487 |
| § 7 Würdigung der Regulierung bis zum Umsetzungsgesetz<br>der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie .....          | 489 |
| § 8 Die Regulierung des Marktrückzugs durch das Umsetzungsgesetz<br>der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie..... | 492 |
| § 9 Die Regulierung des Marktrückzugs <i>de lege ferenda</i> .....                                                     | 494 |

|                                                                                                                                                          |     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Anhang 1: Die legislative Grundlage des reinen Marktrückzugs<br>vor und nach dem Umsetzungsgesetz der Transparenzrichtlinie<br>Änderungsrichtlinie ..... | 497 |
| Anhang 2: Börsenrückzugstransaktionen im Überblick.....                                                                                                  | 500 |
| Anhang 3: Das Regulierungs- und Durchsetzungsraster.....                                                                                                 | 500 |
| Anhang 4: Anwendungskonkurrenz Kapitalmarkt und Gesellschaftsrecht ..                                                                                    | 501 |
| Anhang 5: Die Börsenordnungen unter Geltung <i>Macrotrons</i> :<br>Der börsenordnungsrechtliche <i>status quo ante</i> im Überblick ....                 | 502 |
| Anhang 6: Börsenordnungen <i>status quo ante</i> .....                                                                                                   | 504 |
| Anhang 7: Börsenordnungen <i>status quo</i> .....                                                                                                        | 510 |
| Anhang 8: Freiverkehrsrückzugsnormen.....                                                                                                                | 513 |

|                                                    |     |
|----------------------------------------------------|-----|
| Literaturverzeichnis.....                          | 517 |
| Rechtsprechungsverzeichnis.....                    | 565 |
| Rechtsprechungsverzeichnis England und Wales ..... | 568 |
| Rechtsprechungsverzeichnis Vereinigte Staaten..... | 568 |
| Register .....                                     | 571 |



## Abkürzungsverzeichnis

|           |                                                                                                                                               |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| AEUV      | Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union                                                                                          |
| AG        | Aktiengesellschaft                                                                                                                            |
| AGB FWB   | Allgemeine Geschäftsbedingungen der Frankfurter Wertpapierbörse                                                                               |
| AIFR      | Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds ( <i>Directive on Alternative Investment Fund Managers</i> )                       |
| AktG      | Aktiengesetz                                                                                                                                  |
| ARUG      | Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrichtlinie                                                                                                  |
| ATP       | <i>Alternative Trading Platform</i>                                                                                                           |
| BaFin     | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht                                                                                               |
| BilMoG    | Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts ( <i>Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz</i> )                                                       |
| BilKoG    | Gesetz zur Kontrolle von Unternehmensabschlüssen ( <i>Bilanzkontrollgesetz</i> )                                                              |
| BMJ       | Bundesministerium für Justiz                                                                                                                  |
| BRAK      | Bundesrechtsanwaltskammer                                                                                                                     |
| BFH       | Bundesfinanzhof                                                                                                                               |
| BGB       | Bürgerliches Gesetzbuch                                                                                                                       |
| BGH       | Bundesgerichtshof                                                                                                                             |
| BörsG     | Börsengesetz                                                                                                                                  |
| BörsO     | Börsenordnung                                                                                                                                 |
| BörsZulVO | Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt an einer Wertpapierbörse ( <i>Börsenzulassungs-Verordnung</i> )          |
| BVerfG    | Bundesverfassungsgericht                                                                                                                      |
| BVerfGG   | Gesetz über das Bundesverfassungsgericht ( <i>Bundesverfassungsgerichtsgesetz</i> )                                                           |
| BVerwG    | Bundesverwaltungsgericht                                                                                                                      |
| CA 2006   | <i>Companies Act 2006</i>                                                                                                                     |
| C-DAX     | <i>Composite DAX</i>                                                                                                                          |
| CEO       | <i>Chief Executive Officer</i>                                                                                                                |
| CESR      | EU-Wertpapierregulierungsbehörde ( <i>Committee of European Securities Regulators</i> )                                                       |
| CFO       | <i>Chief Financial Officer</i>                                                                                                                |
| CRIM-MAD  | Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insiderhandel und Marktmanipulation ( <i>Directive on Criminal Sanctions on Market Abuse</i> ) |
| DAI       | Deutsches Aktieninstitut                                                                                                                      |
| DAX       | Deutscher Aktienindex                                                                                                                         |
| DCGK      | Deutscher Corporate Governance Kodex                                                                                                          |
| DFA 2010  | <i>Dodd-Frank Wall Street and Consumer Protection Act 2010</i>                                                                                |
| DGCL      | <i>Delaware General Corporation Law</i>                                                                                                       |

|               |                                                                                                                                                                         |
|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| EMIR          | <i>European Markets Infrastructure Regulation</i> (Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister)                                       |
| EMRK-ZusP     | Zusatzprotokoll zur EMRK                                                                                                                                                |
| ESMA          | EU-Wertpapieraufsichtsbehörde ( <i>European Securities and Markets Authority</i> )                                                                                      |
| EU            | Europäische Union                                                                                                                                                       |
| EU-GRC        | Europäische Grundrechtscharta                                                                                                                                           |
| EUV           | Vertrag über die Europäische Union                                                                                                                                      |
| EWG           | Europäische Wirtschaftsgemeinschaft                                                                                                                                     |
| FCA           | <i>Financial Conduct Authority</i>                                                                                                                                      |
| FRMG          | Finanzrechtsmodernisierungsgesetz                                                                                                                                       |
| FRUG          | Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission ( <i>Finanzmarktrichtlinien Umsetzungsgesetz</i> ) |
| FSA           | <i>Financial Services Authority</i>                                                                                                                                     |
| FWB           | Frankfurter Wertpapierbörse GmbH Gesellschaft mit beschränkter Haftung                                                                                                  |
| GmbHG         | Gesetz betreffend die Gesellschaft mit beschränkter Haftung                                                                                                             |
| GNotKG        | Gesetz über Kosten der freiwilligen Gerichtsbarkeit für Gerichte und Notare ( <i>Gerichts- und Notarkostengesetz</i> )                                                  |
| HGB           | Handelsgesetzbuch                                                                                                                                                       |
| IA 1986       | <i>Insolvency Act 1986</i>                                                                                                                                              |
| IFRS          | <i>International Financial Reporting Standards</i>                                                                                                                      |
| IOSCO         | Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden ( <i>International Organisation of Securities Commissions</i> )                                             |
| IPO           | <i>Initial Public Offering</i>                                                                                                                                          |
| JOBS-Act 2012 | <i>Jumpstart Our Business Startup Act 2012</i>                                                                                                                          |
| KapMuG        | Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten ( <i>Kapitalanlegermusterverfahrensgesetz</i> )                                                   |
| KG            | Kommanditgesellschaft                                                                                                                                                   |
| KGaA          | Kommanditgesellschaft auf Aktien                                                                                                                                        |
| KMU           | kleinere und mittlere Unternehmen                                                                                                                                       |
| KonTraG       | Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich KostenV<br>Kostenverzeichnis zu § 3 Abs. 2 GNotKG                                                           |
| LSE           | <i>London Stock Exchange</i>                                                                                                                                            |
| MAD           | Richtlinie über Insidergeschäfte und Marktmanipulation ( <i>Marktmissbrauchsrichtlinie = Market Abuse Directive</i> )                                                   |
| MAR           | Verordnung über Marktmissbrauch u.a. ( <i>Marktmissbrauchsverordnung = Market Abuse Regulation</i> )                                                                    |
| MiFID         | Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente ( <i>Finanzmarktrichtlinie = Market in Financial Instruments Directive</i> )                                               |
| MiFIR         | Finanzmarktverordnung ( <i>Markets in Financial Instruments Regulation</i> )                                                                                            |
| MTF           | Multilaterales Handelssystem ( <i>Multilateral Trading Facility</i> )                                                                                                   |
| MitbestG      | Gesetz über die Mitbestimmung von Arbeitnehmern ( <i>Mitbestimmungsgesetz</i> )                                                                                         |
| NASDAQ        | National Association of Securities Dealers Automated Quotations                                                                                                         |
| NaStraG       | Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung                                                                                                    |
| NYSE          | <i>New York Stock Exchange</i>                                                                                                                                          |
| OHG           | Offene Handelsgesellschaft                                                                                                                                              |
| OTC           | <i>Over the Counter</i>                                                                                                                                                 |

|             |                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| OTC-BB      | OTC-Bulletin Board                                                                                                                                                                                                                                                  |
| PCAOB       | Public Company Accounting Oversight Board                                                                                                                                                                                                                           |
| SE 1933     | Securities Act 1933                                                                                                                                                                                                                                                 |
| SEA         | EU Wertpapierausschuss                                                                                                                                                                                                                                              |
| SEA 1934    | Securities Exchange Act 1934                                                                                                                                                                                                                                        |
| SEC         | Stock Exchange Commission                                                                                                                                                                                                                                           |
| SOA 2002    | Sarbanes-Oxley Act 2002                                                                                                                                                                                                                                             |
| TransPuG    | Transparenz- und Publizitätsgesetz                                                                                                                                                                                                                                  |
| UK          | Vereinigtes Königreich von Großbritannien und Nordirland ( <i>United Kingdom</i> )                                                                                                                                                                                  |
| UmwG        | Umwandlungsgesetz                                                                                                                                                                                                                                                   |
| US-GAAP     | United States Generally Accepted Accounting Principles                                                                                                                                                                                                              |
| USA         | Vereinigten Staaten von Amerika ( <i>United States of America</i> )                                                                                                                                                                                                 |
| VwGO        | Verwaltungsgerichtsordnung                                                                                                                                                                                                                                          |
| VwVfG       | Verwaltungsverfahrensgesetz                                                                                                                                                                                                                                         |
| WpHG        | Gesetz über den Wertpapierhandel ( <i>Wertpapierhandelsgesetz</i> )                                                                                                                                                                                                 |
| WpPG        | Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist ( <i>Wertpapierprospektgesetz</i> ) |
| WpÜG        | Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz                                                                                                                                                                                                                              |
| WpÜG-AngVO  | Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots ( <i>WpÜG-Angebotsverordnung</i> )                       |
| XETRA       | Exchange Electronic Trading                                                                                                                                                                                                                                         |
| XLM         | Xetra Liquiditätsmaß                                                                                                                                                                                                                                                |
| 1. FinMaMoG | Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte ( <i>Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz</i> )                                                                                                                        |
| 2. FinMaMoG | Zweites Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte ( <i>Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz</i> )                                                                                                                      |
| 2. Umw-ÄndG | Zweites Gesetz zur Änderung des Umwandlungsgesetzes ( <i>Zweites Umwandlungsänderungsgesetz</i> )                                                                                                                                                                   |
| 3. FMFG     | Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland ( <i>Drittes Finanzmarktförderungsgesetz</i> )                                                                                                                                                    |

Im Übrigen werden die gebräuchlichen juristischen Abkürzungen verwendet.



## Kapitel 1

# Einleitung

Die Marktstruktur befindet sich im Wandel. Die Etablierung des Eigenkapitalmarktes als Quelle breiter und diversifizierter Unternehmensfinanzierung,<sup>1</sup> die wachsende Zahl der Investoren, die Veränderung des Anlegerkollektivs<sup>2</sup> sowie die steigende Marktkapitalisierung führen zu einer Ausdifferenzierung des Marktes in ein immer komplexer werdendes Geflecht aus Handelsplätzen und Marktsegmenten. Innerhalb dieses Systems werben nicht mehr nur Börsen, sondern auch Freiverkehre und alternative Handelsplätze um Anleger wie Emittenten und begründen auf diese Weise horizontale wie vertikale Wettbewerbsverhältnisse.<sup>3</sup>

Den einzelnen Aspekten der Finanzmarktregulierung ist seit der Finanzkrise 2008 so viel Aufmerksamkeit zuteilgeworden wie nie zuvor. Wie aber muss eine Regelung aussehen, die sich nicht *innerhalb* eines Marktes bewegt, sondern den Rückzug *aus* einem Markt ermöglicht? Können bekannte Regulierungsinstrumente auch auf den Fall des Marktrückzugs in hergebrachter Weise angewandt werden? Wie kann der Marktrückzug interessengerecht reguliert werden, wenn sich die ihm zugrundeliegenden Marktstrukturen ständig verändern? Sind Besonderheiten zu berücksichtigen, wenn der Marktrückzug von Aktien betrieben wird? Ist der Marktrückzug gar ein genuin aktienrechtliches Problem?

Dies alles sind unbeantwortete Fragen, die zur Komplexität der Regulierung von Marktrückzugsbewegungen beitragen. Umso erstaunlicher ist es, dass der europäische und bis vor kurzem auch der deutsche Gesetzgeber höchste Zurückhaltung in diesem Bereich geübt haben. Dies gilt umso mehr, als dass ein Rückzug vom Kapitalmarkt regelmäßig mit einem Leistungsabfall assoziiert wird. Während erstmalige Marktzutritte (IPOs, „*Initial Public Offerings*“) eine starke und von den Emittenten geförderte Medienpräsenz aufweisen, werden Delisting tendenziell leise und mit minimaler Öffentlich-

---

<sup>1</sup> Zur Finanzierungsentwicklung in mittelständischen Unternehmen DAI Mittelstandsfinanzierung, S. 13.

<sup>2</sup> Zum Aufkommen alternativer institutioneller Investoren *Kraakman et al.*, *The Anatomy of Corporate Law*, S. 30 f.; zum vermehrten Aufkommen insbes. auch ausländischer institutioneller Investoren, *Rode*, *Der Deutsche Corporate Governance Kodex*, S. 85 f.; *Baums/Fauner*, in: *Baums, Corporate Governance und Anlegerschutz*, S. 206 ff.

<sup>3</sup> *Armour et al.*, *Principles of Financial Regulation*, S. 142 ff.

keitswirksamkeit durchgeführt. Dennoch darf man nicht aus den Augen verlieren, dass aus wirtschaftlicher Sicht ein IPO nur dann eine attraktive Finanzierungsmöglichkeit bietet, wenn er sich nicht schon von vornherein als Einbahnstraße präsentiert. Mangelnde Reversibilität der Börsenentscheidung kann für Emittenten *ex ante* als Marktzutrittsschranke wirken.<sup>4</sup> Auf der anderen Seite können fehlende Schutzinstrumente Investoren dazu veranlassen, von einer gesamtwirtschaftlich sinnvollen Investition in gefährdete Titel Abstand zu nehmen.<sup>5</sup>

Im heutigen Marktumfeld greift eine Reduzierung der Problematik auf das Delisting und einen Leistungsabfall allerdings zu kurz. Die zunehmende Ausdifferenzierung des Systems bietet nicht nur Marktneuzugängen die Möglichkeit, ihren Handelsplatz entsprechend ihrer individuellen Bedürfnisse zu wählen. Über einen teilweisen Marktrückzug wird auch Altemittenten die Möglichkeit geboten, ihre Notierungsentscheidung zu optimieren. Dabei korreliert weder der teilweise noch der vollständige Marktrückzug stets mit einem Leistungsabfall. Für den teilweisen Marktrückzug folgt dies aus dem punktuellen Charakter der Marktzutrittsentscheidung, die aufgrund der Veränderung der Handelsplätze eine regelmäßige Überprüfung auch bei unveränderter oder positiver Unternehmensentwicklung erforderlich macht. Beschränkungen im Marktrückzugsrecht treffen dann nicht nur den Emittenten, sondern wirken zudem als Marktzutrittsschranken gegenüber Handelsplätzen im Wettbewerb der Märkte zueinander. Für den vollständigen Marktrückzug stellen sich die Dinge zwar komplexer dar, aber auch hier können alternative Finanzierungsinstrumente in speziellen Unternehmensphasen dem Unternehmen einen Zugewinn verschaffen.

Dies zeigt, dass das Thema des Marktrückzugs nicht nur für die konkret Betroffenen von entscheidender Bedeutung ist, sondern darüber hinaus aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ein Interesse an diesem Fragenkreis besteht.

## § 1 Einführung in die Problematik

Die Marktrückzugsproblematik ist vielseitig und komplex, denn es müssen nicht nur Markt und Verband in Einklang gebracht, sondern zunächst die sachlichen Anforderungen und Wechselwirkungen innerhalb beider Komplexe erarbeitet werden.

In marktrechtlicher Hinsicht sind das System der Handelsplätze und die verschiedenen Rückzugsformen, mit ihren unterschiedlichen Ausgangs- und

---

<sup>4</sup> Krämer/Theiß, AG 2003, 225, 226; Kümpel, Börsenrecht, S. 96; vgl. Kalss, EZWiR 2016, 326 f.

<sup>5</sup> Kraakman et al., The Anatomy of Corporate Law, S. 254 f.; Mues, Die Börse als Unternehmen, S. 210.

Motivlagen, zu systematisieren. Dies hat sich in der Vergangenheit besonders mit Blick auf die Unterscheidung zwischen Delisting und *Going Private* als schwierig erwiesen und dazu geführt, dass Regulierung auf falscher ökonomischer Tatsachenbasis geschaffen wurde. Eine Regulierung muss zudem die Eigenkräfte des Marktes berücksichtigen, die – jenseits eines Marktversagens – Allokationen grundsätzlich besser vornehmen können als gesetzliche Regelungen. In diesem Zusammenhang ist insbesondere die Preisfunktion in das Regulierungskonzept einzufügen.

Inwieweit eine kapitalmarktrechtliche Regulierung durch gesellschaftsrechtliche Aspekte zu komplementieren ist, ist umstritten. Verbandsrechtliche Aspekte wurden insbesondere in dem Konflikt zwischen Mehrheit und Minderheit identifiziert. Der Marktrückzug lässt sich jedoch nicht auf diesen Konflikt reduzieren. Vielmehr hängt das Konfliktpotential von den konkreten Beteiligungsverhältnissen der Gesellschaft ab. Die Regulierung darf sich somit nicht auf den häufigsten Fall beschränken, sondern muss die vollständige Sachmaterie einer interessengerechten Lösung zuführen.

Schließlich treten neben die inhaltliche Ebene methodische Probleme. Diese ergeben sich namentlich aus der Regulierungslehre sowie der komplexen und bislang unerschlossenen Schnittstelle zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht.

## § 2 Ansatzpunkte und Fragestellung

Die ersten Arbeiten zum vollständigen Marktrückzug finden sich in den 90er Jahren. Durch die Grundlagenentscheidung im Fall *Macrotron*<sup>6</sup> etablierte der Bundesgerichtshof 2002 eine gesellschaftsrechtliche Regulierung mittels Hauptversammlungskompetenz, Abfindung und Überprüfungsmöglichkeit im Spruchverfahren, deren Wirkung weit über die vom Gesetzgeber in § 43 Abs. 6 BörsG a.F. (§ 39 BörsG n.F.) bis dahin geschaffene Delegation an die Börsenordnung hinausreichte. In den Folgejahren erfolgte eine im Verhältnis zu den Anwendungsfällen geradezu beeindruckende Diskussion über die Voraussetzungen und die Reichweite der *Macrotron*-Entscheidung, die es zunächst in allgemeiner Form und sodann mit Bezug auf die entstehende Segmentierung zu würdigen galt.

Die Kehrtwende wurde schließlich durch die *MSV/Lindner*-Entscheidung<sup>7</sup> des Bundesverfassungsgerichts eingeleitet, die der gesellschaftsrechtlichen Marktrückzugsregulierung ihre dogmatische Grundlage entzog. Spätestens der darauffolgende *Frosta*-Beschluss<sup>8</sup> des Bundesgerichtshofs, der eine voll-

---

<sup>6</sup> BGH NJW 2003, 1032 ff. (*Macrotron*).

<sup>7</sup> BVerfG NJW 2012, 3081 ff. (*MSV/Lindner*).

<sup>8</sup> BGH BeckRS 2013, 19377 ff. (*Frosta*).

ständige Rückbesinnung zugunsten einer nunmehr erneut rein kapitalmarktrechtlichen Regulierung vollzog, hat gezeigt, dass weder Auslöser und Folgen des Marktrückzugs noch das Verhältnis zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht geklärt sind.

An diesem Befund ändert auch die erst kürzlich erfolgte gesetzliche Neufassung des Marktrückzugs nichts, die sich maßgeblich auf Kleinanlegerschutzgesichtspunkte stützt und deren Zuordnung zum Kapitalmarktrecht mehr praktischen denn rechtlichen Erwägungen folgt.

Betrachtet man diese Entwicklung aus der Perspektive der Regulierung, so bietet sich ein fast schon trauriger Anblick.<sup>9</sup> Obgleich in den letzten zwanzig Jahren der Marktrückzug auf (fast) jede erdenkliche Weise reguliert worden ist, ist man ihren Ausgangsbedingungen und Folgen, ja nicht einmal ihrer gesamtwirtschaftlichen Funktion, in irgendeiner Form nähergekommen.

Dies sind die Ansatzpunkte der vorliegenden Arbeit. Es finden sich bereits zahlreiche Monographien zu einzelnen Entwicklungsstadien der Marktrückzugsregulierung<sup>10</sup> sowie den damit zusammenhängenden Einzelaspekten<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Kalss EZWiR 2016, 321, 322 spricht insoweit von einem „Experimentierfeld“.

<sup>10</sup> Zum *Delisting* in chronologischer Reihenfolge Radtke, *Delisting, Rückzug aus dem amtlichen Handel oder geregelten Markt auf Wunsch des Emittenten aus kapitalmarktrechtlicher Sicht* (1998); M. Henze, *Delisting, Kapitalmarktrechtliche und gesellschaftsrechtliche Aspekte eines Widerrufs der Börsenzulassung* (2002); Kleppe, *Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse* (2002); de Vries, *Delisting* (2002); Schlößer, *Delisting auf Initiative des Emittenten* (2003); N. Ott, *Der Rückzug von der Börse, Gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Fragen des Delistings unter Berücksichtigung der Macrotron-Entscheidung des BGH* (2005); Engelbach, *Delisting* (2003); Rieske, *Der Rückzug von der Börse* (2005); Gutte, *Das reguläre Delisting von Aktien, Kapitalmarktrecht, Gesellschaftsrecht, Ökonomie* (2006); Ernemann, *Delisting, Ein Diskussionsbeitrag zur Deregulierung des Börsenrückzugsverfahrens*; Krolow, *Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt (Delisting)* (2005); Reiff, *Gesellschaftsrechtliche Aspekte des regulären Delistings* (2004); Möhrle, *Delisting* (2006); Both, *Delisting* (2006); Thomas, *Delisting und Aktienrecht* (2009); Probst, *Rechtsfragen des regulären Börsenrückzuges* (2013); Rutz, *Delisting und Downgrading* (2015); zuletzt Kastl, *Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse* (2016); rechtsvergleichend Heine, *Anleger- und Minderheitenschutz beim Börsenaustritt und Voluntary Delisting*, (2003); Ding, *Delisting in Deutschland und China* (2006); Schulz, *Der Rückzug von der Börse auf Antrag des Emittenten in Deutschland und Frankreich* (2014); zum *Downgrading* Schiemzik, *Segmentwechsel börsenaktiver Unternehmen* (2005); im Verhältnis zum Markteintritt Grupp, *Börseneintritt und Börsenaustritt* (1995); Brauer, *Die Rechte der Aktionäre beim Börsengang und Börsenrückzug ihrer Aktiengesellschaft* (2005); zum Cross-Border Delisting Kirmse, *Cross-Border Delisting* (2006).

<sup>11</sup> Zum *Going Private* Oelschlegel, *Beweggründe für und Umsetzung von Going-Private Transaktionen* (2001); Hohn, *Going Private* (2000); Hackstein, *Going Private* (2001); Pluskat, *Rechtsprobleme beim Going Private* (2002); Siems, *Going Private unter Beteiligung von Finanzinvestoren* (2003); Zillmer, *Going Private* (2003); Steck, „going private“ über das UmwG; Seiffert, *Going Private und Anlegerschutz nach der Macrotron-*

Diese Arbeiten vermitteln jedoch im Wesentlichen Momentaufnahmen – Antworten auf die Frage, wie ein Marktrückzug *de lege lata* in der konkreten Entwicklungsphase aussieht.

Hier wird nun erstmals eine dynamische Betrachtung unternommen, die die Marktrückzugsproblematik in den stetigen Wandel des Finanzsystems einfügt, ihre Auslöser, Folgen und Qualitäten analysiert und in einem Regulierungskonzept *de lege ferenda* zusammenfügt. Auf diese Weise sollen wesentliche Lücken in der Literatur in Bezug auf die Dynamik der Marktregulierung und die Schnittstelle von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht geschlossen werden. Dabei zeigt sich, dass der Marktrückzug schon lange kein Alles-oder-nichts Problem mehr ist, sondern aufgrund der fortschreitenden Segmentierung und der Entwicklungsgeschwindigkeit des Finanzmarktes eine Lösung verlangt, die sich an der Qualität des Rückzugsschritts orientiert und sich so dynamisch späteren Veränderungen anpasst.

Methodischer Ausgangspunkt ist ein funktionales Regulierungskonzept,<sup>12</sup> welches Marktregulierungen auf Marktversagen stützt und durch dieselben begrenzt. Dieses wurde in seiner klassischen Form jedoch für die Regulierung innerhalb eines Marktes, nicht aber für die Betrachtung von Bewegungen zwischen institutionalisierten Märkten entwickelt. Die vorliegende Arbeit setzt daher ihren methodischen Schwerpunkt auf die Einflechtung der Besonderheiten des Marktrückzugs in die Regulierungsdogmatik und leistet ansonsten einen Beitrag zur Regulierungstheorie, namentlich mit Bezug auf die regulatorische Bewertung der Preisreaktionen, sowie dem Schnittfeld von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht.

Schließlich vollzieht die Arbeit die bisherige Regulierungsentwicklung nach und würdigt diese Schritte mit Blick auf ihre regulative Qualität absolut und im relativen Verhältnis zueinander. Als eine der ersten monographischen Abhandlungen nach der Neuregulierung des Marktrückzugs wird besonderes Gewicht auf die regulative Durchdringung des § 39 BörsG n.F. gelegt und das Ergebnis mit dem *status quo ante* durch *Macrotron* und *Frosta* in Beziehung gesetzt.

---

Entscheidung des BGH (2005); *Eisele*, Going Private in Deutschland (2006); *Leibfritz*, Der freiwillige Börsenrückzug, Unternehmensbewertung und Delegationseffizienz (2008); *Kemper*, Börsenrückzüge in Deutschland (2007); rechtsvergleichend *Bujalka*, Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Umstrukturierungen im deutschen und slowakischen Aktienrecht (2006); zum kalten Delisting *Kruse*, Das „kalte“ Delisting börsennotierter Aktiengesellschaften (2003); *Engelbach*, Das börsenrechtliche Marktentlassungsverfahren als Alternative zum kalten Delisting (2003); *Funke*, Minderheitenschutz im Aktienrecht beim kalten Delisting (2005); zum Zwangsdelisting *Maas*, Zwangsdelisting und Anlegerschutz (2009).

<sup>12</sup> Zur Notwendigkeit funktionaler Betrachtungen im Unternehmensrecht *Eidenmüller*, ZGR 2007, 484, 486; zum Konzept funktionaler Regulierung siehe Kapitel 3, 82 ff.

### § 3 Thematische Eingrenzung

Es sind zwei thematische Eingrenzungen vorzunehmen. Zunächst wird sich auf den Marktrückzug von Aktien beschränkt.<sup>13</sup> Die Parallelproblematik bei anderen Wertpapieren wird ausgeschlossen, um das hinter der Diskussion hervortretende systematische Kernproblem der Überschneidung von Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht nicht aus dem Fokus zu verlieren.

Darüber hinaus wird die Untersuchung inhaltlich auf „reine“ Marktrückzugsbewegungen eingegrenzt. Unter reinen Marktrückzügen sind solche Marktbewegungen zu verstehen, die freiwillig und unabhängig von einer Akquisition durchgeführt werden. Dies hat den Hintergrund, dass das Hinzutreten von Erwerbsabsichten oder Strukturentscheidungen die Interessen der Beteiligten sowie die Marktparameter verschiebt und somit keine verlässliche Aussage über den Marktrückzug als solchen trifft. Andere Rückzugsmodalitäten sind damit nur in Abgrenzung zum reinen Marktrückzug Teil des Untersuchungsgegenstandes.

### § 4 Gang der Untersuchung

Die Untersuchung ist in einem Vierschritt, bestehend aus je zwei Kapiteln, angelegt und mündet in einer thesenhaften Darstellung der Ergebnisse. Ziel der Arbeit ist die Analyse der regulativen Ausgangsbedingungen des Marktrückzugs, eine darauf aufbauende Bewertung der bisherigen Regulierungen und die Erarbeitung eines Regulierungskonzepts *de lege ferenda*.

Kapitel 2 und Kapitel 3 bilden das Fundament der Untersuchung. Kapitel 2 dient der Einführung in die Problematik sowie der Identifizierung der Parameter, die den Marktrückzug als Regulierungsproblem ausweisen. Ausgehend von der derzeitigen Marktstruktur werden die Dynamiken in der Entwicklung und Ausdifferenzierung der Marktsegmente sowie der Einfluss des Marktes auf die Verbandsorganisation dargestellt und auf dieser Grundlage die unterschiedlichen Rückzugsmöglichkeiten systematisiert und voneinander abgegrenzt. Daran anschließend werden die bisherigen Phasen der Marktrückzugsregulierung vorgestellt und in den internationalen Kontext gerückt. Die Betrachtung schließt mit der Folgerung der Gestaltungsfragen, denen im Verlauf der Arbeit nachzugehen ist. Kapitel 3 widmet sich der systematischen Erschließung der Regulierungslehre und damit den theoretisch-methodischen Grundlagen der Arbeit. Hierzu wird ein Regulierungsbegriff entwickelt, der in positiver Hinsicht alle potentiellen Regulierungen umschließt, in negativer Hinsicht aber nicht über das hinausreicht, was durch Regulierung geleistet

---

<sup>13</sup> Zum Marktrückzug von Anleihen *Habersack*, in: ders./Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 35 Rn. 32 ff.; *Siebel*, ZGR 2002, 842.

werden kann. Maßstab der Gestaltung und Bewertung der Regulierung ist die ökonomische Effizienz. Diese wird konzeptionell eingeordnet, in ihrer lenkenden Funktion kritisch gewürdigt und, vermittelt durch die Lehre des Marktversagens, in den Kontext des Markt- und Verbandsrechts gerückt. Dabei liegt das Herzstück des Abschnitts auf der Frage, inwieweit diese Theorie, die für Regulierungen innerhalb eines Marktes entwickelt wurde, auch für die Regulierung der Bewegungen zwischen Märkten herangezogen werden kann.

Die beiden darauffolgenden Kapitel betrachten die Ausgangsbedingungen des Marktrückzugs. Kapitel 4 widmet sich den ökonomisch bedeutsamen Punkten der Regulierung. Neben den Gründen des Marktrückzugs liegt der Schwerpunkt auf der Analyse möglicher Marktversagen sowie der regulativen Bedeutung delistingbedingter Kursverläufe. Die Betrachtung wird durch eine Analyse der Interessenlage sowie die Abgrenzung zum *Going Private* abgeschlossen. In Kapitel 5 werden daran anschließend die rechtlichen Regulierungsanforderungen eruiert. Diese beinhalten die bindenden Vorgaben des Verfassungs- und Europarechts sowie eine rechtssystematische Analyse des Verhältnisses zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht.

Die Kapitel 6 und 7 beschäftigen sich mit dem *status quo ante*, der Regulierung des Marktrückzugs vor der Neufassung des § 39 BörsG. Kapitel 6 analysiert die alte Rechtslage und erarbeitet die Potentiale und Grenzen der damaligen kapitalmarkt- und gesellschaftsrechtlichen Regelungen. Nicht der mögliche Regulierungsrahmen, sondern die praktisch gelebte Regulierung bildet den Kern der Würdigung in Kapitel 7. Diese misst die bisherigen Regulierungsphasen an der Regulierungstheorie sowie den ökonomisch-rechtlichen Vorgaben und bereitet so die Grundlage einer entwicklungsbezogenen Bewertung der Neuregelung.

Kapitel 8 und 9 knüpfen an die momentane Regulierungsphase an. Kapitel 8 analysiert den *status quo* durch das Umsetzungsgesetz der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie und misst diesen in relativer Hinsicht an dem *status quo ante* sowie, in absoluter Hinsicht, an der Regulierungsdogmatik. Die Ergebnisse dieser Betrachtung werden in Kapitel 9 auf die Regulierungslehre zurückbezogen und aus ihnen ein Konzept zur Regulierung des Marktrückzugs *de lege ferenda* entwickelt.

In Kapitel 10 werden die Erkenntnisse dieser Arbeit schließlich thesenhaft zusammengefasst.

## Kapitel 2

# Der Marktrückzug als Regulierungsproblem

Die Regulierung des Marktrückzugs hat sich als Odyssee erwiesen. Rechtsprechung, Literatur und Gesetzgeber scheinen sich auf einer ganz ähnlichen Irrfahrt zu befinden wie der griechische Held Odysseus. Anders als bei Homer ist das Ziel aber auch nach über zehn Jahren noch nicht erreicht. Grund ist die erhebliche Komplexität des Regulierungsgegenstands. Dessen Vielschichtigkeit folgt zum einen aus den unterschiedlichen, im Wandel begriffenen Qualitäten der Handelsplätze bzw. Marktsegmente als den Ausgangs- bzw. Endpunkte der Rückzugsbewegungen und zum anderen aus den verschiedenen Motiven, Zielen und Techniken, die den Bewegungen zugrunde liegen oder mit denen sie vollzogen werden.

Diese Punkte stecken den sachlichen Rahmen der Bearbeitung ab und helfen dabei, die Parameter zu identifizieren, die den Marktrückzug als Regulierungsproblem ausweisen. Dazu erfolgt zunächst eine Einführung in die Dynamik des modernen Finanzsystems, seinen Elementen und den Faktoren seines Bedeutungswandels (§ 1). Der zweite Unterabschnitt dient der Systematisierung des Kapitalmarktsystems (§ 2), der dritte Unterabschnitt den aktienrechtlichen Besonderheiten (§ 3) und der vierte der Systematisierung der Marktbewegungen (§ 4). Im fünften Unterabschnitt werden die bisherigen Regulierungen dargestellt (§ 5), mit den Regulierungen in England und Wales sowie den Vereinigten Staaten von Amerika in den internationalen Kontext gerückt (§ 6) und darauf aufbauend die Spezifika des *Cross-Delisting* extrahiert (§ 7). Schließlich wird ein Zwischenergebnis gezogen und die konkrete Fragestellung formuliert (§ 9).

## § 1 Bedeutungswandel und neue Fragestellungen

Wandel ist dem Finanzsystem immanent und durchzieht alle Ebenen seiner Betrachtung. Auf Makroebene wurde Innovation und Wachstum des Finanzmarktes lange Zeit uneingeschränkt mit Wachstum der Realwirtschaft<sup>1</sup> und Entrepreneurship<sup>2</sup> assoziiert. Das Bewusstsein, dass ein disproportionales

---

<sup>1</sup> Grundlegend *Goldsmith*, Financial Structure and Development; *McKinnon*, Money and Capital in Economic Development.

<sup>2</sup> *Guiso/Sapienza/Zingales*, Quarterly Journal of Economics 119 (2004) 929.

Wachstum des Finanzmarktes relativ zur Realwirtschaft im Bruttoinlandsprodukt sich für die Gesamtwirtschaft als schädlich erweisen kann, hat sich erst durch die Finanzkrise eingestellt.<sup>3</sup>

Bis dahin hatten Innovationen das Bank- und Finanzwesen bereits derart ineinander verschränkt, dass die klassisch regulative Trennung zwischen Bank- und Finanzmarktregulierung nunmehr in vielfacher Hinsicht an ihre Funktionsgrenze stößt. Das fehlende Bewusstsein dafür, dass Marktsubstitute klassischer Bankfunktionen mit äquivalenten Risiken einhergehen, hat diese Substitute vielfach als kostengünstige, da unregulierte, Alternativen zum klassischen Bankgeschäft erscheinen lassen und das Wachstum so zunehmend auf den Finanzmarkt verlagert.<sup>4</sup> Die Funktionen des Finanzsystems – die Mobilisierung von Spareinlagen, die Allokation von Ressourcen, die Überwachung der Unternehmensführung, Risikomanagement sowie das Zahlungssystem – werden heute von Markt und Bank parallel ausgeführt.<sup>5</sup>

Dieser Bedeutungsaufschwung der Finanzmärkte hat jedoch nur noch wenig mit den traditionellen Eigenkapitalmärkten zu tun, die das Kernstück dieser Bearbeitung ausmachen. Ganz im Gegenteil: Die europäischen Eigenkapitalmärkte finden sich bei globaler Betrachtung trotz breiterem Zugangs auf der abfallenden Hälfte einer umgekehrten Parabel. Seit der Nachkriegszeit hat sich die Finanzierungswirklichkeit vieler Unternehmen grundlegend verändert. Ursprünglich befanden sich allein die größeren Gesellschaften am Kapitalmarkt.<sup>6</sup> Während im Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten die Eigenkapitalisierung der Unternehmen im Vergleich zu den traditionell bankfinanzierten kontinentaleuropäischen und speziell deutschen Unternehmen schon immer hoch war, etablierten sich in Kontinentaleuropa liquide Eigenkapitalmärkte erst in der zweiten Hälfte des letzten Jahrhunderts und führen seitdem zu einem ausgeglichenerem Verschuldungsgrad notierter Unternehmen. Der Kapitalmarkt wurde liquider, differenzierte sich aus und war bald nicht mehr allein großen Unternehmen vorbehalten. Weniger stark regulierte Marktsegmente sprachen speziell mittelständische Unternehmen

---

<sup>3</sup> Zora traditionellen Ansicht *Levine*, *Journal of Economic Literature* 35 (1997) 285 ff.; *T. Beck*, European Banking Center Discussion Paper 38 (2011) m.w.N.; *Arcand/Berkes/Panizza*, International Monetary Fund Working Paper 161 (2012) der „tipping point“ sei bei Krediten zugunsten des privaten Sektors von 80–100% des BIP erreicht; *Ceccetti/Kharroubi*, BIS Working Paper 381 (2012); *Philippon*, NYU Stern School Working Paper (2008); *Schularick/Taylor*, *American Economic Review* 102 (2012) 1029 das systemische Risiko steige mit der Größe des Finanzsektors; illustrativ zur Entstehung der Finanzkrise, *Armour et al.*, *Principles of Financial Regulation*, S. 6 ff.

<sup>4</sup> Vorausschauend aus damaliger Sicht *Rajan*, NBER Working Paper 11728 (2005).

<sup>5</sup> *Armour et al.*, *Principles of Financial Regulation*, S. 433 ff.

<sup>6</sup> Nach *Langenbucher*, 50 Jahre Aktiengesetz, S. 274 seien auch heute zwar nur 5% aller Aktiengesellschaften börsennotiert, darunter aber 85% der größten deutschen Unternehmen.

an. Diese wenden sich dem Kapitalmarkt gerade seit der Wirtschaftskrise verstärkt zu, da Bankkredite aufgrund der neuen Regulierungslast zunehmend restriktiv vergeben werden. Auf der anderen Seite führt die steigende Ausdifferenzierung im Markt zu einer relativen Verlagerung von Aktien auf andere Finanzmarktinstrumente (insbesondere Derivate)<sup>7</sup> und zu einem absoluten Rückgang der Eigenkapitalprodukte. So sind IPOs in OECD-Ländern seit einiger Zeit rückläufig, während Marktrückzüge im gleichen Zeitraum zunahmen.<sup>8</sup> Zwischen 1995 und 2005 haben etwa 28% aller europäischen Emittenten den regulierten Markt verlassen.<sup>9</sup> Betrachtet man den globalen Eigenkapitalmarkt, so zeigt sich, dass dieser Wandel vor allem geographisch ist und den Markt zunehmend in Richtung der Schwellenländer verlagert.<sup>10</sup> Der größte IPO-Markt befindet sich derzeit nicht in den USA, sondern in China<sup>11</sup> und steht so sinnbildlich für die Bewährungsprobe demokratisch geprägter Marktwirtschaften gegenüber alternativen Wirtschaftssystemen.<sup>12</sup>

Fokussiert man die Betrachtung auf den deutschen Aktienmarkt, so zeichnen sich auch hier Veränderungen ab. Waren 1990 noch mehr als 80% aller Emittenten durch Großaktionäre, vor allem Banken, Versicherungen oder andere Gesellschaften, mit überkreuzenden Beteiligungen von über 25% geprägt,<sup>13</sup> findet sich heute in den größten deutschen Gesellschaften ein überwiegender Streubesitzanteil. Der Anteil von Investoren mit einem Stimmrechtsanteil von über 50% in den DAX-30 Unternehmen liegt nun bei unter 10% und selbst in *Midcap*-Unternehmen, in denen Großaktionäre noch immer regelmäßig präsent sind, zeichnet sich ein Wandel ab.<sup>14</sup> Es kommt zu einem konstanten, wenn auch schleichenden Wandel zugunsten eines stärker gestreuten Anlegerpublikums.<sup>15</sup>

---

<sup>7</sup> Illustrativ die Statistik bei *Armour et al.*, *Principles of Financial Regulation*, S. 41, Fig. 2.6.

<sup>8</sup> *Thomsen/Vinten*, Copenhagen Business School Working Paper 12 (2006) 2; nach *Isaksson/Celik*, OECD Corporate Governance Working Paper 8 (2013) 18 vollzogen sich zwischen 2002 und 2011 78% aller Delistings aus OECD-Ländern; vgl. auch *Seibert*, AG 2015, 593, 956; *Bayer*, Gutachten 67. DJT, E 20.

<sup>9</sup> *Thomsen/Vinten*, a.a.O.; stärker noch bei *Isaksson/Celik*, a.a.O., die bei fast 41% aller gelisteten Emittenten zwischen 1992 und 2002 einen Marktrückzug verzeichnen.

<sup>10</sup> Der Markt für ausländische Notierungen verschiebt sich dagegen von den USA vor allem nach London und Singapur, siehe unten, S. 78; vgl. auch dazu *Caglio/Hanley/Marietta-Westberg*, DERA Working Paper 68 (2013).

<sup>11</sup> *Doidge/Karolyi/Stulz*, Dice Center Working Paper 13 (2012) 15 i.V.m. Fig. 1 Panel a und b (S. 55).

<sup>12</sup> Vgl. *Hirte*, ZGR 2007, 511, 515.

<sup>13</sup> *Franks/Mayer*, Review of Financial Studies 14 (2001) 943, 947 Tabelle 1; zum besonderen Einfluss der Banken etwa *Hopt*, ZGR 2000, 779, 803 f.

<sup>14</sup> *Winner*, ZGR 2012, 246, 249.

<sup>15</sup> Vgl. *Hansmann/Kraakman*, Georgia Law Review 89 (2001) 439 ff. zur Konvergenzthese.

Der Aktionärskreis wird zunehmend heterogener. Während in der Nachkriegszeit nur Institutionen und vermögende Einzelpersonen die Mittel hatten, in Aktien zu investieren, ist die Aktie heute ein auch für die allgemeine Bevölkerung salonfähiges Investment geworden.<sup>16</sup> Die geringen Zinsen der letzten Jahre haben dazu geführt, dass viele Anleger nach attraktiven Alternativen zum traditionellen Sparkonto suchen.<sup>17</sup> Darüber hinaus wird die Aktie zunehmend wichtiger als Alternative zur traditionellen Altersversorgung.<sup>18</sup> Dies führte zu einem Anstieg unmittelbar und mittelbar an Gesellschaften beteiligter Kleinaktionäre, denen mehr an der Rendite denn an der aktiven Partizipation im Verband gelegen ist. Da diesen Akteuren oftmals das notwendige Wissen zur Beurteilung der Kapitalanlage fehlt, konnten kollektive Investmentvehikel (insbesondere Fonds) an Bedeutung gewinnen.<sup>19</sup> Deren Investitionsstrategie endet schon lange nicht mehr an nationalen Grenzen und führt zu einer zunehmenden Internationalisierung der Marktplätze.<sup>20</sup> Die heutige Investorenlandschaft ist daher divers und reicht von Kleinanlegern zu hochspezialisierten, international agierenden Finanzinvestoren.

Damit einher geht ein Wandel der Börsen zu gewinnorientierten, internationalen Großunternehmen, die zueinander im Wettbewerb stehen. Auslöser ist die moderne Informationstechnik.<sup>21</sup> Traditionell waren Börsen natürliche Monopole.<sup>22</sup> Ihre Hauptfunktion bestand darin Informationsasymmetrien zu überbrücken, indem sie durch Zulassung zum Markt die Einhaltung von Mindestqualitätsstandards signalisierten und durch ihr Reputationskapital absicherten.<sup>23</sup> Dies wurde durch die Gewährung von Liquidität und der Schaffung von Regeln über den Handel und die Preistransparenz komplementiert. Durch das Aufkommen moderner Informationstechnologie hat die Reputationsfunktion an Wert verloren.<sup>24</sup> Informationen können leichter veröffentlicht und gesammelt werden und durch ein höheres öffentliches Interesse an der Institution Börse wurden viele der Regelungsbereiche an hoheitliche Stellen über-

---

<sup>16</sup> Die Auslöser hierfür sind vielseitig und stammen aus dem ökonomischen wie dem rechtlichen Sektor. Zur Herabsetzung der Mindestnennbeträge *Habersack*, AG 2105, 613, 615.

<sup>17</sup> *Ulmer*, AcP 202 (2002) 143, 144; *Wymeersch*, ZGR 2001, 294, 298 f.

<sup>18</sup> *Berding*, WM 2002, 1149, 1154; *Ulmer*, a.a.O.; *Wymeersch*, a.a.O.

<sup>19</sup> Vgl. zur Entwicklung unmittelbarer und mittelbarer Beteiligungen *Schanz/Richard/Schalast*, HfB Working Paper 14 (2004) 13; zur wachsenden Internationalität dieser Investoren *Seibert*, AG 2015, 593, 596.

<sup>20</sup> *Seibert*, AG 2015, 593, 596 mit Verweis auf den Monatsbericht der Bundesbank September 2014, S. 27.

<sup>21</sup> *Ferrarini/Saguato*, ECGI Working Paper 259 (2014) 9 f.; vgl. auch *Bröcker*, in: C. P. Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 6 Rn. 10 ff.

<sup>22</sup> Vgl. *Kasiske*, BKR 2015, 454.

<sup>23</sup> *Armour et al.*, Principles of Financial Regulation, S. 146 ff.; *Ferrarini/Saguato*, ECGI Working Paper 259 (2014) 9.

<sup>24</sup> *Armour et al.*, a.a.O., S. 147.

führt.<sup>25</sup> Zentrale Funktion der Börse ist somit heute vor allem die Gewährung von Liquidität.<sup>26</sup>

Gleichzeitig nimmt der Druck durch außerbörsliche Handelsplattformen enorm zu. Diese multilateralen Handelssysteme unterscheiden sich von Börsen dadurch, dass der Handel auf ihnen nicht zulassungsgebunden ist, reduzierten Transparenzpflichten unterfällt, typischerweise illiquide ist, sich auf professionelle Investoren beschränkt und dadurch insgesamt Kostenvorteile verspricht.<sup>27</sup> Ein solcher Wettbewerb ist nicht neu. Insbesondere der Pakethandel wurde auch schon früher regelmäßig außerhalb der Börse vollzogen.<sup>28</sup> Nun aber scheinen alternative Handelssysteme derart zu wachsen, dass sie zu ernsthaften Konkurrenten der Börsen werden.<sup>29</sup> Soweit dies Wertpapiere betrifft, die auch auf börslichen Märkten gehandelt werden, ergibt sich der Kostenvorteil jedoch zumindest teilweise aus einem Trittbrettfahren auf Börseninformationen.<sup>30</sup> Darüber hinaus besteht die Gefahr der Fragmentierung des *order-flows* und – jedenfalls soweit eine Vorhandelstransparenz gegeben ist – auch des Informationsniveaus.<sup>31</sup> Sie unterminieren das Geschäftsmodell der Spezialisten, was wiederum zu höherer Volatilität führen kann.<sup>32</sup> Auf der anderen Seite erhöht die Konkurrenz den Druck auf die Börsen sich den Wünschen der Investoren, anstatt den Wünsche ihrer Mitglieder, anzupassen.<sup>33</sup>

Schließlich setzt sich der Wandel in der Regulierung der Emittenten fort. Während ursprüngliche Regulierungstendenzen dahingingen, lediglich Emittenten auf Handelsplätzen der höchsten Rangstufe einem strengen Regime zu unterstellen, gehen neuere Bewegungen dahin, diese Qualitätsstandards auch auf andere Handelsplätze auszudehnen mit der Folge, dass nun auch die Re-

---

<sup>25</sup> *Ferrarini/Saguato*, ECGI Working Paper 259 (2014) 11.

<sup>26</sup> *Oehler*, in: FS-Wilhelm, S. 76; *Armour et al.*, *Principles of Financial Regulation*, S. 147.

<sup>27</sup> Vgl. *Kasiske*, BKR 2015, 454 ff.; *Fioravanti/Gentile*, CONSOB Working Paper 69 (2011) 9 ff.

<sup>28</sup> Vgl. *Vollmer/Grupp*, ZGR 1995, 459, 474; *Kasiske*, a.a.O., S. 455. Durch die fehlende Vorhandelstransparenz war es möglich auch große Orders ohne Preissprung abzuwickeln.

<sup>29</sup> *Cohn-Heeren*, Kapitalmarktrechtliche Regulierungskonzepte für alternative Handelssysteme, S. 15; vgl. auch *Spindler*, DSStR 2002, 1576, 1582 f.

<sup>30</sup> Vgl. etwa zum Referenzpreis der *dark pools* *Kasiske*, a.a.O., S. 454; *Zhu*, *The Review of Financial Studies* 27 (2014) 744, 755.

<sup>31</sup> *IOSCO*, Consultation Paper, Issues Raised by Dark Liquidity (2010) 20; empirisch *Fioravanti/Gentile*, CONSOB Working Paper 69 (2011).

<sup>32</sup> Vgl. *Fleckner*, Max Planck Institute Working Paper 8 (2015) 49.

<sup>33</sup> Vgl. zur Demutualisierung der Börsen zu markt- und gewinnorientierten Wirtschaftsunternehmen *Armour et al.*, *Principles of Financial Regulation*, S. 153 f.; *Mendiola/O'Hara*, Working Paper (2003).

gulierungsdichte auf den unteren Stufen wächst.<sup>34</sup> Dies wiederum ändert das Qualitätsgefälle zwischen den Märkten und damit das Verhältnis, in dem sie sich gegenüberstehen. Für die Regulierung des Marktrückzugs ist diese Dynamik von besonderer Bedeutung. Sie zeigt, dass die Intensität einer Rückzugsbewegung nicht statischer, sondern dynamischer Natur ist. So wie sich das Qualitätsverhältnis der Märkte zueinander verändert, verändert sich der mit dem (teilweisen) Marktrückzug verbundene Einschnitt. Eine Regulierung, der mehr als ein punktueller Geltungsanspruch zukommen soll, muss derartige Veränderungen berücksichtigen. Mit anderen Worten bedarf ein dynamischer Prozess einer dynamischen Regulierung. Dies ist eines der Kernprobleme der Marktrückzugsregulierung, die sich, mehr als viele andere Regelungskomplexe, mit der Geschwindigkeit des Wandels auseinandersetzen muss.

Wandel im Finanzrecht ist komplex, vielgestaltig, stetig und erfolgt mit zunehmender Geschwindigkeit. Systeme, die vor Dekaden erdacht wurden, können heutige Wirklichkeiten kaum mehr abbilden. Darstellungen des Marktsystems sind daher immer nur Momentaufnahmen und müssen – nach einer gewissen Zeit – mit Vorsicht betrachtet werden. Dennoch soll im Folgenden, eine solche Momentaufnahme erfolgen. Anhand dieser werden Ausgangsbedingungen und Folgen einer Marktbewegung – auf den Moment bezogen – erarbeitet und die bisherigen Regulierungen einem Realitätstest unterzogen. Die Ergebnisse dieser Analyse, in Form von Potentialen und Grenzen, werden schließlich als Bausteine zum Entwurf eines dynamischen Systems verwandt.

## § 2 Das kapitalmarktrechtliche System der Handelsplätze und Marktsegmente

Die äußeren Rahmen der Betrachtung bilden das europäische und deutsche System der Handelsplätze und Marktsegmente, ersteres mit qualitativen, letzteres mit institutionellen Abstufungen. Ziel dieses Unterabschnitts ist es, die Eigenarten der Handelsplätze und Marktsegmente zu identifizieren und einander gegenüberzustellen, um auf dieser Grundlage die Qualität einer Rückzugsform bewerten und einer regulativen Lösung zuführen zu können.

Nach einer Abgrenzung der Begrifflichkeiten (1.) werden die Regulierung der Börse (2.), des Freiverkehrs (3.) und des außerbörslichen Handels (4.) dargestellt. Abschließend wird ein Zwischenergebnis gezogen (5.).

---

<sup>34</sup> Vergleiche etwa das neue Marktmissbrauchsregime aus MAR und CRIM-MAD.

### A. Begrifflichkeiten und Systeme europäischer und deutscher Marktorganisation

Marktrückzugsbewegungen sind Veränderungen im *status quo* der institutionellen Handelbarkeit betroffener Wertpapiere. Während Marktbewegungen sich früher auf den Marktein- oder -austritt beschränkt haben, hat die Ausdifferenzierung des Marktsystems der letzten Jahrzehnte die Möglichkeit der Marktbewegungen derart verfeinert, dass nun auch teilweise Rückzugs- oder Aufstiegsbewegungen keine Seltenheit mehr sind. Dies im Blick muss die Regulierung ausgehend von der Differenz zwischen Ausgangs- und Zielmarkt die Qualität der Veränderung bewerten und zu einem regulativen Ausgleich führen.

Die Finanzmarktrichtlinie II (MiFID II) reduziert die möglichen Ausgangs- und Endpunkte solcher Bewegungen im europäischen Raum auf drei, ihrer Qualität nach abgestufte Arten von Handelsplätzen: regulierte Märkte, multilaterale Handelssysteme und organisierte Handelsplätze.<sup>35</sup> Regulierte Märkte sind multilaterale Handelsplätze mit den höchsten europäischen Qualitätsanforderungen. Sie sind zulassungsgebunden und durch einen Marktbetreiber verwaltet.<sup>36</sup> Bekannteste Beispiele sind die traditionellen Börsen. Daneben haben aber auch die alternativen Handelssysteme *Tradegate* und *BATs/Chi Europe* den Status eines regulierten Marktes. Multilaterale Handelssysteme sind demgegenüber Systeme, die nicht notwendig von einem Marktbetreiber verwaltet werden müssen und auf denen Finanzinstrumente ohne Zulassung und unter einem weniger strengen Pflichtenkanon gehandelt werden.<sup>37</sup> Hierunter fallen die börslichen Freiverkehre sowie die außerbörslichen, mehrheitlich ausländischen Handelsplattformen wie etwa *Turquoise*.<sup>38</sup> Organisierte Handelssysteme und systematische Internalisierer sind für die hiesige Betrachtung dagegen nur am Rande relevant, da sie entweder als Auffangka-

---

<sup>35</sup> Die Definition eines Handelsplatzes findet sich in Art. 4 Nr. 24 Richtlinie 2014/65/EU des europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinie 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung), ABl. Nr. L 173/349 (im Folgenden: MiFID II). Nicht davon umfasst sind systematische Internalisierer i.S.v. Art. 4 Abs. 1 Nr. 20 MiFID II, die auf bilateraler Basis agieren und damit dem OTC-Bereich angehören. Hierunter fallen etwa der Interbankenhandel, vgl. *Seiler/Kniehase*, in: Schimansky/Bunde/Lwowski, BankrechtsHB, § 104 Rn. 37, oder der Handel mit großen Aktienpaketen. Ausführlich zu den Merkmalen und Anforderungen an die jeweiligen Handelsplätze *Güllner*, WM 2017, 938, 940 ff.

<sup>36</sup> Art. 4 Nr. 21 MiFID II.

<sup>37</sup> Art. 4 Nr. 22 MiFID II.

<sup>38</sup> *LSE Group*, What is Turquoise? Turquoise wurde in Deutschland aufgegeben, ist aber in Großbritannien weiter als alternatives Handelssystem der LSE in Betrieb, vgl. *M. Weber*, NJW 2010, 274, 275.

torie den Handel mit Aktien nicht umfassen oder aber sich auf bilaterale Verhältnisse beschränken.<sup>39</sup>

Das deutsche Kapitalmarktrecht systematisiert demgegenüber nicht qualitativ, sondern institutionell und unterscheidet so zwischen Börsen und sonstigem organisierten Handel, der als Wertpapierdienstleistung reguliert ist. Das Börsengesetz (BörsG) regelt die Institution Börse im Sinne von § 2 BörsG und damit den Betrieb einer Börse als regulierten Markt, sowie daran angegliederte Freiverkehre als multilaterale Handelssysteme, § 48 BörsG. Der Börsenhandel sowie der Freiverkehr sind daher beide Segmente der Institution Börse, die Untergliederungen innerhalb dieser Segmente ihre Teilsegmente.<sup>40</sup> Die Regulierung außerbörslicher Handelsformen ist demgegenüber als Wertpapierdienstleistung im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) niedergelegt.<sup>41</sup>

Da die Arbeit ihren Schwerpunkt im deutschen Recht setzt, wird das institutionelle System zugrunde gelegt, wobei auf Unterschiede zwischen Freiverkehren und anderen multilateralen Systemen an den entsprechenden Stellen hingewiesen wird.

### B. Die Börse

Börsen sind nach der Legaldefinition in § 2 Abs. 1 BörsG teilrechtsfähige Anstalten des öffentlichen Rechts, die nach Maßgabe des Börsengesetzes multilaterale Systeme regeln und überwachen, welche die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Wirtschaftsgütern und Rechten innerhalb des Systems nach festgelegten Bedingungen in einer Weise zusammenbringen oder das Zusammenbringen fördern, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Handelsobjekte führen. Ihre öffentlich-rechtliche Organisationsform ist eine Besonderheit der deutschen Marktorganisation.<sup>42</sup> Börsen in Deutschland sind, neben der Frank-

---

<sup>39</sup> Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 MiFID II; ein Unterschied zu den multilateralen Handelssystemen ist ansonsten indes kaum erkennbar, *Funke*, CCZ 2012, 54, 55.

<sup>40</sup> Für den regulierten Markt meint dies die Differenzierung zwischen *Prime Standard* und *General Standard* (dazu sogleich) sowie im Freiverkehr die Differenzierung zwischen einfachem und qualifiziertem Freiverkehr (vgl. unten, S. 27 ff.). Auch hier sind die Begrifflichkeiten jedoch uneinheitlich. Teilweise wird daher auch insoweit von „Segmenten“ gesprochen während § 42 Abs. 1 BörsG von besonderen „Teilbereichen“ spricht.

<sup>41</sup> Insbes. § 72 WpHG (= § 31f WpHG a.F.) für multilaterale Handelssysteme; vgl. aber auch unten, S. 35 f.

<sup>42</sup> *Bröcker*, in: C. P. Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 6 Rn. 26; *Hellwig*, ZGR 1999, 781, 793; *Merkel/Rosbach*, JuS 2003, 217, 224; vgl. *Fleischer/Merkel*, Gutachten 64. DJT, G 136 zu Reformanstrengungen vor der FRUG.

furter Wertpapierbörse als größtem deutschen Eigenkapitalmarkt,<sup>43</sup> die Regionalbörsen in München, Düsseldorf, Stuttgart, Hamburg/Hannover und Berlin sowie *Tradegade* und *BATs/Chi-Europe*. Sie werden durch private, mit hoheitlich Aufgaben beliehene Wirtschaftsunternehmen als ihren Trägern geführt, sodass private und öffentlich-rechtliche Charakteristika nebeneinander existieren. An der Institution Börse festgestellte Preise sind Börsenpreise, die den Anforderungen des § 24 BörsG genügen müssen.

Der regulierte Markt als Hauptsegment (im Folgenden börslicher Handel) unterliegt den strengsten europäischen Regulierungen. Neben hohen Marktzutrittsschranken gelten weitreichende Zulassungsfolgepflichten (I.) sowie erhöhte Publizitätspflichten (II.). Daneben greifen weitreichende Beschränkungen zur Bekämpfung von Marktmissbrauch (III.) und zur Regulierung öffentlicher Übernahmen (IV.), die im Folgenden herausgearbeitet werden. Daran anschließend wird der *Prime Standard* als besonderes Teilsegment vorgestellt (V.) und die Betrachtung mit einem Zwischenergebnis abgeschlossen (VI.).

### *I. Zulassung, Zulassungsfolgepflichten und Beteiligungspublizität*

Der Marktzutritt ist zulassungsgebunden, § 32 Abs. 1 BörsG.<sup>44</sup> Zulassungsvoraussetzungen sind die Veröffentlichung eines Prospekts sowie die Erfüllung der Anforderungen nach der Börsenzulassungsverordnung (BörsZulV). Während ersteres die Publizität gewährleistet, stellt letztere qualitative Anforderungen an Emittenten und Emission. Hierunter fallen ein grundsätzlicher Mindestkurswert von 1.250.000 Euro für Erstemissionen, eine Mindeststreuung („*free-float*“) von 25% des Gesamtnennbetrags, ein Mindestalter des Unternehmens von drei Jahren sowie die Offenlegung von mindestens drei Geschäftsabschlüssen, §§ 1 ff. BörsZulV.

Detaillierte Anforderungen an den Aktienprospekt finden sich im Wertpapierprospektgesetz (WpPG).<sup>45</sup> Der Prospekt ist zu billigen, § 13 WpPG. Bei Falschinformationen ermöglicht § 21 WpPG dem Anleger die Restitution. Daneben besteht nach § 24 WpPG eine Haftung bei fehlendem Prospekt.

---

<sup>43</sup> Eigenen Angaben zufolge fallen auf die FWB 98% des täglichen Aktienhandels in Deutschland, *Deutsche Börse AG*, Vom Parkett zum elektronischen Handelsplatz (2016) 10.

<sup>44</sup> Es handelt sich um eine grundsätzlich gebundene Entscheidung, sodass der Antrag nur bei Fehlen der Voraussetzungen nach § 32 Abs. 3 BörsG oder Missachtung der Zulassungspflichten an einem anderen organisierten Markt abgelehnt werden darf, § 32 Abs. 4 BörsG.

<sup>45</sup> Bzw. dem Verkaufsprospektgesetz (VerkProspG) für Altfälle.

Bei Aktien mit Deutschland als Herkunftsstaat (§ 2 Abs. 13 WpHG<sup>46</sup> = § 2 Abs. 6 WpHG a.F.) werden die aktienrechtlichen Meldeschwellen der §§ 20 f. Aktiengesetz (AktG) durch die kapitalmarktrechtliche Beteiligungspublizität nach §§ 21 ff. WpHG (§§ 33 ff. WpHG n.F.) verdrängt. Anzeigepflichtig ist danach jedermann bei der Überschreitung der 3-, 5-, 10-, 15-, 20-, 25-, 30-, 50- sowie 75%-Stimmrechtsschwelle, § 21 Abs. 1 S. 1 WpHG. Die Anzeige erfolgt gegenüber dem Emittenten sowie der BaFin und wird durch die Pflicht des Emittenten zur Veröffentlichung und Eintragung ins Unternehmensregister nach § 26 WpHG (§ 40 WpHG n.F.) ergänzt. Bei Überschreitung von 10% oder einer höheren Schwelle gilt der Stimmrechtsinhaber zudem als Inhaber einer wesentlichen Beteiligung und muss, neben der Mitteilung der Überschreitung, auch über die mit dem Erwerb der Stimmrechte verfolgten Ziele sowie über die Herkunft der für den Erwerb verwendeten Mittel Rechenschaft ablegen, § 27a WpHG (§ 43 WpHG n.F.). Die Durchsetzung wird durch öffentliche und privatrechtliche Regeln sichergestellt: Nach § 39 Abs. 2 Nr. 2e, Abs. 4 WpHG (§ 120 WpHG n.F.) ist ein Zuwiderhandeln bußgeldbewehrt und gemäß § 28 WpHG (§ 44 WpHG n.F.) tritt bis zur Mitteilungsnachholung ein Stimmrechtsverlust ein. Zuletzt wird von der überwiegenden Mehrheit auch die Schutzgesetzeigenschaft von § 21 WpHG (§ 33 WpHG n.F.) bejaht.<sup>47</sup> Durch die Transparenzrichtlinie II wurden die Rechtsfolgen vielfach angezogen. Nach neuem Recht erhöht sich der neue Bußgeldrahmen auf bis zu zehn Millionen Euro. Daneben treten weitreichende Möglichkeiten zur Vorteilsabschöpfung sowie zur Abschreckung durch Reputationsmaßnahmen („*naming and shaming*“).<sup>48</sup>

---

<sup>46</sup> Nach dem Zweiten Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (*Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz*, 2. FinMaMoG) vom 23.06.2017.

<sup>47</sup> So etwa *Heinrich*, in: *Heidel, AktR/KapMR, WpHG*, § 21 Rn. 2; *U. H. Schneider*, in: *Assmann/U. H. Schneider, WpHG*, Vor § 21 Rn. 24; *ders.*, in: *FS-Kümpel*, S. 477, 481; *Assmann*, in: *Gebauer/Wiedmann, Zivilrecht unter europäischem Einfluss*, Kap. 22, Rn. 52; *Bayer*, in: *MüKo, AktG, WpHG*, § 21 Rn. 2; *Buck-Heeb*, *Kapitalmarktrecht*, § 8 Rn. 484; *Holzborn/Foelsch*, *NJW* 2003, 932, 936 f.; zweifelnd *Fleischer*, *ZIP* 2002, 1217, 1229; *Süßmann*, in: *Assmann/Schütze, HB Kapitalanlagerecht*, § 14 Rn. 89. Ein Erfüllungsanspruch wird dabei aber herrschend abgelehnt, statt aller *Bayer*, in: *MüKo, AktG, WpHG*, § 21 Rn. 2.

<sup>48</sup> Zu den Veränderungen durch die Richtlinie 2013/50/EU vom 22.10.2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten 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,

Mit der Zulassung gehen ferner die Verpflichtungen nach §§ 30a f. WpHG (§§ 48 f. WpHG n.F.) einher. Diese enthalten Publizitäts- und Verhaltensanforderungen zur Sicherstellung der Wahrnehmung von Rechten aus Wertpapieren. Für die Aktie sind insbesondere das kapitalmarktrechtliche Gleichbehandlungsgebot nach § 30a Abs. 1 Nr. 1 WpHG (§ 48 WpHG n.F.) sowie die Veröffentlichungspflichten nach § 30b Abs. 1 WpHG (§ 49 WpHG n.F.) zu nennen, die – da sich diese Pflichten im Wesentlichen bereits aus dem Aktienrecht ergeben – regelmäßig zu keinen Mehrbelastungen führen.<sup>49</sup>

Schließlich ist noch auf die Pflichten zur Auskunftserteilung, § 41 BörsG, zur Anfertigung eines jährlichen Dokumentes, § 10 WpPG, auf die Anzeigepflicht nach § 10 WpHG (§ 86 WpHG n.F.) sowie die Leerverkaufsregulierung, § 30h WpHG (§ 53 WpHG n.F.) in Verbindung mit der Verordnung (EU) Nr. 236/2012,<sup>50</sup> hinzuweisen.

## II. Regelpublizität

Die Regelpublizität zerfällt in Einzel- und Konzernabschlüsse, die jeweils durch das HGB mit Ergänzungen des WpHG und/oder nach den *International Financial Reporting Standards* (IFRS) erfolgen können.

Die Anforderungen an den Einzelabschluss richten sich grundsätzlich nach der Größe des Emittenten, §§ 264 ff. Handelsgesetzbuch (HGB). Mit Beantragung der Zulassung zum geregelten Markt werden Emittenten zu kapitalmarktorientierten Kapitalgesellschaften, § 264d HGB.<sup>51</sup> Nach § 267 Abs. 3 HGB gelten diese stets als große Kapitalgesellschaften im Sinne des HGB.<sup>52</sup> Daraus folgt, unabhängig von der tatsächlichen Größe des Unternehmens, ein stärkerer Formalismus. Neben dem Jahresabschluss und der Gewinn- und

---

ABl. Nr. L 294/13 (im Folgenden: *Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie*); *Schilha*, DB 2015, 1821; *Blöink/Kumm*, BB 2015, 1515.

<sup>49</sup> Nach § 30b Abs. 1 S. 2 WpHG (§ 49 Abs. 1 S. 2 WpHG n.F.) genügt die einmalige Veröffentlichung, soweit die Veröffentlichung auch nach sonstigen Vorschriften vorgeschrieben ist. Dies ist für alle genannten Veröffentlichungstatbestände der Fall (§§ 121 Abs. 3; 124 Abs. S. 1; 182 ff.; 179; 23 Abs. 3; 124 AktG; 186 Abs. 2; 221 Abs. 4; 237 Abs. 2, 4; 124 jeweils i.V.m. § 25 AktG) mit Ausnahme der Pflicht zur Veröffentlichung der Gesamtzahl der Aktien und der Stimmrechte, die aber in die aktienrechtliche Mitteilung integriert werden können, *Heidelbach*, in: *Schwarz/Zimmer*, KMRK, WpHG, § 30b Rn. 8. Damit kommt es regelmäßig nur bei Emittenten, die keine Aktiengesellschaften sind, aber die Bundesrepublik als Herkunftsstaat haben, zu Mehrbelastungen.

<sup>50</sup> Verordnung (EU) Nr. 236/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14.03.2012 über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von *Credit Default Swaps*, ABl. Nr. L 86/01.

<sup>51</sup> *Melcher/Mattheus*, DB 2009, Beil. 5 zu Heft 23, 77; *Zwirner*, NZG 2009, 530, 535. Zu Abweichungen der Kapitalmarktorientierung der IAS-VO (Fn. 63), § 315a HGB und § 264d HGB *Haaker*, IRZ 2014, 181 ff.

<sup>52</sup> Eine Darstellung der Publizitätspflichten nach Größenklassen findet sich bei *Muzzu/Prystav/Stein*, DStR 2013, 1300, 1301 ff.

Verlustrechnung sind zwingend ein Anhang (§§ 284 ff. HGB) sowie ein Lagebericht (§§ 289 ff. HGB) zu verfassen, § 264 Abs. 1 S. 1 HGB und deren Richtigkeit mittels Bilanzzeides zu bestätigen, § 264 Abs. 2 S. 3, 289 Abs. 1 S. 5 HGB.<sup>53</sup>

Jahresabschluss und Lagebericht unterliegen der Prüfungs-, § 316 HGB, und Offenlegungspflicht, § 325 HGB. Nach §§ 37n ff. WpHG (§§ 106 ff. WpHG n.F.); 342 HGB unterliegt die Publizität zudem dem Enforcement-Verfahren.<sup>54</sup> Schließlich besteht für börsennotierte Unternehmen die Möglichkeit der Bilanzierung nach den IFRS, deren befreiende Wirkung sich allerdings nur auf die Offenlegungspflicht bezieht, § 325 Abs. 2a HGB. Die Aufstellungspflicht als Grundlage der Ausschüttungsbemessung und der steuerlichen Gewinnermittlung besteht demnach fort.<sup>55</sup> Da insbesondere Finanzinvestoren eine Publizität nach internationalen Standards erwarten,<sup>56</sup> kommt es in diesen Fällen zu einer Doppelbilanzierung.

Das WpHG ergänzt die HGB-Regeln ausgehend vom Inlandsemittenten. In persönlicher Hinsicht wird die periodische Publizität auf Emittenten mit anderem EU-Herkunftsstaat erweitert, § 2 Abs. 7 Nr. 2 WpHG (§ 2 Abs. 17 WpHG n.F.), in sachlicher Hinsicht werden weitere Ausdifferenzierungen und zusätzliche Publizität vorgeschrieben. Für Inlandsemittenten, die nicht bereits unter die HGB-Regelungen fallen, stellt § 37v WpHG (§ 114 WpHG n.F.) die Anfertigung eines geprüften Jahresabschlusses (nach Recht des Sitzstaates) sowie eines Lageberichts sicher. Daneben tritt ein Halbjahresfinanzbericht, § 37w WpHG (§ 115 WpHG n.F.) bestehend aus einem verkürzten Abschluss, einem Zwischenlagebericht und einem Bilanzzeit, § 264 Abs. 2 S. 3; 289 Abs. 1 S. 5 HGB. Da diese Vorgaben über die des Handelsrechts hinausgehen, treten auch für Emittenten mit Deutschland als Herkunftsstaat Zusatzbelastungen zu Tage. Obgleich der Halbjahresbericht, anders als der Jahresfinanzbericht, nicht der Prüfungspflicht unterliegt, erstreckt sich das Enforcement-Verfahren auf ihn.<sup>57</sup> Die Pflicht zur Erstellung quartalsweiser Zwischenmitteilungen, § 37x WpHG a.F., ist mit der Transparenzrichtlinie II weggefallen.<sup>58</sup>

---

<sup>53</sup> Ausführlich dazu C. Hahn, IRZ 2007, 375.

<sup>54</sup> Schmitt/Stüßmann, BB 2014, 1451. Die Fehlerquote bei der Rechnungslegung habe sich seit Einführung der DPR von 26 auf 13% gesenkt. Dabei sei die Fehlerquote kleinerer Unternehmen noch um ein Vielfaches höher als das der großen Unternehmen aufgrund zu kleiner Abteilungen und zu komplexer Rechnungslegung, Becker, Finance März/April 2015 S. 74 f.

<sup>55</sup> Küting/Lam, DStR 2011, 991, 993, denen zufolge in Geschäftsjahr 2009 sich weniger als 50 Unternehmen zur freiwilligen (zusätzlichen) Aufstellung von Einzelabschlüssen nach IFRS entschlossen haben.

<sup>56</sup> Muzzu/Prystav/Stein, DStR 2013, 1300, 1304.

<sup>57</sup> Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, § 9 Rn. 518.

<sup>58</sup> Roth, GWR 2015, 485, 488; Schilha, DB 2015, 1821, 1827.

Die inhaltlich oder formal mangelhafte Berichterstattung nach HGB ist straf- und bußgeldbewehrt, §§ 331 ff. HGB, ein Unterlassen mit einem Ordnungsgeld zu ahnden. Spiegelbildlich beschränken sich die öffentlich-rechtlichen Durchsetzungsmechanismen auf das Unterlassen der Berichterstattung und blenden die inhaltlich-formale Komponente aus<sup>59</sup>. Daneben sieht die herrschende Meinung § 400 AktG,<sup>60</sup> nicht aber §§ 37v ff. WpHG (§§ 114 ff. WpHG n.F.)<sup>61</sup> oder §§ 331 ff. HGB<sup>62</sup>, als Schutzgesetze an.

Handelt es sich bei dem Emittenten um eine Konzernmuttergesellschaft, so ist neben dem Einzelabschluss ein Konzernabschluss aufzustellen, § 290 Abs. 1 HGB. Nach Art. 4 Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 (IAS-VO)<sup>63</sup> bzw. § 315a HGB müssen kapitalmarktorientierte Unternehmen diesen nach den IFRS aufstellen und publizieren. Anders als die deutsche Handelsbilanz ist die IFRS-Bilanz weniger an den Bedürfnissen der Gläubiger als denen der Aktionäre ausgerichtet.<sup>64</sup>

### III. Marktmissbrauchsregulierung

Marktmissbrauch ist jedes unrechtmäßige Handeln an den Finanzmärkten.<sup>65</sup> Durch die neue Marktmissbrauchsverordnung wird die Regulierung dieser Missstände und damit ein wesentlicher Teil der europäischen Kapitalmarktregulierung in eine Verordnung und damit in unmittelbar geltendes Europarecht überführt. Unter die neuen Regelungen fallen die Insiderhandels- und Marktmanipulationsverbote, Art. 14 f. Verordnung (EU) Nr. 296/2014 (MAR), die Regulierung der Offenlegung von Insiderinformationen (*ad-hoc* Mitteilungen), Art. 17 MAR, die Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen, Art. 18 MAR sowie die Regulierung von Eigengeschäften von Füh-

<sup>59</sup> *Heidelbach/Doleczik*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, WpHG, § 37v Rn. 40.

<sup>60</sup> BGHZ 192, 90 Rn. 18 (IKB) = NZG 2012, 263, 265; BGHZ 149, 10, 20; 160, 134, 140; *Müller-Michaels*, in: Hölters, AktG, § 400 Rn. 2; *Schaal*, in: MüKo, AktG, § 400 Rn. 3.

<sup>61</sup> *Heidelbach/Doleczik*, in: Schwark/Zimmer, KMRK, WpHG, § 37v Rn. 43; *Mock*, in: KölnerKomm, WpHG, § 37v Rn. 151; *Zimmermann*, in: Fuchs, WpHG, Vor 37v-37z, Rn. 26.

<sup>62</sup> Schutzgesetzeigenschaft bejahend OLG Düsseldorf BeckRS 2010, 15745; *Fleischer*, WM 2006, 2021, 2026.

<sup>63</sup> Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19.07.2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards ABl. Nr. L 243/1 (im Folgenden: IAS-VO).

<sup>64</sup> *Buck-Heeb*, JZ 2004, 883, 885.

<sup>65</sup> Erwägungsgrund 7 Marktmissbrauchs-VO (EU) Nr. 296/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.04.2014 über Marktmissbrauch (*Marktmissbrauchsverordnung*) und zur Aufhebung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. Nr. L 173/1 (im Folgen: MAR); Legaldefinition Art. 1 HS. 1 MAR.

rungskräften („*directors' dealings*“) Art. 19 MAR.<sup>66</sup> Zweck ist es, die Marktintegrität, den Anlegerschutz und das Vertrauen der Anleger in den Markt zu stärken.<sup>67</sup>

Mittelpunkt der Regulierung ist nach wie vor ein einheitlicher Begriff der Insiderinformation.<sup>68</sup> Der regulative Schwerpunkt liegt jedoch nicht in der Etablierung neuer Regularien,<sup>69</sup> sondern in der Sicherstellung und Steigerung der Effizienz bereits bestehender Instrumentarien,<sup>70</sup> denn diese seien in vielen Mitgliedsstaaten nicht „wirksam, verhältnismäßig, abschreckend“ gewesen.<sup>71</sup> Diese Neuregelung bewirkt teilweise drastische Sanktionssteigerungen, die im Bereich der Ordnungswidrigkeiten existenzvernichtende Ausmaße annehmen können.<sup>72</sup> Gewinne können eingezogen, Zulassungen ausgesetzt bzw. widerrufen und/oder Untersagungsverfügungen erlassen werden. Delinquenten sollen darüber hinaus durch Reputationsmaßnahmen abgeschreckt werden. Hohe strafrechtliche Mindestvorgaben finden sich ergänzend in der neuen Marktmissbrauchsrichtlinie (CRIM-MAD), die unter anderem in §§ 38 f. WpHG (§§ 119 f. WpHG n.F.) umgesetzt wurden.<sup>73</sup> Inwieweit darüber hinaus

---

<sup>66</sup> Ebenda.

<sup>67</sup> Vgl. Erwägungsgrund 2 MAR; *Klöhn*, AG 2016, 423, 426.

<sup>68</sup> Anknüpfend an die CRIM-MAD vgl. *Krause*, CCZ 2014, 248, 250; ausdrücklich umfasst sind nun auch gestreckte Vorgänge entsprechend der *Geltl/Daimler*-Entscheidungen (EuGH ZBB 2012, 293 = ZIP 2012, 1282; Besprechung bei *Mock*, ZBB 2012, 286 ff.; Vorinstanz BGH NZG 2013, 708); *Bremer*, NZG 2014, 816. Zu den einzelnen verbotenen Handlungsweisen sowie den konkreten Unterschieden zum Altrecht *Klöhn*, a.a.O., S. 423.

<sup>69</sup> Neu sind Marktsondierungen, *closed periods* für *directors' dealings* von 30 Tagen vor der Veröffentlichung von Regelpublizitätswerken, die bei quartalsweiser Berichterstattung zu Handelsverboten von bis zu 5 Monaten im Jahr führen können, *Krause*, CCZ 2014, 248, 257.

<sup>70</sup> *Krause*, a.a.O., S. 249.

<sup>71</sup> Erwägungsgrund 71 MAR; siehe auch *Seibt*, ZHR 177 (2013), 388, 402 ff.; allgemein zum Durchsetzungsstandard im europäischen Recht KOM (2010) 716 sowie *Wundenberg*, ZGR 2015, 124.

<sup>72</sup> *Krause*, CCZ 2014, 248, 249; *Schmolke*, AG 2016, 434, 440; *Seibt*, a.a.O., S. 418 spricht von „drakonisch[em]“ Mindestbußgeld. Es kommt zu einer Verfünfachung des Bußgeldrahmens, *Hellgardt*, AG 2012, 154, 163. Bei Einzelpersonen liegt die minimale Obergrenze bei 5 Millionen Euro, bei einem Verstoß gegen das Insiderhandel- oder das Marktmanipulationsverbot und 500.000 Euro bei einem rechtswidrigen *director's deal* sowie 1 Millionen Euro bei unterlassener/fehlerhafter *ad-hoc* Mitteilung. Bei Unternehmen liegt die minimale Obergrenze bei 15 Millionen Euro bzw. 15% des Jahresumsatzes bei Insiderhandel und Marktmanipulation, 2,5 Millionen Euro bzw. 2,5% bei unterlassenen/fehlerhaften *ad-hoc* Mitteilungen, bei einer Millionen Euro bzw. 1% bei unrichtigen Insiderlisten oder rechtswidrigen *directors' dealings*. Gemäß § 30 Abs. 1 Nr. 1 OWiG gab es zuvor zwar schon die Möglichkeit auf den Unternehmensumsatz zuzugreifen, dies war aber selbst bei vorsätzlichen Taten auf eine Millionen Euro begrenzt, vgl. *Hellgardt*, a.a.O.

<sup>73</sup> Richtlinie des Europäischen Parlamentes und des Rates über strafrechtliche Sanktionen für Insiderhandel und Marktmanipulation (*Marktmissbrauchsrichtlinie*), 2014/57/EU

auch eine private Durchsetzbarkeit indiziert ist, ist umstritten<sup>74</sup> und bleibt abzuwarten.

#### IV. Übernahmeregulierung

Ein weiteres zentrales Charakteristikum des regulierten Marktes ist die Übernahmeregulierung durch das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG). Anders als beim regulären Aktienhandel liegt der Fokus nicht auf dem Erwerb einzelner Anteile, sondern auf dem Erwerb größerer Aktienblöcke von einer Vielzahl anderer Anleger. Die Volumina und das damit einhergehende öffentliche Interesse an einer lauterer und transparenten Abwicklung sind folglich besonders hoch. Dies zu gewährleisten ist die Regelungsintention des WpÜG.<sup>75</sup>

Das WpÜG differenziert zwischen einfachen öffentlichen Erwerbsangeboten, §§ 10 ff. WpÜG, Übernahmeangeboten, §§ 29 ff. WpÜG und Pflichtangeboten §§ 35 ff. WpÜG. Ein Übernahmeangebot unterscheidet sich von einem einfachen öffentlichen Erwerbsangebot dadurch, dass es auf den Erwerb der Kontrolle über die Zielgesellschaft und damit auf die Überschreitung der 30%-Stimmrechtsschwelle gerichtet ist, § 29 WpÜG. Das Pflichtangebot knüpft demgegenüber nicht an einen Erwerbsentschluss des Bieters an, sondern ist *qua* Gesetz gegenüber allen Anlegern abzugeben, wenn die Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangt wurde, ohne dass dem ein Übernahmeangebot vorausgegangen ist, § 35 Abs. 2 S. 1, Abs. 3 WpÜG.

Das Verfahren ist in den §§ 10 ff. WpÜG streng formalisiert mit steigender Pflichtenbindung für Übernahme- und Pflichtangebote. Besonders zu erwähnen sind neben der Angebotspublizität nach § 11 WpÜG die Einschränkungen der Geschäftsführungsbefugnis des Vorstandes in Bezug auf Verteidigungsmaßnahmen nach § 33 WpÜG sowie die Vorgaben einer „angemessenen Gegenleistung“ nach § 31 WpÜG für Übernahme- und Pflicht-

---

vom 16.04.2014, ABl. Nr. L 173/179. Sie geht auf die durch den Vertrag von Lissabon geschaffene Möglichkeit akzessorisch-strafrechtlicher Richtlinien in Art. 83 Abs. 2 AEUV zurück. Dazu *Seibt*, a.a.O., S. 421 f.; zur Umsetzung durch das Erste Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften aufgrund europäischer Rechtsakte (*Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz*, 1. FinMaNoG) (BGBl. I 2016, S. 1514) *Kudlich*, AG 2016, 459.

<sup>74</sup> Für einen Individualschutz für *ad-hoc* Mitteilungen auf Grundlage von Erwägungsgrund 49 (24) MAR *Seibt*, a.a.O., S. 424; mit rechtsökonomischer Begründung *Klöhn*, in: Kalss et al., Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in Deutschland, Österreich und der Schweiz, S. 229, 237 ff.; gestützt auf das Effektivitätsprinzip *Pölzig*, ZGR 2015, 801 ff.; vgl. *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 607 möglich aber nicht zwingend; zweifelnd *Wundenberg*, ZGR 2015, 124, 134; allgemein auf Grundlage der EuGH-Rechtsprechung *Hellgardt*, AG 2012, 154, 164 ff.; a.A. *Wagner*, in: MüKo, BGB, § 823 Rn. 509 ff.; *de lege ferenda* *Schmolke*, NZG 2016, 721; zur Auslegung des § 823 Abs. 2 BGB K. *Schmidt*, in: FS-Canaris, Bd. 1, S. 1175, 1186 ff.

<sup>75</sup> *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, § 14 Rn. 619.

angebote, der über § 39 Abs. 3 S. 2 BörsG n.F. nun auch im Bereich des Marktrückzugs besondere Bedeutung zukommt.

#### V. Der Prime Standard

Die Börse hat im Rahmen ihrer Selbstverwaltung die Möglichkeit den geregelten Markt zu segmentieren und so verstärkt von *economies of scope* zu profitieren. Da eine derartige Segmentierung nicht von den europäischen Mindestvoraussetzungen abweichen kann, handelt es sich hierbei um sogenannte Qualitätssegmente, die von § 42 Abs. 1 BörsG ausdrücklich zugelassen werden.

Am 01.01.2003 etablierte die Frankfurter Wertpapierbörse auf dieser Grundlage den *Prime Standard*, der sich vom Basisteilbereich des *General Standards* durch zusätzliche Folgepflichten abgrenzt.<sup>76</sup> Der *Prime Standard* umfasst allein Aktien sowie aktienvertretende Zertifikate und richtet sich insbesondere an Emittenten, die ausländische Investoren ansprechen wollen.<sup>77</sup> Jahres- und Halbjahresfinanzberichte, quartalsweise Zwischenmitteilungen<sup>78</sup> und *ad-hoc* Mitteilungen erfolgen in Deutsch und Englisch oder sogar ausschließlich in englischer Sprache, §§ 50 f., 54 BörsO FWB. Der Einzelabschluss ist nach § 62 Abs. 1 BörsO FWB nach IFRS oder US-GAAP aufzustellen und führt so im Gegensatz zum *General Standard* stets zu einer Doppelbilanzierung. Der Unternehmenskalender ist ebenso zweisprachig zu führen, § 52 BörsO FWB, und es ist mindestens einmal jährlich eine Analystenveranstaltung durchzuführen, § 53 BörsO FWB. Aufgrund seiner internationalen Ausrichtung ist der *Prime Standard* mit einem höheren Prestige und einer verbesserten Marktwahrnehmung für kleinere Unternehmen verbunden<sup>79</sup>. Ferner können nur Unternehmen aus dem *Prime Standard* in die Leitindizes DAX, M-DAX, TecDAX oder S-DAX aufgenommen werden.<sup>80</sup> Daneben erhöht die Notierung im Prime Standard die Bereitschaft institutioneller Investoren in die Aktie zu investieren.<sup>81</sup> Dies korreliert mit gegenüber dem *General Standard* erheblich gesteigerten Notierungskosten.<sup>82</sup>

---

<sup>76</sup> Schlitt, AG 2003, 57; vgl. zum Ganzen Seiler/Kniehase, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, BankrechtsHB, § 104 Rn. 35 f.; Mitental/Anders, DStR 2003, 1893, 1894 f.; zur geschichtlichen Einordnung, siehe unten, S. 243.

<sup>77</sup> Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, § 3 Rn. 114.

<sup>78</sup> Dazu Seibt/Wollenschläger, AG 2012, 305, 308; Schilha, DB 2015, 1821, 1827.

<sup>79</sup> Mitental/Anders, DStR 2003, 1893, 1898.

<sup>80</sup> Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, § 3 Rn. 114; Mitental/Anders, a.a.O., S. 1897.

<sup>81</sup> Mitental/Anders, a.a.O., S. 1898 f.; Schanz/Richard/Schalast, HfB Working Paper 14 (2004) 11 ff.

<sup>82</sup> Das Notierungsentgelt beträgt 12.700 Euro *per annum* zzgl. 0,10 Euro je angefangene Millionen Marktkapitalisierung, die Zulassung kostet 3.000 Euro und die Einführung 2.500 Euro; vgl. aber auch Mitental/Anders, a.a.O., S. 1898 zu den erheblichen indirekten Kosten.

## VI. Zwischenergebnis

Die Börse ist das Herzstück multilateralen Aktienhandels in Deutschland. Mit der europäischen Marktregulierung wurde ein einheitlicher Rahmen aus qualitativen und transparenzassoziierten Grundvoraussetzungen für den Markteintritt etabliert und durch fortlaufende Publizität, Missbrauchsbekämpfung sowie eine Übernahmeregulierung ergänzt. Darauf aufbauend wurde mit dem *Prime Standard* ein zusätzliches Qualitätssegment geschaffen, das die Voraussetzungen noch weiter anzieht und so besonders internationale Investoren anspricht.

## C. Der Freiverkehr

Der Freiverkehr bildet das institutionelle Gegenstück zum geregelten Markt. Gemäß § 48 Abs. 1 S. 1 BörsG kann die Börse ihrem Träger die Erlaubnis zum Betrieb eines Freiverkehrs erteilen, wenn die ordnungsgemäße Durchführung des Handels und der Geschäftsentwicklung gewährleistet erscheint. Obwohl Börse und Freiverkehr räumlich miteinander verbunden sind,<sup>83</sup> sind sie qualitativ strikt voneinander zu trennen, denn wegen seiner privatrechtlichen Organisationsform ist letzterer eine Sonderform des multilateralen Handelssystems,<sup>84</sup> für das nicht § 31f WpHG (§ 72 f. WpHG n.F.), sondern das BörsG anwendbar ist, § 48 Abs. 3 S. 2 BörsG. Auf dem Freiverkehr werden daher Börsenpreise gebildet,<sup>85</sup> auch wenn er ansonsten nur in Teilen der staatlichen Marktregulierung untersteht.<sup>86</sup> Die Geschäftsbedingungen des

---

<sup>83</sup> Grunewald/Schlitt, § 1 II 2; Kümpel, in: ders./Hammen/Ekkenga, KapMR, 050 Rn. 234; Sudmeyer, in: Münchener Anwalts-HB Aktienrecht, § 47 Rn. 29.

<sup>84</sup> BT-Drucks 16/4899 S. 15; ab 01.01.2018 nun gesetzlich festgelegt in § 48 Abs. 3 S. 2 BörsG; Gomber/Hirschberg, AG 2006, 777, 779; Harrer/Müller, WM 2006, 653, 654; Hirschberg, AG 2006, 398, 401; Kumpan, in: Baumbach/Hopt, HGB, BörsG, § 48 Rn. 1; Schwark, in: ders./Zimmer, KMRK, BörsG, § 48 Rn. 2; für eine Hybridstellung Schweppe, Hybride Regulierung des Freiverkehrs, S. 142 ff.; a.A. Bröcker, in: C. P. Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 6 Rn. 20; Fuchs, in: ders., WpHG, § 31f Rn. 1. Die Überführung des Freiverkehrs in eine öffentlich-rechtliche Organisationsform war im Regierungsentwurf des Pfandbrieffortentwicklungsgesetz 2009 vorgesehen, ist aber letztlich nicht umgesetzt worden. Probleme bei der Sanktionierung von Verstößen gegen die Geschäftsbedingungen haben den Gesetzgeber bei Schaffung des Pfandbriefrechts dazu veranlasst, in § 12 Abs. 2 Nr. 1 BörsG die öffentlich-rechtliche Handelsordnung zu schaffen, die den Ablauf des Handels regelt. Strenggenommen besteht damit ein Zusammenspiel öffentlich-rechtlicher und privatrechtlicher Regelwerke, BT-Drucks. 16/11130, S. 55; BT-Drucks. 16/11886, S. 7; vgl. Groß, KMRK, BörsG, § 48 Rn. 2.

<sup>85</sup> § 24 BörsG; § 116 Abs. 3 BörsO FWB; Kumpan, in: Baumbach/Hopt, HGB, BörsG, § 48 Rn. 3.

<sup>86</sup> Vgl. Groß, in: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB, BörsG, § 48 Rn. 402; Harrer/Müller, WM 2006, 653, 654; Schwark, in: Schwark/Zimmer, KMRK, BörsG, § 48 Rn. 3; in

Freiverkehrs sind allgemeine Geschäftsbedingungen.<sup>87</sup> Die privatrechtliche Organisation erlaubt es den Trägern im Rahmen ihrer Vertragsfreiheit Marktsegmente mit unterschiedlichen Qualitätsanforderungen zu schaffen. Gleichzeitig folgen aus § 48 Abs. 1 S. 1 BörsG gewisse Mindestanforderungen an Transparenz, Liquidität und Missstandsbekämpfung,<sup>88</sup> die man als *level playing field* betrachten kann. Soweit die geschaffenen Segmente sich auf diese Grundvoraussetzungen beschränken, wird vom einfachen Freiverkehr oder dem Basissegment gesprochen. Werden diese Grundbedingungen durch weitere Anforderungen qualitativ verstärkt, so handelt es sich um einen qualifizierten Freiverkehr.

Im Folgenden wird zunächst der Bedeutungswandel des Freiverkehrs dargestellt (I.) und sodann auf die Merkmale des einfachen (II.) und der unterschiedlichen qualifizierten Freiverkehrssegmente (III.) eingegangen.

### I. Bedeutungswandel

Der Freiverkehr wurde ursprünglich kritisch betrachtet.<sup>89</sup> Mit Freiverkehrswerten wurden Wertpapiere assoziiert, die aufgrund ihrer mangelnden Qualität für den Börsenhandel ungeeignet erschienen.<sup>90</sup> Es bestand die Angst, dass die geringe Qualität dieser Wertpapiere die Listingfunktion und somit letztlich das Reputationskapital der börslichen Segmente untergraben könnte. § 43 BörsG a.F. untersagte daher unter anderem die Feststellung amtlicher Preise für diese Wertpapiere.<sup>91</sup>

Eine derartige Limitierung des Freiverkehrs ließ sich jedoch schon aufgrund der bestehenden Nachfrage und der zunehmenden Internationalisierung des Wertpapierhandels nicht halten. Mit dem Börsenzulassungsgesetz von

---

diese Richtung auch Bröcker, in: C. P. Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 6 Rn. 51; Schweppe, Die hybride Regulierung des Freiverkehrs, S. 144.

<sup>87</sup> Groß, KMRK, BörsG, § 48 Rn. 1a; Schwark, a.a.O., Rn. 3; Mues, Die Börse als Unternehmen, S. 206; zum Neuen Markt LG Frankfurt a.M., WM 2001, 1607 = BKR 2001, 109, 111; Heyder, BKR 2002, 806, 807; Krämer, BKR 2001, 131, 133.; a.A. Bauer/Pleyer/Hirche, BKR 2002, 102, 113 ff. für eine Rechtsnorm *sui generis*.

<sup>88</sup> Schwartz, Anlegerschutz im Freiverkehr, S. 21.

<sup>89</sup> Bauer/Pleyer/Hirche, BKR 2002, 102; Schwark, in: Schwark/Zimmer, BörsG, § 48 Rn. 1. Zu der damaligen Segmentierung in geregelten und ungeregelten Freiverkehr vgl. Schwartz, Anlegerschutz im Freiverkehr, S. 20 f. Nach damaligem Recht durften Wertpapiere weder zur amtlichen Notierung noch zum geregelten Markt zugelassen sein. Beide Segmente wurden im Rahmen der FRUG in den regulierten Markt überführt. Die Trennung zwischen geregeltem und ungeregeltem Freiverkehr wurde in § 48 BörsG nicht aufgenommen, aber auch nicht ausgeschlossen, vgl. Kumpan, in: Baumbach/Hopt, HGB, BörsG, § 48 Rn. 3.

<sup>90</sup> Schlüter, Börsenhandelsrecht, Teil G Rn. 806.

<sup>91</sup> C. P. Claussen, in: FS-Stimpel, 1049, 1054; Ledermann, in: F. Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, BörsG, § 57 Rn. 1.

1986 hat der Gesetzgeber den Freiverkehr daher nicht nur anerkannt, sondern ihn auch der börslichen Selbstverwaltung einschließlich der börslichen Preisbildung unterstellt.<sup>92</sup> Spätestens seit der Abschaffung des Börsenzwangs und der Einführung der *best execution* ist der Freiverkehr als vollwertiges Marktsegment anerkannt.<sup>93</sup>

Auf Emittentenseite war der Freiverkehr ursprünglich für ausländische (Zweit-)Notierungen gedacht.<sup>94</sup> Steigende Kosten am regulierten Markt sowie ein wachsender Bedarf an Eigenkapitalfinanzierung erhöhen jedoch auch die Nachfrage inländischer Emittenten nach einem kostengünstigen Zugang zum Kapitalmarkt. Heute finden sich daher auch zunehmend inländische Mittelstandsbetriebe im (qualifizierten) Freiverkehr.<sup>95</sup> Dies greift nun auch das zweite Finanzmarktmodernisierungsgesetz auf, indem es Börsenträgern mit dem neu geschaffenen § 48a BörsG n.F. unter gewissen Voraussetzungen die Möglichkeit einräumt, Freiverkehre als Wachstumsmarkt für kleine und mittlere Unternehmen (KMU-Wachstumsmarkt) registrieren zu lassen.<sup>96</sup>

Auf Investorensseite richtet sich der Freiverkehr vornehmlich an institutionelle Investoren.<sup>97</sup> Die reduzierten Transparenz- und Folgepflichten lassen den Markt für Privatanleger unpassend erscheinen, obwohl sie formell von diesem nicht ausgeschlossen sind. Aus gleichem Grund haben auch viele Fondsrichtlinien die Investition in Freiverkehrswerte untersagt, obgleich diesbezüglich ein Umdenken einsetzt und Freiverkehrswerte zunehmend als Wachstumsmarkt betrachtet werden.<sup>98</sup> Gleichwohl gehen höhere Renditechancen Hand in Hand mit höherem Risiko. So ist der Freiverkehr, verglichen mit dem geregelten Markt, anfälliger für Marktmanipulationen.<sup>99</sup>

---

<sup>92</sup> Bauer/Pleyer/Hirche, BKR 2002, 102; vgl. auch Williamowski, in: Heidel AktR/KapMR, BörsG, § 48 Rn. 2.

<sup>93</sup> Vgl. Richtlinie über Märkte in Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. Nr. L 145/1 (im Folgenden: MiFID I), insbes. Art. 21 MiFID I.

<sup>94</sup> Bungert/Leyendecker-Langner, AG 2014, 521, 523; vgl. auch Müllert-Michaels/Wecker, FB 2005, 736.

<sup>95</sup> Etwa Babelsberg, Zalando oder bis zu deren Rückzug auch Frosta für den Entry Standard; Die Emittenten in *Scale* stammen schwerpunktmäßig aus dem Financial Services Sector, vgl. Deutsche Börse, Emittenten *Scale*.

<sup>96</sup> Zu den Einzelheiten vgl. Kumpan, in: Baumbach/Hopt, HGB, BörsG, § 48a Rn. 1 ff.

<sup>97</sup> Vgl. Schwartz, Anlegerschutz im Freiverkehr, S. 28; vgl. auch FWB, Entry Standard.

<sup>98</sup> Schwartz, a.a.O.; vorausschauend Müllert-Michaels/Wecker, FB 2005, 736.

<sup>99</sup> Vgl. den Jahresbericht der BaFin 2015, S. 229 f. Danach wurden 2015 59% aller Marktmanipulationen im Freiverkehr entdeckt, 2014 waren es sogar 70%. Die Gesamtzahl betrug 79, (Vorjahr 105). Insiderhandel fand sich auf der anderen Seite vorwiegend im regulierten Markt, v.a. im Zusammenhang mit Übernahmen und Fusionen sowie Periodenergebnissen. 2015 waren 78% aller positiven Analysen dem regulierten Markt zuzuordnen (Vorjahr 61%). Die Gesamtzahl betrug 46 für 2015 (Vorjahr 57).

## II. Der einfache Freiverkehr

Der einfache Freiverkehr ist das Basissegment des Freiverkehrs und damit Ausgangspunkt der Betrachtung. Wertpapiere werden zum Freiverkehr nicht zugelassen, sondern lediglich in diesen einbezogen. Einzige gesetzliche Voraussetzung ist nach § 48 Abs. 1 S. 1 BörsG, dass das Wertpapier weder im regulierten Markt derselben Börse zugelassen noch in diesen einbezogen ist.<sup>100</sup> Der Freiverkehr und der geregelte Markt stehen somit in einem Alternativverhältnis. Die Einbeziehung erfolgt allein auf Initiative eines Handelsteilnehmers.<sup>101</sup> Der Zustimmung des Emittenten bedarf es nicht.<sup>102</sup> Erfolgt die Einbeziehung jedoch gegen oder ohne dessen Willen, so können diesem gegenüber gemäß § 48 Abs. 1 S. 3 BörsG keine zusätzlichen Publizitätspflichten begründet werden.

Die Einbeziehung ist an keine qualitativen Anforderungen bezüglich Emittenten oder Wertpapiere geknüpft.<sup>103</sup> Auch im Freiverkehr gilt jedoch ein Mindestmaß an Transparenz. Zwar ist dieser kein organisierter Markt im Sinne von § 3 Abs. 4 WpPG i.V.m. § 2 Nr. 16 WpPG,<sup>104</sup> eine Prospektpflicht wird sich jedoch aus dem regelmäßig vorliegenden öffentlichen Angebot und damit aus § 3 Abs. 1 WpPG i.V.m. § 2 Nr. 4 WpPG ergeben.<sup>105</sup> In Bezug auf die Haftung ist dabei jedoch anzumerken, dass die §§ 44 ff. BörsG a.F. nicht für den Freiverkehr gelten, für Altfälle sich eine Prospekthaftung also nur aus den allgemeinen zivilrechtlichen Vertrauensgrundsätzen ergeben kann.<sup>106</sup>

Die Beteiligungstransparenz nach §§ 21 ff. WpHG (§§ 33 ff. WpHG n.F.) gilt im Freiverkehr ebenso wenig. Anleger können somit, jenseits der Grenzen des § 20 AktG, weder Einsicht in die Beteiligungsstruktur noch in die langfristigen Ziele der Kontrollinhaber nehmen.

Die Inanspruchnahme des Freiverkehrs führt schließlich zu keiner Kapitalmarktorientierung im Sinne von § 264d HGB, denn organisierte Märkte gemäß § 264d HGB i.V.m. § 2 Abs. 5 WpHG (§ 2 Abs. 1 WpHG n.F.) sind

<sup>100</sup> Verbot des *dual listing*, *Langenbucher*, Aktien- und Kapitalmarktrecht, § 13 Rn. 18.

<sup>101</sup> *Rieske*, Der Rückzug von der Börse, S. 79; *Groß*, KMRK, BörsG, § 48 Rn. 5 will dem Emittenten einen negatorischen Unterlassungsanspruch wegen Einbeziehung in das Insiderrecht zugestehen. Dagegen spricht aber, dass das Eigentum nicht berührt ist, *Schwark*, in: *Schwark/Zimmer*, KMRK, BörsG, § 48 Rn. 8 Fn. 2.

<sup>102</sup> *Ledermann*, in: F. Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, BörsG, § 57 Rn. 15.

<sup>103</sup> *Groß*, KMRK, BörsG, § 48 Rn. 3 ff.; *Harrer/Müller*, WM 2006, 653, 654; *Müller-Michaels/Wecker*, FB 2005, 736, 737.

<sup>104</sup> *Groß*, KMRK, WpPG, § 2 Rn. 35; *Leuering/D. Simon*, NJW-Spezial 2006, 27.

<sup>105</sup> Zur Schwierigkeit der Abgrenzung *Leuering/D. Simon*, a.a.O. S., 27 f.

<sup>106</sup> Das Exposé hingegen führt zu keiner Prospekthaftung, da es nur der internen Entscheidungsfindung dient, *Kumpen*, in: *Baumbach/Hopt*, HGB, BörsG, § 48 Rn. 7; *Schwark*, in: *Schwark/Zimmer*, KMRK, BörsG, § 48 Rn. 12.

allein die Börsen.<sup>107</sup> Folglich divergieren die Anforderungen an die Regelpublizität nach der Größe der Aktiengesellschaft, *argumentum e contrario* § 267 Abs. 3 S. 2 HGB. Die Merkmale sind allerdings so restriktiv, dass selten von einer kleinen Kapitalgesellschaft im Sinne von § 267 Abs. 1 HGB ausgegangen werden kann.<sup>108</sup> Der Konzernabschluss kann wahlweise nach IFRS oder §§ 290 ff. HGB aufgestellt werden. Da die Befreiungswirkung sich hier auch auf die Aufstellungspflicht erstreckt, besteht im Gegensatz zum Einzelabschluss im geregelten Markt ein echtes Wahlrecht.<sup>109</sup> Sofern die Gesellschaft nicht zur Aufstellung eines Konzernabschlusses verpflichtet ist, tritt an dessen Stelle eine Kapitalflussrechnung sowie ein Eigenkapitalspiegel, § 264 Abs. 1 S. 2 HS. 1 HGB. Eine Segmentberichterstattung ist fakultativ, § 264 Abs. 1 S. 2 HS. 2 HGB.

Als multilaterales Handelssystem ist der Freiverkehr vom Anwendungsbereich des neuen Marktmissbrauchsrechts umfasst.<sup>110</sup> Neben den bereits nach Altrecht geltenden Verboten des Insiderhandels und der Marktmanipulation führt die MAR, soweit die Einbeziehung mit Zustimmung des Emittenten erfolgte,<sup>111</sup> die *ad-hoc*-Publizität, die Regulierung von *directors' dealings*<sup>112</sup> und die Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen im Freiverkehr ein. Da die Einbeziehung auch ohne Zustimmung des Emittenten erfolgen kann, gelangt man zu einer nur partiellen Geltung der neuen Transparenzvorschriften.<sup>113</sup> Schließlich gilt die Anzeigepflicht des § 10 Abs. 1 WpHG (§ 86 WpHG n.F.) auch für das Betreiben von Freiverkehren.

Das WpÜG findet hingegen keine Anwendung auf den Freiverkehr, § 1 Abs. 1 WpÜG i.V.m. § 2 Abs. 7 WpÜG. Im Falle einer Übernahme gelten damit die allgemeinen kapitalmarkt- und gesellschaftsrechtlichen Grundsätze. Es bestehen damit weder Form- noch Verfahrensvorgaben für öffentliche

---

<sup>107</sup> Merkt, in: Baumbach/Hopt, HGB, § 264d Rn. 1; Morck, in: Koller/Kindler/Roth/Morck, HGB, § 264d Rn. 2; Böcking/Gros, in: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, HGB, § 264d Rn. 3.

<sup>108</sup> Erforderlich wäre dafür die Überschreitung wenigstens zweier der dort angegebenen Schwellenwerte (4.840.000 Euro Bilanzsumme, 9.680.000 Euro Umsatzerlös und/oder 50 Arbeitnehmer im Jahresdurchschnitt), § 267 Abs. 3 HGB.

<sup>109</sup> Muzzu/Prystav/Stein, DStR 2013, 1300, 1304; nach einer empirischen Untersuchung aller nicht-kapitalmarktorientierten Unternehmen von Küting/Lam, DStR 2011, 991 haben sich nur rund 5% der untersuchten Unternehmen für eine freiwillige Konzernrechnungslegung nach IFRS entschieden. Tendenziell handele es sich bei diesen um größere, international ausgerichtete Unternehmen (ab ca. 250 Mio. Euro Umsatzerlös bzw. Bilanzsumme).

<sup>110</sup> Krause, CCZ 2014, 248, 250.

<sup>111</sup> Vgl. den neu geschaffenen Begriff des MTF-Emittenten in § 2 Abs. 7a WpHG; allgemein vgl. Seibt, ZHR 177 (2013) 388, 411; zum altem Recht vgl. Schweppe, Die hybride Regulierung im Freiverkehr, S. 144; Rieske, Der Rückzug von der Börse, S. 78.

<sup>112</sup> Zu den neuen *closed periods* bereits oben, Fn. 69.

<sup>113</sup> P. Scholz, NZG 2016, 1286 ff. zur Reichweite der *ad-hoc* Publizität im Freiverkehr. Die Referenzdatenmitteilung ist insoweit nicht ausschlaggebend.

Angebote, geschweige denn ein Kontrahierungszwang bei Übertretung der Kontrollschwelle. Zudem kann der Vorstand innerhalb seiner regulären Befugnisse Verteidigungsmaßnahmen treffen.

### III. Der qualifizierte Freiverkehr

Neben dem regulären Freiverkehr haben sich in den letzten Jahren auf privat-autonomer Basis Qualitätssegmente im Freiverkehr etabliert. Die bedeutendsten von ihnen sind *Scale* als das Nachfolgesegment des *Entry Standard* an der Frankfurter Wertpapierbörse sowie der *m.access* der bayerischen Wertpapierbörse. Diese richten sich auf Emittentenseite an kleine und mittelgroße Unternehmen, die zunehmend von der restriktiven Kreditvergabepolitik der Banken betroffen sind und nun eine breitere Eigenkapitalfinanzierung anstreben.<sup>114</sup> Im Vergleich zum geregelten Markt bieten sie Emittenten eine kostengünstige<sup>115</sup> und dennoch marktbasierte Eigenkapitalfinanzierung und sprechen so auf Investorensseite besonders qualifizierte<sup>116</sup> und/oder professionelle Anleger an,<sup>117</sup> die das Risiko infolge der geringeren Regulierung<sup>118</sup> einschätzen können. Für kleinere Unternehmen bietet der qualifizierte Freiverkehr erhöhte Sichtbarkeit<sup>119</sup> sowie eine verbesserte Handelbarkeit<sup>120</sup> und eignet sich da-

---

<sup>114</sup> Vgl. *Rubel/Kunz*, AG 2011, 399; *Sudmeyer/Rückert/Kuthe*, BB 2005, 2703. Ausführlich zu den unterschiedlichen Ausprägungen qualifizierter Freiverkehre, *Storm*, alternative Freiverkehrssegmente im Kapitalmarktrecht, S. 22 ff.

<sup>115</sup> FWB, Deutsche Börse Cash Market Übersicht Segment Aktien: Einbeziehungsentgelt 1.500 Euro, Notierungsentgelt 5.000 Euro; Das Handelsblatt vom 02.07.2007 hat die Gesamtkosten im *Entry Standard* 2007 mit 30.000 Euro beziffert.

<sup>116</sup> *Rubel/Kunz*, AG 2011, 399; *Sudmeyer/Rückert/Kuthe*, BB 2005, 2703, 2706; FWB, Marktsegmente und Transparenzlevel; *dies.*, *Entry Standard*.

<sup>117</sup> *Rubel/Kunz*, a.a.O.

<sup>118</sup> FWB, *Entry Standard*, wonach „Anforderungen an Transparenz nur geringfügig höher sind als im Open Market und damit weniger Informationen (...) und höhere Risiken bestehen.“; *Sudmeyer/Rückert/Kuthe*, a.a.O., S. 2703 (leicht erhöhte Transparenzanforderungen); ebenso *Sudmeyer*, in: Schüppen/Schaub MAH Aktienrecht, § 47 Rn. 31; a.A. *Rubel/Kunz*, a.a.O., S. 400 die Transparenzanforderungen seien dem regulierten Markt „angenähert“.

<sup>119</sup> *Bröcker*, in: C. P. Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 6 Rn. 53; *Sudmeyer/Rückert/Kuthe*, a.a.O., S. 2703. Dies soll insbes. durch ungewichtete Indizes gewährleistet werden. Der *All-Share* Index umfasst alle gehandelten Werte und ein Auswahlindex die dreißig wichtigsten Werte nach Handelsvolumen und Marktkapitalisierung. Ungewichtet meint dabei, dass alle Unternehmen gleichmäßig entsprechend ihrer Marktkapitalisierung berücksichtigt werden, während der *free float* keine Berücksichtigung findet, vgl. insbesondere Fn. 8.

<sup>120</sup> *Sudmeyer/Rückert/Kuthe*, a.a.O.

her besonders als Sprungbrett in den geregelten Markt.<sup>121</sup> Eine Aufnahme in die Auswahlindizes<sup>122</sup> ist hier oftmals leichter, denn insbesondere in Frankfurt ist diese ansonsten Emittenten im *Prime Standard* vorbehalten.

Anders als im einfachen Freiverkehr ist die Einbeziehung in Qualitätssegmente von der Erfüllung qualitativer Mindestvorgaben, einem öffentlichen Angebot sowie der Einhaltung von Folgepflichten abhängig. Zudem gilt das neue Marktmissbrauchsrecht vollumfänglich und substituiert im Bereich anlassbezogener Publizität die bereits zuvor teilweise vorhandenen, materiell mit § 15 WpHG a.F. vergleichbaren, Regelungen durch öffentliches Recht.<sup>123</sup> Neu ist auch hier die Regulierung von *directors' dealings* und die Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen.

Parallel zum einfachen Freiverkehr und in Abgrenzung zum geregelten Markt, besteht keine direkte Beziehung zwischen Träger und Emittent,<sup>124</sup> was ersterem die Durchsetzung erschwert. Neben Vertragsstrafen ist der Widerruf der Einbeziehung damit stärkste Sanktion im qualifizierten Freiverkehr. Soweit die MAR private Regelungen ersetzen, erweitern sich die Durchsetzungsmöglichkeiten, da die Befugnisse vom Freiverkehrsträger auf die BaFin übergehen.

Im Folgenden werden die wesentlichen Besonderheiten der qualifizierten Freiverkehrssegmente dargestellt. Die Untersuchung beginnt mit dem *Entry Standard* und seines Nachfolgesegments *Scale* (1.) sowie dem *m:access* (2.). Daran anknüpfend werden Zwischensegmente vorgestellt, die formal zum Freiverkehr zählen, aber dennoch Aspekte des regulierten Marktes übernehmen, namentlich das *Quotation Board* (3.) und der ehemalige Neue Markt (4.). Die Betrachtung schließt mit einem Zwischenergebnis (5.).

### 1. Der *Entry Standard* und *Scale*

Der *Entry Standard* wurde 2005 durch die Deutsche Börse AG etabliert. Seine Einbeziehungsvoraussetzungen wurden 2012 erheblich angehoben.<sup>125</sup> Dennoch wurde er im März 2017 durch das Segment *Scale* ersetzt, in dem die Voraussetzungen weiter angezogen wurden.<sup>126</sup>

<sup>121</sup> Bröcker, in: C. P. Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 6 Rn. 53; Kumpan, in: Baumbach/Hopt, HGB, BörsG (37. Auflage 2016), § 48 Rn. 9; Scharpf/von Wittich, AG 2012, R93; Sudmeyer/Rückert/Kuthe, a.a.O.; vgl. Freytag/Koenen, WM 2011, 1594.

<sup>122</sup> Die wichtigsten Auswahlindizes sind der DAX International 100 sowie der DAX International Mid 100.

<sup>123</sup> § 19 Abs. 1 lit. c, aa) AGB FWB (letztmalig i.d.F. vom 18.12.2015).

<sup>124</sup> Vgl. Schlitt/S. Schäfer, AG 2006, 147, 148 f.; Sudmeyer/Rückert/Kuthe, BB 2005, 2703, 2704; Freytag/Koenen, WM 2011, 1594, 1595.

<sup>125</sup> Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, § 3 Rn. 131; Reger/Schilha, NJW 2012, 3066, 3067; speziell dazu Born, AG 2012, R226 ff.; vgl. auch Scharpf/von Wittich, AG 2012, R93 f.; Mai, AG 2012, R127 f.

<sup>126</sup> FWB, Pressemitteilung v. 01.03.2017.

Die Einbeziehungsvoraussetzungen im *Entry Standard* bestanden, entsprechend des geregelten Marktes, aus qualitativen Mindestanforderungen und einer Publizitätskomponente. Erforderlich war ein Antrag des Emittenten mit einem Handelsteilnehmer der Frankfurter Wertpapierbörse, der als Reputationsintermediär agiert. Die Einbeziehung von Aktien war an ein prospektpflichtiges öffentliches Angebot geknüpft, der Emittent muss bereits zwei Jahre als Unternehmen bestanden haben und mindestens 750.000 Euro Grundkapital aufweisen, wovon sich 10% im Streubesitz befinden oder sich auf mindestens 30 Aktionäre verteilen musste, § 17 Abs. 1 lit. a AGB FWB a.F. Ferner musste der Teilnehmer bestätigen, dass der Emittent ein operatives Geschäft führte, ein positives Eigenkapital aufwies, seine Binnenorganisation auf einen öffentlichen Handel ausgerichtet war und sowohl Vorstand als auch Aufsichtsrat die erforderliche Sachkunde oder Erfahrung besaßen, § 17 Abs. 2 AGB FWB a.F.

Die Einbeziehungsfolgepflichten umfassten neben den Pflichten nach der MAR die Erstellung eines Jahres- sowie Halbjahresabschlusses, eines Unternehmenskalenders- sowie Kurzportraits, § 19 AGB FWB a.F.

Soweit die Pflichten aus den allgemeinen Geschäftsbedingungen hervorgehen, konnte der Freiverkehrsträger Vertragsstrafen bis 100.000 Euro gegen den Emittenten verhängen, dies veröffentlichen oder die Einbeziehung mit einer Frist von sechs Wochen kündigen, §§ 20 ff. AGB FWB a.F. Die Einbeziehung in den einfachen Freiverkehr blieb davon unberührt.<sup>127</sup> Daneben bestanden durch die Prospektpflicht eine gesetzliche Primärmarkthaftung nach WpPG<sup>128</sup> sowie die volle Haftung nach Marktmissbrauchsrecht.

Die Aufgabe des *Entry Standards* hing vor allem mit der Marktqualität bei Mittelstandsanleihen zusammen.<sup>129</sup> *Scale* als Nachfolgesegment soll mit strengeren Einbeziehungsvoraussetzungen und Folgepflichten eine höhere Qualität gewährleisten, sodass von einem doppelt qualifizierten Freiverkehr gesprochen werden kann. Ähnlich dem *Entry Standard* ist die Notierung fortlaufend von einem Kapitalmarktpartner zu begleiten, § 16 AGB FWB n.F. Die qualitativen Anforderungen wurden modernisiert und angezogen. Dies betrifft den Mindeststreubesitz der nun auf 20% bzw. eine Million Euro angehoben wurde, den voraussichtlichen Kurswert in Höhe von mindestens 30 Millionen Euro, der an die Stelle der Grundkapitalvorgaben tritt und die Erstellung eines *research reports*, § 17 AGB FWB n.F. Der Kapitalmarktpartner muss darüber hinaus die Erfüllung dreier der folgenden fünf Quali-

---

<sup>127</sup> Sudmeyer/Rückert/Kuthe, BB 2005, 2703, 2706.

<sup>128</sup> Allerdings muss das begleitende Kreditinstitut nach § 5 Abs. 4 S. 2 i.V.m. Abs. 3 S. 2 WpPG nicht notwendig die Verantwortung i.S.v. § 21 Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpPG übernehmen, sodass die Prospekterstellung aufgrund fehlender Haftungs- bzw. Freistellungsrisiken möglicherweise günstiger ist als auf dem regulierten Markt.

<sup>129</sup> Zur Problematik der Mittelstandsanleihen Theißen/Döweling, CF 2017, 136 ff.