

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	7
Abkürzungsverzeichnis	21
A. Einleitung	23
I. Begrifflichkeiten und verschiedene Wege des Börsenrückzugs	26
1. Der Begriff des Delistings	26
2. Erscheinungsformen des Delisting	27
a) Zwangsdelisting	27
b) Delisting auf Initiative des Emittenten	28
aa) Reguläres Delisting	28
bb) Kaltes Delisting	28
(1) Formwechsel	29
(2) Verschmelzung	29
(3) Aufspaltung	30
(4) Mehrheitseingliederung	30
(5) Squeeze-out	31
cc) Provoziertes Zwangsdelisting	32
dd) Delisting durch Verzicht	32
c) Partielles Delisting und Downlisting	33
II. Klassische Motive für den Börsenrückzug	34
1. Vor- und Nachteile der Börsennotierung	34
a) Gründe für einen Börsengang	34
aa) Finanzierung	34
bb) Schaffung einer Akquisitionswährung	35
cc) Exit-Möglichkeit für Investoren und Altaktionäre	36
dd) Steigerung des Images und Bekanntheitsgrades	36
ee) Mitarbeiterbeteiligungen	37
ff) Nachfolgeregelungen	37

b) Nachteile der Börsennotierung für die Gesellschaft	38
aa) Transparenzpflichten	38
bb) Übernahmegefahr über die Börse	41
cc) Kosten und personeller Aufwand	41
(1) Notierungsgebühren	41
(2) Öffentlichkeitsarbeit	42
(3) Kosten für die Erfüllung von Zulassungsfolgepflichten	42
(4) Kosten für Bankdienstleistungen	43
(5) Personelle Belastung	43
2. Spezielle Motive für ein kaltes Delisting	43
3. Delisting-spezifische Motive	44
a) Wegfall der Finanzierungsfunktion als Hauptmotiv	44
b) Weitere Faktoren	45
III. Delisting als strategisches Mittel	46
IV. Die Bedeutung des Delistings für die Anleger	48
1. Auswirkungen auf die Desinvestitionsmöglichkeit des Kleinaktionärs	48
2. Wegfall der Publizität und Kontrolle	50
V. Potentieller Interessenkonflikt	50

B. Von „Macrotron“ zu „Frosta“ – Wandel des gesellschaftsrechtlichen Anlegerschutzes beim regulären Delisting	53
I. Die aufkommende Diskussion über die Möglichkeit und die Voraussetzungen eines Börsenrückzugs	53
II. Die „Macrotron“-Entscheidung des BGH	54
1. Sachverhalt und Verfahrensgang	54
2. Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz	55
3. Abfindungsangebot und Spruchverfahren	56
4. Keine sachliche Rechtfertigung oder zeitliche Befristung	57

III. Die Entwicklung im Anschluss an die „Macrotron“- Entscheidung in Literatur und Rechtsprechung	57
1. Teilweise Ablehnung der verfassungsrechtlichen Herleitung	58
2. Abschließender Schutz durch kapitalmarktrechtliche Regelungen	60
3. Keine einfachgesetzliche Anknüpfung	60
4. Folgeprobleme und Einzelfragen	61
a) Einzelfragen in Bezug auf den Hauptversammlungsbeschluss	61
aa) Dogmatische Herleitung	61
bb) Beschlussmehrheit	63
cc) Keine sachliche Rechtfertigung	64
dd) Vorstandsbericht entsprechend §§ 186 Abs. 4 Satz 2, 293a AktG oder § 8 UmwG	65
b) Einzelfragen in Bezug auf die Abfindung	66
aa) Dogmatische Herleitung	66
bb) Verhältnis zum WpÜG	68
cc) Anspruchs- oder Bedingungslösung	68
dd) Angebotsverpflichteter	69
ee) Bemessung der Abfindung	71
ff) Gerichtliche Überprüfung	72
c) Wertungswidersprüche in Bezug auf Fälle des kaltes Delistings	73
d) Downlisting	75
IV. Einführung des § 29 Abs. 1 Satz 1 Halbs. 1 2. Alt. UmwG	77
V. Die „Delisting“-Entscheidung des BVerfG	77
1. Sachverhalt und Verfahrensgang	78
2. Schutzbereich des Art. 14 Abs. 1 GG nicht durch Delisting berührt	79
3. Keine Überschreitung der verfassungsrechtlichen Grenzen richterlicher Rechtsfortbildung	80
4. Unmittelbare Auswirkungen	81

VI. Entwicklung im Anschluss an die Entscheidung des BVerfG	82
1. Kritik in der Literatur	82
2. Alternative Begründungsansätze für die Beibehaltung der „Macrotron“-Grundsätze	84
a) Analogie zu §§ 193, 207 UmwG (Formwechsel)	84
b) Antrag ohne Zustimmung als Treupflichtverletzung im Sinne von § 93 Abs. 1 AktG; Abfindung gemäß § 243 Abs. 2 Satz 2 AktG als Ausgleich für Sondervorteil	85
c) Gesamtanalogie zu §§ 304 f., 320a f., 327a f. AktG, §§ 29, 207 UmwG	86
d) Analogie zu §§ 29 Abs. 1 Satz 1 Halbs. 1 2. Alt., 13, 65 UmwG (Rechtsformwahrende Verschmelzung)	87
3. Kein gesellschaftsrechtlicher Anlegerschutz nach Wegfall der verfassungsrechtlichen Begründung	90
a) Kritik an der Entscheidung des BVerfG hinsichtlich der Grenzen richterlicher Rechtsfortbildung	90
b) Ablehnung der vorgeschlagenen Analogien	90
4. Meinungsstand zum Downlisting	95
VII. Die „Frosta“-Entscheidung des BGH	98
1. Sachverhalt und Verfahrensgang	98
2. Weder Abfindung noch Hauptversammlungsbeschluss auch beim regulären Delisting	99
a) Kein Anlegerschutz gestützt auf Art. 14 Abs. 1 GG	99
b) Keine entsprechende Anwendung von § 207 UmwG	99
c) Antrag ohne Zustimmung keine Treupflichtverletzung im Sinne von § 93 Abs. 1 AktG; kein Ausgleich für Sondervorteil gemäß § 243 Abs. 2 Satz 2 AktG	100
d) Keine Analogie zu § 29 Abs. 1 Satz 1 Halbs. 1 2. Alt. UmwG	100
e) Keine Gesamtanalogie	101

C. Rechtliche Würdigung der Entscheidung des BVerfG und des „Frosta“-Beschlusses des BGH

I. Empirie	103
1. Bezugnahme auf fehlerhafte Feststellungen des DAI	103

2.	Tatsächlicher Kursverlust	105
a)	Ausschreibung einer empirischen Studie zu den Auswirkungen der Ankündigung eines Delistings	105
b)	Die Studie von <i>Doumet/Limbach/Theissen</i>	106
c)	Weitere Studien	106
d)	Zusammenfassung	108
II.	Verfassungsrechtliche Würdigung der Entscheidung des BVerfG im Hinblick auf Art. 14 Abs. 1 GG	109
1.	Keine Beeinträchtigung der mitgliedschaftsrechtlichen Substanz des Aktieneigentums	109
2.	Besonderes Regelungsregime kein Bestandteil des über Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Aktieneigentums	111
3.	Gesteigerte tatsächliche Verkehrsfähigkeit kein Schutzgut von Art. 14 Abs. 1 GG	112
4.	Keine wirtschaftliche Auszehrung des Aktieneigentums durch Wertverlust nach Delisting	114
III.	Rechtliche Würdigung des „ <i>Frosta</i> “-Beschlusses des BGH	115
1.	Kein abschließender Anlegerschutz über § 39 Abs. 2, Abs. 5 BörsG (a. F.) i. V. m. den Börsenordnungen	115
2.	Ablehnung der verschiedenen einfachgesetzlichen Begründungsansätze durch den BGH	117
a)	Keine analoge Anwendung der Vorschriften über den Formwechsel und sonstige Strukturmaßnahmen	117
b)	Kein Anlegerschutz über §§ 119 Abs. 2, 93 Abs. 4 Satz 1 und § 243 Abs. 2 Satz 2 AktG	119
c)	Anwendung des § 29 Abs. 1 Satz 1 Halbs. 1 2. Alt. UmwG zwingend geboten	120
aa)	Kein entgegenstehender gesetzgeberischer Wille	121
bb)	Kein Zirkelschluss bei Anwendung des an der „ <i>Macrotron</i> “-Rechtsprechung angelehnten § 29 Abs. 1 Satz 1 Halbs. 1 2. Alt. UmwG	123
cc)	Keine Hauptversammlungskompetenz über Analogie zum Verschmelzungsrecht	126
dd)	Keine „ <i>abfindungsakzessorische</i> “ Hauptversammlungskompetenz	127
ee)	Zwischenergebnis	128

D. Der Anlegerschutz beim regulären Delisting im Anschluss an die „Frosta“-Entscheidung	129
I. Zeitlicher Anwendungsbereich der „Frosta“-Entscheidung – die Frage der Rückwirkung	129
1. Anwendung der verfassungsrechtlichen Grundsätze des Rückwirkungsverbots	130
2. Schutzwürige Vertrauensposition der betroffenen Anleger	132
II. Gesellschaftsrechtlicher Schutz	134
1. Grenzen der Entscheidung des Vorstandes	134
2. Mögliche Satzungsbestimmungen	136
a) Verankerung der Börsennotierung in der Satzung	136
b) Weitere Sicherungsmöglichkeiten	137
III. Kapitalmarktrechtlicher Schutz	139
1. Die Börsenordnungen	140
a) Rechtliche Qualifikation	140
b) Bestimmungen der einzelnen Börsenordnungen für das reguläre Delisting nach der „Frosta“-Entscheidung	140
aa) Fristenlösung	140
(1) Frankfurt	140
(2) München	141
(3) Stuttgart	141
bb) Abfindungslösung	142
(1) Düsseldorf	142
(2) Berlin	142
(3) Hamburg und Hannover	142
c) Bestimmungen zum Downlisting	143
d) Umgehung der Anforderungen in den Börsenordnungen durch „Forum Shopping“	143
2. Verwaltungsgerichtlicher Rechtsschutz	145
a) Rechtsprechung	146
aa) VG Frankfurt a. M.	146
bb) VGH Mannheim	147

cc) VG Düsseldorf	148
dd) Annahme des BGH/Stellungnahme des BVerwG	149
b) Meinungsstand in der Literatur	150
c) Stellungnahme	152
3. Umfang des Rechtsschutzes vor den Verwaltungsgerichten	156
E. Konsequenzen der „Frosta“-Entscheidung	159
I. Faktische Auswirkungen und Gefahren der „Frosta“- Rechtsprechung	159
1. Umgehungskonstellationen und Ausnutzungspotentiale	159
a) Umgehung der Börsenkursrechtsprechung	159
b) Umgehung von § 29 Abs. 1 Satz 1 Halbs. 1 2. Alt. UmwG	162
c) Umgehung des WpÜG	163
d) „Kalter Squeeze-Out“/Druckaufbau	164
e) Herausdrängen von institutionellen Anlegern	165
f) Sonstiger Einfluss	166
2. Berücksichtigung bei der Kreditsicherung	166
II. Nur vermeintlicher Schlag gegen „aktivistische Aktionäre“	167
F. Anlegerschutz beim regulären Delisting nach der Neuregelung vom 26. November 2015	169
I. Entstehung und Inhalt der gesetzlichen Neuregelung	169
1. Entstehungsgeschichte	169
a) Ausschreibung einer empirischen Studie zu den Auswirkungen der Ankündigung eines Delistings	169
b) Prüfbite des Bundesrates vom 6. März 2015	170
c) Öffentliche Anhörung im Rechtsausschuss am 6. Mai 2015	171
d) „Formulierungshilfe“ des Finanzministeriums vom 17. August 2015	173
e) Öffentliche Anhörung im Finanzausschuss am 7. September 2015	174

f)	Beschlussempfehlung des Finanzausschusses vom 30. September 2015 und Beschluss des Gesetzes zur Umsetzung der geänderten Transparenzrichtlinie mit der Neuregelung zum Delisting vom 1. Oktober 2015	175
2.	Inhalt	177
a)	Grundkonzept und sachlicher Anwendungsbereich	179
b)	Angebotsunterlage nach WpÜG	181
aa)	Bemessung der Gegenleistung anhand des Börsenkurses	182
bb)	Ausnahmsweise Bemessung anhand einer Unternehmensbewertung	183
cc)	Gegenausnahme bei unwesentlichen Auswirkungen auf den Börsenkurs	186
c)	Kein Hauptversammlungsbeschluss	187
d)	Rechtsschutz	188
aa)	Verwaltungsinterne Überprüfung	188
(1)	Prüfung der Angebotsunterlage durch die BaFin ...	188
(2)	Prüfung des Delisting-Antrages durch die Geschäftsführung der Börse	191
bb)	Gerichtlicher Rechtsschutz der Anleger	194
(1)	Gegen den Widerruf der Börsenzulassung	194
(2)	Gegen die Höhe des Angebots	196
(a)	Mögliche Feststellungsziele im Kapitalanleger-Musterverfahren	196
(b)	Wesentliche Unterschiede zum Spruchverfahren	198
(aa)	Darlegungs- und Beweislast	198
(bb)	Rechtskrafterstreckung	200
(cc)	Kosten	201
(c)	Bestands- oder rechtskräftige Feststellung eines Verstoßes gegen Art. 17 Abs. 1, 15 MAR nicht Voraussetzung des Differenzanspruchs	203

cc) Gerichtlicher Rechtsschutz des Emittenten und des Bieters	206
(1) Gegen die Untersagung der BaFin nach § 15 WpÜG	206
(2) Gegen die Entscheidung der Börsengeschäftsführung	207
3. Erstreckung des Anwendungsbereiches auf Auslandsemittenten	207
4. Zeitlicher Anwendungsbereich	209
II. Kritische Würdigung der Neuregelung	211
1. Notwendigkeit einer gesetzlichen Neuregelung	211
a) Aus dem Zusammenspiel mit gesellschaftsrechtlichen Abfindungspflichten und deren Systematik	211
b) Originär aufgrund des Verlustes der Börsennotierung	213
c) Volkswirtschaftliche Bedeutung	217
d) Kein ausreichender Anlegerschutz über § 39 Abs. 2 und 5 BörsG (a. F.) in Verbindung mit den Börsenordnungen	219
e) Ebenfalls kein ausreichender Anlegerschutz über die Verankerung der Börsennotierung in der Satzung	222
2. Verortung der Regelung	225
3. Kein Hauptversammlungsbeschluss	227
a) Absehen von Hauptversammlungsbeschluss systematisch überzeugend	227
b) Kein praktischer Mehrwert über Information hinaus	229
c) Einstimmiger Hauptversammlungsbeschluss als Ausnahme von der Angebotspflicht	231
4. Übernahmerechtliches Angebot nach § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG	232
a) Sachlicher Anwendungsbereich und Ausnahmen	232
aa) Erstreckung der Angebotspflicht auf Fälle des Downlistings	232
(1) Fortbestehendes Regelungsgefälle zwischen Freiverkehr und reguliertem Markt	233

(2) Klassische Funktionen der Marktsegmente	234
(3) Kohärente Regelung	235
bb) Ausnahmen von der Angebotspflicht	237
(1) Partielles Delisting	237
(2) Insolvenz	240
(3) Vorheriges Übernahmeangebot	242
b) Bemessung des Angebots	245
aa) Ermittlung des vollen Anteilswertes als angemessene Kompensation	246
(1) Kompensation des Verlustes der Beteiligung	247
(2) Keine Gleichstellung mit Übernahmesituation	249
(3) Flexible Regelung als interessengerechte Antwort auf verschiedenen Delisting- Konstellationen	251
bb) Ermittlung des vollen Anteilswertes als kohärente Lösung	253
cc) Bestehende Ausnahmen von der Bemessung nach dem Börsenkurs	256
(1) Kein Differenzanspruch auch für das Angebot ablehnende Anleger	256
(2) § 39 Abs. 3 Satz 3 Nr. 1 und 2 BörsG	258
(a) Keine rechtskräftige Feststellung eines Verstoßes erforderlich	258
(b) Kursmanipulation „nach oben“	259
(c) Zurechenbare Verstöße	260
(d) Relevanz von Verstößen vor Beginn der Sechs-Monats-Periode	260
(e) Keine Ausnahme bei Selbstbefreiung gemäß Art. 17 Abs. 4 MAR	261
(f) Unklare Gegenausnahme in § 39 Abs. 3 Satz 3 2. HS BörsG	263
(3) § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG	264
c) Ausgestaltung des Abfindungsangebots im Übrigen	264
5. Effektive Durchsetzbarkeit des finanziellen Ausgleichs – Spruchverfahren ist KapMuG-Verfahren vorzuziehen	268

a) Darlegungs- und Beweislast	269
b) Kostenrisiko	272
c) Fehlende <i>Erga-omnes</i> -Wirkung	273
d) Verfahrensdauer	274
III. Folgefragen um einen ergänzenden Anlegerschutz	276
1. Satzungsbestimmungen	276
2. Verbleibende Bedeutung der Börsenordnungen	279
IV. Evaluierung des § 39 BörsG im Bericht des Bundesministeriums der Finanzen vom 29. Dezember 2017	281
G. Zusammenfassung	283
Literaturverzeichnis	287
Rechtsprechungsverzeichnis	313