

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Band 108

Anlegerschutz bei Delisting zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht

Eine Untersuchung zum deutschen Recht unter Berücksichtigung
des britischen und US-amerikanischen Rechts

Von

Carl C. H. Sanders



Duncker & Humblot · Berlin

CARL C. H. SANDERS

Anlegerschutz bei Delisting zwischen Kapitalmarkt-
und Gesellschaftsrecht

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 108

Anlegerschutz bei Delisting zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht

Eine Untersuchung zum deutschen Recht unter Berücksichtigung
des britischen und US-amerikanischen Rechts

Von

Carl C. H. Sanders



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Universität Mannheim hat diese Arbeit
im Jahre 2016 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2017 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: Konrad Triltsch GmbH, Ochsenfurt
Druck: buchbücher.de gmbh, Birkach
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-15309-1 (Print)
ISBN 978-3-428-55309-9 (E-Book)
ISBN 978-3-428-85309-0 (Print & E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☼

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meiner Familie

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde von der Fakultät für Rechtswissenschaft und Volkswirtschaftslehre der Universität Mannheim im Wintersemester 2016/2017 als Dissertation angenommen.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Ulrich G. Schroeter für die hervorragende Betreuung. Er war bei der Entstehung dieser Arbeit ein unersetzlicher Begleiter, dessen Unterstützung ich mir stets gewiss sein konnte. Herrn Professor Dr. Andreas Engert danke ich für die Übernahme und die zügige Erstellung des Zweitgutachtens.

Ich danke dem Land Baden-Württemberg für die finanzielle Unterstützung dieser Arbeit.

Ferner danke ich den Herren Professoren Dr. Gerald Spindler, Dr. Hanno Merkt und Dr. Holger Fleischer für die Aufnahme meiner Arbeit in diese Schriftenreihe.

Mein größter Dank gilt schließlich meiner Familie, meiner Frau Dr. Annabelle Sanders, meinen Eltern Renate und Dr. Karl Sanders sowie meinen Brüdern Alexander und Henrik Sanders. Für alles. Ihnen sei diese Arbeit gewidmet.

Frankfurt a.M., im September 2017

Carl C. H. Sanders

Inhaltsverzeichnis

Erstes Kapitel

Einführung	21
A. Einleitung	21
B. Fragestellung	23
C. Gang der Untersuchung	23

Zweites Kapitel

Definition und Erscheinungsformen des Delistings	25
A. Delisting als Beendigung der Börsenzulassung	25
B. Erscheinungsformen des Delistings	26
I. Reguläres Delisting	26
1. Zulassung und Widerruf der Zulassung von Aktien zum Börsenhandel	27
2. Intensitätsstufen des regulären Delistings	28
a) Vollständiges Delisting	29
b) Partielles Delisting	29
c) Downlisting	29
II. Kaltes Delisting	30
III. Delisting von Amts wegen, § 39 Abs. 1 BörsG	32
1. Widerruf bei dauerhafter Notierungseinstellung, § 39 Abs. 1 Var. 2 BörsG	32
2. Widerruf bei Nichterfüllung der Emittentenpflichten, § 39 Abs. 2 Var. 3 BörsG	32
C. Themeneingrenzung	33

Drittes Kapitel

Interessenkonflikte bei Delisting	34
A. Initiatoren eines Delistings	34

B. Motive und Interessen bei einem Delisting	34
I. Gründe für Delisting	34
1. Wegfall der Finanzierungsfunktion	35
a) Deckung des Kapitalbedarfs auf andere Weise	35
b) Unterbewertete Aktien	35
c) Keine oder schwache Analystenabdeckung	36
2. Kostenreduzierung durch Vermeidung der Kosten der Börsenzulassung	36
a) Notierungsgebühren	37
b) Kostenbelastung durch Zulassungsfolgepflichten	37
aa) Kapitalmarktrechtliche Zulassungsfolgepflichten	37
bb) Aktienrechtliche Sonderbestimmungen für börsennotierte Aktiengesellschaften	38
c) Gesteigerte Rechnungslegungsvorschriften nach HGB	38
d) Opportunitätskosten und Investor Relations	39
e) Kostenbezifferung	39
3. Änderungen in der Aktionärsstruktur und Konzerneinbindung	40
4. Geringe Liquidität und geringer Streubesitz	41
5. Abwehr feindlicher Übernahmen	42
6. Sanierung und Restrukturierung	42
7. Nutzung unausgeschöpfter Wertpotentiale	43
II. Ergebnis	43
C. Interessen der Aktionäre	43
I. Differenzierungen	44
1. Minderheits- und Mehrheitsaktionäre	44
2. Intensität des Delistings	45
II. Folgen eines Delistings für die Aktionäre	45
1. Kapitalmarktreaktionen bei Delisting	45
a) Deutscher Kapitalmarkt	45
aa) Delisting aus dem regulierten Markt	46
bb) Downlisting	47
b) US-amerikanischer Kapitalmarkt	48
c) Ergebnis	49
2. Auswirkungen auf Verkehrsfähigkeit und Liquidität	49
3. Verlust der Bewertungsfunktion des Börsenkurses	51
4. Informationsdefizit	52
5. Verlust der Kontrollfunktion des Kapitalmarkts	52
III. Ergebnis	53

Viertes Kapitel

Entwicklung des Anlegerschutzes bei Delisting in Deutschland	54
A. Macrotron-Grundsätze	54
I. Das Macrotron-Urteil des BGH	54
II. Rezeption des Macrotron-Urteils	57
III. Auswirkungen auf den Anlegerschutz	60
1. Gesellschaftsrechtliche Schutzmechanismen	61
2. Überprüfung der Angemessenheit im Spruchverfahren	61
B. Die Abkehr von Macrotron in Downlisting-Fällen	62
I. Hintergrund	62
II. Die Urteile des LG und des OLG München	63
III. Auswirkungen auf den Anlegerschutz	64
C. Die Macrotron-Regeln auf dem verfassungsrechtlichen Prüfstand	65
I. Das Urteil des Bundesverfassungsgerichts	66
1. Umfang der Eigentumsgarantie des Art. 14 Abs. 1 GG	66
2. Verfassungsmäßigkeit der Macrotron-Grundsätze	68
II. Umfang des Art. 14 Abs. 1 GG und Delisting	69
1. Delisting außerhalb des Schutzbereichs von Art. 14 Abs. 1 GG	69
2. Einfachgesetzliche Begründung der Macrotron-Grundsätze möglich	70
D. Die Aufgabe der Macrotron-Grundsätze durch Frosta	70
I. Das Frosta-Urteil des BGH	70
1. Sachverhalt	71
2. Begründung des BGH	71
a) Hauptversammlungsbeschluss	72
b) Abfindungspflicht	73
c) Kapitalmarktrechtliche Regelung des Delistings	74
II. Die Rezeption der Entscheidung in der Rechtswissenschaft	75
III. Auswirkungen auf den Anlegerschutz: Delisting nach Frosta	76

Fünftes Kapitel

Gesetzliche Regelung des Anlegerschutzes bei Delisting in § 39 Abs. 2 bis Abs. 6 BörsG	80
A. Rechtspolitische Diskussion und Entstehungsgeschichte	80
B. Überblick über die Regelung des Delistings in § 39 Abs. 2 bis Abs. 6 BörsG	82
I. Zulässigkeit eines Delistings	82

II. Sachlicher Anwendungsbereich	84
III. Zeitlicher Anwendungsbereich	84
C. Verortung des Anlegerschutzes im Kapitalmarktrecht	85
I. Mögliche Regelungsorte	85
II. Unabhängigkeit des Regelungsortes von der inhaltlichen Ausgestaltung	86
III. Isolierte Betrachtung des Regelungsortes	86
IV. Ergebnis	87
D. Abfindungsregelung	88
I. Adressaten des Erwerbsangebots	88
II. Person des Bieters	88
III. Bedingungsfeindlichkeit des Erwerbsangebots	89
IV. Maßgeblichkeit des Börsenkurses	90
1. Gewichteter durchschnittlicher Börsenkurs	90
2. Berücksichtigung von Nach- und Parallelerwerben	93
3. Bewertung	93
a) Regelungsalternativen	94
b) Keine Teilentschädigung	95
c) Börsenkurs statt Ertragswertabfindung	95
aa) Fehlende Vergleichbarkeit des Delistings mit Strukturmaßnahmen ...	95
bb) Funktion der Abfindung bei Delisting und Besserstellung der Anleger durch Ertragswertabfindung	97
cc) Verhältnis von Börsenkurs und Unternehmenswert	99
dd) Praktische Erwägungen	99
ee) Verschärfung gegenüber der Macrotron-Abfindung	100
d) Ergebnis	101
V. Ausnahmen von der Maßgeblichkeit des Börsenkurses	101
1. Unternehmensbewertung bei Kursbeeinflussung, § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG ...	102
a) Grundlagen	102
b) Verstoß gegen Ad-hoc Bestimmungen	103
aa) Selbstbefreiung nach Art. 17 Abs. 4 MAR und Rückwirkungen auf das Delisting	104
(1) Beurteilungsspielraum	104
(2) Beschlusserfordernis für Eingreifen von Art. 17 Abs. 4 MAR? ...	105
bb) Unternehmensbewertung auch bei einem für Anleger vorteilhaften Verstoß gegen Art. 17 MAR	106
c) Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation, Art. 15 MAR	107
d) Feststellung eines Verstoßes gegen Art. 17 oder Art. 15 MAR	109
aa) Behördliche Feststellung keine zwingende Voraussetzung	109
bb) Beweislast	111

- e) Rechtsunsicherheit durch Gegenausnahme in § 39 Abs. 3 S. 3 Halbsatz 2 BörsG 112
 - 2. Unternehmensbewertung bei eingeschränkter Liquidität, § 39 Abs. 3 S. 4 BörsG 113
 - 3. Ergebnis 115
- VI. Notwendigkeit und Umfang einer Angebotsunterlage nach WpÜG 115
- VII. Verhältnis von Angebotsunterlage und Delisting-Antrag 117
- E. Partielles Delisting 117
 - I. Fortbestand einer inländischen Zulassung 117
 - II. Fortbestand einer ausländischen Zulassung 118
- F. Erfassung des Downlistings 119
 - I. Grundlagen 119
 - II. Fehlendes Schutzbedürfnis der Anleger bei Downlisting in qualifizierte Freiverkehrssegmente 121
 - 1. Keine signifikanten Auswirkungen auf Kurs oder Liquidität 121
 - 2. Vergleichbarer Schutzstandard 122
 - a) Anforderungen an den kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutz 122
 - aa) Funktionsschutz des Kapitalmarkts 123
 - bb) Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz 124
 - cc) Leitprinzipien des kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzes 125
 - (1) Umfassende Informationsmechanismen 125
 - (2) Effektiver Vertrauensschutz 125
 - b) Gewährleistung in den qualifizierten Freiverkehrssegmenten 126
 - aa) Informations- und Sanktionsmechanismen 126
 - (1) Rechtslage bis 03.07.2016 126
 - (2) Änderungen durch die Marktmissbrauchsverordnung und die Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation 128
 - bb) Effektiver Vertrauensschutz 130
 - c) Ergebnis 130
 - 3. Vermeidung von gestuften Delistings 131
 - 4. Wechsel in den einfachen Freiverkehr 131
 - III. Ergebnis 132
- G. Rechtsschutz 132
 - I. Behördliche Kontrolle 132
 - 1. Prüfung der Angebotsunterlage durch die BaFin 133
 - 2. Prüfung des Widerrufsanspruchs durch die Börsengeschäftsführung 134
 - II. Gerichtliche Kontrolle 135
 - 1. Verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz 135
 - a) Umfang des verwaltungsgerichtlichen Rechtsschutzes 136

b) Rechtsschutzmöglichkeiten des Emittenten	136
c) Rechtsschutzmöglichkeiten einzelner Anleger	137
aa) Meinungsspektrum zu § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG aF	137
bb) Auslegung des § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG	139
(1) Wortlaut	139
(2) Systematische Auslegung und Normzweck	139
cc) Ergebnis	140
2. Zivilgerichtlicher Rechtsschutz	141
a) Individuelle Leistungsklage	141
b) Musterfeststellungsverfahren	141
3. Schadensersatzansprüche gegen die BaFin	142
III. Bewertung	143
1. Beweislastverteilung	143
2. Aufwendiges Verwaltungsverfahren	143
3. Probleme des zivilrechtlichen Rechtsschutzes	144
a) Verzögerung des Verfahrens wegen rechts- oder bestandskräftiger Fest- stellung eines Verstoßes gegen Art. 17 oder Art. 15 MAR	144
b) Späte Unternehmensbewertung	144
4. Nachteile eines KapMuG-Verfahrens gegenüber einem Verfahren nach dem SpruchG	145
a) Funktionelle Zuständigkeit des Spruchkörpers	145
b) Fehlende erga omnes-Wirkung	145
c) Dauer der KapMuG-Verfahren	146
d) Kostenrechtliche Belastung	146
e) Keine Ausschlussfrist zur Geltendmachung des Ausgleichsanspruchs	146
5. Ergebnis	147
IV. Ergebnis	148

Sechstes Kapitel

Rechtsvergleichende Aspekte	149
A. USA	149
I. Hintergrund	149
1. US-amerikanisches Kapitalmarktrecht	149
2. Registrierung	151
3. Registrierungsfolgen	152
II. Delistingverfahren	153
1. Beendigung des Listings und der listing-bedingten Registrierung nach Sec. 12(b) SEA („Delisting“)	154
a) Securities Exchange Act 1934 (SEA)	155

b) Delisting-Bestimmungen der Börsenordnungen (Stock Exchange Rules)	155
aa) New York Stock Exchange (NYSE)	156
bb) NASDAQ	158
c) Ausführungsbestimmungen der SEC (SEC Rules)	158
2. Beendigung der Registrierung (Deregistrierung)	159
III. Anlegerschutz	161
1. Delisting	161
2. Deregistrierung	166
IV. Ergebnis	167
V. Vergleich	168
B. Großbritannien	170
I. Hintergrund	170
1. Rechtsquellen des Börsenrechts	170
2. Marktstruktur am Beispiel der London Stock Exchange	172
3. Zulassung von Wertpapieren	172
II. Delistingverfahren	174
1. Beendigung der Notierung am Beispiel der LSE	174
2. Ausscheiden aus der Official List	174
a) Premium Listing	175
b) Standard Listing	176
III. Anlegerschutz	176
IV. Vergleich	178
C. Ergebnis des Rechtsvergleichs	179
D. Folgen für die Bewertung des deutschen Rechts	180
I. Hauptversammlungsbeschluss bei Delisting im deutschen Recht	180
1. Entbehrllichkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses bei Delisting	180
2. Stellungnahme	182
a) Systematische Argumente	182
b) Wirkungsvoller Schutz für Minderheitsaktionäre	183
c) Interesse des Vorstands	184
3. Ergebnis	184
II. Anforderungen an eine Beschlussfassung der Hauptversammlung	184
1. Beschluss- und Mehrheitserfordernisse	184
a) Erkenntnisse des Rechtsvergleichs	185
b) Übertragbarkeit auf das deutsche Recht	185
2. Ergebnis	186
III. Ergänzungsvorschlag de lege ferenda	187

*Siebentes Kapitel***§ 39 Abs. 2 BörsG in der praktischen Anwendung** 188

A. Vorgaben der Börsenordnungen	188
I. Rechtmäßigkeitsvoraussetzungen	189
1. Satzungsautonomie	189
2. Grenzen der Satzungsautonomie	190
3. Folgen eines Verstoßes der Börsenordnung gegen gesetzliche Regelungen	191
II. Rechtmäßigkeit und Anwendbarkeit der Börsenordnungen	191
1. Frankfurter Wertpapierbörse	191
2. Rechtmäßigkeit und Anwendbarkeit der übrigen Börsenordnungen	194
a) Verpflichtendes Abfindungsangebot	194
b) Rechtmäßigkeit zusätzlicher Anforderungen in den Börsenordnungen	194
aa) Reichweite des § 39 Abs. 5 S. 3 BörsG	195
bb) Ergebnis	196
c) Unanwendbarkeit der Regelungen zu partiellem Delisting und Downlisting	196
3. Ergebnis	197
III. Widerrufsfristen	197
1. Vollständiges Delisting	198
2. Partielles Delisting	198
IV. Ergebnis	200
B. Ermessensentscheidung der Börsengeschäftsführung	200
I. Abzuwägende Interessen	200
II. Ermessensreduktion auf Null	201
III. Ergebnis	202
C. Entbehrlichkeit der Angebotspflicht	203
I. Grundlagen	203
1. Voraussetzungen einer teleologischen Reduktion	203
2. Sinn und Zweck des verbindlichen Erwerbsangebots bei Delisting	204
II. Vorangegangene Übernahmeangebote	204
1. Abfindungsangebot bei Übernahmeangeboten	205
2. Übernahmeangebot und Delisting	205
3. Teleologische Reduktion des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG	205
a) Fehlende Schutzbedürftigkeit der Aktionäre	205
b) Entgegenstehender Wille des Gesetzgebers	207
4. Ergebnis	207
III. Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge	208
1. Abfindung bei Unternehmensverträgen	208
2. Überschneidung mit Delisting	209

3. Teleologische Reduktion des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG	210
4. Ergebnis	210
IV. Rückwerb eigener Aktien durch den Emittenten	210
1. Grundlagen	211
2. Rückwerb eigener Aktien und Delisting	212
3. Teleologische Reduktion des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG	212
4. Ergebnis	213
V. Geringer Streubesitzanteil und geringes Handelsvolumen vor Delisting	214
VI. Sanierungssituationen	215
1. Delisting und Sanierung	215
2. Teleologische Reduktion des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG	215
a) Erkenntnisse des Rechtsvergleichs	216
b) Begründung der teleologischen Reduktion	216
3. Ergebnis	217
VII. Vorliegen der Voraussetzungen von § 39 Abs. 1 Var. 2 BörsG	217
VIII. Delisting im Gesellschaftsinteresse	218
IX. Erwerb der Aktionärsstellung nach Kenntnis der Delisting-Absicht	219
X. „Altaktionäre“	220
XI. Ergebnis	221
D. Anwendbarkeit der Verfahrensvorschriften des WpÜG in Delisting-Situationen	221
I. Angebotsunterlage	222
1. Anforderungen an die Angebotsunterlage gemäß § 11 WpÜG und § 2 WpÜG-AVO	222
2. Übertragbarkeit auf die Delisting-Angebotsunterlage	223
a) Vorgaben des § 11 WpÜG	223
b) Vorgaben des § 2 WpÜG-AVO	225
3. Ergebnis	227
II. Veröffentlichungspflicht des Bieters gemäß § 23 Abs. 1 WpÜG	227
1. Sinn und Zweck des § 23 Abs. 1 WpÜG	227
2. Übertragbarkeit auf Delisting-Situationen	229
3. Ergebnis	230
III. Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats des Emittenten gemäß § 27 WpÜG	230
1. Sinn und Zweck des § 27 WpÜG	230
2. Übertragbarkeit auf Delisting-Situationen	232
3. Ergebnis	232
IV. Anwendbarkeit der Vorschriften über Vor- und Nacherwerbe auf das Delisting	233
1. Berücksichtigung von Vorerwerben gemäß § 4 WpÜG-AVO	233
a) Sinn und Zweck von § 4 WpÜG-AVO	233
b) Übertragbarkeit auf Delisting-Situationen	233

2. Angebotserhöhung bei Nacherwerben gemäß § 31 Abs. 5 WpÜG	234
a) Sinn und Zweck von § 31 Abs. 5 WpÜG	234
b) Übertragbarkeit auf Delisting-Situationen	234
3. Ergebnis	235
V. Ergebnis	235
E. Verhältnis der Veröffentlichung nach § 10 WpÜG zu der Ad-hoc-Publizitätspflicht aus Art. 17 MAR	236
I. Funktion der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 1 S. 1 WpÜG in Delisting-Situationen	236
II. Verhältnis von § 10 WpÜG zu Art. 17 MAR	236
1. Verhältnis zur Veröffentlichungspflicht des Bieters aus Art. 17 Abs. 1 MAR	237
2. Verhältnis zur Veröffentlichungspflicht des Emittenten aus Art. 17 Abs. 1 MAR	238
3. Ergebnis	240
III. Ergebnis	240
F. Auskunftsansprüche gegen den Emittenten	241
I. Auskunftsanspruch des Anlegers gegen den Emittenten	241
1. Grundlagen zur Treuepflicht	241
2. Ableitung eines Auskunftsanspruchs aus der Treuepflicht	242
a) Abschließender Auskunftsanspruch aus § 131 AktG	243
b) Widerspruch zur aktienrechtlichen Kompetenzordnung	244
c) Haftungsrisiken aus §§ 37b, 37c WpHG	244
d) Ergebnis	244
II. Auskunftsanspruch des Bieters gegen den Emittenten	245
III. Ergebnis	245
G. Parallele Anlegerschutzmechanismen	245
I. Anlegerschutz durch Satzungsregelungen	245
1. Verankerung der Börsennotierung in der Satzung	246
2. Aufnahme der Börsennotierung in den Unternehmensgegenstand	247
3. Verankerung des Erfordernisses eines Hauptversammlungsbeschlusses in der Satzung	247
4. Ergebnis	248
II. Anlegerschutz über die Börsenordnungen	248
III. Gesellschaftsrechtliche Schutzmechanismen	248
1. Mögliche Begründungsansätze	248
a) Gesellschaftsrechtliche Begründung eines Pflichtangebots	248
aa) Umwandlungsrechtliche Analogien	248
(1) Analogie zum Formwechsel, § 207 UmwG analog	249
(2) § 29 Abs. 1 S. 1 Halbsatz 1 Alt. 2 UmwG analog	250

(3) Stellungnahme 250

bb) Analogie zu § 243 Abs. 2 S. 2 AktG 251

cc) Abfindungsbewehrtes Austrittsrecht 252

b) Gesellschaftsrechtliche Begründung des Erfordernisses eines Hauptversammlungsbeschlusses 253

aa) Ungeschriebene Hauptversammlungsbefugnis 253

bb) Umwandlungsrechtliche Analogien 254

cc) Fehlender Hauptversammlungsbeschluss als Pflichtverletzung 255

dd) Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses aus § 119 Abs. 1 Nr. 2, 6, 8 AktG analog 255

c) Ergebnis 257

2. Abschließende gesetzliche Regelung? 257

IV. Ergebnis 259

Achtes Kapitel

Zusammenfassung der Ergebnisse in Thesen 260

Literaturverzeichnis 264

Sachwortregister 286

Erstes Kapitel

Einführung

A. Einleitung

Seitdem das Phänomen des Delistings seit Mitte der 1990er Jahre in der deutschen Rechtswissenschaft diskutiert wird¹, ist die Frage des Anlegerschutzes das die Diskussion bestimmende Thema.

Im deutschen Recht ist die Möglichkeit, einen Börsenrückzug auf eigene Initiative des Emittenten einzuleiten, erst seit dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz vom 24. 3. 1998 in § 39 Abs. 2 BörsG vorgesehen.² Im Rahmen des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie hat der Deutsche Bundestag den Anlegerschutz bei Delisting in § 39 Abs. 2 BörsG mit Wirkung zum 26. 11. 2015 neu geregelt.³

Auslöser für das Tätigwerden des Gesetzgebers war der Beschluss des BGH in Sachen Frosta.⁴ Der BGH hat entschieden, dass die Anleger bei einem Widerruf der Börsenzulassung auf Veranlassung des Emittenten weder einen Anspruch auf Barabfindung haben noch im Rahmen eines Hauptversammlungsbeschlusses über das Delisting abstimmen können.

Damit rückte der BGH von den seit der Macrotron-Entscheidung⁵ den Anlegerschutz bei Delisting bestimmenden Macrotron-Grundsätzen ab, die unter Berufung auf den Schutzzumfang des Art. 14 Abs. 1 GG einen Hauptversammlungsbeschluss

¹ Siehe nur *Fluck*, WM 1995, 553, 557 ff.; *Schwark/Geiser*, ZHR 161 (1997), 739 ff.; *Vollmer/Grupp*, ZGR 1995, 459 ff.

² BGBl. I, S. 529 ff. Vor der Einführung der Regelung des § 39 Abs. 2 BörsG gab es für Aktiengesellschaften keine Möglichkeit, aus eigener Initiative einen Börsenrückzug einzuleiten: Im Jahr 1994 versuchte die BASF AG erfolglos, sich von sämtlichen Börsen außer der Frankfurter Wertpapierbörse zurückziehen. Hierzu erklärte sie gegenüber den Zulassungsstellen der jeweiligen Börsen ihren Verzicht auf die Zulassung ihrer Aktien zum Börsenhandel und zur Börsennotierung; hilfsweise stellte sie einen Antrag auf Widerruf der Zulassung. Beides blieb ohne Erfolg, vgl. *Fluck*, WM 1995, 553, 553 und 557 ff. Die Möglichkeit eines Widerrufs der Börsenzulassung auf Antrag des Emittenten wurde als Folge dieser zunächst gescheiterten Versuche der BASF AG eingeführt, vgl. *Schwark/Geiser*, ZHR 161 (1997), 739, 740.

³ Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 20. 11. 2015, BGBl. I S. 2029.

⁴ BGH, Beschl. v. 8. 10. 2013 – II ZB 26/12, ZIP 2013, 2254 ff. („Frosta“).

⁵ BGH, Urt. v. 25. 11. 2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47 ff. („Macrotron“).

und ein im Spruchverfahren gerichtlich überprüfbares Pflichtangebot der Aktiengesellschaft oder des Großaktionärs an die Minderheitsaktionäre gefordert hatten. Diesem gesellschaftsrechtlichen Anlegerschutz auf der dogmatischen Grundlage des Art. 14 Abs. 1 GG war zuvor durch das BVerfG die Grundlage entzogen worden⁶, indem das BVerfG in Bezug auf die Reichweite des Art. 14 Abs. 1 GG bei Aktieneigentum klargestellt hat, dass der Schutzbereich der Eigentumsgarantie durch den Widerruf der Börsenzulassung nicht berührt ist.

Die Frosta-Entscheidung erleichterte börsennotierten Aktiengesellschaften den vollständigen Rückzug von der Börse erheblich. Dies führte zu einem zahlenmäßigen Anstieg der Delisting-Fälle. Waren es in den Jahren von 2003 bis 2010 nur insgesamt 28 Fälle⁷, haben im ersten Jahr nach der Frosta-Entscheidung über 30 Gesellschaften⁸ von den durch die Frosta-Entscheidung geschaffenen Erleichterungen für ein Delisting Gebrauch gemacht.

Der Anlegerschutz bei Delisting war infolge der Frosta-Entscheidung nur über kapitalmarktrechtliche Schutzmechanismen gewährleistet, die vielfach als nicht ausreichend angesehen wurden. Der Schutz der Anleger beruhte auf der Regelung des § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG aF, die als einzige gesetzliche Voraussetzung vorsah, dass der Widerruf der Börsenzulassung nicht dem Schutz der Anleger widersprechen dürfe. Die konkrete Ausgestaltung des Anlegerschutzes oblag den jeweiligen Börsenordnungen, die in dem von ihnen vermittelten Schutzzumfang erheblich hinter den Macrotron-Grundsätzen zurückblieben und sich in dem vermittelten Schutzzumfang ohnehin erheblich unterschieden. Die Frankfurter Wertpapierbörse sah den Anlegerschutz etwa bereits dann als gewährt an, wenn Anlegern nach Bekanntgabe des Widerrufs im Rahmen einer bloßen Fristenregelung ausreichend Zeit verblieb, die Aktien über die Börse zu veräußern.⁹

Die Frosta-Entscheidung führte zu einer lebhaft geführten Debatte über die Ausgestaltung des Anlegerschutzes bei Delisting. Der Gesetzgeber hat den Anlegerschutz bei Delisting schließlich gesetzlich umfassend in § 39 Abs. 2 bis Abs. 6 BörsG geregelt. Die Neuregelung ist am 26.11.2015 in Kraft getreten. Voraussetzung für ein vollständiges Delisting ist nunmehr ein allen Anlegern zu unterbreitendes WpÜG-Erwerbsangebot auf der Grundlage des gewichteten durchschnittlichen Börsenkurses der letzten sechs Monate vor Bekanntgabe der Delisting-Absicht.

⁶ BVerfG, Urt. v. 11.7.2012 – 1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08, BVerfGE 132, 99 ff. („MVS/Lindner“).

⁷ *Deutsches Aktieninstitut*, Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts zu Delisting und Spruchverfahren – Anfrage des Bundesverfassungsgerichtes 1 BvR 1569/08, 2010, S. 3.

⁸ *Paschos*, Frankfurter Allgemeine Zeitung 03.12.2014, S. 16, 16.

⁹ Vgl. § 46 Abs. 1 Nr. 2 Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse in der Fassung vom 1.12.2014.

B. Fragestellung

Delisting ist an einer juristischen Schnittstelle angesiedelt und steht im Spannungsfeld zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht. Zunächst ist ein Delisting eine rein öffentlich-rechtliche Angelegenheit, da es sich bei dem Widerruf der Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt um einen Verwaltungsakt handelt. Ein Delisting hat aber auch gesellschaftsrechtliche Auswirkungen, da es das Verhältnis zwischen der Aktiengesellschaft und ihren Aktionären und damit zwischen zwei Privatrechtssubjekten betrifft.¹⁰

Diese Arbeit hat zum einen das Ziel, zu untersuchen, ob die gesetzliche Neuregelung des Anlegerschutzes bei Delisting in diesem Spannungsfeld einen adäquaten Anlegerschutz gewährleistet.

Zum anderen sollen Umfang und Reichweite des Anlegerschutzes bei Delisting in der praktischen Anwendung der gesetzlichen Neuregelung geklärt werden. Hierzu sollen die infolge der Neuregelung auftretenden Praxisfragen aufgeworfen und einer Lösung zugeführt werden. Der Gesetzgeber hat keine Ausnahmen von dem Erfordernis einer Angebotspflicht vorgesehen. Von Interesse ist insbesondere die Frage, ob aus teleologischen Gesichtspunkten in bestimmten Fällen von einer Abfindung bzw. der strikten Befolgung der WpÜG-Vorschriften abgesehen werden kann. Zudem ist fraglich, inwieweit parallele Schutzmechanismen in der Satzung der Aktiengesellschaft, den Börsenordnungen oder durch Analogien zu gesellschaftsrechtlichen Vorschriften anwendbar sind.

In einem rechtsvergleichenden Kapitel sollen die entsprechenden Delisting-Regelungen in den USA und in Großbritannien untersucht werden, um hieraus Rückschlüsse für die Bewertung und Interpretation der deutschen Regelungen ziehen zu können.

C. Gang der Untersuchung

Die Arbeit gliedert sich acht Kapitel.

Nach dieser Einleitung werden im zweiten Kapitel die Definition und die Erscheinungsformen des Delistings dargestellt.

Die im Rahmen eines Delistings auftretenden Interessenkonflikte sind Gegenstand des dritten Kapitels. Gegenstand des vierten Kapitels ist die für das Verständnis der Neuregelung sowie der sich bei Delisting stellenden rechtlichen Fragen erforderliche Untersuchung der Entwicklung des Anlegerschutzes in Deutschland. Dabei wird auch die verfassungsrechtliche Dimension des Delistings untersucht.

¹⁰ Siehe nur *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729.