

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

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
Kapitel 1: Einleitung	1
§ 1 Einführung in die Problematik	2
§ 2 Ansatzpunkte und Fragestellung.....	3
§ 3 Thematische Eingrenzung.....	6
§ 4 Gang der Untersuchung.....	6
Kapitel 2: Der Marktrückzug als Regulierungsproblem	8
§ 1 Bedeutungswandel und neue Fragestellungen.....	8
§ 2 Das kapitalmarktrechtliche System der Handelsplätze und Marktsegmente.....	13
A. Begrifflichkeiten und Systeme europäischer und deutscher 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 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
 § 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 Gesellschaften	40
C. Zwischenergebnis.....	42
 § 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
 § 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
 § 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
 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

§ 3 Effizienz im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht.....	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
§ 4 Regulierung als Antwort auf Marktversagen	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
§ 5 Regulierung und behavioural finance.....	120
§ 6 Politische und wirtschaftliche Realitäten der Regulierung.....	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
§ 7 Gestaltungsmittel.....	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
§ 8 <i>Regulierung und die Kosten-Nutzen-Analyse</i>	137
§ 9 <i>Zwischenergebnis: Grundsätze der Regulierung</i>	140
Kapitel 4: Der Marktrückzug als marktgesteuerter Prozess.....	142
§ 1 <i>Vor- und Nachteile der Börsennotierung</i>	142
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
§ 2 <i>Preisreaktion beim reinen Marktrückzug</i>	150
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. <i>Karami/Cserna/Schuster und Karami/Schuster</i>	156
III. <i>Doumet/Limbacher/Theissen</i>	158
IV. <i>Aders/Muxfeld/Lill</i>	158
V. <i>Pilsl/Knoll</i>	158
VI. <i>Wessels/Röder</i>	159
VII. <i>Thomale/Walter</i>	159
VIII. <i>Beyer/Freystedt</i>	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>	182
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. <i>Cross-Delisting</i>	203
VI. Zwischenergebnis.....	205
D. Zwischenergebnis.....	206
§ 4 <i>Abgrenzung zum Going Private</i>	206
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
§ 5 <i>Zwischenergebnis: Der Marktrückzug als marktgesteuerter Prozess</i>	221
Kapitel 5: Der Marktrückzug im deutschen Rechtssystem.....	223
§ 1 <i>Rechtliche Vorgaben und Schranken: Der Marktrückzug im Verfassungs- und Europarecht</i>	223
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 Aktieneigentum	228
1. Verfassungsrechtliche Bewertung der faktischen Verkehrsfähigkeit.....	228
2. Verfassungsrechtliche Bewertung der normativen Einbettung ...	229
3. Verfassungsrechtliche Bewertung wirtschaftlicher Aufzehrung 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 des Art. 14 Abs. 1 GG	231
II. Würdigung der Aussagen über die Grenzen richterlicher Rechtsfortbildung	235
III. Zwischenergebnis.....	236
D. Sonstige Grundrechtsrelevanz	236
E. Europarechtliche Vorgaben	237
F. Zwischenergebnis.....	238
§ 2 <i>Rechtssystematische Vorgaben: Der Marktrückzug im Schnittfeld zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht</i>	238
A. Problemumriss	239
B. Besonderheit der Schnittstelle zwischen Kapitalmarkt- 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 und die Modernisierung des Kapitalmarktes	245
5. Übernahmerecht, die Einführung konzernunabhängiger <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- 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 im Aktienrecht.....	268
V. Zwischenergebnis.....	270
E. Zwischenergebnis.....	271
 <i>§ 3 Zwischenergebnis: Der Marktrückzug im deutschen Rechtssystem</i>	 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 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, § 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 <i>Macrotron</i> und <i>Frosta</i>	299
A. Die Abfindungsfrage zwischen <i>Macrotron</i> und <i>Frosta</i>	300
I. Das System aktien- und umwandlungsrechtlicher Abfindungsansprüche bis zum Zweiten Umwandlungsänderungsgesetz 2007.....	301
1. Abfindung analog zum Formwechsel, § 207 UmwG	301
2. Abfindung als Ausgleich von Sondervorteilen, § 243 Abs. 2 S. 2 AktG	303
3. Abfindung als allgemeines Austrittsrecht aus wichtigem Grund	304
4. Abfindung aus einer Gesamtanalogie aktien- und umwandlungsrechtlicher Abfindungsansprüche.....	304
5. Zwischenergebnis	307
II. Das System aktien- und umwandlungsrechtlicher Abfindungsansprüche nach dem Zweiten Umwandlungsänderungsgesetz und der Schaffung des § 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
§ 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
§ 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
 § 6 <i>Selbstregulierung im Aktienrecht</i>	355
A. Satzungsrechtliche Festlegung der Börsennotierung	355
B. Satzungsrechtliche Festlegung von Marktrückzugsanforderungen.....	357
C. Zwischenergebnis.....	358
 § 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
 § 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 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 <i>Macrotron</i>	385
F. Zwischenergebnis.....	386

§ 3 *Der Einfluss Frostas 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 post <i>Frosta</i>	391
III. Zwischenergebnis.....	392
C. Durchsetzungsqualität verbliebener kapitalmarktrechtlicher 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
§ 3	<i>Neufassungen der Börsenordnungen nach der Novelle des § 39 BörsG.....</i>	408
§ 4	<i>Durchsetzung nach der Novelle des § 39 BörsG.....</i>	409
A.	Behördliche Durchsetzung des § 39 BörsG n.F.....	410
B.	Widerspruch und Klagebefugnis des Anlegers gemäß § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG n.F.	411
C.	Zivilrechtsweg analog der <i>Postbank</i> -Entscheidung.....	412
D.	Zwischenergebnis.....	413
§ 5	<i>Sonstige Formen des reinen Marktrückzugs nach der Novelle des § 39 BörsG</i>	413
A.	Downlisting nach der Novelle des § 39 BörsG.....	413
B.	Quantitative Teildelistings nach dem Umsetzungsgesetz der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie.....	415
I.	Partielles Delisting, § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 lit. a BörsG n.F.	415
II.	<i>Cross</i> -Delisting im Europäischen Wirtschaftsraum, § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 lit. b BörsG n.F.	415
III.	<i>Cross</i> -Delisting außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums	417
IV.	Zwischenergebnis.....	418
C.	Delisting im weiteren Sinne und Downgrading nach Novelle des § 39 BörsG	418
D.	Zwischenergebnis.....	419
§ 6	<i>Die Regulierungsqualität nach der Novelle des § 39 BörsG.....</i>	419
A.	<i>Quack Corporate Governance</i>	420
B.	Behandlung der Eingriffsfrage im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens.....	421
C.	Regulatorische Qualität des § 39 BörsG n.F.	422
I.	Strukturelle Einordnung der Abfindung in das System des WpÜGs	423
II.	Abfindungsbezogene Dynamiken zwischen Bieter und (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. <i>Cross-Delisting</i>	442
III. Zwischenergebnis.....	443
F. Zwischenergebnis.....	443
 <i>§ 7 Zwischenergebnis: Die Regulierung durch das Umsetzungsgesetz der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie</i>	 443

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 <i>de lege ferenda</i>	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 <i>de lege ferenda</i>	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 <i>de lege ferenda</i>	470
A. Durchsetzung im Verband	470
I. Hauptversammlungsalternative	470
II. Abfindungsalternative	472
B. Durchsetzung im Markt	472
C. Zwischenergebnis	473
§ 6 Regulierung sonstiger Marktrückzugsformen <i>de lege ferenda</i>	473
A. Downlisting <i>de lege ferenda</i>	474
I. Downlisting in den qualifizierten Freiverkehr	474
II. Downlisting in den einfachen Freiverkehr	476
III. Zwischenergebnis	477
B. Partielles Delisting und <i>Cross-Delisting de lege ferenda</i>	477
C. Delisting im weiteren Sinne <i>de lege ferenda</i>	478
D. Downgrading <i>de lege ferenda</i>	478

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

§ 7 <i>Zwischenergebnis: Regulierung des Marktrückzugs 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 der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie.....	487
§ 7 Würdigung der Regulierung bis zum Umsetzungsgesetz der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie.....	489
§ 8 Die Regulierung des Marktrückzugs durch das Umsetzungsgesetz der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie.....	492
§ 9 Die Regulierung des Marktrückzugs <i>de lege ferenda</i>	494

Anhang 1: Die legislative Grundlage des reinen Marktrückzugs vor und nach dem Umsetzungsgesetz der Transparenzrichtlinie 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> : 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 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	<i>OTC-Bulletin Board</i>
PCAOB	<i>Public Company Accounting Oversight Board</i>
SE 1933	Securities Act 1933
SEA	EU Wertpapierausschuss
SEA 1934	<i>Securities Exchange Act 1934</i>
SEC	<i>Stock Exchange Commission</i>
SOA 2002	<i>Sarbanes-Oxley Act 2002</i>
TransPuG	Transparenz- und Publizitätsgesetz
UK	Vereinigtes Königreich von Großbritannien und Nordirland (<i>United Kingdom</i>)
UmwG	Umwandlungsgesetz
US-GAAP	<i>United States Generally Accepted Accounting Principles</i>
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 veröffentlichten 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	<i>Exchange Electronic Trading</i>
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.