

**Melanie Probst**

# **Rechtsfragen des regulären Börsenrückzugs**

**Nomos**

**CH.Beck**  
(B:

# Inhaltsverzeichnis

A	Einleitung - Delisting zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht	15
I.	Gründe und Bedeutung des Börsenrückzugs	16
1.	Vor- und Nachteile der Börsennotierung	16
2.	Gründe für den Rückzug von der Börse	18
a)	Funktionslose Börsennotiz	19
b)	Unausgeschöpfte Wertpotenziale	20
c)	Operative Nachteile aufgrund der Börsennotiz	21
3.	Auftretende Interessenkonflikte beim Rückzug von der Börse	21
a)	Verlust der Veräußerungsmöglichkeit über die Börse	22
b)	Wegfall der Bewertungsfunktion des Börsenkurses	23
c)	Wegfall der kapitalmarktrechtlichen Publizität	24
d)	Weitere Nachteile	25
II.	Stellung zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht	26
III.	Begriff und Techniken des Börsenrückzugs	27
1.	Börsenpräsenzreduktion oder partielles Delisting	27
2.	Divisional Going Private, vollständiges Delisting und Segmentwechsel	28
3.	Kaltes Delisting	30
a)	Delistingvarianten durch kaltes Delisting	30
b)	Eingliederung	31
c)	Übertragende Auflösung	32
d)	Herausdrängen von Minderheitsaktionären	33
4.	Delisting über das Börsengesetz	35
a)	Beendigung der Börsennotierung auf Antrag gemäß Börsengesetz	35
b)	Weitere Delisting-Varianten des Börsengesetzes	36
5.	Delisting durch Verzicht des Emittenten	37
IV.	Gang der Untersuchung	38
B	Die Macrotron-Entscheidung des Bundesgerichtshofs	41
I.	Vorüberlegung – Grundrechtsgeltung in Privatrechtsbeziehungen	41
1.	Grundrechtsgeltung in Privatrechtsbeziehungen	42
a)	Ausstrahlungswirkung und Verfassungsvorrang	42
b)	Grundrechtliche Schutzpflicht	43
2.	Grundrechte und Zivilrechtsprechung	45
II.	Die Macrotron-Entscheidung des BGH	46

1.	Hauptversammlungskompetenz	47
a)	Aktienrechtliche Zuständigkeitsordnung	47
b)	Verfassungskonforme Auslegung der aktienrechtlichen Kompetenzordnung	49
aa)	Kernbereich der eigentumsrechtlichen Herrschaftsmacht	50
bb)	Verfassungsvorrang	51
2.	Pflichtangebot	54
a)	Ausgleichspflichtige Beeinträchtigung trotz Hauptversammlungsbeschlusses	54
b)	Systematische Einordnung der Beeinträchtigung	56
aa)	§ 39 Abs. 2 BörsG als Inhalts- und Schrankenbestimmung des Anteilseigentums der Minderheitsaktionäre	57
bb)	Gewährleistung der betroffenen Interessen der Minderheitsaktionäre	58
c)	Grenzen der Rechtsfortbildung	60
aa)	Lücke im Gesetz	62
bb)	Vorgehen im Wege der Analogie	64
cc)	Richterliche Rechtsfortbildung	64
d)	Ergebnis	68
C	Die Verfassungsrelevanz des regulären Delisting	69
I.	Verfassungsrechtlicher Rahmen	70
1.	Die Aktiengesellschaft als Gebilde des einfachen Rechts	70
2.	Die unternehmerische Freiheit	71
3.	Das Aktieneigentum	71
II.	Aktieneigentum und geschützte Rechte	76
1.	Vermögensrechte	77
2.	Herrschaftsbefugnisse (Verwaltungsrechte)	79
3.	Die Aktie selbst als Vermögensgegenstand	80
III.	Bedeutung des Delisting im Verfassungsrecht	81
1.	Ansätze in Rechtsprechung und Literatur	81
a)	Wegfall der Börsennotierung als Eingriff in Art. 14 GG	82
b)	Verfassungsrechtliche Relevanz des Delisting	84
2.	Stellungnahme und Konsequenzen	86
a)	Die DAT/Altana Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts	87
b)	Bedeutung der DAT/Altana Entscheidung für das reguläre Delisting	88
c)	Wegfall der Zulassung gleich Wegfall der Fungibilität?	90
aa)	Die Zulassung selbst als Gut von Verfassungsrang	91
bb)	Die Verfügungsbefugnis des Eigentümers	95
cc)	Die Verkehrsfähigkeit der Aktie	96
IV.	Zusammenfassung	102

D	Konkurrenz von Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht	104
I.	Grundsätzlicher Vorrang des Kapitalmarktrechts?	105
1.	Gesetzesmaterialien zu § 43 Abs. 4 BörsG a.F.	107
2.	Die Macrotron-Entscheidungen der Instanzgerichte	108
3.	Die Macrotron-Entscheidung des BGH	109
4.	Ansichten der Literatur	110
a)	§ 39 Abs. 2 BörsG (§ 43 Abs. 4 BörsG a.F.) als abschließende Regelung	110
b)	Ergänzende Heranziehung von gesellschaftsrechtlichen Rege- lungen	111
II.	Zusammenfassung und Stellungnahme	112
E	Hauptversammlungskompetenz bei regulärem Delisting	115
I.	Aktienrechtliche Kompetenzordnung – Ansichten zum regulärem De- listing	115
1.	Die Ansichten der Rechtsprechung im Macrotron Fall	116
a)	Die Macrotron-Entscheidungen der Instanzgerichte	116
b)	Die Macrotron-Entscheidung des BGH	118
2.	Ansichten in der Literatur	118
a)	Delisting als Strukturänderung	119
b)	Hauptversammlungszuständigkeit in Anlehnung an Holzgül- lergrundsätze	120
c)	Vinkulierungsähnliche Maßnahme	121
d)	Analogie zu umwandlungsrechtlichen Vorschriften	121
e)	Mehrheitserfordernisse	121
f)	Delisting als Leitungsentscheidung	122
II.	Ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz bei regulärem Delis- ting	122
1.	Die Holz Müller doktrin nach Gelatine	124
a)	Die ursprüngliche Holz Müllerentscheidung	127
b)	Gelatine	129
aa)	Eingriff in Mitgliedschaftsrechte	131
bb)	Schwellenwerte	132
2.	Verhältnis von Holz Müller/Gelatine zu Macrotron	133
3.	Hauptversammlungskompetenz bei regulärem Delisting	138
a)	Satzungsänderung	139
b)	Tiefer Eingriff in die Mitgliedschaftsrechte	140
c)	Annahme einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompe- tenz für das reguläre Delisting	142
aa)	Differenzierung der Aktionärsinteressen	142
bb)	Regelungs- und Schutzziele des Aktienrechts	145

III.	Zusammenfassung und Ergebnis	149
F	Kapitalmarktrechtliche Voraussetzungen	151
I.	Rechtliche Ausgestaltung im Börsengesetz	151
1.	Regelungsgehalt des § 39 Abs. 2 Börsengesetz	152
a)	Formelle Voraussetzungen	153
b)	Materielle Voraussetzungen	153
c)	Rechtsfolge und Wirksamkeit eines Zulassungswiderrufs	154
2.	Der Anlegerschutz im Börsengesetz	156
a)	Börsenrechtlicher Anlegerschutzbegriff	156
aa)	Grammatische Auslegung des § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG	157
bb)	Systematische Auslegung	159
cc)	Teleologische Auslegung nach den Regelungsziele des Kapitalmarktrechts	162
dd)	Gesetzesmaterialien	163
ee)	Gemeinschaftsrecht	165
b)	Börsenrechtlicher Schutz der vermögensrechtlichen Anlegerinteressen	170
c)	Entgegenstehenden Anlegerinteressen	173
II.	Die Umsetzung des Anlegerschutzes in den Börsenordnungen	175
1.	Anlegerschutz bei partiellem Delisting	176
a)	Die Börsenordnung der Börse Berlin	177
b)	Die Börsenordnungen der Börsen Frankfurt, München und Stuttgart	177
c)	Die Börsenordnungen der Börsen Düsseldorf, Hamburg und Hannover	178
2.	Anlegerschutz bei Wechsel in ein niedrigeres Marktsegment	181
3.	Anlegerschutzmechanismen in den Börsenordnungen bei vollständigem Rückzug von der Börse	182
a)	Kaufangebot	184
aa)	Börsenordnung Berlin	184
bb)	Börsenordnung Düsseldorf	187
cc)	Die Börsenordnungen der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg und der Börse Hannover	190
dd)	Zusammenfassung	193
b)	Fristenregelung	193
aa)	§ 54a Abs. 1 S. 2 Nr. 2 a.F. BörsO Frankfurt	194
bb)	Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse	195
cc)	Börsenordnung der Börse München	199
dd)	Börsenordnung der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse Stuttgart	202
ee)	Zusammenfassung	203

4.	Zusammenfassender Überblick über die Regelungen in den Börsenordnungen	204
G	Rechtmäßigkeit der Börsenordnungen	207
I.	Satzungsautonomie und formelle Rechtmäßigkeit	207
II.	Gesetzesvorrang des Börsengesetzes	209
1.	Der Macrotron-Fall	210
a)	Fristenregelung	212
b)	Erwerbsangebote	214
aa)	Börsenordnung Düsseldorf	214
bb)	Börsenordnungen Hamburg und Hannover	215
2.	Andere Fälle	216
a)	Fristenlösung	216
b)	Erwerbsangebot	220
III.	Wesentlichkeitsgrundsatz und grundrechtlicher Gesetzesvorbehalt	221
1.	Grundrechtsrelevanz der Kaufangebotsregelung	222
a)	Mangelnde Grundrechtsrelevanz aufgrund Freiwilligkeit des Kaufangebots?	222
aa)	Freiwilligkeit	222
bb)	Grundrechtsrelevanz	223
b)	Beeinträchtigung der grundrechtlichen Freiheiten des Anbietenden	224
2.	Satzungen als einschränkendes Gesetz	225
3.	§ 39 Abs. 2 BörsG als Ermächtigungsnorm	227
4.	Ergebnis und Rechtsfolge	228
IV.	Konsequenzen für die Rechtsanwendung durch die Börsengeschäftsführung	229
1.	Ermessensentscheidung der Börsengeschäftsführung	229
a)	Die Regelung des § 39 Abs. 2 BörsG als Einschränkung der unternehmerischen Freiheit	229
b)	Relevante Ermessenskriterien	231
aa)	Bestehen eines funktionierenden Börsenhandels als Ermessenskriterium	231
(1)	Systematische Grenzen eines funktionierenden Marktes	231
(2)	Faktische Erwägungen	232
bb)	Sonderfall des Downgrading	233
V.	Zusammenfassung der Ergebnisse	235
VI.	Konsequenzen	238

H	Austrittsrecht der Aktionäre aufgrund regulären Delisting	240
I.	Ausgangssituation	242
	1. Kapitalmarktrechtliche Regelungen einer Abfindung der Minderheitsaktionäre	242
	a) § 68 Abs. 2 BörsO Berlin	242
	b) § 56 Abs. 4 S. 1 BörsO Düsseldorf	243
	c) § 61 Abs. 3 BörsO Frankfurt	243
	d) § 42 Abs. 2 lit. b) BörsO Hamburg, § 43 Abs. 2 lit b) BörsO Hannover	243
	2. Abfindung der Aktionäre auf gesellschaftsrechtlicher Ebene	244
	a) Ansichten in der Literatur	245
	b) Abfindungspflicht nach Macrotron	246
	c) Gegen eine Abfindungspflicht	247
II.	Gesellschaftsrechtliches Austrittsrecht der Aktionäre	248
	1. Analogie zu gesetzlich geregelten Fällen des Austrittsrechts	249
	a) Vorliegen einer planwidrigen Regelungslücke	250
	aa) § 39 Abs. 2 als abschließende Regelung des Anlegerschutzes	251
	bb) Verschiedenheit der Schutzziele in Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht	252
	b) Vergleichbarkeit der Sachverhalte	254
	aa) Abschluss eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags	254
	bb) Austrittsrecht bei Verschmelzung	255
	cc) Austrittsrecht bei Formwechsel	261
	2. Allgemeines Austrittsrecht aus wichtigem Grund	263
	a) Allgemeines Austrittsrecht aus wichtigem Grund im Aktienrecht	264
	b) Widerruf der Börsenzulassung als wichtiger Grund	265
	c) Zumutbarkeitserwägungen	267
	3. Zwischenergebnis	268
III.	Kapitalmarktrechtliches Austrittsrecht der Aktionäre	269
	1. Kapitalmarktrechtlicher Anlegerschutz	269
	a) Voraussetzungen des kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzes	270
	b) Bedürfnis eines Kaufangebots zur Gewährleistung des Anlegerschutzes bei regulärem Delisting	272
	2. Formelle Vorgaben für ein Kaufangebot	274
	a) Verfassungsrechtliche Relevanz des Kaufangebots	274
	aa) Delisting als Teil der Unternehmerfreiheit	275
	bb) Kaufangebot als Teil der Handlungsfreiheit	276
	cc) Kaufangebot als Angelegenheit mit Relevanz für die Allgemeinheit	277

b)	Konsequenzen für ein Kaufangebot im Rahmen eines regulären Delisting	278
aa)	Gesetzliche Kodifizierung und Wesentlichkeitslehre	278
bb)	Verhältnismäßigkeit *	279
c)	Zwischenergebnis	280
3.	Gesetzliche Grundlage eines öffentliches Kaufangebot	280
a)	Keine ausreichende Ausgestaltung in den Börsenordnungen	280
b)	Keine ausreichende Regelung im Börsengesetz	281
c)	Anwendbarkeit des WpÜG	281
IV.	Inhaltliche Anforderungen an das öffentliche Kaufangebot	284
1.	Anforderungen an die Höhe des Angebots	284
a)	Erforderlichkeit von Vorgaben hinsichtlich der Angebotshöhe	284
aa)	Interessenlage der Anleger	285
bb)	Erforderlichkeit von materieller Kaufpreisregelung unter kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzgesichtspunkten	287
b)	Angebotshöhe	287
aa)	Kapitalmarktrechtlicher Schutzstandard	287
bb)	Heranziehung des Börsenkurses	291
(1)	Stichtagskurs oder Referenzkurs	291
(2)	Konzept des § 31 WpÜG zur Angebotshöhe	293
(3)	Übertragbarkeit auf das reguläre Delisting	294
(4)	Relevanter Zeitraum für die Bildung des Durchschnittskurses	297
2.	Anbietender	297
V.	Vorschläge einer börsengesetzlichen Regelung de lege ferenda	300
VI.	Zwischenergebnis	301
I	Abschließende Zusammenfassung der Ergebnisse	302
I.	Prämissen	302
II.	Das Macrotron-Urteil des Bundesgerichtshof	302
III.	Verfassungsrechtliche Relevanz des regulären Delisting	303
IV.	Konkurrenz von Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht	303
V.	Hauptversammlungskompetenz für reguläres Delisting	304
VI.	Kapitalmarktrechtliche Voraussetzungen	304
VII.	Rechtmäßigkeit der Börsenordnungen	305
VIII.	Abfindung bei regulärem Delisting	306
Literaturverzeichnis		309