

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. Cross-Delisting.....	203
VI. Zwischenergebnis.....	205
D. Zwischenergebnis.....	206
 § 4 Abgrenzung zum Going Private.....	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 Zwischenergebnis: Der Marktrückzug als marktgesteuerter Prozess....	221
 Kapitel 5: Der Marktrückzug im deutschen Rechtssystem.....	223
 § 1 Rechtliche Vorgaben und Schranken: Der Marktrückzug im Verfassungs- und Europarecht.....	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 Neufassungen der Börsenordnungen nach der Novelle des § 39 BörsG.....	408
§ 4 Durchsetzung nach der Novelle des § 39 BörsG.....	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 Sonstige Formen des reinen Marktrückzugs nach der Novelle des § 39 BörsG	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 Die Regulierungsqualität nach der Novelle des § 39 BörsG.....	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
§ 7 <i>Zwischenergebnis: Die Regulierung durch das Umsetzungsgesetz der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie</i>	443

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

§ 1 <i>Eingriffsfrage</i>	445
§ 2 <i>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.

Kapitel 1

Einleitung

Die Marktstruktur befindet sich im Wandel. Die Etablierung des Eigenkapitalmarktes als Quelle breiter und diversifizierter Unternehmensfinanzierung,¹ die wachsende Zahl der Investoren, die Veränderung des Anlegerkollektivs² 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.³

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-

¹ Zur Finanzierungsentwicklung in mittelständischen Unternehmen DAI Mittelstandsfinanzierung, S. 13.

² 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.

³ *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.⁴ Auf der anderen Seite können fehlende Schutzinstrumente Investoren dazu veranlassen, von einer gesamtwirtschaftlich sinnvollen Investition in gefährdete Titel Abstand zu nehmen.⁵

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 Altemitenten 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

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

⁵ 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*⁶ 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*-Entscheidung⁷ des Bundesverfassungsgerichts eingeleitet, die der gesellschaftsrechtlichen Marktrückzugsregulierung ihre dogmatische Grundlage entzog. Spätestens der darauffolgende *Frosta*-Beschluss⁸ des Bundesgerichtshofs, der eine voll-

⁶ BGH NJW 2003, 1032 ff. (*Macrotron*).

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

⁸ BGH BeckRS 2013, 19377 ff. (*Frosta*).

ständige Rückbesinnung zugunsten einer nunmehr erneut rein kapitalmarkt-rechtlichen 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.⁹ 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 gesamtökonomischen Funktion, in irgendeiner Form nähergekommen.

Dies sind die Ansatzpunkte der vorliegenden Arbeit. Es finden sich bereits zahlreiche Monographien zu einzelnen Entwicklungsstadien der Marktrückzugsregulierung¹⁰ sowie den damit zusammenhängenden Einzelaspekten¹¹.

⁹ *Kalss* EZWiR 2016, 321, 322 spricht insoweit von einem „Experimentierfeld“.

¹⁰ Zum *Delisting* in chronologischer Reihenfolge *Radtke*, *Delisting*, Rückzug aus dem amtlichen Handel oder geregelten Markt auf Wunsch des Emittenten aus kapitalmarkt-rechtlicher 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; Krolop*, *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 Schienzik*, *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).

¹¹ 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,¹² 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).

¹² 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.¹³ 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 thesehaften 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

¹³ 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 Realwirtschaft¹ und Entrepreneurship² assoziiert. Das Bewusstsein, dass ein disproportionales

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

² *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.³

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.⁴ 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.⁵

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.⁶ 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

³ 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.

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

⁵ *Armour et al.*, *Principles of Financial Regulation*, S. 433 ff.

⁶ Nach *Langenbacher*, 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)⁷ und zu einem absoluten Rückgang der Eigenkapitalprodukte. So sind IPOs in OECD-Ländern seit einiger Zeit rückläufig, während Marktrückzüge im gleichen Zeitraum zunahmen.⁸ Zwischen 1995 und 2005 haben etwa 28% aller europäischen Emittenten den regulierten Markt verlassen.⁹ Betrachtet man den globalen Eigenkapitalmarkt, so zeigt sich, dass dieser Wandel vor allem geographisch ist und den Markt zunehmend in Richtung der Schwellenländer verlagert.¹⁰ Der größte IPO-Markt befindet sich derzeit nicht in den USA, sondern in China¹¹ und steht so sinnbildlich für die Bewährungsprobe demokratisch geprägter Marktwirtschaften gegenüber alternativen Wirtschaftssystemen.¹²

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,¹³ 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.¹⁴ Es kommt zu einem konstanten, wenn auch schleichenden Wandel zugunsten eines stärker gestreuten Anlegerpublikums.¹⁵

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

⁸ *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.

⁹ *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.

¹⁰ 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).

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

¹² Vgl. *Hirte*, ZGR 2007, 511, 515.

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

¹⁴ *Winner*, ZGR 2012, 246, 249.

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

Register

Abfindung

- Bemessung 315, 429, 458
 - Börsenkurs 226, 316, 432
 - Fungibilitätsausgleich 226, 316
 - Unternehmensbewertung 287, 315–317, 406, 408, 431–432, 439
 - wahrer Wert 50, 179, 315–317, 381, 404, 408, 429, 432–33, 458, 472
- Durchsetzung
 - Angebotsabgabe 285, 330, 392, 411, 412, 437–438, 493
 - Angebotshöhe 330, 337–338, 369, 411, 436, 438, 492
 - Widerrufsverfahren 339, 410
- Dynamiken 217–220, 298, 367, 378, 392, 424–25, 426–427, 463, 468
- *Going Private* 212, 215
- Grund
 - Marktrückzug 178
 - Strukturmaßnahmen 300, 302, 306
 - Übernahmerecht 424, 426
- Marktrückzug
 - Börsenordnung 284–291, 337, 390, 391, 409, 487, 491
 - *de lege ferenda* 448, 457, 462–464, 469
 - Insolvenz 319, 426, 428, 461–462, 494
 - Satzung 357
 - Schuldner 317, 429
 - *status quo* 399–408, 400–409, 414–415, 417, 420, 421, 422, 423, 426, 432, 437, 441, 482
 - *status quo ante* 3, 49–53, 50, 51, 56, 274, 300–320, 350, 376–381, 378, 482, 488, 489
- Preisrisiko *siehe* Anlagerisiko

- Rechtsvergleich 77
- Risikoverlagerung *siehe* Anlage-
risiko
- Signalwert 294, 366, 475, 490
- Verfassungsrecht *siehe* Eigentum
adverse selection 116
- Agentenkosten *siehe* Kosten
- AIM *siehe* *London Stock Exchange*
- Aktiengesetz von 1965 241, 262, 268
- Aktienrechtsnovellen 58, 247, 397, 398
- Aktionäre
 - Aktionärsklage 71, 392
 - Koordinationsproblem 111
 - residuale Gläubiger 38
- Aktionärsrichtlinien 247, 248
- Aktionsplan Finanzdienstleistungen
245, 350
- allgemeines Austrittsrecht 304
- alternative Handelsplattformen 12, 36–
37, 414
- Anfechtung
 - Hauptversammlungsbeschluss 213,
247, 259, 263, 340, 436, 470, 471,
472
 - Verwaltungsakte *siehe* Klagebefug-
nis
- Anlageberatung 193, 446
- Anlagerisiko
 - Marktrisiko 171
 - Preisrisiko 176, 178, 179
 - Risikoänderungsrisiko 172, 176,
177–182, 287, 289, 290, 365, 380,
390, 391, 394, 402, 422, 466, 485,
491
- Anlegerschutz 251
 - Anlegerbild 131–132
 - individuell, kollektiv 105

- Kleinanlegerschutz 131–132, 193–194, 199–200, 258–260, 420, 446, 466
- Verbraucherschutz 106, 122
- Anwendungskonkurrenz 249, 253–256, 339
- Arbeitnehmerschutz 113
- Arbitrage
 - Preiseffizienz 193
 - Regelungsarbitrage 127, 130, 317, 362, 479, 493
- ARUG 247
- asset specificity* 107
- Auflage *siehe* Nebenbestimmungen
- aufschiebende Wirkung *siehe* Zulassungswiderruf
- Aufsichtsrat, 186–187, 340
- Auslegungskonkurrenz 256–2270, 257–270, 265, 270, 339
- behavioural finance* 120–123, 466
 - *framing* 121
 - *prospect theory* 121
- Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag 300, 305
- best execution* 26, 199
- Beteiligungspublizität 17, 27, 73, 146, 189, 199, 250
- Bewertungsfunktion 143, 145, 147
 - Allgemein 168, 171, 184, 485
 - Marktrückzug 169, 171, 172, 181, 185
 - Preis 465–467
- BilMoG, 247
- board of directors* *siehe* Vorstand
- bonding-These* 204
- bookbuilding*-Verfahren 174
- Börse
 - Begriff 15, 346–347, 350
 - Börse Düsseldorf 33, 284, 285, 345, 348, 353, 390, 400, 409, 434, 491
 - Börse Frankfurt *siehe* Frankfurter Wertpapierbörse
 - Börse Hamburg/Hannover 33, 343, 345, 409, 416
 - Börse München 29, 32, 197, 345, 409
 - Börse Stuttgart 343, 345, 346, 409
 - Börsenordnung 91, 276–299
 - Abfindungslösung 52, 284–291, 318, 348, 365
 - Delegation 276, 277
 - Ermessen 285, 286
 - Fallbeispiele 280, 281, 282, 288, 292
 - Fristenlösung 49, 52, 284, 291–294, 365–367
 - Hauptversammlungslösung 279, 294–295
 - Nach dem TranspRL-ÄndRL-UmsG 408–409
 - Regelbeispiel 280, 288, 292
 - Schutzniveau 50, 57, 58, 374
 - Tatbestand 285–287
 - Teilrückzüge 343, 350, 371, 418, 490, 491
 - Wettbewerb *siehe* Wettbewerb
- Börsenzwang 26, 199
- Marktmissbrauch *siehe* Marktmissbrauch
- Regelpublizität *siehe* Regelpublizität
- Regionalbörsen 16, 488
- Übernahmerecht *siehe* Übernahmerecht
- Zulassung 16–23
- börsennotierte Aktiengesellschaft 40, 346, 347
 - Veränderung Geschäftsführung 40
 - Veränderungen Kontrollstrukturen 37
 - Wahrnehmung von Aktionärsrechten 41
- Börsenpreis 16, 24, 26
- business judgement rule* 71, 208
- buy-in* 207, 209, 212, 215, 216, 217–218, 217
- buy-out* 207, 212–215, 217, 218–220
- cash-out-merger* 215
- class action* 39, 135
- Coase*-Theorem 98, 107, 108
- Cross-Delisting* 486
 - Begriff/Dynamik 43, 78
 - *de lege ferenda* 477–478, 494
 - Interessenlage 203
 - *status quo* 415–418, 421, 442, 492
 - *status quo ante* 343, 344, 350, 371–372, 393, 488, 490
- Cross-Listing* 204

- DAI-Gutachten 152, 153
- DAT/Altana* 189, 198, 223, 224, 225, 228, 234, 244, 247, 305, 319, 487
- Delisting
 - Begriff und Abgrenzung 43–44, 216, 379
 - Gründe 145–148
 - Interessenlage 182–195
 - Kursverlauf 157, 158, 159, 161, 162–165
 - Rechtsvergleich 66, 77, 170
 - *status quo* 399–413, 426
 - *status quo ante* 279–329, 362–368, 376–381
 - Unternehmenscharakteristika, 148
 - Verfassungsrecht *siehe MSV/Lindner*
- Delisting im weiteren Sinne
 - Begriff 43
 - *de lege ferenda* 478
 - Interessenlage 201–202
 - Kursverlauf 157, 158, 162
 - *status quo* 418
 - *status quo ante* 345, 351–352
- Deregistrierung 77
- directors' dealings* *siehe* Marktmissbrauch
- Distribution 96, 100, 101, 123, 483
- Dodd-Frank Act* 2010 69, 70, 76, 125
- Downgrading* 344
 - Begriff, 44
 - *de lege ferenda* 478
 - Interessenlage 202, 486
 - Kursverlauf 165–166
 - *status quo* 418
 - *status quo ante* 354
- Downlisting
 - Begriff 44, 195
 - in den einfachen Freiverkehr 347–349
 - *de lege ferenda* 476–477
 - Interessenlage 200–201
 - Kursverlauf 157, 158, 159, 165–166
 - *status quo* 58
 - *status quo ante* 54, 344, 384–385
 - in den qualifizierten Freiverkehr 343, 346, 441, 482, 486, 488
 - *de lege ferenda* 474–476, 494
 - Interessenlage 195–200
 - Kursverlauf 157, 158, 159, 160, 150–66
 - *status quo* 58, 413, 414–415, 441
 - *status quo ante* 54, 344, 345–347, 384–385, 393
 - in multilaterale Handelssysteme 347
- Drittes Finanzmarktförderungsgesetz 48, 243, 274, 276, 332, 379
- Durchsetzung
 - *de lege ferenda* 470–473
 - Durchsetzungsraster 133
 - Formen 133, 134–135, 134–36
 - Klagebefugnis *siehe* Klagebefugnis
 - Schadensrecht 136
 - Schutzgesetz 337, 338, 340
 - *status quo* 409–413, 435
 - *status quo ante* 338–342, 368–371, 382–384, 392–393, 491
 - Verhältnis zur Regulierung 95
- Effizienz 96, 101, 378, 483
 - alloкатive Effizienz 103, 143
 - Begriff 95, 97
 - *behavioural finance* *siehe* *behavioural finance*
 - Gesellschaftsrecht 106–14, 483
 - Informationseffizienz *siehe* Informationseffizienz
 - institutionelle Effizienz 104
 - *Kaldor-Hicks* *siehe* *Kaldor-Hicks*
 - Kapitalmarktrecht 103
 - normative Effizienz 123
 - operative Effizienz 104
 - Pareto-Effizienz *siehe* Pareto-Effizienz
 - Rechtsprinzip 100
 - Regulierungskonzept *siehe* ökonomische Analyse des Rechts
- Eigenkapital 212
- Eigentum 55
 - Eigentum und Kontrolle *siehe* Prinzipal-Agenten-Theorie
 - Mehrheitsprinzip 454
 - Verfassungsrecht 219, 228–29, 231–235
- Eingriffsfrage 81, 373, 387, 421, 445, 489
- entire fairness test* 208
- Entry Standard* *siehe* Frankfurter Wertpapierbörse

- Ermessen 282–283, 293, 297, 393, 409, 490
- exit*. *Siehe* Abfindung
- exit over voice* 111
- Externalitäten 90, 98, 108, 117, 180, 190, 484
- Fallbeispiele *siehe* Börsenordnung
- Feldmühle 223
- Finanzmarktrichtlinie *siehe* MiFID
- First Quotation Board* *wiehe* Frankfurter Wertpapierbörse
- foreign private issuers* 79
- Formwechsel 45, 300, 301–302, 306, 314
- framing* *siehe* *behavioural finance*
- Frankfurter Wertpapierbörse
- *Basic Board*, 418
 - Deutsche Börse *Venture Network* 35
 - *Entry Standard* 30–31, 345
 - *General Standard* 23, 196, 243, 345
 - Neuer Markt 34, 88
 - *Open Market* 34
 - *Prime Standard* 23
 - *Quotation Board* 33–34, 33, 347, 351
 - *Scale* 29, 30, 31, 418, 442
- fraud-on-the-market*-Theorie 74
- Frauenquote 186
- free-rider* 61
- Freiverkehr 24–35
- AGB 351, 418–419
 - Begriff 15, 24
 - einfacher Freiverkehr 25, 27–29, 343, 348
 - qualifizierter Freiverkehr 25, 29–33, 486
 - Wandel/Zielgruppe 25–26, 442
- Fremdregulierung 84, 85, 449
- öffentlich-rechtliche Fremdregulierung, 87
 - privatrechtliche Fremdregulierung, 92
- Frosta* 56–58, 420, 482
- Abfindung 300–320
 - anhängige Spruchverfahren 341
 - Börsenordnung 284, 285, 491
 - Eingriff- und Zuordnungsfrage 387–95, 422
 - Kursverlauf 152, 167
 - Regulierung 3, 275, 309, 491
 - Schnittstelle Kapitalmarkt- Gesellschaftsrecht 258, 389
- Fungibilitätsausgleich 315
- funktionale Äquivalenz 85, 94
- funktionale Selbstverwaltung *siehe* Selbstregulierung
- Funktionsschutz 103
- Anlegerschutz 105
 - Effizienz *siehe* Effizienz
- Gelatine*-Entscheidungen 325, 326
- general meeting* *siehe* Hauptversammlung
- General Standard* *siehe* Frankfurter Wertpapierbörse
- Gesellschaftsrecht, 488
- Anwendungskonkurrenz *siehe* Anwendungskonkurrenz
 - Auslegungskonkurrenz *siehe* Auslegungskonkurrenz
 - besonderes Aktienrecht 240
 - *Delaware*-Recht 70
 - Entscheidungsstruktur 111
 - Entwicklung/Schnittstelle 241–248, 252, 388
 - Funktion Gesellschaftsrechtsformen, 106
 - privatrechtliche Selbstregulierung 355–358
 - Veränderungen durch Markteintritt 37–40
- Gesetz für kleine Aktiengesellschaften 243
- Gestaltungsfrage 81
- gestufte Mehrheit *siehe* Hauptversammlung
- Gläubiger
- Gläubigerschutz 113
 - Marktrückzug 428, 461, 469, 493
- Gleichheit in Form/Funktion 139, 350, 416
- Gleichheitssatz 296, 346, 494
- Going Dark* 47, 160
- Going Private*
- Abgrenzung Delisting 215–220
 - Begriff/Abgrenzung Delisting 46–47, 147
 - *leveraged-buy-out* *siehe* *leveraged-buy-out*

- *Management-buy-out siehe Management-buy-out*
- Rechtsvergleich, 215
- Großaktionär
- *Corporate Governance* Funktion 112–113
- Sondervorteil 112
- Grundfreiheiten 238, 415–417, 449
- Haftung 262, 340, 485, 488
- Handelsplatz
- System 12, 14, 15, 347, 475
- Wettbewerb *siehe* Wettbewerb
- Zutritt/Transfer 2, 333
- Handelsteilnehmer 27, 166, 201, 202, 348
- Hauptversammlung, 250, 427, 469, 471
- *Corporate Governance* Funktion 252
- Dynamiken 188, 377, 390, 424
- Ersetzung 460
- Kompetenz 62, 248
 - Börsenordnung 279, 294–295
 - *de lege ferenda* 452–457, 480
 - Insolvenz 461–462, 494
 - Rechtsvergleich 64, 70
 - Satzung 355–357
 - *status quo* 399, 400
 - *status quo ante* 3, 49–53, 51, 56, 274, 324–325, 376–378, 376–378, 390, 482, 490
- Mehrheit 50, 62, 453–456
 - einfache Mehrheit 70
 - gestufte Mehrheit 66, 67, 71, 208
 - qualifizierte Mehrheit 77
- Hedge Funds* 73, 192, 371, 486
- High Growth Segment siehe London Stock Exchange*
- Holzmüller*-Entscheidung 322–324, 325, 326
- homo oeconomicus siehe* ökonomische Analyse des Rechts
- Hybride Aktionärsstellung 258–61
- ideosynkratischer Wert 143, 168, *Siehe* wahrer Wert
- information overload* 131
- information trader* 116, 118, 131, 348, 366
- Informationsasymmetrie 115–117
- Informationseffizienz 116–117, 155, 165, 168, 193
- Insiderhandelsverbot *siehe* Marktmissbrauch
- Insolvenz *siehe* Restrukturierung institutionelle Investoren
 - Bank 191
 - *Corporate Governance* 61, 190–91, 455
 - *Hedge Funds siehe Hedge Funds*
 - Marktrückzug 180, 190–91, 467
 - *Private Equity Funds siehe Private Equity Funds*
- Internalisierung
 - Abfindung 290, 391, 403, 414, 422, 426, 459, 462
 - Entscheidungsstruktur 184, 391
 - Ermessen 365
 - Kapitalerhaltung 289, 458
 - Preis 151, 168–169, 179, 446, 485
- Internationale Rechnungslegung *siehe* Regelpublizität
- Investitionsentscheidung
 - Marktrückzug 119, 171, 175–176, 178, 424, 485
 - Übernahmerecht 424, 426
- JOBS-Act 76
- Kaldor-Hicks* 97–100, 102
- kaltelisting
 - Abgrenzung reiner Marktrückzug 361, 379, 403, 429, 482
 - Begriff/Formen 45
 - verschmelzungsrechtliches Delisting 45, 309, 393, 479
- Kapitalerhaltung, 188, 252, 288, 304, 357, 458
- kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaft *siehe* Regelpublizität
- Kapitalmarktrecht
 - Anlegerschutz *siehe* Anlegerschutz
 - Auslegungskonkurrenz *siehe* Auslegungskonkurrenz
 - Begriff 103
 - besonderes Kapitalmarktrecht 240, 250, 255
 - Entwicklung/Schnittstelle 242–248
 - Funktionsschutz *siehe* Funktionsschutz
 - Verhältnis Gesellschaftsrecht *siehe* Schnittstelle Kapitalmarkt-Gesellschaftsrecht

- KapMuG-Verfahren 39, 58, 337, 412
- Klagebefugnis 136
 - *status quo*, 411–412, 436, 473, 492
 - *status quo ante*, 57–58, 331–336, 368–71, 382, 386, 392, 490
- Kleinanlegerschutz *siehe* Anlegerschutz
- Komplementaritäten 139
- KonTraG 244, 261
- Kontrollprämie 146, 189, 199, 426
- Kosten 144, 146
 - Agentenkosten 110, 115, 490
 - Kompetenzkosten 110
 - Konfliktkosten 110
 - Notierungskosten 23, 29
 - Prinzipalkosten 112, 490
 - Risikokosten 172
 - Transaktionskosten 104, 108, 115, 143, 161, 171–173, 191, 194, 200, 250, 350, 372
 - Transitkosten 372
- Kosten-Nutzen-Analyse
 - Marktrückzug 145, 148, 205, 217, 456
 - Theorie 98, 134, 137–39, 484
- Kursverlauf 150–166
 - Deregistrierung 160
 - Empirische Untersuchungen 153–162
 - *Frosta* 57, 167
 - *Macrotron* 50, 166
 - Marktaustrittsschranke 173–175
 - Regulierung 293
- level playing field* 25
- leverage* Marktrückzug 149, 160, 209
- leveraged-buy-out* 208, 209
- Liquidität
 - Begriff 196
 - Handelsplatz 143, 165, 174, 177, 178, 180, 193, 364, 379, 414, 477, 484, 490
 - Liquiditätsanreize 197
 - Marktrückzug 145, 161, 200, 297, 371–372, 458, 467
- London Stock Exchange* 61, 63, 453
 - AIM 63–65, 67, 78
 - *High Growth Segment* 63
 - *Main Market* 63–64
 - *Official List* 63, 64
 - *Premium Listin* 64
- Rückzug vom *Prime Standard* 67
- Rückzug von AIM 66
- Macrotron* 49–53, 224, 482
 - Abfindung 3, 189, 274, 300–320, 378, 391, 482, 490
 - Auslegungskonkurrenz *siehe* Auslegungskonkurrenz
 - Durchsetzung 382–384, 382–384, 491
 - Eingriffs- und Zuordnungsfrage 373–75, 373, 385, 386, 422, 490
 - Hauptversammlung 3, 274, 320–329, 324–325, 376–378, 482, 490
 - Kursverlauf 151
 - Reichweite 384–385
 - kaltes Delisting 53
 - teilweise Marktrückzug 53–54, 292, 343–345
 - Spruchverfahren 3, 274, 382–384, 482, 490
 - Verfassungsrecht 224
 - Zweites Umwandlungsänderungsgesetz 53, 57, 310
- Main Market* *siehe* *London Stock Exchange*
- Management-buy-out* 212
- Markt der Märkte 119, 120, 174, 178, 348
- Markt für Unternehmenskontrolle. *Siehe* Übernahmerecht
- Marktaustrittsschranke 173–174, 180, 414
- Marktmanipulation. *Siehe* Marktmissbrauch
- Marktmissbrauch 20–22, 104, 185
 - ad-hoc Publizität 28
 - Durchsetzung 196, 475
 - Freiverkehr 30, 32, 198, 201, 348, 475–476, 486
 - Insiderrecht 20–21, 28, 30, 185
 - Marktmanipulation 26, 28
 - Marktrückzug 430
 - Rechtsvergleich 73
- Marktrisiko *siehe* Anlagerisiko
- Marktversagen
 - Funktionsgrenze 120
 - Preisversagen *siehe* Preisversagen
 - Regulierung 3, 5, 182, 251, 484
- Marktzutrittsschranke 180, 348, 414

- materielle Beschlusskontrolle 51, 456
- Mehrheitseingliederung 45, 213, 216, 300, 312, 313
- MiFID I/II 14, 36
- moral hazard* 61, 110
- Moto Meter* 213, 223, 245
- MSV/Lindner* 3, 54–56, 228
 - Eigentum *siehe* Eigentum
 - Kursverlauf 152
 - Rechtsfortbildung 230
- multilaterale Handelssysteme 14–15, 248, 475
- NASDAQ 44, 74, 161
- NaStraG 245
- Nebenbestimmungen, 330, 410
- neue Institutionenökonomie 115
- neue politische Ökonomie 123, 132, 139
- Neuer Markt *siehe* Frankfurter Wertpapierbörse
- New York Stock Exchange* 74, 77
- noise trader* 193
- Official List* *siehe* *London Stock Exchange*
- ökonomische Analyse des Rechts 100–102, 121
 - *behavioural finance* *siehe* *behavioural finance*
 - Effizienz 100, 119
 - *homo oeconomicus* 100, 102, 120, 121, 122
 - Marktversagen 115
- one size does not fit all* 60, 80
- Open Market* *siehe* Frankfurter Wertpapierbörse
- Opportunismus *siehe* Internalisierung
- organisierte Handelssysteme 14
- OTC-Bulletin Board 74, 160
- OTC-Handel 74, 76
- Pareto*-Effizienz 97–100, 102
- partielles Delisting 43
 - *de lege ferenda* 477, 494
 - Interessenlage 202
 - *status quo* 415
 - *status quo ante* 350, 371, 393, 490
- penny stocks* 147
- Pfadabhängigkeit 139, 267
- Pflichtangebot *Siehe* Übernahmerecht
- Pink Sheets* 74, 160–161
- Portfolio 110, 112
 - Anpassung 172, 455
 - *de lege ferenda* 467
 - Diversifikation 194
 - normative Anforderungen 172, 179–180, 191, 455
 - Spezialisierung 192
- Postbank*-Entscheidung 337, 412, 492
- Preisrisiko *siehe* Anlagerisiko
- Preisversagen, 142, 151, 171, 182, 445, 484
- Premium Listing* *siehe* *London Stock Exchange*
- Prime Standard* *Siehe* Frankfurter Wertpapierbörse
- Prinzipal-Agenten-Theorie, 110, 132
 - Aktionäre und Gläubiger 113
 - Binnenkonflikt Geschäftsführung 113
 - Eigentum und Kontrolle 110
 - Mehrheit-Minderheit 111–113
 - Staat 124
- private benefits of control* *siehe* Sondervorteil
- Private Equity Funds* 192, 208–210
- private/public enforcement* *siehe* Durchsetzung
- Prospekt 16, 27
- Publizität *siehe* Transparenz
- Quack Corporate Governance*, 125, 419, 420–421, 422, 492
- Quotation Board* *Siehe* Frankfurter Wertpapierbörse
- Rechtsfortbildung
 - Dogmatik, 326, 373, 389
 - Lücke *status quo* 255
 - Lücke *status quo ante* 255, 299
 - Regulierung, 310, 341, 373, 388
 - Verfassungsrecht, 230, 235–236
- Regelpublizität, 18–20, 32, 80, 185
 - Freiverkehr, 28, 31
 - international 20, 73, 80, 185, 245
 - kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaft, 18, 27, 185
 - *Prime Standard* 23
- regulierter Markt *siehe* Börse
- Regulierung
 - Arbitrage 459
 - Bedeutung Kursverlauf 176
 - Begriff/Dynamik 13, 82

- Besonderheit Marktrückzug 170
- *causa* 114, 118, 119, 178, 484
- Distribution *siehe* Distribution
- Effizienz *siehe* Effizienz
- Entscheidungsallokation 362, 368, 451
- Kosten-Nutzen-Analyse *siehe* Kosten-Nutzen-Analyse
- Marktversagen *siehe* Marktversagen
- neue politische Ökonomie *siehe* neue politische Ökonomie
- quantitativ 77
- Rechtsfortbildung 127
- Regulierungsfriktionen 172, 181, 467, 485
- Regulierungsinstrumente 128–137
- Regulierungsraster 84, 133
- Theorie 82, 148
- Verhältnis zur Durchsetzung 95
- related party transactions* 164, 185
- Restrukturierung 66, 146, 425, 428, 461
- reverse stock split* 77
- Risikoänderungsrisiko *siehe* Anlage-
risiko
- Rückwirkung 279, 341, 404
- sachliche Rechtfertigung *siehe* mate-
rielle Beschlusskontrolle
- Sanierung *siehe* Restrukturierung
- Sarbanes-Oxley Act* 2002 69, 70, 75, 125, 204
- Satzungsautonomie 92, 285–287, 298
- Satzungsstrenge 60, 249, 355–358
- schemes of arrangement* 64, 66, 207–208
- Schnittstelle Kapitalmarkt/Gesell-
schaftsrecht 236, 449, 487
 - Entwicklung 241–248
 - Harmonisierung 266–267
 - Marktrückzug 4, 53, 56–58, 385–386, 389
 - Rechtsvergleich, 60, 67–70
 - Schnittstellenproblematik 252–253
 - Trennlinie zwischen Märkten 384
 - Zuordnungsfrage *siehe* Zuordnungs-
frage
- Second Quotation Board* *siehe* Frank-
furter Wertpapierbörse
- Securities Act* 1933 69, 73, 125
- Securities Exchange Act* 1934 69, 73, 125
- Selbstregulierung
 - Begriff/Abgrenzung 83, 84, 85, 91
 - öffentlich-rechtliche Selbstregulie-
rung/-verwaltung 23, 26, 77, 86, 90, 285, 362, 449, 489
 - privatrechtliche Selbstregulierung 87, 352, 354, 355–58, 355, 476, 489
- Selbstverwaltung *Siehe* Selbstregu-
lierung
- shareholder derivative suits* *siehe*
Aktionäre
- shareholder value* 38, 62, 143, 163, 215, 219
- Sondervorteil
 - Abfindung 303–304
 - Anfechtung 263
 - *Corporate Governance* Funktion, 112, 263
- soziale Kosten *siehe* Externalitäten
- Spruchverfahren
 - Altfälle nach *Frosta* 276, 341
 - *de lege ferenda* 465, 494
 - Dynamiken 259, 339, 383, 384, 465
 - *Going Private* 217, 219
 - *status quo ante* 3, 49–53, 274, 340, 382–384, 482, 488, 491
- squeeze-out* 45, 47, 65, 71, 77, 208, 212, 216, 218, 246–247, 250–251, 259, 300, 314, 379, 432
- stakeholder value* 39
- status negativus/positivus* 236–237, 374
- Strukturmaßnahme 45, 189, 198, 234, 244, 324, 361, 393, 433, 471, 489
- stufenweise Marktrückzug 54, 189, 198, 347, 352–354
- systematische Internalisierer 14
- Transaktionskosten *siehe* Kosten
- Transitkosten *siehe* Kosten
- Transparenz 75, 104, 249, 460, 466
- Transparenzrichtlinie I/II 17, 19, 420
- TranspRL-ÄndRL-UmsG 58, 397–444, 492
- TransPuG 247
- Treuepflicht 108, 264, 270, 326–327, 436
- Übermaßverbot 237, 284, 287, 289
- Übernahmerecht 22–23

- Dynamiken 455, 463
- einfaches öffentliches Erwerbsangebot 22
- Markt für Unternehmenskontrolle 40, 72, 147
- Marktrückzug 58
- Pflichtangebot 22, 146, 252, 316, 406–407, 411, 423–427, 433, 437–438
- Restrukturierung 425
- Übernahmeangebot 22, 47, 66, 219, 405, 423, 424, 427, 431, 433, 463, 464, 494
- Übernahmerrichtlinie 246
- Überregulierung 76
- übertragende Auflösung 45, 213, 259, 314
- UMAG 247
- unlauteres Marktverhalten 118
- Unterbewertung 40, 147, 174, 209, 210
- Untermaßverbot 237, 284, 292–294, 345, 350
- Unternehmensbewertung *siehe* Abfindung
- Unternehmensgegenstand 355–357
- Verbraucherschutz *siehe* Anlegerschutz
- Verkehrsfähigkeit *siehe* Eigentum
- Verschmelzung 45, 213, 300, 306
- verschmelzungsrechtliches Delisting *siehe* kaltes Delisting
- Vertragsnexus 108
- Vertrauensschutz 205, 279, 341
- Verzicht *siehe* Zulassungsverzicht
- Viertes Finanzmarktförderungsgesetz 332, 334, 368, 382, 392
- vollkommener Markt 114, 118, 138, 168, 489
- Vorstand
 - Bericht 50, 51, 456, 457
 - Vergütung 184, 185
- Wechsel der Listing Kategorie 66
- Wesentlichkeitsgrundsatz 277–278
- Wettbewerb
 - Externalitäten 90
 - Handelsplätze 2, 11–12, 173, 279, 294, 348, 362, 364, 414–415, 442, 469, 478
 - institutionelle Investoren 61, 190
 - *race to the top/bottom* 68, 363
 - Regelungsgeber 67, 88, 89, 92, 362–364
- Wohlfahrtstheoreme 98
- Zulassungsverzicht 48
- Zuordnungsfrage 81
 - *de lege ferenda* 446–451
 - *status quo* 4, 58, 399, 420, 492
 - *status quo ante* 4, 362–364, 375, 386, 489
- Zwangsdelisting 44, 164, 169, 360, 361, 370, 468, 482
- Zweites Umwandlungsänderungsgesetz 53, 300, 308, 309, 347, 375, 379, 432, 488
- Zweitnotierung *siehe* Cross-Listing

