



universität
wien

EXPOSÉ ZUR DISSERTATION

mit dem vorläufigen Titel

Anlegerschutz beim Delisting

Verfasser

Patrick Josef Nutz, LL.B. (WU) LL.M. (WU)

angestrebter akademischer Grad

Doktor der Rechtswissenschaften (*Doctor iuris*)

Wien, im August 2018

Studienkennzahl lt. Studienblatt:

A 783 101

Dissertationsgebiet:

Unternehmens- und Wirtschaftsrecht

Matrikelnummer:

01251891

Betreuer:

Univ.-Prof. Dr. Florian Schuhmacher, LL.M.

I. Problemstellung und Forschungsfragen

Gleichfalls wie das gesamte europäische Kapitalmarktrecht auf Marktzugang und Marktverhalten ausgerichtet ist, stand auch in Österreich bislang vor die Frage im Vordergrund, welche Voraussetzungen zu erfüllen sind, um eine Zulassung zum Amtlichen Handel¹ zu erlangen. Kapitalmarktrecht und Anlegerschutz sind heute weitgehend durch den europäischen Gesetzgeber vorgeprägt. Dies ist für ausreichenden Schutz am Markt sowie ein einheitliches Marktrecht am europäischen Binnenmarkt unerlässlich.² Auf die Börsezulassungsvorschriften wurde minutiös Bedacht genommen, wohingegen die Beendigung der Handelszulassung³ auf europäischer Ebene ebenso wie in Österreich in wenig konsequenter Weise nicht aufgegriffen wurde, obwohl es kurzfristig und wenig rechtfertigbar scheint, die Börse als „Einbahnstraße“⁴ zu sehen.⁵ Nach alter Fassung des BörseG war ein Delisting – unpräzise auch als Going private⁶ bezeichnet – aus kapitalmarktrechtlicher Sicht lediglich im Geregelten Freiverkehr zulässig. Es genügte gem § 83 Abs 4 BörseG aF, dem Börseunternehmen das Delisting mindestens einen Monat im Vorhinein anzuzeigen und dies zu veröffentlichen.⁷ Eine analoge Anwendung dieser Bestimmung auch auf den Amtlichen Handel wurde mangels planwidriger Unvollständigkeit des Gesetzes ebenso wie ein Verzicht auf die mit rechtskräftigem Bescheid ausgesprochene Zulassung von Aktien zum Amtlichen

¹ Mit Inkrafttreten des BörseG 2018 ist der bis dahin gleichfalls als geregelter Markt geleitete Geregelte Freiverkehr entfallen. Finanzinstrumente und Emissionsprogramme, welche zum Handel im Geregelten Freiverkehr gem § 67 BörseG 1989 idF des Bundesgesetzes BGBl I Nr 76/2016 zugelassen waren, wurden aufgrund der Übergangsbestimmung des § 117 Z 9 BörseG 2018 – sofern sie die Anforderungen des § 38 BörseG 2018 erfüllten – in den Amtlichen Handel gemäß den §§ 39 und 40 BörseG 2018 überstellt, ohne dass es einer neuerlichen Zulassung zum Amtlichen Handel durch die Wiener Börse AG bedurfte.

² Vgl *Hopt*, 50 Jahre Anlegerschutz und Kapitalmarktrecht: Rückblick und Ausblick, WM 2009, 1873 (1874).

³ Wie aus dem 5. Teil des ÜbG und den Materialien ersichtlich ist, versteht der Gesetzgeber unter einem Delisting – wenngleich das BörseG 2018 keine Legaldefinition statuiert – die Beendigung der Börsezulassung und nicht die Beendigung der Notierung. An die Börsezulassung sind sämtliche Publizitäts-, Mitwirkungs- und Mitteilungspflichten geknüpft. Die Notierungsbeendigung entfällt automatisch bei Zulassungsende; weiterführend zu dieser Differenzierung *Groß*, Kapitalmarktrecht⁶ (2016) § 39 BörsG Rz 11.

⁴ Vgl zu dieser Begrifflichkeit ua *K. Schmidt*, Macrotron oder: weitere Ausdifferenzierung des Aktionärsschutzes durch den BGH, NZG 2003, 601; ebenso *Zollner*, Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach österreichischem Recht, GeS 2004, 140; *ders* Einbahnstraße Börsenotierung? Delisting nach österreichischem Recht, GeS 2004, 208; begrifflich ähnlich *Kalss*, Geregelt Märkte dürfen keine Einbahnstraße sein! EuZW 2016, 321 (322).

⁵ Vgl *Kalss*, EuZW 2016, 321.

⁶ Zur Ungenauigkeit des Begriffs Going private vgl *Thomas*, Delisting und Aktienrecht (2009) 34 f. Der Begriff des Going Private entstammt dem US-amerikanischen Gesellschaftsrecht und beschreibt die Umstrukturierung einer „public corporation“ in eine „close corporation“ und ist begrifflich zu weit gefasst, um die unmittelbar an den Widerruf der Handelszulassung anknüpfenden rechtlichen und wirtschaftlichen Folgen zu erfassen.

⁷ Vgl § 83 Abs 4 für Emittenten von Aktien sowie die Parallelbestimmung des § 84 Abs 5 BörseG 1989 für Emittenten von Schuldtiteln im Geregelten Freiverkehr. Diese lediglich einmonatige Frist überrascht vor allem im Vergleich zu den nunmehrigen Regelungen durchaus.

Handel vom VwGH abgelehnt.⁸ Um dennoch einen Rückzug vom Amtlichen Handel nach alter Rechtslage zu erreichen, wurde der Weg des „kalten Delistings“ und sohin die Einbettung in eine gesellschaftsrechtliche Umstrukturierungsmaßnahme gewählt, aus der ein Wechsel aus einer fungiblen Aktionärserschaft in eine weniger verkehrsfähige Mitgliedschaft folgte.⁹ Die gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit derartiger Maßnahmen war in der Lit umstritten;¹⁰ aufgrund einer rezenten Entscheidung des OGH¹¹ verstärkte sich die Unsicherheit und die Notwendigkeit einer gesetzlichen Regelung wurde evident.

Mit dem am 3. Jänner 2018 neu in Kraft getretenem BörseG 2018 hat der österreichische Gesetzgeber nun erstmals Regelungen für ein (gesetzlich) zulässiges freiwilliges Delisting¹² vom Amtlichen Handel geschaffen und so für den Gang von der Börse gesetzliche Bahnen vorgezeichnet. Aufgrund zwischenzeitlicher Entwicklungen an anderen Marktplätzen wurde die fehlende freiwillige Rückzugsmöglichkeit gegenüber ausländischen Börseplätzen – welche eine solche zumeist vorsehen – als empfindlicher Wettbewerbsnachteil gesehen.¹³ Durch die nunmehrige Zulässigkeit eines geordneten Widerrufs sollen die Flexibilität für Emittenten und die Attraktivität des österreichischen Kapitalmarktes gesteigert werden. Es gilt zu beachten, dass die Verweigerung der Marktentlassung – va mit Blick auf die zunehmende Dichte, Detailgenauigkeit sowie Komplexität des europäischen Kapitalmarktrechts – ökonomisch kaum mehr rechtfertigbar scheint.¹⁴

⁸ VwGH 2014/02/0033; der VwGH verneinte das Vorliegen eines Handelszwangs, „weil jeder potenzielle Emittent in Kenntnis der einschlägigen Vorschriften selbst entscheiden kann, ob er Wertpapiere im amtlichen Handel oder im geregelten Freiverkehr zugelassen haben möchte“.

⁹ Instruktiv hierzu: *Koppensteiner*, Über den Rückzug von der Börse, RdW 2015, 549 (550 f); *Kubis* in MueKoAktG⁴ (2018) § 119 Rz 94; umfassend für Deutschland: *Kruse*, Das „kalte“ Delisting börsennotierter Aktiengesellschaften (2003); *Funke*, Minderheitenschutz im Aktienrecht beim „kalten“ Delisting (2011).

¹⁰ *Nicolussi*, „Kaltes“ Delisting als Konsequenz der Verschmelzung zweier Aktiengesellschaften, GesRZ 2013, 124 (128 ff) mwN; *dies*, Änderung der BGH-Judikatur zum Delisting, GesRZ 2013, 308 (308 ff).

¹¹ OGH 6 Ob 221/16t ZFR 2017/188, 387; die (börsennotierte) BWT Aktiengesellschaft beschloss eine Verschmelzung auf ihre nicht-börsennotierte 100%-Tochtergesellschaft. Der OGH gab einer dagegen erhobenen Anfechtungsklage statt, wobei er nicht *per se* ein Delisting als unzulässig erachtete. Die Verschmelzung der börsennotierten AG auf eine kapitalmarktferne AG wurde jedoch *in concreto* – mangels gesellschaftsrechtlich eröffneter Exit-Möglichkeit für die Minderheitsaktionäre – als rechtsmissbräuchlich angesehen, da zwischen den vom Handelnden verfolgten eigenen Interessen und den beeinträchtigten Interessen ein ganz krasses Missverhältnis bestand.

¹² Vgl zu den unterschiedlichen Fallgruppen des Delistings: *Koch* in *Hüffer/Koch*, AktG¹³ (2018) § 119 Rz 30.

¹³ Vgl etwa zum Bedarf einer gesetzlichen Delisting-Regel *Riss/Winner/Wolfbauer*, Delisting – höchste Zeit für eine Regelung! ZFR 2017, 209. Diese weisen zutreffend darauf hin, dass einer der Gründe für mangelnde Börsegänge in Österreich ua diese Regelungslücke darstellt.

¹⁴ Vgl zur zunehmenden Komplexität des europäischen Kapitalmarktrechts statt vieler: *Stahl*, Information Overload am Kapitalmarkt – eine verhaltensorientierte Untersuchung der Notwendigkeit und der Möglichkeiten zur Deregulierung der Informationspflichten des WpHG (2013).

Neben der Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit war erklärtes Ziel des Gesetzgebers der Schutz der Anlegerinteressen.¹⁵ Ein freiwilliges Delisting ist bei Beachtung eines gewissen Anlegerschutzes nunmehr grundsätzlich zuzulassen. Langfristig ist die Möglichkeit aus dem Amtlichen Handel ausscheiden zu können ebenso bedeutsam, wie die bisher im Mittelpunkt stehende Frage nach den Vorschriften der Börsenzulassung.¹⁶

Sedes materiae sind die §§ 38 Abs 6 ff BörseG 2018. Diese regeln nunmehr einen Widerruf der Zulassung auf Antrag des Emittenten. Die börsengesetzlichen Regelungen wurden weiters durch Neuregelungen im AktG, ÜbG sowie weitere korrespondierende Bestimmungen ergänzt. Während § 38 Abs 6 BörseG 2018 für einen Antrag auf Widerruf von Finanzinstrumenten¹⁷ vom Amtlichen Handel – sofern der Anlegerschutz durch das Delisting nicht gefährdet wird – lediglich eine zumindest dreijährige Mindestnotiz verlangt, darf für Beteiligungspapiere iSd ÜbG – also va Aktien, aber etwa auch Optionen sowie Wandelschuldverschreibungen – ein Delisting vom Vorstand lediglich beantragt werden, wenn dies dem Willen einer qualifizierten Mehrheit der Aktionäre entspricht. Dieser Aktionärswille kann sich einerseits in einem notariell bestätigten Aktionärsverlangen der Mehrheit von drei Viertel des stimmberechtigten Grundkapitals manifestieren oder andererseits durch einen Hauptversammlungsbeschluss mit einer Stimmenmehrheit von mindestens drei Viertel der abgegebenen Stimmen erfolgen.

Der Anlegerschutz bei Widerruf der Zulassung von Beteiligungspapieren gilt gem der unwiderleglichen Vermutung des § 38 Abs 8 BörseG 2018 als nicht gefährdet, wenn bei Antragstellung nachgewiesen wird, dass innerhalb der letzten sechs Monate eine Angebotsunterlage nach dem fünften Teil des ÜbG veröffentlicht wurde. Wer dieses Angebot abgibt und Bieter gem der Terminologie des ÜbG ist, ist nicht gesetzlich vorgeschrieben. Laut den Mat wird es sich dabei häufig um (Groß-)Aktionäre der sich von der Börse zurückziehenden Gesellschaft handeln; gleichfalls können außenstehende Dritte Bieter des Delisting-Angebots sein.¹⁸ Unter Beachtung von § 65 Abs 2 AktG kann auch die „Zielgesellschaft“ selbst als Bieter eines Delisting-Angebots auftreten. Dies wird regelmäßig

¹⁵ ErlRV 1661 BlgNR 25. GP 3.

¹⁶ So bereits zur früheren deutschen Rechtslage *Eickhoff*, Der Gang an die Börse – und kein Weg zurück? WM 1988, 1713.

¹⁷ Der Begriff des Finanzinstruments folgert sich aus der Definition des § 1 Z 7 WAG, auf welchen *qua* § 1 Z 4 BörseG verwiesen wird; häufig wird in derartigen Konstellationen eine einseitige Delistingentscheidung des Emittenten bereits deshalb ausscheiden, weil die Börsenzulassung Vertragsbestandteil der Vertragsbedingungen ist vgl etwa *Siebel*, Delisting von Anleihen sowie Folgen eines Delisting bei verbrieften Bezugsrechten und Indexpfandbriefen, ZGR 2002, 842 (846).

¹⁸ ErlRV 1661 BlgNR 25. GP 60.

nur bei geringem Streubesitzanteil möglich sein.¹⁹ Die mangelnde gesetzliche Legaldefinition des Bieters schadet nicht, da ohnehin für die Anleger die Person des Bieters grundsätzlich gleichgültig ist, sofern der Angebotspreis angemessen festgesetzt ist. Anlegerschutzbelange müssen durch die Angebotspflicht unabhängig davon gewahrt werden, wer das Angebot unterbreitet.²⁰

Aufgrund der teilweise diametral unterschiedlichen Interessenlagen birgt ein Delisting erhebliches Konfliktpotential. Wie zumeist bei neuen gesetzlichen Bestimmungen stellen sich auch für den Widerruf der Handelszulassung neue Rechtsfragen. Dennoch kann wohl bereits konstatiert werden, dass die Neuregelung im Gefolge des BörseG 2018 eine wesentliche Verbesserung im Vergleich zur bisherigen Rechtslage darstellt; diese wird zu mehr Rechtssicherheit führen und einen verbesserten Anlegerschutz mit sich bringen.

¹⁹ *Dobrowolski*, Das Delisting nach dem BörseG 2018, *GesRZ* 2017, 294 (299) weist darauf hin, dass sich ein erfolgreiches Delisting-Angebot durch die Zielgesellschaft als diffizil erweist; durch ausreichend Einlieferungsverzichte von Aktionären, ein gemeinsames Vorgehen mit diesen oder der Bedingung einer Höchstannahmeschwelle von 10 % ist dies aber durchaus möglich.

²⁰ Vgl. *Hopt/Baum* in *Börsenreform* 419; denn die Interessen der Aktionäre sind idR auf die Realisierung ihres Barabfindungsanspruchs gerichtet, so auch *Kleindiek* in *FS Bezenberger* 667 f.

II. Gang der Untersuchung und Forschungsfragen

Nach einer Einleitung in die Thematik sollen in Kapitel 2 die Erscheinungsformen und Grundbegriffe des Delistings dargestellt werden. Darauf aufbauend soll versucht werden in Kapitel 3 eine ökonomische Analyse des freiwilligen Börserückzugs zu erfassen, indem die Gründe für ein Listing an der Börse aus Unternehmens- und Aktionärssicht den Motiven für einen freiwilligen Börserückzug gegenübergestellt werden. Die so gewonnenen Erkenntnisse sollen dazu dienen die Folgen des regulären Börserückzugs für das rückzugswillige Unternehmen und die Aktionäre zu erläutern.

Im Besonderen soll dabei auf mögliche **Interessenkonflikte zwischen Minderheits- und Mehrheitsaktionären** eingegangen werden. Die Interessenlagen sollen gegenübergestellt und auf ihre Schutzbedürftigkeit untersucht werden. Die Vor- und Nachteile eines Rückzugs von der Börse treffen die beiden Aktionärstypen auf unterschiedliche Weise. Es wird zu zeigen sein, dass die Neuregelung abstrakt versucht einen Konflikt zwischen Hauptaktionär und Minderheitsaktionären mittels einer Abwägung der gegenseitigen Interessen aufzulösen. Dies, wenngleich durch eine Beendigung der Handelszulassung (mittelbar) durchaus für beide Aktionärsgruppen nützliche Kosteneinsparungen bewirkt werden können.²¹

In diesem Abschnitt soll auch die zugrundeliegende Frage der **Notwendigkeit einer gesetzgeberischen Intervention** in gebotener Kürze beleuchtet werden. Ein Bedürfnis, den Anlegerschutz in Delisting-Fällen zu berücksichtigen, ist keine Selbstverständlichkeit, wiewohl es *prima facie* einleuchtend erscheint, dass die Veräußerung von Beteiligungspapieren durch ein Delisting erheblich schwieriger wird.²² Es drängt sich die Frage auf, ob es schlechthin nötig bzw empfehlenswert ist, die (Klein-)Anleger durch eine gesetzgeberische Intervention zu schützen und ein Wertminderungsrisiko für die Inhaber von Beteiligungspapieren auf einen Großaktionär oder andere Bieter abzuwälzen.²³

Einer der Gründe für die Notwendigkeit eines gesetzgeberischen Eingriffs ist wohl darin zu erkennen, dass Anleger bei ihrer Anlageortentscheidung nicht das vermeintlich in hypothetischer Ferne liegende Delisting in ihre Investitionsentscheidung einpreisen²⁴ oder gar

²¹ Vgl *Morell*, ZBB 2016, 70. Wenn ein Delisting Kosten spart, welche nicht mehr durch entsprechende Vorteile gerechtfertigt sind, erhöht der Rückzug von der Börse idR den Wert des Unternehmens.

²² Statt vieler *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² (2015) § 26 Rz 4; ebenso *Koppensteiner*, RdW 2015, 552.

²³ Vgl *Koppensteiner*, RdW 2015, 552.

²⁴ Diese Sichtweise als eindeutig zu weitgehend sehend Bayer, ZfPW 2015, 201.

einen Vergleich unterschiedlicher Delistingschutzniveaus anstellen.²⁵ In dieselbe Stoßrichtung zielt auch der empirisch erhärtete Gedanke begrenzter Rationalität der Anleger, Kosten und Risiken in bestimmten Situationen systematisch zu unterschätzen.²⁶ Durch die Nichtberücksichtigung der Delisting-Möglichkeit bei der Investitionsentscheidung kann es im Gefolge eines Delistings sohin durchaus zu Verlusten für (Klein-)Anleger kommen, die nach (nunmehriger) Ansicht des Gesetzgebers schützenswert sind.

Es erscheint plausibel, dass die Belange von Anlegern, welche im Vertrauen auf einen aufrechten und laufenden Börsehandel Wertpapiere erworben haben, uU in gewissem Grad rechtlich geschützt werden sollten.²⁷ Weiters spricht für einen Eingriff des Gesetzgebers, dass das nunmehr gesetzlich geregelte Widerrufsverfahren dazu beiträgt, die Voraussetzungen eines funktionsfähigen Kapitalmarktrechts durch eine voraussehbare Regelung zu festigen. Die bis zur Reform des BörseG bestehende Rechtsunsicherheit und die delistingbedingte Zuweisung des Wertminderungsrisikos an potenzielle Marktteilnehmer sind gewiss dazu geeignet, die Nachfrage nach Finanzinstrumenten zu vermindern und damit die Funktion der Börse als Instrument der Kapitalaufbringung zu belasten.²⁸

Kapitel 4 soll die **Entwicklung des Anlegerschutzes** bei einem Delisting in gebotener Kürze wiedergeben. Dabei soll die Entwicklung in Österreich ebenso wie die deutsche Rechtsprechungsentwicklung erläutert werden, zumal diese auch Vorbild für die neue österreichische Rechtslage stand. In diesem Rahmen gilt es – unter Berücksichtigung der primärrechtlichen Vorgaben – auch mögliche Gründe für eine **fehlende europarechtliche Determinierung** zu erörtern. Das Fehlen europarechtlicher Vorgaben überrascht va mit Blick auf die europarechtlich determinierten Transparenz- und Preisbildungspflichten an geregelten Märkten.

In Kapitel 5 soll schließlich der Bogen zurück zum österreichischen Recht gespannt werden und die Neuregelung durch das BörseG 2018 eingehend dargestellt werden. Dabei wird zu

²⁵ So im Ansatz *Thomale/Walter*, Delisting als Regulierungsaufgabe, ZGR 2016, 679 (725), welche aber darauf hinweisen, dass in Gefolge der Berücksichtigung der Delisting-Regelungen durch professionelle und institutionelle Anleger eine Rückkoppelung auch auf andere Anleger erfolgt; ebenso das Delisting *ex ante* als unwahrscheinliches Szenario für Anleger sehend *Morell*, Rechtssicherheit oder Einzelfallgerechtigkeit im neuen Recht des Delistings, AcP 2017, 61 (72).

²⁶ Vgl zur begrenzten Rationalität von Gesellschaftern hinsichtlich Abfindungsklauseln *Fleischer/Bong*, Gradmesser gesellschaftsvertraglicher Gestaltungsfreiheit: Abfindungsklauseln in Personengesellschaft und GmbH, WM 2017, 1964.

²⁷ So befürworten auch *Hopt/Baum* in Börsenreform 418, bei einem vollständigen Delisting ein gewisses Maß an rechtlichem Schutz.

²⁸ Ebenso *Koppensteiner*, RdW 2015, 553.

Beginn auf die zugrundeliegende Frage nach der **gesetzlichen Verortung der neuen Delisting-Regelungen** zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht einzugehen sein. Im Grunde fußt die Schwierigkeit dieser Fragestellung bereits in der typischerweise janusköpfigen Stellung des (Klein-)Aktionärs bei börsennotierten Aktiengesellschaften zwischen Kapitalanleger und Verbandsmitglied.²⁹ Der Gesetzgeber entschied sich mit dem BörseG 2018 für eine (vorwiegend) kapitalmarktorientierte Lösung, ließ jedoch ebensowenig die gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen gänzlich außer Acht.

Die grundsätzliche **Orientierung an einer kapitalmarktorientierten Lösung** scheint treffend, wenn man bedenkt, dass der Widerruf der Handelszulassung von einem (weitgehend) liquiden sowie transparenten Markt, einen originär kapitalmarktrechtlichen Sachverhalt darstellt. Vielfach wird die Auffassung vertreten, dass der Aktionär beim Delisting – im Unterschied zum Squeeze-out – nicht seine Mitgliedschaft, sondern lediglich die Desinvestitionsmöglichkeit über die Börse verliert. Dies ist durchaus zutreffend, da ein Delisting nicht unmittelbar zu einer Veränderung der Zusammensetzung des Aktionariats führt und die Struktur des von der Gesellschaft betriebenen Unternehmens vordergründig nicht tangiert wird.³⁰

Indes kann bei näherer Betrachtung jedoch keineswegs davon gesprochen werden, dass ein Delisting eine ausschließlich kapitalmarktrechtliche Dimension zeitigt. Gerade Kleinaktionäre sowie Fondsgesellschaften werden durch den Widerruf der Handelszulassung faktisch zu einer Veräußerung gezwungen.³¹ Es ist somit schwerlich nachzuvollziehen angesichts der regelmäßig mit dem Abfindungsangebot einhergehenden Aufgabe der Gesellschafterstellung davon zu sprechen, dass der Vorgang keine gesellschaftsrechtlichen Bezugspunkte aufweist.

In diesem zu untersuchenden Spannungsfeld scheint das weitgehende Abstellen auf das übernahmerechtliche Verfahren sachgerecht, stellt doch gerade das Übernahmerecht ein durchaus paradigmatisches Beispiel für das Ineinandergreifen von Gesellschafts- sowie Kapitalmarktrecht dar.³²

²⁹ Vgl vertiefend *Mülbert*, Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt 54 ff; dazu krit *Habersack*, Mitwirkungsrechte der Aktionäre nach Macrotron und Gelatine, AG 2005, 137.

³⁰ *Bachner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG² § 103 Rz 40.

³¹ So ua *Bayer*, ZfPW 2015, 223.

³² S hiezu statt vieler *Rüffler*, Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht - über eine schwierige Beziehung, ÖBA 2011, 699 ff; *Fleischer*, Börseneinführung von Tochtergesellschaften, ZHR 2001, 513 (515).

In einem weiteren Schritt gilt es die gesetzliche Differenzierung zwischen dem Widerruf von **Beteiligungspapieren** und **Finanzinstrumenten** einer näheren Betrachtung zu unterziehen. So kann die Börsennotiz von Letzteren ohne öffentliches Erwerbsangebot widerrufen werden, sofern der Anlegerschutz nicht gefährdet wird. Entsprechend den Mat erscheint für den Schutz von Anlegern in Nicht-Beteiligungspapieren die Mindestnotierungsdauer gem § 38 Abs 6 BörseG 2018 ausreichend, da im Fall von schuldrechtlichen Instrumenten ohnehin ein bestimmter Rückzahlungsanspruch entgegen dem Emittenten besteht. Ebenso kann ein laufzeit- und zinsabhängiger Wert bei diesen auch ohne die Bewertungsfunktion des Sekundärmarkts mit geringerem Aufwand festgestellt werden.³³ Bei Beteiligungspapieren hingegen stellt sich die Frage der betroffenen Interessen und einer allfälligen Interessenwahrungspflicht in besonderem Maß.³⁴

Darauf folgend soll die **Berücksichtigung des Aktionärswillens** durch ein Aktionärsverlangen sowie einen qualifizierten Hauptversammlungsbeschluss untersucht werden. Die Berücksichtigung des Aktionärswillens bei einem Delisting wurde im BörseG 2018 und nicht im AktG geregelt. Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht ist eine derartige Vorgehensweise untypisch, obgleich diese – systematisch nicht gänzlich treffsichere – Regelung mit dem Wunsch begründet werden kann, den Anlegerschutz ebenso auf ausländische Gesellschaften auszuweiten.

Wenngleich *de lege lata* die gesetzgeberische Wertung, den Aktionärswillen unmittelbar zu berücksichtigen, jedenfalls zu akzeptieren ist, soll die Frage erörtert werden, ob eine Manifestation des Aktionärswillens beim freiwilligen Delisting vom Amtlichen Handel mit Blick auf die ohnehin grundsätzlich verpflichtende Abfindungspflicht tatsächlich nötig erscheint.³⁵ Es gilt zu prüfen, ob eine Berücksichtigung des Aktionärswillens, wie dies der

³³ Vgl ErläutRV 1661 BlgNR 25. GP 11.

³⁴ Dies resultiert daraus, dass das Aktienrecht im Gegensatz zu anderen Anlageformen ein Kündigungsrecht des Aktionärs und somit ein Rückgaberecht der Aktie gegen eine angemessene Gegenleistung allgemein nicht vorsieht. So kann bei anderen Anlageformen – etwa Anleihen oder ehemaligen Partizipationsscheinen – der allgemeine Grundsatz der Auflösung des Vertragsverhältnisses aus wichtigem Grund geltend gemacht werden, vgl *Kalss*, Beginn und Beendigung der Notierung eines Wertpapiers an einer Börse oder an einem geregelten Markt, in *Aicher/Kalss/Oppitz* (Hrsg), Grundfragen des neuen Börserechts (1998) 255 (267 mwN); überblicksmäßig zur *ratio* der Anteilsübertragung im Recht der Kapitalgesellschaften *Armour/Hansmann/Kraakman/Pagendler*, What is Corporate Law? in *Kraakman/Armour/Davies et al* (Hrsg), *The Anatomy of Corporate Law*³ (2017) 10 f.

³⁵ In der Zustimmung zu einem Delisting in der Hauptversammlung ist hingegen keine Verzichtserklärung auf die Delisting-Abfindung zu sehen. Eine derartige im ME noch enthaltene Einschränkung wurde als zu weitgehend erachtet. Sihin wird nunmehr vermieden, dass ein grundsätzlich gewünschtes Delisting nicht genehmigt wird, wenn sich die Anleger nicht ihres Rechts auf eine Delisting-Entschädigung begeben wollen, vgl für Einzelheiten *Edelmann/Winner*, ZFR 2017, 379.

österreichische Gesetzgeber vorgesehen hat, ein geeignetes Instrument darstellt, um zu einem gerechten Ausgleich der bestehenden Interessengegensätze zu finden. Dabei soll wiederum der Vergleich mit dem übernahmerechtlichen Verfahren gezogen werden.

Auch an dieser Stelle soll der Blick nach Deutschland gerichtet werden. Der deutsche Gesetzgeber sah erweiterte Mitentscheidungsrechte der Aktionäre vorweislich der Maß vor dem Hintergrund der nunmehr vorgesehenen umfassenden kapitalmarktrechtlichen Schutzbestimmungen als nicht geboten an.³⁶

In diesem Abschnitt soll auch eine Gegenüberstellung zu anderen gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen erfolgen, die gleichfalls wie ein Delisting eine Restrukturierung der Gesellschafterstruktur bewirken. Ua soll ein **Vergleich mit dem Squeeze-out** nach dem GesAusG angestellt werden. Bedenkt man, dass bestimmte Anleger, wie etwa Fondsgesellschaften, nach einem Delisting nicht mehr an der Gesellschaft beteiligt sein dürfen oder die Aktie mangels Möglichkeit einer Wertrealisierung am Markt faktisch wertlos wird (so zB für Kleinanleger), kommt das Delisting wirtschaftlich durchaus einem Zwangsausschluss gleich.

Trotz der weitgehend gleichgerichteten Auswirkungen beider Maßnahmen divergieren die rechtlichen Rahmenbedingungen. So sind insbesondere die Rechtsschutzmöglichkeiten der Aktionäre im Falle eines Delistings geringer, als im Falle eines Squeeze-outs nach dem GesAusG. Die Überprüfung der Angemessenheit des im Delisting-Angebot ermittelten Angebotspreises ist lediglich möglich, wenn weniger als 50% der adressierten Aktionäre das Angebot angenommen haben. Der erfolgreiche Markttest scheidet daher eine Nachprüfung aus. Beim Squeeze-out kann hingegen jeder Gesellschafter die Überprüfung der angemessenen Abfindung veranlassen.

Während nach dem GesAusG der Angebotspreis „angemessen“ sein muss, was in aller Regel dem nach dem DCF-Verfahren ermittelten Unternehmenswert entspricht, hat sich der Angebotspreis beim Delisting an den Börsenkursen und einem approximativen Unternehmenswert (multiples oder vereinfachte Wertfindung) zu orientieren. Der Emittent erspart sich im Regelfall eine kostspielige und zeitintensive Unternehmensbewertung. Auch fehlt es im Falle des Delistings an einer Verzinsungsregelung iSd § 2 Abs 2 GesAusG. All

³⁶ BT-Drs 18/6220, 86: „Erweiterte Mitentscheidungsrechte für die Aktionäre, wie sie die Rechtsprechung bislang durch den von ihr geforderten Hauptversammlungsbeschluss verlangt, sind vor dem Hintergrund der nunmehr vorgesehenen umfassenden kapitalmarktrechtlichen Schutzbestimmungen nicht geboten.“

diese Umstände könnten uU dazu führen, dass das Delisting vom Mehrheitsaktionär der Emittentin als Instrument zum Gesellschafterausschluss dem Squeeze-out nach dem GesAusG vorgezogen wird. Mögliche Wertungsunterschiede in diesen Verfahren sollen herausgearbeitet und bewertet werden.³⁷

Anschließend soll das Delisting-Angebot als Sonderform des übernahmerechtlichen Pflichtangebots untersucht werden. Dabei wird ua auf die Adressaten sowie die Person des Bieters und damit einhergehende Fragestellungen einzugehen sein. *In praxi* werden wohl drei relevante Fälle zu unterscheiden sein: Entweder werden ein oder mehrere bestehende Großaktionäre oder die Zielgesellschaft selbst einen Widerruf der Handelszulassung anstreben oder ein außenstehender Dritter beabsichtigt eine Übernahme in Verbindung mit einem Delisting. Die Inhalte der Angebotsunterlage sollen ebenso wie das Zusammenwirken der übernahmerechtlichen Regelungen mit den kapitalmarktrechtlichen Veröffentlichungspflichten untersucht werden.

Auf diesen Ergebnissen aufbauend sollen die **Abfindungsregeln** für Beteiligungspapierinhaber näher dargestellt werden. Dabei ist abermals darauf einzugehen, ob es sich bei einem Delisting um einen aufgezwungenen Rechtsverlust handelt oder die Abfindung lediglich für den Verlust der Verkehrsfähigkeit der Aktie entschädigen soll. Das deutsche BVerfG³⁸ betonte etwa in diesem Zusammenhang, dass es sich bei der Handelszulassung lediglich um einen „wertbildenden“ Faktor des Aktieneigentums und sohin eine Marktchance handelt. Folglich soll es sich beim Widerruf der Börsenzulassung gleichfalls wie bei der Markteinschätzung oder dem Geschäftsmodell des Unternehmens um ein mit dem Aktieneigentum „miterworbenes Risiko“ handeln.³⁹ Ebenso gilt es zu klären, ob auch jene Personen schutzbedürftig sind, die bereits vor der Börsennotierung Anteile erworben haben,⁴⁰ sich in Kenntnis der Situation in eine begonnene Going-Private-Umstrukturierung eingekauft haben⁴¹ oder die aufgrund von Marktengpass ohnehin nicht fähig gewesen wären ihre Anteile zu einem angemessenen Preis zu verkaufen. Schließlich hat ein Aktionär keinen Anspruch auf

³⁷ Sollte etwa ein Delisting ausschließlich dazu betrieben werden, um Minderheitsaktionäre aus der Gesellschaft auszuschließen, könnte eine rechtsmissbräuchliche Ausübung vorliegen.

³⁸ BVerfG 1 BvR 3142/07 und 1 BvR 1569/08, ZIP 2012, 1402 = BVerfGE 132, 99.

³⁹ Ebenso *Heldt/Royé*, Das Delisting-Urteil des BVerfG aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive, AG 2012, 660 (672); *Bayer*, ZfPW 2015, 201 weist aber zutreffend darauf hin, dass das BVerfG am Ende seines Urteils selbst hervorhebt, dass diese Formulierung im Kontext der grundrechtlichen Dogmatik um den Eigentumsbegriff verstanden werden muss und unabhängig davon einen Interessenausgleich sucht.

⁴⁰ Vgl *Koppensteiner*, RdW 2015, 552.

⁴¹ Vgl *Bayer*, ZfPW 2015, 201.

einen liquiden Markt.⁴² Ein subjektives Recht auf Aufrechterhaltung der Handelszulassung zu einem geregelten Markt steht den Anlegern unstreitig ebenso nicht zu. Neben Grundlagen des Abfindungsrechts soll auf die Unterschiede zur Preisfindung für Pflichtangebote nach dem Übernahmerecht und die Entwicklungen im Recht der Unternehmensbewertung Bezug genommen werden. Die weitestgehend pragmatischen Preisfeststellungsregeln sind grundsätzlich zu begrüßen, wenngleich sich mit Blick auf die zumeist besondere Situation von Unternehmen mit Delisting-Absicht doch die Frage ihrer gänzlichen Treffsicherheit aufdrängt. Gleichsinnig sollen auch mögliche Alternativen zur Angebotspflicht erörtert werden; so ua das Verhältnis von Angebotspflicht zu vorangegangenen Übernahmeangeboten sowie mögliche Situationen in denen von einem Abfindungsangebot abgesehen werden kann.⁴³

Ebenso gilt es, die Auswirkungen einer **weiteren Zulassung im EWR** auf den Anlegerschutz und die Frage der Gleichwertigkeit zu erfassen. Ein abfindungsfreies Delisting von Beteiligungspapieren gem § 1 Z 4 ÜbG ist entsprechend dem Wortlaut zulässig, wenn für die Wertpapiere auch nach Wirksamwerden des Widerrufs Zulassung und Handel an mindestens einem geregelten Markt in einem EWR-Mitgliedstaat gewährleistet ist und an diesem für einen Widerruf der Handelszulassung gleichwertige⁴⁴ Voraussetzungen bestehen.⁴⁵ Den Materialien ist zu entnehmen, dass hinsichtlich der Gleichwertigkeit va auf eine Abfindungslösung im Fall eines Zweitlistings im Ausland abgezielt wird.⁴⁶

Aufgrund der weitgehend europarechtlich determinierten Transparenz- und Preisbildungspflichten ist in Fällen einer weiteren Handelbarkeit im EWR regelmäßig kein

⁴² Vgl *Wieneke*, Aktien- und kapitalmarktrechtlicher Schutz beim Delisting nach dem FRoSTA-Beschluss des BGH, NZG 2014, 22 (23 f).

⁴³ Vgl *Edelmann/Winner*, 2017 377, die ua eine Verzichtsmöglichkeit als flankierenden Auffangtatbestand als zulässig erachten; sich auf diese stützend *Dobrowolski*, GesRZ 2017, 298; gleichfalls weist *Brellocks*, Stellungnahme 21 f auf die Verzichtsmöglichkeit hin. Wenngleich diese Fälle *in praxi* äußerst selten sein mögen, besteht kein Grund für die Durchführung eines aufwändigen Verfahrens nach dem WpÜG, wenn sämtliche Aktionäre zustimmen; aA *Wimmer*, ÖBA 2017, 686 FN 126 welcher aus der Zusammenschau mit den Regelungen zum kalten Delisting und aus Gründen der Rechtssicherheit annimmt, dass die Regelungen taxativ zu verstehen sind; mE ist jedoch zu beachten, dass eine demonstrative Aufzählung nicht generell dem Anlegerschutz entgegensteht. Weiters ist zu konstatieren, dass aus dem Zweck des Vermögensanspruchs nicht dessen Unverzichtbarkeit resultiert. Auch das allgemeine Privatrecht geht gem § 1444 ABGB von der grundsätzlichen Möglichkeit eines rechtsgeschäftlichen Verzichts aus, vgl für Näheres *Dullinger in Rummel*, ABGB³ § 1444 ABGB Rz 2; zu Parallelen im Übernahmerecht vgl auch *Kalss/Winner*, Umgründungs- und Übernahmerechts – Versuch einer Synthese, ÖBA 2000, 51 (55); ebenso gilt es zu fragen, ob auch ein abfindungsfreies Delisting unter weiteren bestimmten Voraussetzungen zulässig ist.

⁴⁴ Im ME wurden hingegen lediglich vergleichbare Voraussetzungen verlangt; dies wurde auf Grund eines Vorschlags der AK geändert 25/SN-304/ME 25. GP 4; der deutsche Gesetzgeber verlangt hingegen lediglich das Vorliegen „entsprechender“ Anforderungen, vgl für näheres hiezu *Schulz/Wieneke*, Delisting ausländischer Emittenten, NZG 2017, 449 (451).

⁴⁵ Vgl *Edelmann/Winner*, ZFR 2017, 377.

⁴⁶ ErlRV 1661 BlgNR 25. GP 11.

erhebliches Schutzgefälle zu erwarten; es überrascht hingegen, dass entsprechend der gesetzgeberischen Wertung eine Vergleichbarkeit organisierter Märkte in Drittstaaten (etwa von OECD-Mitgliedstaaten) nicht vorliegt und diesfalls ein Delisting-Angebot nötig sein soll.⁴⁷

In Kapitel 6 sollen schließlich **Rechtsschutzmöglichkeiten** eruiert werden. Dabei wird ua auf den verwaltungsrechtlichen Schutz gegen den Widerruf der Börsenzulassung, die Frage der Parteistellung von Beteiligungspapierinhabern sowie auf das Ermessen des Börseunternehmens einzugehen sein. Aufgrund der gesetzlichen Statuierung des Erfordernisses der Hauptversammlungszuständigkeit besteht für Aktionäre weiters die Möglichkeit Beschlussmängel im Zuge von Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen geltend zu machen. Dabei gilt es, insbesondere das Verhältnis von gesellschaftsrechtlichen Streitigkeiten und Widerrufsentscheidung der Börse zu erarbeiten.

Kapitel 7 soll die Neuerungen und künftige Relevanz von Maßnahmen, die zu einem **kalten Delisting** führen, darstellen. Eine Gegenüberstellung zum regulären Delisting und anderen Umstrukturierungsmaßnahmen soll unternommen werden. Derartige umgründungstechnische Maßnahmen, welche einen Widerruf der Handelszulassung zur Folge haben, werden – anders als nach deutschem Recht – nunmehr ebenfalls den Regelungen des BörseG 2018 sowie des ÜbG unterworfen.

Die Schrittweise zu untersuchenden Forschungsfragen sollen daher lauten:

Welche Interessenkonflikte stellen sich im Rahmen eines regulären sowie kalten Delistings und worauf ist das Rechtsschutzinteresse für Beteiligungspapierinhaber gerichtet? Stellt die gesetzgeberische Neuregelung eine ausgewogene Interessenabwägung sicher?

Inwieweit ergeben sich Besonderheiten durch ein Delisting im Vergleich zu anderen Restrukturierungsmaßnahmen der Gesellschafterstruktur? Welche Implikationen können aus einer Gegenüberstellung mit anderen Regelungsbereichen sowohl für ein reguläres als auch ein kaltes Delisting gewonnen werden?

⁴⁷ Vgl *Eckhold* in Handbuch börsennotierte AG⁴ § 61 Rz.18; ähnlich in Bezug auf einen Börseplatzwechsel bereits *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht² § 26 Rz 43, diese nehmen Bezug auf den Wechsel der Notierung an eine gleichwertige Börse in einem OECD-Mitgliedstaat. Die Regelung des § 38 Abs 8 Z 2 BörseG 2018 entspricht idS § 39 Abs 2 Z 2 lit b dBörsG. Sowohl in Deutschland als auch in Österreich wurden diese Ausnahmen für ein abfindungsfreies Delisting krit gesehen; vgl etwa *Brellocks*, Stellungnahme im Rahmen der Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 7. September 2015, 2015, 22.

III. Vorläufiges Inhaltsverzeichnis

1. Delisting und seine Einordnung in das nationale Rechtssystem
 - 1.1. Problemstellung
 - 1.2. Untersuchungsgegenstand
 - 1.3. Gang der Untersuchung

2. Erscheinungsformen und Terminologie des Delistings
 - 2.1. Freiwilliges Delisting
 - 2.1.1. Reguläres Delisting
 - 2.1.2. Downlisting
 - 2.1.3. Börsenrückzug unter Beibehaltung des Listings an einer ausländischen Börse
 - 2.2. Kaltes Delisting
 - 2.3. Delisting von Amts wegen

3. Ökonomische Analyse des freiwilligen Börsenrückzugs
 - 3.1. Gründe für ein Listing an der Börse
 - 3.1.1. Listing aus Unternehmenssicht
 - 3.1.1.1. Unternehmensfinanzierung und Liquidität der Anteile
 - 3.1.1.2. Bewertung und Kontrolle durch den Kapitalmarkt
 - 3.1.2. Listing aus Aktionärsicht
 - 3.1.3. Zwischenergebnis
 - 3.2. Gründe für einen Börserückzug
 - 3.2.1. Wegfall der Finanzierungsfunktion
 - 3.2.2. Vermeidung der Kosten der Börsezulassung
 - 3.2.2.1. Notierungsgebühren
 - 3.2.2.2. Kosten durch Zulassungsfolgepflichten
 - 3.2.2.3. Opportunitätskosten und Investor Relations
 - 3.2.3. Wettbewerbsnachteil durch Publizitätspflichten am Kapitalmarkt
 - 3.2.4. Abwehr feindlicher Übernahmen
 - 3.2.5. Sanierung und Restrukturierung
 - 3.2.6. Geringe Liquidität und geringer Streubesitz
 - 3.3. Folgen des regulären Börserückzugs für die Aktionäre
 - 3.3.1. Interessenkonflikt zwischen Minderheits- und Mehrheitsaktionären
 - 3.3.2. Verkehrsfähigkeit und Liquidität
 - 3.3.3. Bewertungsfunktion
 - 3.3.4. Informationsdefizit
 - 3.3.5. Kontrollfunktion des Kapitalmarkts
 - 3.4. Weitere Interessengruppen

4. Entwicklung des Anlegerschutzes bei Delisting
 - 4.1. Österreich
 - 4.1.1. Delisting vom Geregeltten Freiverkehr
 - 4.1.2. Delisting vom Amtlichen Handel

- 4.1.3. Provokation eines Zulassungswiderrufs
- 4.1.4. Gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit
- 4.2. Europarechtliche Vorgaben für ein Delisting
 - 4.2.1. Bisher keine europarechtliche Regelung zum freiwilligen Delisting
 - 4.2.2. Vorgaben des Primärrechts
- 4.3. Rechtsprechungsentwicklung in Deutschland
 - 4.3.1. Drittes Finanzmarktförderungsgesetz
 - 4.3.2. *Macrotron*
 - 4.3.3. *MVS/Lindner*
 - 4.3.4. *Frosta*
 - 4.3.5. Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie

- 5. Neuregelung durch das BörseG 2018
 - 5.1. Verortung des Regelungsstandortes
 - 5.2. Widerruf von Finanzinstrumenten
 - 5.3. Widerruf von Beteiligungspapieren/Sicherstellung des Anlegerschutzes bei Beteiligungspapieren
 - 5.3.1. Berücksichtigung des Aktionärswillens
 - 5.3.1.1. Bedürfnis den Aktionärswillen zu berücksichtigen
 - 5.3.1.2. Aktionärsverlangen
 - 5.3.1.3. Qualifizierter HV-Beschluss
 - 5.3.2. Delisting-Angebot
 - 5.3.2.1. Allgemeines
 - 5.3.2.2. Adressaten des Erwerbsangebots
 - 5.3.2.3. Person des Bieters
 - 5.3.2.3.1. Emittent als Bieter
 - 5.3.2.3.2. Großaktionär/Dritter als Bieter
 - 5.3.2.4. Angebotsunterlage
 - 5.3.2.5. Veröffentlichungen
 - 5.3.2.6. Abfindung der Aktionäre
 - 5.3.2.6.1. Allgemein
 - 5.3.2.6.2. Mindestpreisregeln
 - 5.3.2.6.2.1. Exkurs: Bloße Teilkompensation
 - 5.3.2.6.3. Alternativen zur Angebotspflicht
 - 5.3.3. Weitere Zulassung im EWR
 - 5.3.4. Erfassung von Downlisting-Fällen

- 6. Rechtsschutz
 - 6.1. Allgemeines
 - 6.2. Verwaltungsrechtlicher Schutz gegen den Widerruf der Börsenzulassung
 - 6.3. Angemessenheit der Abfindungshöhe
 - 6.4. Gesellschaftsrechtliche Klagen

- 7. Kaltes Delisting als Konsequenz gesellschaftsrechtlicher Gestaltungen

IV. Zeitplan

Wintersemester 2017/18

Inskription zum Doktoratsstudium Rechtswissenschaften

VO Juristische Methodenlehre gem § 4 Abs 1 lit a Doktoratsstudienplan

Sommersemester 2018

SE Judikatur- und Textanalyse gem § 4 Abs 1 lit b Doktoratsstudienplan

SE Vorstellung des Dissertationsvorhabens gem § 4 Abs 1 lit c Doktoratsstudienplan
(Prof. Torggler)

SE Seminar aus Unternehmensrecht gem § 4 Abs 1 lit d Doktoratsstudienplan (Hügel-Seminar)

Wahlfächer (KU Übernahmerecht)

Ergänzungsprüfung SE Römisches Privatrecht und ABGB (Prof. Benke, Prof. Fischer-Czermak, Prof. Meissel)

Wintersemester 2018/19

Abfassen der Dissertation

Wahlfächer (KU Börserecht)

Ergänzungsprüfung Rechtsphilosophie (Prof. Somek)

Sommersemester 2019

Abfassen der Dissertation

Wintersemester 2019/20

Abfassen der Dissertation

Sommersemester 2020

Abfassen und Fertigstellung der Dissertation

V. Vorläufiges Literaturverzeichnis

a. Kommentare

Baumbach/Hopt, HGB³⁸ (2018).

Doralt/Nowotny/Kalss, AktG² (2012).

Groß, Kapitalmarktrecht⁶ (2016).

Hüffer/Koch, AktG¹³ (2018).

Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² (2015).

*MueKoAktG*⁴ Bd 3 §§ 118-178 (2018).

Rummel, ABGB³ (2002).

Semler/Stengel (Hrsg) Umwandlungsgesetz⁴ (2017).

b. Monographien

Funke, Minderheitenschutz im Aktienrecht beim „kalten“ Delisting (2011).

Hopt, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken (1975).

Kalss, Anlegerinteressen – Der Anleger im Handlungsdreieck von Vertrag, Verband und Markt (2001).

Klepp, Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse (2002).

Kruse, Das „kalte“ Delisting börsennotierter Aktiengesellschaften (2003).

Mülbert, Aktiengesellschaften, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt (1995).

Oppitz, Kapitalmarktaufsicht (2017).

Stahl, Information Overload am Kapitalmarkt – eine verhaltensorientierte Untersuchung der Notwendigkeit und der Möglichkeiten zur Deregulierung der Informationspflichten des WpHG (2013).

Thomas, Delisting und Aktienrecht (2009).

c. Beiträge in Sammelwerken

Armour/Hansmann/Kraakman/Pagendler, What is Corporate Law? in *Kraakman/Armour/Davies et al* (Hrsg), The Anatomy of Corporate Law³ (2017) 10.

Becht/Röell, Blockholdings in Europe: An International Comparison, *European Economic Review* 1999, 1049; *Barca/Becht* (Hrsg), *The Control of Corporate Europe* (2001).

Eckhold in *Marsch-Barner/Schäfer* (Hrsg), *Handbuch börsennotierte AG⁴* (2018).

Hopt, Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz, in *Festschrift für Ulrich Drobnig* (1998) 525.

Hopt/Baum, Börsenrechtsreform in Deutschland, in *Hopt/Rudolph/Baum* (Hrsg) *Börsenreform - Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung* (1997) 418.

Kalss, Beginn und Beendigung der Notierung eines Wertpapiers an einer Börse oder an einem geregelten Markt, in *Aicher/Kalss/Oppitz* (Hrsg), *Grundfragen des neuen Börserechts* (1998) 255.

Kleindiek, „Going Private“ und Anlegerschutz in *FS Bezenberger* (2000) 653.

Lutter, Gesellschaftsrecht und Kapitalmarkt, in *FS Zöllner* (1998) 363.

Wymeersch, Shareholder(s) matter(s), in *FS Hopt* (2010) 1566.

d. Zeitschriften

Bayer, Die Delisting-Entscheidungen „Macrotron“ und „Frosta“ des II. Zivilsenats des BGH, *ZfPW* 2015 163.

Bayer/Hoffmann, Börsennotierte Aktiengesellschaften in Deutschland und ihre Aktionärsstruktur, *AG* 2015, R 91.

Brellochs, Der Rückzug von der Börse nach „Frosta“ - Rechtsdogmatische Einordnung, Durchführung und Rechtsschutz in zukünftigen Fällen *AG* 2014, 633.

Commandeur, Das Handelsverbot für Führungskräfte nach Art. 19 Abs. 11 MMVO – ausgewählte Anwendungsprobleme und rechtspolitische Bewertung, *ZBB* 2018, 114.

Dobrowolski, Das Delisting nach dem BörseG 2018, *GesRZ* 2017, 294.

Easterbrook/Fischel, Voting in Corporate Law, *Journal of Law & Economics*, 1983, 395.

Edelmann/Winner, Das Delisting nach dem BörseG 2018, *ZFR* 2017, 375.

Eickhoff, Der Gang an die Börse – und kein Weg zurück? *WM* 1988, 1713.

Eisele/Walter, Motive für den Rückzug von der Börse – Ergebnisse einer Befragung deutscher Going Private-Unternehmen, *Zfbf* 2006, 807.

Fidler, Private Enforcement - Rechtstheorie und Rechtswirklichkeit im Wettbewerbs- und Kapitalmarktrecht, *JBl* 2018, 81.

Fidler/Winner, Acting in Concert und seine Rechtsfolgen, *GesRZ* 2017, 221.

Fleischer/Bong, Gradmesser gesellschaftsvertraglicher Gestaltungsfreiheit: Abfindungsklauseln in Personengesellschaft und GmbH, WM 2017, 1964.

Habersack, Verhinderungsverbot und Pflichtangebotsregel – Eckpfeiler des europäischen Übernahmerechts? ZHR 2017, 603.

Heldt/Royé, Das Delisting-Urteil des BVerfG aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive, AG 2012, 660.

Hopt, 50 Jahre Anlegerschutz und Kapitalmarktrecht: Rückblick und Ausblick, WM 2009, 1873.

Hopt, Grundsatz- und Praxisprobleme nach dem Wertpapierhandelsgesetz - insbesondere Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität, ZHR 1995, 135.

K. Schmidt, Macrotron oder: weitere Ausdifferenzierung des Aktionärsschutzes durch den BGH, NZG 2003, 601.

Kalss, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 366.

Kalss, Geregelt Märkte dürfen keine Einbahnstraße sein! EuZW 2016, 321.

Kalss/Winner, Umgründungs- und Übernahmerechts – Versuch einer Synthese, ÖBA 2000, 51.

Karami/Schuster, Anlegerschutz beim Börsenrückzug im Spannungsfeld zwischen Rechtsdogmatik, Jurisprudenz und Rechtstatsachenforschung – Problemskizze und Würdigung aus ökonomischer Sicht, CF 2016, 106.

Koch/Harnos, Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktionärsschutz, NZG 2015, 729.

Koppensteiner, Über den Rückzug von der Börse, RdW 2015, 549.

Morell, Gefahr erkannt, Gefahr gebannt? Ist eine Abfindung beim regulären Delisting aus Effizienzsicht überhaupt geboten? ZBB 2016, 67.

ders, Rechtssicherheit oder Einzelfallgerechtigkeit im neuen Recht des Delistings, AcP 2017, 61.

Nicolussi, „Kaltes“ Delisting als Konsequenz der Verschmelzung zweier Aktiengesellschaften, GesRZ 2013, 124.

dies, Änderung der BGH-Judikatur zum Delisting, GesRZ 2013, 308.

Pfüller/Anders, Delisting-Motive vor dem Hintergrund neuerer Rechtsentwicklungen, NZG 2003, 459.

Riss/Winner/Wolfbauer, Delisting – höchste Zeit für eine Regelung! ZFR 2017, 209.

Rock, Securities Regulation as Lobster Trap: A Credible Commitment Theory of Mandatory Disclosure, *Cardozo Law Review*, 2002, 675.

Schulz/Wieneke, Delisting ausländischer Emittenten, *NZG* 2017, 449.

Seibt/Wollenschläger, Downlisting einer börsennotierten Gesellschaft ohne Abfindungsangebot und Hauptversammlungsbeschluss, *AG* 2009, 807.

Siebel, Delisting von Anleihen sowie Folgen eines Delisting bei verbrieften Bezugsrechten und Indezertifikaten, *ZGR* 2002, 842.

Steck, „Going private“ über das UmwG, *AG* 1998, 460.

Thomale/Walter, Delisting als Regulierungsaufgabe, *ZGR* 2016, 679.

Wiedemann, Der Kapitalanlegerschutz im deutschen Gesellschaftsrecht, *BB* 1975, 1591.

Wieneke, Aktien- und kapitalmarktrechtlicher Schutz beim Delisting nach dem FRoSTA-Beschluss des BGH, *NZG* 2014, 22.

Wimmer, Neues zum Delisting von Gesetzgeber und OGH, *ÖBA* 2017, 678.

Zollner, Einbahnstrasse Börsenotierung? Delisting nach österreichischem Recht, *GeS* 2004, 140.

ders, Einbahnstrasse Börsenotierung? Delisting nach österreichischem Recht, *GeS* 2004, 208.