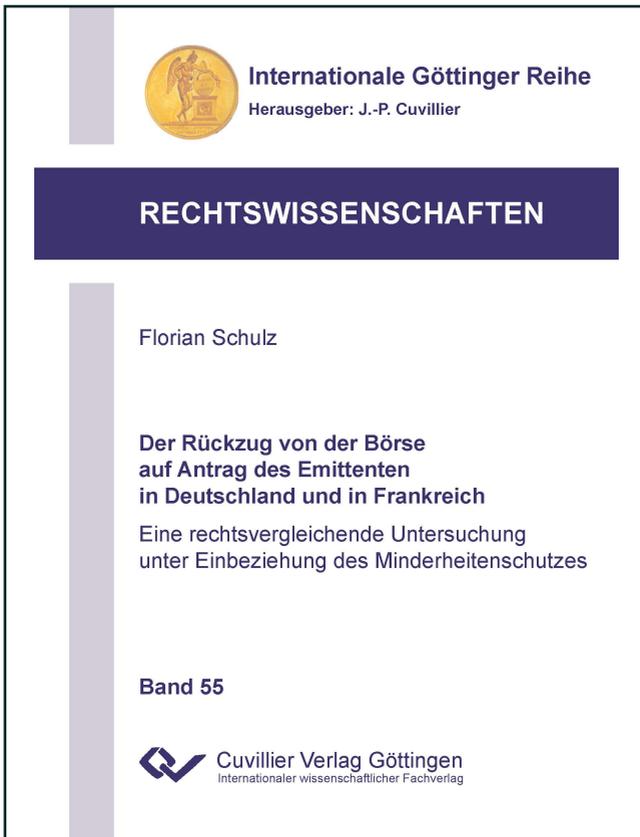




Florian Schulz (Autor)

## **Der Rückzug von der Börse auf Antrag des Emittenten in Deutschland und in Frankreich**

Eine rechtsvergleichende Untersuchung unter Einbeziehung des Minderheitenschutzes



<https://cuvillier.de/de/shop/publications/6767>

Copyright:

Cuvillier Verlag, Inhaberin Annette Jentsch-Cuvillier, Nonnenstieg 8, 37075 Göttingen, Germany

Telefon: +49 (0)551 54724-0, E-Mail: [info@cuvillier.de](mailto:info@cuvillier.de), Website: <https://cuvillier.de>



# Inhaltsverzeichnis

<b>1. Teil: Einleitung .....</b>	<b>1</b>
<b>A. Gegenstand der Untersuchung.....</b>	<b>5</b>
I. Begriffsbestimmung: Delisting und Radiation.....	5
II. Bestimmung des Untersuchungsgegenstandes.....	7
1. Vollständiges reguläres Delisting .....	7
2. Downlisting.....	8
3. Börsenpräsenzreduktion.....	8
4. Cold Delisting .....	9
III. Ziel der Untersuchung .....	10
<b>B. Gang der Untersuchung.....</b>	<b>11</b>
<b>2. Teil: Einführung in das deutsche und französische Kapitalmarktrecht.....</b>	<b>12</b>
<b>A. Rechtsgrundlagen des Kapitalmarktrechts .....</b>	<b>12</b>
I. Französische Rechtsgrundlagen .....	16
1. Code monétaire et financier.....	16
2. Code de Commerce.....	18
3. Règlement Général der Autorité des Marchés Financiers .....	18
4. Marktregeln des Börsenbetreibers Euronext Paris SA .....	22
II. Deutsche Rechtsgrundlagen .....	23
1. Wertpapierhandelsgesetz .....	23
2. Börsengesetz .....	24
3. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz.....	24
4. Aktiengesetz.....	25
5. Börsenordnungen der deutschen Wertpapierbörsen .....	25
<b>B. Organisation der deutschen und französischen Märkte.....</b>	<b>26</b>
I. Deutsche Handelsplätze.....	27
1. Regulierte Märkte .....	29
a) Börse als regulierter Markt .....	31
b) Börsenbetreiber und Börsenerlaubnis.....	32
c) Börsenordnung .....	34
d) Börsensegmente der Frankfurter Wertpapierbörse .....	35



e)	Zulassung von Aktien zum Börsenhandel (Börsenzulassung) .....	36
f)	Emittentenpflichten im regulierten Markt .....	38
g)	Beendigung der Börsenzulassung durch Widerruf.....	41
2.	Freiverkehr .....	45
a)	Freiverkehr als nicht-regulierter Markt .....	45
b)	Freiverkehrsbetreiber .....	46
c)	Allgemeine Geschäftsbedingungen .....	46
d)	Freiverkehrssegmente.....	47
e)	Einbeziehung in den Freiverkehr.....	48
f)	Einbeziehungsfolgplichten im Freiverkehr.....	50
g)	Beendigung der Einbeziehung in den Freiverkehr .....	53
3.	Übersicht zu den deutschen Märkten .....	54
II.	Französische Handelsplätze .....	55
1.	Regulierte Märkte.....	58
a)	Regulierter Markt und Marktunternehmen.....	62
b)	Anerkennung der Eigenschaft als regulierter Markt .....	63
c)	Marktregeln .....	66
d)	Compartiments des Euronext Paris .....	69
e)	Zulassung von Aktien zum regulierten Markt (Marktzulassung).....	71
f)	Emittentenpflichten im regulierten Markt .....	77
(aa)	Rückblick : Der Appel public à l'épargne .....	78
(bb)	Reform des Appel public à l'épargne im Jahr 2009.....	85
(cc)	Emittentenpflichten im regulierten Markt .....	89
(1)	Periodische Informationspflichten .....	90
(2)	Laufende Informationspflichten .....	91
(3)	Pflichten aus den Euronext-Marktregeln.....	91
g)	Beendigung der Marktzulassung durch Löschung .....	92
2.	Multilaterale Handelssysteme .....	97
a)	Einfaches multilaterales Handelssystem Marché Libre .....	99
(aa)	Marktordnung .....	100
(bb)	Einschreibung in den Marché Libre .....	101
(cc)	Pflichten im Marché Libre.....	103
(dd)	Rückzug aus dem Marché Libre .....	104
b)	Organisiertes multilaterales Handelssystem Alternext Paris .....	105
(aa)	Marktregeln .....	107
(bb)	Zulassung im Alternext Paris .....	108
(cc)	Emittentenpflichten im Alternext Paris .....	110
(dd)	Rückzug aus dem Alternext Paris .....	112
3.	Übersicht zu den französischen Märkten .....	113
III.	Vergleichende Übersicht zu den regulierten Märkten .....	114



<b>C. Börsen- und Kapitalmarktaufsichtsbehörden .....</b>	<b>115</b>
I. Deutsche Kapitalmarktaufsicht .....	115
1. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht .....	115
2. Börsenaufsichtsbehörden der Länder .....	116
3. Handelsüberwachungsstellen der Börsen .....	116
II. Französische Kapitalmarktaufsicht .....	117
1. Autorité des Marchés Financiers .....	117
2. Handelsaufsicht durch das Marktunternehmen .....	121
<b>3. Teil: Länderbericht Frankreich .....</b>	<b>122</b>
<b>A. Vollständiges reguläres Delisting .....</b>	<b>129</b>
I. Radiall-Entscheidung des Pariser Handelsgerichts .....	129
II. Voraussetzungen des regulären Delisting .....	136
1. Anforderungen des Code monétaire et financier .....	136
2. Anforderungen der Euronext-Marktregeln .....	142
a) Möglichkeit eines regulären Delisting .....	142
b) Antragsvoraussetzungen .....	145
(aa) Delisting bei einem Streubesitz unterhalb von 5 % .....	149
(bb) Delisting mangels ordnungsgemäßem Aktienhandel .....	157
c) Ermessensspielraum des Marktunternehmens .....	161
3. Anforderungen des Code de commerce .....	164
4. Rechtsschutzmöglichkeiten .....	166
a) Rechtsschutzmöglichkeiten des Emittenten .....	166
b) Rechtsschutzmöglichkeiten des Anlegers .....	169
III. Schutz der Aktionäre beim regulären Delisting .....	170
1. Vorübergehende Einschreibung der gelöschten Aktien in das Compartiment des Valeurs radiées du Marché Réglementé .....	172
2. Abfindungsangebot an die Minderheitsaktionäre .....	174
a) Geschichtliche Entwicklung .....	176
b) Lehre vom Bruch des Investitionsvertrags .....	179
c) Öffentliches Rückzugsangebot auf Antrag des Minderheitsaktionärs .....	182
(aa) Antrag des Minderheitsaktionärs bei der Autorité des Marchés Financiers .....	184
(bb) Entscheidung der Autorité des Marchés Financiers über den Antrag des Minderheitsaktionärs .....	184
(1) Ermessensspielraum der Autorité des Marchés Financiers .....	185
(2) Rechtsschutz gegen die Ablehnung des Antrages .....	187
(cc) Angebot des Mehrheitsaktionärs .....	188
(dd) Angemessenheitsbescheinigung des Sachverständigers .....	189



(ee) Gestattung des Angebotsentwurfs durch die Autorité des Marchés Financiers .....	192
(ff) Rechtsschutz des Minderheitsaktionärs.....	195
<b>B. Downlisting in den Alternext Paris .....</b>	<b>198</b>
I. Voraussetzungen des Downlisting-Verfahrens.....	201
1. Börsenkaptalisierung unter einer Milliarde Euro .....	203
2. Ausreichende Streuung der Aktien im Publikum.....	204
3. Information der Öffentlichkeit .....	205
4. Beschluss der Hauptversammlung .....	208
5. Entscheidung des Euronext-Marktunternehmens.....	209
6. Kein Abfindungsangebot an dissentierende Aktionäre .....	210
II. Schutz der Aktionäre beim Downlisting in den Alternext Paris .....	211
1. Mitteilungspflichten bei Veränderung von Beteiligungsschwellen .....	212
2. Anwendbarkeit der Vorschriften über die öffentlichen Erwerbs-, Übernahme- und Rückzugsangebote .....	213
<b>C. Marktpräsenzreduktion.....</b>	<b>218</b>
I. Antragsvoraussetzungen .....	221
II. Entscheidung des Marktunternehmens Euronext Paris .....	223
III. Ablauf des geordneten Marktrückzugverfahrens .....	223
IV. Informationspflichten.....	225
<b>D. Übersicht : Rückzugswege aus dem Euronext Paris .....</b>	<b>228</b>
<b>E. Exkurs: Rückzug aus dem nicht-regulierten Markt .....</b>	<b>230</b>
I. Rückzug aus dem Alternext Paris .....	230
II. Rückzug aus dem Marché Libre.....	231
1. Rückzug der Aktien durch Euronext Paris SA .....	234
2. Rückzug nach Abgabe eines freiwilligen Erwerbsangebots durch den Mehrheitsaktionär .....	235
a) Abgabe eines freiwilligen Erwerbsangebotes .....	236
b) Information der Aktionäre.....	236



<b>4. Teil: Länderbericht Deutschland</b> .....	<b>238</b>
<b>A. Vollständiges reguläres Delisting</b> .....	<b>246</b>
I. Anforderungen des Börsengesetzes.....	247
II. Anforderungen der Börsenordnungen.....	249
1. Antrag des Emittenten .....	251
2. Ermessensspielraum der Börsengeschäftsführung.....	251
a) Ausreichend Zeit für eine Veräußerung über die Börse .....	253
b) Kein funktionierender Börsenhandel zum Zeitpunkt des Antrags .....	254
3. Wirksamwerden des Widerrufs .....	259
III. Anforderungen des Gesellschaftsrechts.....	262
1. Macroton-Urteil des Bundesgerichtshofs .....	263
2. Lindner/MVS-Entscheidungen des Oberlandesgerichts München und des Kammergerichts Berlin .....	266
3. Lindner/MVS-Urteil des Bundesverfassungsgerichts.....	266
4. Frosta-Beschluss des Bundesgerichtshofs .....	268
IV. Rechtsschutzmöglichkeiten .....	271
1. Rechtsschutzmöglichkeiten des Emittenten.....	271
2. Rechtsschutzmöglichkeiten des Anlegers.....	272
<b>B. Downlisting in den Freiverkehr</b> .....	<b>276</b>
I. Downlisting in den einfachen Freiverkehr .....	277
II. Downlisting in den qualifizierten Freiverkehr .....	279
<b>C. Börsenpräsenzreduktion</b> .....	<b>281</b>
<b>D. Übersicht: Rückzugswege aus der Frankfurter Wertpapierbörse</b> .....	<b>284</b>
<b>E. Exkurs: Rückzug aus dem Freiverkehr</b> .....	<b>285</b>
I. Beendigung der Einbeziehung in den einfachen Freiverkehr.....	285
II. Beendigung der Einbeziehung in den qualifizierten Freiverkehr .....	286



<b>5. Teil: Rechtsvergleichende Betrachtung</b> .....	<b>288</b>
<b>A. Grundsätzliche Unterschiede des deutschen und         französischen Börsen- und Kapitalmarktrechts</b> .....	<b>288</b>
<b>B. Vergleich der einzelnen Rückzugsvoraussetzungen         unter Einbeziehung der Anlegerschutzmechanismen</b> .....	<b>294</b>
I. Vollständiger Rückzug aus dem regulierten Markt .....	296
II. Wechsel aus dem regulierten in den nicht-regulierten Markt .....	304
1. Wechsel in den Alternext Paris bzw. in den Entry Standard .....	304
2. Wechsel in den Marché Libre bzw. in das Quotation Board .....	310
III. Börsen- bzw. Marktpräsenzreduktion .....	312
<b>C. Zusammenfassung der Rückzugsvoraussetzungen         und Anlegerschutzmechanismen in tabellarischer Form</b> .....	<b>314</b>
I. Vergleich der Voraussetzungen des vollständigen Rückzugs aus dem regulierten Markt Euronext Paris bzw. Frankfurter Wertpapierbörse .....	314
II. Vergleich der Voraussetzungen des Wechsels aus dem regulierten Markt in den Alternext Paris bzw. in den Entry Standard .....	315
III. Vergleich der Voraussetzungen des Wechsels aus dem regulierten Markt in den Marché Libre bzw. in das Quotation Board .....	316
IV. Vergleich der Voraussetzungen der Börsen- bzw. Marktpräsenzreduktion .....	317
<b>6. Teil: Fazit</b> .....	<b>318</b>



<b>7. Teil: Anhang.....</b>	<b>322</b>
<b>A. Gesetze und Vorschriften zum Länderbericht Frankreich.....</b>	<b>323</b>
I. Auszug aus dem Code monétaire et financier .....	323
1. Regulierter Markt.....	323
2. Marktunternehmen.....	324
3. Anerkennung der Eigenschaft als regulierter Markt.....	324
4. Marktregeln.....	325
5. Pflichten des Marktunternehmens .....	326
6. Zulassung von Aktien zum regulierten Markt (Marktzulassung).....	327
7. Löschung von Aktien aus dem regulierten Markt .....	330
8. Multilaterales Handelssystem .....	332
9. Öffentliche Erwerbs- und Übernahmeangebote .....	334
10. Öffentliche Pflichtangebote .....	335
11. Öffentliche Rückzugsangebote und Zwangsausschlussverfahren .....	337
12. Anwendbarkeit der öffentlichen Erwerbs-, Übernahme- und Rückzugsangebote in dem organisierten multilateralen Handelssystem Alternext Paris nach einem Downlisting .....	341
13. Meldepflichten bei bedeutenden Beteiligungen .....	342
14. Legislativbefugnis der Finanzmarktaufsichtsbörde .....	342
II. Auszug aus dem Code de commerce .....	345
1. Aktie.....	345
2. Meldepflichten bei Veränderung von Beteiligungsschwellen im regulierten Markt .....	346
3. Meldepflichten bei Veränderungen von Beteiligungsschwellen in dem organisierten multilateralen Handelssystem Alternext Paris nach einem Downlisting .....	348
4. Handeln in Abstimmung.....	349
5. Kontrolle über eine Gesellschaft.....	350
III. Auszug aus dem Règlement Général der Autorité des Marchés Financiers .....	351
1. Organisiertes multilaterales Handelssystem .....	351
2. Öffentliche Erwerbs-, Übernahme- und Rückzugsangebote .....	352
a) Öffentliche Pflichtangebote .....	353
b) Öffentliche Rückzugsangebote.....	355
(aa) Öffentliches Rückzugsangebot auf Antrag des Minderheitsaktionärs .....	355
(bb) Öffentliches Rückzugsangebot des Mehrheitsaktionärs.....	356
(cc) Öffentliches Rückzugsangebot infolge eines Formwechsel einer Aktiengesellschaft in eine Kommanditgesellschaft auf Aktien .....	357
(dd) Öffentliches Rückzugsangebot infolge wesentlicher Strukturänderungen.....	359



c) Angebotsverfahren .....	361
d) Angebotsprüfung .....	364
e) Bestellung eines unabhängigen Sachverständigen .....	366
3. Zwangsausschlussverfahren .....	369
a) Zwangsausschluss im Anschluss an ein öffentliches Rückzugsangebot...	369
b) Zwangsausschluss im Anschluss an jedes öffentliche Erwerbs- oder Übernahmeangebot.....	373
4. Besondere Vorschriften für die organisierten multilateralen Handelssysteme betreffend die öffentlichen Angebote.....	377
IV. Auszug aus den Marktregeln für den regulierten Markt Euronext .....	380
1. Löschung von Aktien, Euronext-Marktregeln Buch I.....	380
a) Euronext-Marktregeln in der Fassung bis zum 14. Oktober 2013 .....	380
b) Euronext-Marktregeln in der Fassung vom 15. Oktober 2013.....	385
2. Löschung von Finanzinstrumenten im Euronext Paris, Euronext-Marktregeln Buch II .....	391
3. Euronext-Instruction N3-08 zur Marktpräsenzreduktion .....	394
V. Auszug aus den Marktregeln für den organisierten Markt Alternext Paris .....	398
1. Auszug aus den Alternext-Marktregeln Teil I.....	398
2. Auszug aus den Alternext-Marktregeln Teil II .....	398
VI. Auszug aus der Marktordnung für den Marché Libre .....	401
1. Rückzug aus dem Marché Libre.....	401
2. Rückzug aus dem Teilbereich der vom regulierten Markt gelöschten Wertpapiere .....	403
<b>B. Gesetze und Vorschriften zum Länderbericht Deutschland .....</b>	<b>404</b>
I. Auszug aus dem Börsengesetz.....	404
II. Auszug aus der Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse ...	405
III. Auszug aus den Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse.....	408
<b>Abbildungsverzeichnis .....</b>	<b>409</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>410</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>430</b>