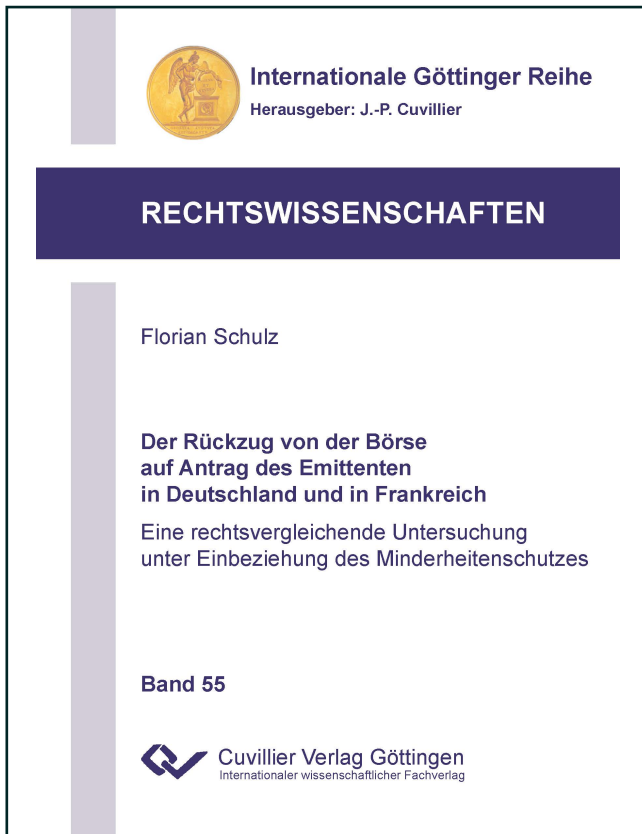




Florian Schulz (Autor)

## **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>



## 1. Teil: Einleitung

Der Gang von der Börse – *le retrait de la cote* – ist in Deutschland und in Frankreich kein völlig neues Phänomen mehr. Angesichts immer strenger werdenden börsenrechtlichen Publizitäts- und Transparenzpflichten und mit Blick auf den steigenden Kostenaufwand der Börsennotierung verlieren immer mehr Aktiengesellschaften das Interesse an ihrer Börsenzulassung. Sie entscheiden sich für einen vollständigen Rückzug von der Börse oder wechseln zunehmend von dem regulierten Markt in ein nicht-reguliertes und somit kostengünstigeres Marktsegment.<sup>1</sup>

Trotz dieser steigenden Rückzugstendenzen sind die Anforderungen an den Börsenrückzug in beiden Ländern nur bruchstückhaft im Gesetz geregelt. Im Mittelpunkt der rechtswissenschaftlichen Debatte steht dabei – in Frankreich wie in Deutschland – die Frage nach dem gerechten Ausgleich zweier sich widerstrebender Interessen: da ist zum einen die Unternehmensführung der emittierenden Gesellschaft im Verbund mit dem oder den Großaktionären, die die mit der Börsenpräsenz verbundenen Pflichten und Kosten nicht länger tragen möchten oder zu tragen vermögen, und zum anderen die Kleinaktionäre als Anleger, die aufgrund des Börsenrückzugs die Handelsmöglichkeit auf dem bisherigen Handelsplatz verlieren und demzufolge eine Veräußerung und die damit verbundene Desinvestition ihrer Anteile erschwert sehen. Während die Börsenpräsenz es den Aktionären ermöglichte, ihre Anteile an der Börse zu handeln sowie den Anlegern die Chance eröffnete, sich durch eine Investition in Gesellschaftsanteilen am Unternehmen zu beteiligen, so verschließt der Börsenrückzug dem Aktionär bzw. dem Anleger diese Möglichkeit wieder; dieser kann seine Anteile auf diesem Handelsplatz nicht mehr veräußern und folglich das investierte Kapital über diesen Markt auch nicht mehr zurückholen.

Während die unternehmerische Mehrheit also den Rückzug anstrebt, ist der Minderheit gerade an der Aufrechterhaltung des *status quo* oder zumindest an einem Ausgleich für die erschwerte Handels- und Desinvestitionsmög-

---

<sup>1</sup> Giersberg, in: FAZ vom 21.5.2013, S. 23: „Unternehmen ziehen sich von der Börse zurück“; Fournier, in: Le Monde vom 9.8.2013: „Sortir de la Bourse, pour quoi faire?“; Louit/Petrovic, in: Option Finance September 2013 (1238), S. 37.



lichkeit gelegen, denn schließlich – so der gängige Vorwurf deutscher und französischer Minderheitsaktionäre – habe man die Unternehmensbeteiligung „Aktie“ gerade in dem Vertrauen erworben (*contrat de confiance*<sup>2</sup>), diese Beteiligung auch später wieder über den Handelsplatz Börse veräußern zu können.<sup>3</sup> Dieses – beim Erwerb der Aktien – in die emittierende Gesellschaft gesetzte Vertrauen werde durch den Börsenaustritt und dem Entzug der Handelsmöglichkeit verletzt. Der französische Jurist spricht in diesem Zusammenhang mit Blick auf diesen „Vertrauensbruch“ daher auch ganz bildlich von einer *rupture du contrat d’investissement* – von einem „Bruch des Investitionsvertrages“.<sup>4</sup>

Dieser Interessenkonflikt spiegelt ein klassisches Spannungsverhältnis des Aktienrechts wider: Was einerseits für die Aktionärsmehrheit zu Vorteilen führt, erzeugt andererseits für die Aktionärsminderheit Nachteile. Im Kern interessiert also die Frage nach dem Schutz der Minderheit vor der Mehrheit.

Wie ein angemessener Ausgleich in diesen Interessengegensatz zu bringen ist, wird unter deutschen und französischen Juristen seit langem diskutiert. Im Zentrum der wissenschaftlichen Diskussion steht dabei die Ausgestaltung des gesellschaftsrechtlichen Schutzes des Minderheitsaktionärs respektive des börsen- oder kapitalmarktrechtlichen Schutzes des Anlegers. In beiden Ländern obliegt es derzeit der Rechtsprechung und der Börse bzw. dem Börsenbetreiber die gegenläufigen Interessen miteinander in Einklang zu bringen und für ein Gleichgewicht zwischen Unternehmensinteresse und Anlegerchutz zu sorgen. Bisher wurde sowohl auf deutscher als auch auf französischer Seite versucht, dieses Gleichgewicht mithilfe von Austrittsrechten – sogenannten *droits de sortie* – in Form von Kauf- bzw. Abfindungsangeboten (die in Frankreich als *offres publiques de retrait* bezeichnet werden) seitens des Emittenten oder des Mehrheitsaktionärs an die dissentierenden Minder-

---

<sup>2</sup> *Schmidt/Bay*, in: *Revue de droit bancaire* 1991, S. 182 (190) sprechen in diesem Zusammenhang von einem „Vertrauensvertrag“, den der Aktionär als Anleger beim Erwerb der Aktie sozusagen „konkudent“ mit der emittierenden Gesellschaft abschließt. *Morin*, in: *RTD com.* 2000, S. 299 Rn. 33 fasst diesen Gedanken wie folgt zusammen: „L’actionnaire a acquis ses titres au regard d’une certaine majorité et a fait confiance aux majoritaires dans la mesure où il pouvait quitter la société en revendant ses titres sur le marché“.

<sup>3</sup> VG Frankfurt a. M., *Urteil* vom 17.6.2002 -9 E 2285/01 = *NJOZ* 2002, S. 1907 (1909).

<sup>4</sup> Die Vorstellung bzw. Lehre vom sogenannten „Bruch des Investitionsvertrages“ führten *Schmidt/Bay*, in: *Revue de droit bancaire* 1991, S. 182 (190) in das französische Recht ein.



heitsaktionäre bzw. Kleinanleger herzustellen. Der Verlust der Handelsmöglichkeit wurde also bislang mithilfe dieser Austrittsrechte kompensiert.

Nunmehr stellen jedoch zwei aktuelle Urteile in Deutschland und in Frankreich die Erforderlichkeit dieser Ausgleichsinstrumente in Frage und bringen neue Bewegung in die Börsenrückzugsdebatte.

Nachdem sich am 11. Juli 2012 in Deutschland erstmals das Bundesverfassungsgericht<sup>5</sup> mit diesem Thema zu befassen hatte und der längjährigen *Macroton*-Rechtsprechung<sup>6</sup> des Bundesgerichtshofs aus dem Jahre 2002 – wonach ein Börsenrückzug nur mit Zustimmung der Hauptversammlung und Unterbreitung eines Kaufangebotes an opponierende Aktionäre zu betreiben war – die verfassungsrechtliche Grundlage entzogen hatte, gab der Bundesgerichtshof in seinem *Frosta*-Beschluss<sup>7</sup> vom 8. Oktober 2013 seine bisherige *Macroton*-Rechtsprechung auf. Seitdem bedarf es für den Börsenrückzug in Deutschland weder eines Hauptversammlungsbeschlusses, noch eines Abfindungsangebotes an Kleinaktionäre.

Auf französischer Seite entschied am 14. Dezember 2012 das auf Börsenfragen spezialisierte Pariser Handelsgericht *Tribunal de Commerce*<sup>8</sup> in einem Grundsatzurteil (das sogenannte *Radiall*<sup>9</sup>-Urteil), dass der Rückzug von der Börse im Verhältnis zum Squeeze-out ein eigenständiges Verfahren darstellen kann, welches auch ohne die Abgabe von Kauf- bzw. Abfindungsangeboten durchgeführt werden darf, sofern für die betroffenen Aktien kein liquider Markt mehr besteht. In diesem Zusammenhang hat die französische Finanzmarktaufsichtsbehörde, die *Autorité des Marchés Financiers*, im Sommer 2013 den französischen Börsenbetreiber Nyse Euronext Paris SA aufgefordert, seine Marktregeln im Hinblick auf das Börsenrückzugsverfahren zu überarbeiten, und für mehr Rechtsklarheit zu sorgen.<sup>10</sup> Seitdem debattieren

---

<sup>5</sup> BVerfG, *Urteil* vom 11.7.2012 – 1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08 – *Lindner/MVS* = NJW 2012, S. 3081 = NZG 2012, S. 826 = AG 2012, S.557.

<sup>6</sup> BGH, *Urteil* vom 25.11.2002 – II ZR 133/01 – *Macroton* = NJW 2003, S. 1032 = NZG 2003, S. 280 = AG 2003, S. 273.

<sup>7</sup> BGH, *Beschluss* vom 8.10.2013 – II ZB 26/12 – *Frosta* = NJW 2014, S. 146.

<sup>8</sup> Tribunal de Commerce Paris, 16e ch., *Urteil* vom 14.12.2012, Nr. 2011031755, SA *Radiall c/ SA Euronext Paris et SAS Orfim* = BJB 2013, S. 192 – *Radiall*.

<sup>9</sup> Die *Radiall SA* ist ein französischer Hersteller für Flugzeug- und Raketentechnologie.

<sup>10</sup> Siehe die Entscheidung der AMF vom 9.7.2013 (Décision du 9 juillet 2013 relative aux modifications du Livre I des règles harmonisées d'Euronext concernant l'admission et les



die Akteure am Pariser Börsenplatz über mögliche Änderungen der börsenrechtlichen Rückzugsvorschriften.<sup>11</sup> Das Urteil vom 14. Dezember 2012 liegt derzeit im Berufungsverfahren dem Pariser Berufungsgericht, dem *Cour d'Appel de Paris*, vor. Eine Entscheidung steht noch aus.

Beide gerichtlichen Entscheidungen waren mit Spannung erwartet worden und wecken nun gleichermaßen das rechtswissenschaftliche Interesse. Mit Blick auf die Auswirkungen dieser Rechtsprechung sind sich deutsche<sup>12</sup> und französische<sup>13</sup> Juristen und Unternehmensberater nämlich weitestgehend einig: Für Unternehmen wird es zukünftig leichter und billiger sich von der Börse zu verabschieden. Die Gerichte hätten den Weg für einen Börsenrückzug ohne Austritts- respektive Ausgleichsrechte für Minderheitsaktionäre bzw. Kleinanleger geöffnet. Gleichzeitig sehen letztere nunmehr den Gesetzgeber gefordert. Dieser soll sich stärker für einen Anlegerschutz einsetzen und das börsenrechtliche Rückzugsverfahren sowie seine Voraussetzungen endlich gesetzlich regeln.<sup>14</sup>

---

obligations permanentes des émetteurs). Nyse Euronext Paris SA prüft gegenwärtig zusammen mit den am Handel teilnehmenden Wertpapierdienstleistungsunternehmen mögliche Änderungsvorschläge.

<sup>11</sup> *Louit/Petrovic*, in: *Option Finance* 2013 (1238), S. 37.

<sup>12</sup> *Seulen*, in: *Börsen-Zeitung* vom 16.11.2013, S. 13; *Wasse*, in: *Deutscher AnwaltsSpiegel*, 15. Ausgabe vom 15.7.2012; *Goetz*, in: *BB* 2012, S. 2767.

<sup>13</sup> *Louit/Petrovic*, in: *Option Finance* 2013 (1238), S. 37; *Laprade*, in: *Option Finance* 2012,

<sup>14</sup> *Wadewitz*, in: *Börsen-Zeitung* vom 13.11.2013, S. 13; *Ehrensberger*, in: *Euro am Sonntag* vom 16.11.2013, S. 6; *Laprade*, in: *BJB* 2012, S. 571.



## A. Gegenstand der Untersuchung

Der Rückzug von der Börse ist spiegelbildlich das Gegenstück zum Gang an die Börse. Beginnt mit der Börsenzulassung und der Börseneinführung die Präsenz einer Aktiengesellschaft auf einem öffentlich-regulierten Handelsplatz, so beendet der Börsenrückzug diese Präsenz wieder. Während der Gang an die Börse – das sogenannte *Going Public* – in Deutschland wie in Frankreich Gegenstand detaillierter, teils minutiöser gesetzlicher und verordnungsrechtlicher Regelungen bildet, sind die Voraussetzungen an den Börsenrückzug (*retrait de la cote*) nur fragmentarisch kodifiziert. Zwar steht für die Unternehmen zunächst die Frage nach den Voraussetzungen für den Börsengang im Vordergrund. Doch werden sie langfristig auch ein Augenmerk auf die Frage nach den Voraussetzungen für einen möglicherweise später in Betracht kommenden Börsenrückzug lenken. Beide Länder überlassen hierbei die nähere Ausgestaltung den Börsenordnungen bzw. den sogenannten Marktregeln (*Règles de marché*), die unterschiedliche Regelungen getroffen haben.

### I. Begriffsbestimmung: Delisting und Radiation

Der Rückzug einer Aktiengesellschaft von der Börse wird in Deutschland unter dem anglo-amerikanischen Begriff des *Delisting* diskutiert. In Frankreich wird die Bezeichnung *Radiation* gebraucht. Beide Termini haben in der deutschen Übersetzung die gleiche Bedeutung. So leitet sich das *Delisting* von dem englischen Verb *to delist* ab, und bedeutet wörtlich übersetzt „etwas von der Liste nehmen“ bzw. „etwas nicht mehr auf der Liste führen“. Die französische *Radiation* leitet sich von dem Verb *radier* ab, und bedeutet wörtlich übersetzt „etwas streichen“ bzw. „etwas löschen“. Gemeint ist in diesem Zusammenhang in beiden Fällen die Liste, in der die festgestellten Börsenpreise notiert, also aufgeschrieben werden.<sup>15</sup>

Börsennotiert bzw. *cotée* im Sinne des deutschen und französischen Rechts sind Gesellschaften, deren Aktien zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind (*les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé*).<sup>16</sup>

<sup>15</sup> Krolow, in: Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt, S. 4.

<sup>16</sup> Für die deutsche Rechtsordnung wird die börsennotierte Aktiengesellschaft seit dem Gesetz vom 27.4.1998, BGBI. I, S. 786 (KonTraG, BT.-Drs. 13/9712, S. 12) in § 3 Abs. 2 AktG legaldefiniert. Hierin heißt es: „Börsennotiert im Sinne dieses Gesetzes sind Gesellschaften,



Ein regulierter Markt wird gemäß den Vorgaben der Finanzmarktrichtlinie<sup>17</sup> in beiden Rechtsordnungen als ein Handelsplatz verstanden, der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird.<sup>18</sup> Hierzu zählen beispielsweise der *Prime Standard* und der *General Standard* der Frankfurter Wertpapierbörse sowie der *Euronext Paris* der Pariser Börse Euronext Paris.<sup>19</sup>

Gesellschaften, deren Aktien in Deutschland lediglich in den Freiverkehr einer Börse (wie z. B. im Frankfurter Freiverkehr *Open Market* das *Quotation Board* oder der *Entry Standard*) einbezogen bzw. in Frankreich in ein multilaterales Handelssystem (wie z. B. der *Marché Libre* oder der *Alternext Paris*) eingeschrieben und gehandelt werden, sind daher nicht börsennotiert im Rechtssinne.<sup>20</sup> Mangels Börsennotierung können diese Aktien nicht *delisted* oder *radiées* werden. Ein *Delisting* bzw. eine *Radiation* ist deshalb nicht mit dem Rückzug vom Kapitalmarkt allgemein gleichzusetzen.

Als *Delisting* ist im Folgenden nur der Rückzug vom regulierten Markt zu verstehen. Dieser erfolgt durch die Beendigung der Zulassung der Aktien zum Handel im regulierten Markt.<sup>21</sup> Mit der Beendigung der Zulassung wird automatisch auch die Notierung eingestellt, mit der Folge, dass für die Aktie kein Börsenpreis mehr festgestellt wird und die Börsenleitung sie von der

---

deren Aktien zu einem Markt zugelassen sind, der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird, regelmäßig stattfindet und für das Publikum mittelbar oder unmittelbar zugänglich ist.“ *Paschos/Klaaßen*, in: ZIP 2013, S. 154. Für die französische Rechtsordnung wird die *société cotée* seit dem Gesetz Nr. 96-597 vom 2.7.1996, das der Umsetzung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie 93/22/EWG diene (Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières - *MAF*; JORF, Nr. 154, 4.7.1996, S. 10063), als eine Gesellschaft verstanden, deren Aktien zum Handel in einem regulierten Markt zugelassen sind. *Portier/Pallotto*, in: APIS 2008 (102), S. 48 (49); *Daigre*, in: Revue des sociétés 1999, S. 535; *Elineau*, in: Retrait de la cote, JurisClasseur Banque-Crédit-Bourse, Fasc. 2150 Rn. 2.

<sup>17</sup> Siehe Art. 4 Abs. 1 Nr. 14 iVm. Art. 36 Richtlinie 2004/39/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente. Sie wird aufgrund der englischen Fassung „Markets in Financial Instruments Directive“ auch als MiFID-Richtlinie bezeichnet. Im Folgenden wird die Bezeichnung „Finanzmarktrichtlinie“ gewählt.

<sup>18</sup> Vgl. § 32 BörsG und Art. L. 421-1 Abs. 1 Code mon. fin. Siehe zu den deutschen und französischen regulierten Märkten die Vorschriften im Anhang.

<sup>19</sup> Die beiden regulierten Märkte werden im Folgenden im 2. Teil näher betrachtet.

<sup>20</sup> *Doralt/Direger*, in: Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, § 3 Rn. 38; *Krolop*, in: Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt, S. 4; *Portier/Pallotto*, in: APIS 2008 (102), S. 48; *Elineau*, in: Retrait de la cote, JurisClasseur Banque-Crédit-Bourse, Fasc. 2150 Rn. 2.

<sup>21</sup> Dieses Verständnis entspricht der deutschen Gesetzesbegründung (zu § 43 Abs. 4 BörsG in der Fassung vom 9.9.1998 – nunmehr § 39 Abs. 2 BörsG, die das *Delisting* ausdrücklich als „Beendigung der Zulassung (sogenanntes De-Listing)“ bezeichnet, BT-Drs. 13/8933, S. 57) sowie Art. 42 des französischen Gesetzes Nr. 96-597, der die *Radiation* als das Gegenstück zur Zulassung versteht; *Laprade*, in: Admission sur Euronext Paris et radiation, Rép. soc. Rn. 92.



Liste der notierten Wertpapiere nimmt. Damit ist die Aktie *delistet* bzw. *radiée*.

## II. Bestimmung des Untersuchungsgegenstandes

Die deutsche und die französische Rechtsordnung kennen verschiedene Wege, die zu einer Beendigung der Zulassung zum regulierten Markt und damit zu einem *Delisting* bzw. zu einer *Radiation* der notierten Aktien führen können. Der Börsenrückzug hat in beiden Ländern viele Gesichter und kann mithilfe vielseitiger rechtlicher Gestaltungsmöglichkeiten erreicht werden.<sup>22</sup>

Die vorliegende Arbeit untersucht allein den sogenannten „freiwilligen“ Börsenrückzug: hier erfolgt die Beendigung der Börsenzulassung, weil der Emittent bei der Börsenleitung einen entsprechenden Antrag stellt. Die französische Terminologie lautet gleichermaßen: *radiation à la demande de l'émetteur*.

Der Rückzug auf Antrag des Emittenten wird in Deutschland als *reguläres Delisting*<sup>23</sup> und in Frankreich als *Radiation volontaire*<sup>24</sup> verstanden. Im Zusammenhang mit dem regulären Delisting sollen im Rahmen der vorliegenden Arbeit folgende Rückzugskonstellationen untersucht werden:

### 1. Vollständiges reguläres Delisting

Will ein Emittent die aufwendigen Zulassungsfolgepflichten nicht länger tragen und braucht er den Markt längerfristig nicht zur Aufnahme frischen Kapitals, so ist für ihn ein vollständiges Delisting interessant. Für ihn hat die Börsenzulassung seiner Aktien nämlich keine wirtschaftlichen Vorteile mehr. Nach der Beendigung der Börsenzulassung werden die Aktien dann in der Folge an keinem anderen regulierten oder nicht-regulierten Markt mehr weitergehandelt. Den Fall des vollständigen Delisting<sup>25</sup> versteht das französische Recht als *Radiation pure et simple*<sup>26</sup>. Die Aktionärstruktur eines Emittenten, der sich vollständig von der Börse zurückziehen will, kennzeichnet sich in

---

<sup>22</sup> Für einen Überblick zu den rechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten eines Börsenrückzugs siehe *Krolop*, in: Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt sowie *Elineau*, in: *Retrait de la cote*, JurisClasseur Banque-Crédit-Bourse, Fasc. 2150 Rn. 10.

<sup>23</sup> Gleichbedeutend wird auch der Begriff des freiwilligen Delisting gebraucht; siehe statt vieler nur *Klöhn*, in: NZG 2012, S. 1041; *Goetz*, in: BB 2012, S. 2767.

<sup>24</sup> *Demartini*, in: AMF, Lettre économique et financière vom Sommer 2006, S. 6.

<sup>25</sup> *Göckeler*, in: Müller/Rödter, Beck'sches Handbuch der AG, § 28 Rn. 1.

<sup>26</sup> *Daigre*, in: BJB 2013, S. 192; *Rameix/Giami*, in: Rapport sur le financement des pme-eti par le marché financier vom November 2011, S. 20. Die Bezeichnung „Radiation pure et simple“ bedeutet wörtlich übersetzt: „schlichte, einfache Löschung“.





der Praxis regelmäßig dadurch aus, dass ein Groß- bzw. Mehrheitsaktionär (*actionnaire majoritaire*) vorhanden ist und die vielen Kleinaktionäre (*actionnaires minoritaires*) weniger als 10 % des restlichen Aktienkapitals halten.<sup>27</sup>

## 2. Downlisting

Zunehmend scheuen die börsennotierten Gesellschaften aber lediglich die hohen Emittentenpflichten im regulierten Markt, ohne jedoch auf den Vorteil günstiger Kapitalaufnahmemöglichkeiten über den Markt verzichten zu wollen. Für sie ist ein vollständiger Rückzug von dem Kapitalmarkt insgesamt daher keine Option. Sie interessiert vielmehr der Wechsel in ein nicht-reguliertes und damit kostengünstigeres Marktsegment. Deshalb wird die Beendigung der Börsenzulassung immer häufiger mit der gleichzeitigen Aufnahme bzw. Wechsel in einen nicht-regulierten Markt verbunden. Die Aktien können dann auf diesem Markt – quasi ohne Notierungsunterbrechung (*sans interruption de cotation*) – weitergehandelt und neue Aktien ausgegeben werden. Diese Form des regulären Delisting wird im Folgenden als sogenanntes *Downlisting*<sup>28</sup> bzw. als *transfert de cotation*<sup>29</sup> bezeichnet.

## 3. Börsenpräsenzreduktion

Schließlich bietet sich einer Gesellschaft, deren Aktien an mehreren regulierten Märkten zugelassen sind – die sogenannten Mehrfachnotierungen werden als *Multiple Listings* bzw. *cotations secondaires* bezeichnet – auch die Möglichkeit, sich nur von einem regulierten – etwa einem deutschen bzw. einem französischen – Markt zu verabschieden und die übrigen Zulassungen weiter aufrecht zu erhalten. Die Aktien werden in der Folge an den übrigen regulierten Märkten einfach weiter gehandelt. Diese Form des regulären Delisting wird in Deutschland als Börsenpräsenzzrückzug<sup>30</sup> und in Frankreich als *transfert de marché*<sup>31</sup> verstanden.

---

<sup>27</sup> Thomas, in: Delisting und Aktienrecht, S. 59; Daigre, in: BJB 2013, S. 192.

<sup>28</sup> Stöber, in: BB 2014, S. 9; Kiefner/Gillessen, in: AG 2012, S. 645; Heidelberg, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar, BörsG, § 39 Rn. 11, 18. Der Wechsel des Marktsegments wird in Rechtsprechung und Literatur oft auch als Downgrading bezeichnet, siehe statt vieler nur: Bosse/Kromer, in: NZG 2012, S. 139; Klöhn, in: NZG 2012, S. 1041 (1042); BVerfG, in: NJW 2012, S. 3081.

<sup>29</sup> Cuntz, in: RDBF 2013 (3), S. 28 (30).

<sup>30</sup> Heidelberg, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar, BörsG, § 39 Rn. 11. Bisweilen findet sich auch die Bezeichnung „Teil-Delisting“; Walz, in: Schüppen/Schaub, Aktienrecht, § 50 Rn. 4, im Folgenden soll aber allein die Terminologie „Börsenpräsenzreduktion“ verwendet werden.

<sup>31</sup> Neville, in: APIS 2013 (130), 3 (15).



#### 4. Cold Delisting

Vom Untersuchungsgegenstand ausgeschlossen ist das *Cold Delisting*<sup>32</sup> bzw. die *Radiation involontaire* oder auch *Radiation automatique*<sup>33</sup>. Hiervon wird gesprochen, wenn die Börsenzulassung nicht börsenrechtlich, sondern durch gesellschaftsrechtliche Umstrukturierungs- bzw. Umwandlungsmaßnahmen erreicht wird.<sup>34</sup> Hierbei verliert die emittierende Gesellschaft – unabhängig von einem entsprechenden Antrag des Emittenten und ohne Mitwirkung der Börsenleitung – ihre kapitalmarktrechtliche Börsenfähigkeit, weil sie in der Folge entweder keine handelbaren Wertpapiere mehr emittiert oder als Gesellschaft selbst untergeht.<sup>35</sup>

Eingegangen wird hierauf nur, wenn sich im Zusammenhang mit dem Untersuchungsgegenstand unter Anlegerschutzgesichtspunkten eine Vergleichbarkeit zum Delisting auf Antrag anbietet. Desweiteren wird auch der Fall des Zwangsdelisting (die sogenannte *radiation sanction*) vom Untersuchungsgegenstand ausgenommen.<sup>36</sup> Diese Formen des Delisting werden nur der Vollständigkeit erwähnt.

---

<sup>32</sup> Pluskat, in: BKR 2007, S. 54.

<sup>33</sup> Demartini, in: AMF, Lettre économique et financière vom Sommer 2006, S. 6

<sup>34</sup> Hierzu zählen beispielsweise die Verschmelzung (*fusion-absorption*), der Formwechsel (*transformation*), das Squeeze-out (*retrait obligatoire*), die Aufspaltung (*scission*), die Eingliederung (*apport*), die übertragende Auflösung (*cession des actifs*) sowie die einfache Auflösung (*liquidation*), aber auch die Insolvenz (*insolvabilité*). Portier/Palloto, in: APIS 2008, S. 48 (50); Pluskat, in: BKR 2007, S. 54 (55); Funke, in: Minderheitenschutz im Aktienrecht beim kalten Delisting, S. 36.

<sup>35</sup> Groß, in: Kapitalmarktrecht, BörsG, § 39 Rn. 4; Krolow, in: Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt, S. 48.

<sup>36</sup> Ein Zwangsdelisting erfolgt, wenn der Emittent seine Zulassungsfolgepflichten nicht ordnungsgemäß erfüllt oder ein ordnungsgemäßer Börsenhandel mit seinen Aktien nicht gewährleistet ist, § 39 Abs. 1 BörsG sowie Art. L. 421-15 Abs. 2 Code mon. fin.; Groß, in: Kapitalmarktrecht, BörsG, § 39 Rn. 8; Laprade, in: BJB 2012, S. 571.



### III. Ziel der Untersuchung

Die vorliegende Arbeit will im Folgenden die Frage beantworten, welche Zulässigkeitsvoraussetzungen die deutsche und die französische Rechtsordnung an den Börsenrückzug auf Antrag des Emittenten stellen. Hierbei sollen die gesellschafts- bzw. kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen des Marktentlassungsverfahrens genauer untersucht werden und insbesondere ein Augenmerk darauf gelegt werden, welchen Schutz die betroffenen Anleger in der jeweiligen Rechtsordnung erfahren bzw. inwieweit der Anlegerschutz die Rückzugsmöglichkeiten der Emittenten begrenzt oder erschwert. In diesem Zusammenhang soll aufgezeigt werden, auf welche Weise die beiden Rechtsordnungen den Interessengegensatz zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionär in Ausgleich bringen. In diesem Rahmen ist auch auf die zunehmend umfangreicheren Emittentenpflichten im regulierten Markt einzugehen, die regelmäßig das ausschlaggebende Motiv für den Börsenrückzug darstellen.

Ziel der Arbeit ist es, einen tiefgehenden Einblick in die derzeit bestehende Rechtslage – unter Berücksichtigung der vergangenen und gegenwärtigen Gesetzes- bzw. Rechtsprechungsentwicklungen in den beiden Ländern – zu geben, um Erkenntnisse über etwaige Gemeinsamkeiten oder Unterschiede im Hinblick auf die nationalen Rechtstraditionen und die Schutzrichtungen ihrer Rechtsinstitute zu gewinnen.

Die rechtsvergleichende Untersuchung versucht durch den Blick auf die französische Rechtsordnung aufzuzeigen, auf welche Weise hier der Konflikt zwischen Emittenten- und Anlegerinteressen gelöst wird und ob das deutsche Börsen- bzw. Kapitalmarktrecht von rechtsvergleichenden Anregungen profitieren könnte.<sup>37</sup>

---

<sup>37</sup> In den vergangenen Jahren hat sich insbesondere das deutsche Gesellschaftsrecht in vielfältiger Weise durch rechtsvergleichende Anregungen von Ideen anderer Länder – vorzugsweise aus dem Bereich des US-amerikanischen Kapitalgesellschaftsrechts (beispielhaft seien hier die Business Judgement Rule und die Corporate Compliance angeführt) – inspirieren lassen. Siehe zu den sogenannten „Legal transplants“ *Fleischer*, in: NZG 2004, S. 1129. Der Begriff beschreibt in Anspielung auf die medizinische Operation die „Verpflanzung“ eines fremden Rechtstransplantats in die eigene Rechtsordnung.



## **B. Gang der Untersuchung**

Die vorliegende Arbeit ist in sieben Teile gegliedert. Die Arbeit beginnt zunächst mit einer Einführung in das börsen- bzw. kapitalmarktrechtliche Umfeld beider Staaten. Diese Ausführungen sollen dem Leser den Einstieg in das Recht der Börsen und Kapitalmärkte erleichtern, um sodann die verschiedenen Formen des börsenrechtlichen Rückzugs von diesen Märkten genauer entwickeln und ausführen zu können. Das vertiefte Verständnis der jeweiligen deutschen und französischen Märkte im Hinblick auf ihre Errichtung, ihren Betrieb und ihre Organisation verdeutlicht, wo die zu untersuchende Problematik im Nachbarstaat zu verorten ist und ermöglicht erst die in der Folge anzustellenden Vergleichsziehungen. In diesem Rahmen werden auch die Pflichten der Emittenten in den verschiedenen Märkten knapp aufgezeigt (Teil 2). Im Anschluss daran folgt zunächst die Darstellung der französischen Rechtslage mit Blick auf die Marktregeln der Pariser Wertpapierbörse *Euronext Paris* (Teil 3). Danach folgt die Darstellung der Rechtslage in Deutschland, wobei hier insbesondere die Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse im Mittelpunkt der Betrachtung steht (Teil 4). Im Anschluss werden die beiden Rechtsgebiete einer vergleichenden Betrachtung unterzogen und mögliche Anregungen aus der französischen Rechtsordnung für das deutsche Börsen- bzw. Kapitalmarktrecht dargestellt (Teil 5). Die Arbeit wird durch ein Fazit abgeschlossen (Teil 6).

Der Verfasser stellt der rechtsvergleichenden Untersuchung einen zweisprachigen Anhang zur Seite (Teil 7). In ihm werden die relevantesten Vorschriften der deutschen und französischen Rechtsordnung wiedergegeben, soweit dies dem Verständnis des deutschen und französischen Börsenrechts dient. Der Aufbau des Anhangs soll sich an dem Aufbau der Untersuchung orientieren. Der Verfasser gibt die französischen Vorschriften in deutscher und in französischer Sprache wieder. Die deutsche Fassung der französischen Vorschriften in der Arbeit selbst sowie im Anhang ist sein Übersetzungsvorschlag. Wo Gesetze oder Verordnungen keine amtlichen Paragraphenüberschriften vorsehen, hat der Verfasser zum Zwecke einer schnelleren Erfassung des Inhalts einer Vorschrift den Artikeln und Paragraphen eigene Überschriften in eckigen Klammern angefügt.



## 2. Teil: Einführung in das deutsche und französische Kapitalmarktrecht

Die Einführung gibt zunächst einen Überblick über die im Rahmen des Börsenrückzugs relevanten Rechtsquellen des deutschen und französischen Kapitalmarktrechts. Es werden die verschiedenen nationalen Märkte und Marktsegmente, der Marktzugang und die Marktzugangsfolgen in beiden Ländern sowie die nationalen Finanzmarktaufsichtsbehörden vorgestellt.

### A. Rechtsgrundlagen des Kapitalmarktrechts

Vor dem Hintergrund eines gemeinsamen Binnenmarktes mit Kapitalverkehrs- und Dienstleistungsfreiheit prägt das Recht der europäischen Union in erheblicher Weise die kapitalmarktrechtlichen nationalen Vorschriften.<sup>1</sup> Den Grundstein für eine Harmonisierung der europäischen Kapitalmärkte legte die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie<sup>2</sup> von 1993. Nunmehr bilden die Marktmissbrauchs<sup>3</sup>-, die Prospekt<sup>4</sup>- und die Transparenzrichtlinie<sup>5</sup> sowie die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente<sup>6</sup> und die Richtlinie betreffend

---

<sup>1</sup> *Buck-Heeb*, in: Kapitalmarktrecht Rn. 31.

<sup>2</sup> Richtlinie 93/22/EWG des Rates über Wertpapierdienstleistungen vom 10.5.1993. Die Umsetzung ins französische Recht erfolgte durch das Gesetz Nr. 96-597 vom 2.7.1996 (JORF, Nr. 154, 4.7.1996, S. 10063). Die Umsetzung ins deutsche Recht erfolgte durch das Gesetz vom 22.10.1997 (BGBl. I, S. 2518).

<sup>3</sup> Richtlinie 2003/6/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), zuletzt geändert durch die Richtlinie 2010/78/EU. Die Umsetzung ins französische Recht erfolgte durch Gesetz Nr. 2003-706 vom 1.8.2003 (JORF, Nr. 177, 2.8.2003, S. 13220), sowie das Gesetz Nr. 2013-100 vom 28.1.2013 (JORF, Nr. 24, S. 1721). Die Umsetzung ins deutsche Recht erfolgte durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz vom 29.10.2004 (BGBl. I, S. 2630) sowie das Gesetz vom 4.12.2011 (BGBl. I, S. 2427).

<sup>4</sup> Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, zuletzt geändert durch die Richtlinie 2010/73/EU. Die Umsetzung ins französische Recht erfolgte durch das Gesetz „Breton“ Nr. 2005-842 vom 26.7.2005 (JORF, 27.7.2005, S. 12160), sowie das Gesetz Nr. 2013-100 vom 28.1.2013 (JORF, Nr. 24, S. 1721). Die Umsetzung ins deutsche Recht erfolgte durch das ProspektRL-Umsetzungsgesetz vom 22.6.2005 (BGBl. I, S. 1698) sowie durch das Gesetz vom 29.6.2012 (BGBl. I, S. 1375).

<sup>5</sup> Richtlinie 2004/109/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, zuletzt geändert durch 2010/78/EU. Die Umsetzung ins französische Recht durch das Gesetz „Breton“ Nr. 2005-842 vom 26.7.2005 (JORF, 27.7.205, S. 12160) sowie durch das Gesetz Nr. 2013-100 vom 28.1.2013 (JORF, Nr. 24, S. 1721). Die Umsetzung ins deutsche Recht erfolgte durch das TransparenzRL-Umsetzungsgesetz vom 5.1.2007 (BGBl. I, S. 10) sowie durch das Gesetz vom 4.12.2011 (BGBl. I, S. 2427).

<sup>6</sup> Richtlinie 2004/39/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente. Sie wird aufgrund der englischen Fassung „Markets in Financial Instruments Directive“ auch als MiFID-Richtlinie oder schlicht als Finanzmarktrichtlinie bezeichnet. Die Umsetzung der Finanzmarktrichtlinie in das französische Recht erfolgte durch das Gesetz Nr. 2007-212 vom 20.2.2007 (JORF, Nr. 44, 21.2.2007, S. 3058) und

die Übernahmeangebote<sup>7</sup> die fünf wichtigsten Basisrechtsquellen des europäischen Kapitalmarktrechts. Sie zielen zunehmend auf eine Vollharmonisierung ab.<sup>8</sup> Weite Teile des deutschen und französischen Kapitalmarktrechts beruhen auf diesen unionsrechtlichen Vorgaben. Insbesondere die Voraussetzungen für die Zulassung von Aktien zum Handel in einem regulierten Markt, die Angaben des zu veröffentlichenden Börsenprospektes sowie die aus der Zulassung folgenden Emittentenpflichten wurden auf europäischer Ebene weitgehend harmonisiert. Dennoch gibt es bislang noch keinen vollständig vereinheitlichten europäischen Kapitalmarkt.<sup>9</sup> Den nationalen Gesetzgebern verbleiben in einigen Bereichen noch Gestaltungsspielräume. Dies gilt insbesondere für den Börsenrückzug, da ein Delisting auf Antrag des Emittenten vom Unionsrecht nicht erfasst ist.

Im Hinblick auf den Rückzug von der Börse findet sich lediglich in Art. 41 Abs. 1 Satz 1 a. E. der Finanzmarkttrichtlinie folgende unionsrechtliche Vorgabe:

*[...] der Betreiber des geregelten [...] l'opérateur d'un marché Marktes kann den Handel mit einem réglementé peut suspendre ou retirer Finanzinstrument, das den Regeln de la négociation tout instrument des geregelten Marktes nicht mehr financier qui n'obéit plus aux règles entspricht, aussetzen oder dieses du marché réglementé, sauf si une Instrument vom Handel ausschließen, sofern die Anlegerinteressen d'une manière significative les in- oder das ordnungsgemäße Funktionieren des Marktes durch eine solche mesure est susceptible de léser compromettre le fonctionnement ordonné*

---

durch die gesetzvertretende Verordnung Nr. 2007-544 vom 12.4.2007 (JORF, Nr. 87, 13.4.2007, S. 6749 Text Nr. 9). Die Umsetzung in das deutsche Recht erfolgte durch das FinanzmarktRL-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007 (BGBl. I, S. 1330).

<sup>7</sup> Richtlinie 2004/25/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebot. Die Umsetzung ins französische Recht erfolgte durch das Gesetz Nr. 2006-387 vom 31.3.2006 (JORF; Nr. 78, 1.4.2006, S. 4882, Text Nr. ). Die Umsetzung ins deutsche Recht erfolgte durch das Gesetz vom 8.7.2006 (BGBl. I, S. 1426).

<sup>8</sup> Walla, in: BB 2012, S. 1358.

<sup>9</sup> Die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA verfolgt allerdings das Ziel eines gemeinsamen Regelwerks (single rulebook) für das europäische Kapitalmarktrecht, ESMA, 2012 Work Programme, S. 4.



che Maßnahme nicht erheblich ge- du marché. [...]  
schädigt werden.<sup>10</sup> [...]

Beide Länder haben diese Vorgabe – beinahe wortgetreu – in ihre Rechtsordnungen übernommen. Im deutschen Recht spiegelt sich dieser kapitalmarktrechtliche Aspekt in § 39 BörsG wieder. In Frankreich hat er Eingang in Art. L. 421-15 Abs. 2 Code mon. fin. gefunden:

§ 39 BörsG

Art. L. 421-15 Abs. 2 Code mon. fin.<sup>11</sup>

(1) Die Geschäftsführung kann die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt [...] widerrufen, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel auf Dauer nicht mehr gewährleistet ist [...] oder der Emittent seine Pflichten aus der Zulassung [...] nicht erfüllt.

(2) Die Geschäftsführung kann die Zulassung im Sinne des Absatzes 1 auch auf Antrag des Emittenten widerrufen. Der Widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen. [...]

La radiation d'un instrument financier peut être décidée par l'entreprise de marché lorsqu'il ne remplit plus les conditions d'admission fixées par les règles du marché sauf si une telle mesure est susceptible de léser d'une manière significative les intérêts des investisseurs ou de compromettre le fonctionnement ordonné du marché. La radiation peut également être requise auprès de l'entreprise de marché par le président de l'Autorité des marchés financiers.

---

<sup>10</sup> Diese Vorgabe findet sich mit ähnlichem Wortlaut auch in Art. 18 Abs. 2 der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen (sogenannte Börsenzulassungsrichtlinie) 2001/34/EG vom 28.5.2001:

Die zuständigen Stellen können die Einstellung der amtlichen Notierung eines Wertpapiers beschließen, wenn sie überzeugt sind, dass der normale und geregelte Markt für dieses Wertpapier aufgrund besonderer Umstände nicht mehr aufrechterhalten werden kann.

Les autorités compétentes peuvent décider la radiation d'une valeur mobilière de la cote officielle lorsqu'elles ont la conviction que, en raison de circonstances particulières, le marché normal et régulier de cette valeur mobilière ne peut pas être maintenu.

Diese Vorschrift trifft jedoch keine Aussage über die Voraussetzungen einer Zulassungsbeendigung auf Antrag des Emittenten; BT-Drs. 13/8933 S. 75; Cuntz, in: RDBF 2013 (3), S. 28 (31).

<sup>11</sup> Art. L. 421-15 Abs. 2 Code mon. fin. lautet: „Die Löschung eines Finanzinstrumentes kann von dem Marktunternehmen entschieden werden, wenn es die in den Marktregeln aufgestellten Zulassungsvoraussetzungen nicht mehr erfüllt, es sei denn eine solche Maßnahme ist geeignet die Interessen der Anleger in erheblicher Weise zu beeinträchtigen oder das ordnungsgemäße Funktionieren des Marktes zu gefährden. Die Löschung kann auch vom Präsidenten der *Autorité des Marchés Financiers* beantragt werden“.



Beide Vorschriften sind hier nur auszugsweise wiedergegeben. Auf die hier zitierten Vorschriften wird im Rahmen der folgenden Untersuchung noch weiter eingegangen. Der gesamte französische Artikel ist im Anhang in deutscher und in französischer Sprache wiedergegeben.