

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

Band 10

Das reguläre Delisting von Aktien

**Kapitalmarktrecht – Gesellschaftsrecht –
Ökonomie**

Von

Robert Gutte



Duncker & Humblot · Berlin

ROBERT GUTTE

Das reguläre Delisting von Aktien

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Bonn

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 10

Das reguläre Delisting von Aktien

Kapitalmarktrecht – Gesellschaftsrecht –
Ökonomie

Von

Robert Gutte



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät
der Technischen Universität Dresden hat diese Arbeit
im Wintersemester 2005 / 2006 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische
Daten sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

Alle Rechte vorbehalten
© 2006 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme und Druck:
Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 3-428-12284-4
978-3-428-12284-4

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2005/2006 von der Juristischen Fakultät der Technischen Universität Dresden als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung konnten im wesentlichen bis Sommer 2005 berücksichtigt werden.

Für das Zustandekommen der Arbeit schulde ich vielfältigen Dank. Solcher gilt zunächst meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Michael Becker, der die Entstehung der Arbeit durch seine stets engagierte Betreuung maßgeblich gefördert hat. Ebenfalls bedanken möchte ich mich jeweils bei Herrn Prof. Dr. Justus Meyer und Herrn Priv. Doz. Dr. Harald Baum für die Übernahme und zügige Erstellung des Zweit- bzw. Drittgutachtens.

Verbunden bin ich weiterhin den Herren Prof. Dr. Gerald Spindler, Prof. Dr. Hanno Merkt und Prof. Dr. Holger Fleischer für die Aufnahme der Arbeit in die von ihnen herausgegebene Schriftenreihe.

Mein ganz besonderer Dank gilt schließlich meinen Eltern, ohne deren vorbehaltlose ideelle und materielle Unterstützung nicht nur meine Promotion, sondern der erfolgreiche Abschluss meiner gesamten Ausbildung unmöglich gewesen wäre. Aus Liebe und Dankbarkeit widme ich Ihnen diese Arbeit.

Frankfurt am Main, im Juli 2006

Robert Gutte

Inhaltsübersicht

Kapitel 1

Einführung 19

§ 1	Einleitung	19
§ 2	Terminologie	23
§ 3	Motive für ein reguläres Delisting	31
§ 4	Ökonomische Dimension des regulären Delisting	35

Kapitel 2

Börsenrechtliche Fragen des regulären Delisting 39

§ 5	Amtlicher Markt	40
§ 6	Geregelter Markt	69
§ 7	Widerspruchs- bzw. Klagebefugnis des einzelnen Aktionärs gegen die Delisting-Entscheidung der Zulassungsstelle	72
§ 8	Freiverkehr	82
§ 9	Exkurs: Delisting und der Neue Markt an der FWB	86

Kapitel 3

Gesellschaftsrechtliche Fragen des regulären Delisting 137

§ 10	Das Verhältnis zwischen Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht	137
§ 11	Erforderlichkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses für die Delisting-Entscheidung	139
§ 12	Folgeprobleme bei Bestehen einer Hauptversammlungszuständigkeit	179
§ 13	Erforderlichkeit einer Pflicht zur Abfindung der Minderheitsaktionäre	194
§ 14	Verfahren für die Überprüfung der Angemessenheit der Abfindungshöhe	213

Kapitel 4

Zusammenfassung	222
§ 15 Fazit	222
§ 16 Ausblick	227
Anhang: Die wichtigsten Rechtsgrundlagen	229
Literaturverzeichnis	242
Sachverzeichnis	252

Inhaltsverzeichnis

Kapitel I

Einführung

19

§ 1 Einleitung	19
I. Auftreten der Problematik	20
II. Gang der Darstellung	22
§ 2 Terminologie	23
I. Delisting	23
1. Das sog. „echte“ oder „reguläre“ Delisting	25
a) Vollständiges Delisting	25
b) Teildelisting / Börsenpräsenzreduktion	25
c) Segmentwechsel / Down-Grading	25
2. Das sog. „kalte“ oder „unechte“ Delisting	26
a) Umwandlung	26
b) Verschmelzung	27
c) Aufspaltung	28
d) Eingliederung	29
e) Vermögensübertragung	29
II. Going Private	31
§ 3 Motive für ein reguläres Delisting	31
I. Bedeutungslosigkeit der Börsenzulassung	32
II. Vermeidung von kapitalmarktrechtlichen Verhaltens- und Publizitätspflichten	32
III. Schutz vor feindlichen Übernahmen	33
IV. Freeze-Out	33

V. Kostenersparnis	33
VI. Weitere Motive	34
§ 4 Ökonomische Dimension des regulären Delisting	35
I. Allgemeine Bedeutung für die gesamte Volkswirtschaft	35
II. Bedeutung im Einzelfall	37
1. Für den rückzugswilligen Emittenten	37
2. Für den einzelnen Anleger	37
<i>Kapitel 2</i>	
Börsenrechtliche Fragen des regulären Delisting	39
§ 5 Amtlicher Markt	40
I. Widerruf der Zulassung zum General Standard	41
1. Widerruf der Zulassung von Amts wegen	41
a) Nach speziellem Verwaltungsrecht	41
aa) Gemäß § 38 III BörsG	41
bb) Gemäß § 43 S. 2 BörsG	42
b) Nach allgemeinem Verwaltungsrecht	43
aa) Gemäß § 49 VwVfG	44
bb) Exkurs: Rücknahme gemäß § 48 VwVfG	45
2. Widerruf der Zulassung auf Antrag des Emittenten	46
a) Die Entstehungsgeschichte von § 38 IV BörsG	46
b) Voraussetzungen von § 38 IV BörsG	47
aa) Kein Widerspruch zum Anlegerschutz, § 58 BörsO FWB	47
(1) Die Entstehungsgeschichte von § 58 I BörsO FWB	48
(2) Die Auslegung von § 58 I BörsO FWB	52
(3) Die beiden Regelbeispiele von § 58 I BörsO FWB	54
(a) Partielles Delisting, § 58 I Nr. 1 BörsO FWB	54
(b) Vollständiges Delisting, § 58 I Nr. 2 BörsO FWB	55
(aa) Vereinbarkeit von § 58 I Nr. 2 BörsO FWB mit Grundrechten	55
(bb) Vereinbarkeit von § 58 I Nr. 2 FWB mit einfachem Recht	59

Inhaltsverzeichnis	11
bb) Nichtmehrbestehen eines ordnungsgemäßen Börsenhandels?	62
cc) Sonstige Voraussetzungen von § 38 IV BörsG	63
c) Prüfungsumfang der Zulassungsstelle	64
d) Exkurs: Weitere Möglichkeiten neben § 38 IV BörsG?	66
aa) Gemäß § 49 I VwVfG?	66
bb) Gemäß § 51 VwVfG?	67
II. Widerruf der Zulassung zum Teilbereich des amtlichen Markts mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard)	68
§ 6 Geregelter Markt	69
I. Widerruf der Zulassung zum General Standard	69
1. Widerruf der Zulassung von Amts wegen	70
2. Widerruf der Zulassung auf Antrag des Emittenten	71
II. Widerruf der Zulassung zum Teilbereich des geregelten Markts mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (Prime Standard)	71
III. Widerruf der Einbeziehung in den geregelten Markt (General Quoted)	71
§ 7 Widerspruchs- bzw. Klagebefugnis des einzelnen Aktionärs gegen die De-listing-Entscheidung der Zulassungsstelle	72
I. Rechtslage vor Inkrafttreten des Vierten FMFG	73
1. Meinungsstand	73
a) Rechtsprechung	73
b) Literatur	74
2. Stellungnahme	76
II. Rechtslage nach Inkrafttreten des Vierten FMFG	78
1. Meinungsstand	78
2. Stellungnahme	80
§ 8 Freiverkehr	82
I. Widerruf der Einbeziehung durch den Freiverkehrsträger	83
II. Widerruf der Einbeziehung auf Antrag des Emittenten?	84
III. Rechtsschutz	86

§ 9 Exkurs: Delisting und der Neue Markt an der FWB	86
I. Die Zulassung zum Neuen Markt	89
1. Das Zulassungsverfahren	89
2. Anspruch des Emittenten auf Zulassung zum Neuen Markt?	90
a) Aufgrund kartellrechtlicher Vorschriften	91
aa) Anwendbarkeit des GWB	91
bb) Kontrahierungszwang als Rechtsfolge eines Verstoßes gegen kartellrechtliche Vorschriften	92
cc) Ablehnung der Zulassung als Verstoß gegen kartellrechtliche Vorschriften	94
(1) Aus § 19 I GWB	94
(2) Aus § 19 IV Nr. 4 GWB	95
(3) Aus § 19 IV Nr. 1 GWB	98
(4) Aus § 20 I GWB	99
(5) Aus § 20 VI GWB analog	100
b) Ergebnis	101
II. Beendigung der Zulassung durch die Deutsche Börse AG	101
1. Beendigungsgründe mit Ermessensspielraum	103
a) Pflichtverstoß des Emittenten	103
b) Fehlende Gewährleistung eines ordnungsgemäßen Börsenhandels	104
c) Publikumsschutz	105
2. Beendigungsgründe ohne Ermessensspielraum	107
a) Die beiden Tatbestände	107
aa) Insolvenz	107
bb) Börsenkurs und Marktkapitalisierung	108
b) Die Geschichte der beiden Tatbestände	108
c) Die Anwendbarkeit von nachträglich durch die Deutsche Börse AG in das RNM eingefügten Zulassungsbeendigungsgründen	109
aa) Anwendbarkeit ohne Änderungsbefugnis	110
(1) Recht zur ordentlichen Kündigung	111
(a) Beschränkung durch kartellrechtliche Vorschriften	112
(b) Vertraglicher Ausschluss	113
(2) Recht zur außerordentlichen Kündigung	115

Inhaltsverzeichnis	13
bb) Anwendbarkeit aufgrund einer einseitigen Änderungsbefugnis	118
(1) Rechtsnatur des RNM	119
(a) Öffentliches Recht	119
(aa) Rechtsverordnung	119
(bb) Satzung	120
(cc) Gewohnheitsrecht bzw. Verkehrssitte	122
(b) Privatrecht	123
(aa) Allgemeine Geschäftsbedingungen	123
(bb) Private Rechtsnormen	128
(2) Konsequenzen	132
cc) Ergebnis	134
III. Beendigung der Zulassung auf Antrag des Emittenten	135

Kapitel 3

Gesellschaftsrechtliche Fragen des regulären Delisting	137
§ 10 Das Verhältnis zwischen Kapitalmarktrecht und Gesellschaftsrecht	137
§ 11 Erforderlichkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses für die Delisting-Entscheidung	139
I. Ausgangslage	140
1. Die Vorgaben des AktG	140
2. Die „Holzmüller“-Entscheidung des BGH	142
3. Zusammenfassung	143
II. Begründungsansätze für eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz	143
1. Aufgrund der „Holzmüller“-Rechtsprechung des BGH	144
a) Rechtsprechung: Der Fall „Macrotron“	144
aa) Die erstinstanzliche Entscheidung des LG München I	144
bb) Die Berufungsentscheidung des OLG München	145
cc) Die Revisionsentscheidung des BGH	146
dd) Fazit	146
b) Literatur	147
c) Stellungnahme	150
2. Aufgrund der analogen Anwendung anderer Rechtsvorschriften	157
a) Vinkulierung von Namensaktien, §§ 68 II 1, 180 II AktG	157
aa) Argumentation	158
bb) Stellungnahme	158

b) Umwandlungsgesetz	159
aa) Argumentation	160
bb) Stellungnahme	161
3. Aufgrund von Art. 14 GG	162
a) Rechtsprechung	162
aa) Die „Macrotron“-Entscheidungen der Instanzgerichte	162
bb) Die „Macrotron“-Entscheidung des BGH	163
b) Literatur	164
c) Stellungnahme	165
4. Aufgrund einer Ermessensreduzierung auf Null im Rahmen von § 119 II AktG	172
a) Argumentation	172
b) Stellungnahme	173
5. Aufgrund einer Annexkompetenz zu § 119 I Nr. 6 AktG	174
a) Argumentation	174
b) Stellungnahme	175
III. Ergebnis	176
§ 12 Folgeprobleme bei Bestehen einer Hauptversammlungszuständigkeit	179
I. Mehrheitserfordernis für einen Hauptversammlungsbeschluss	180
1. Meinungsstand	180
2. Stellungnahme	183
II. Erforderlichkeit eines schriftlichen Vorstandsberichts	186
1. Meinungsstand	186
2. Stellungnahme	189
III. Inhaltskontrolle des Delisting-Beschlusses durch die Gerichte	190
1. Meinungsstand	191
2. Stellungnahme	193

	Inhaltsverzeichnis	15
§ 13	Erforderlichkeit einer Pflicht zur Abfindung der Minderheitsaktionäre	194
	I. Begründungsansätze für ein Abfindungsangebot	195
	1. Art. 14 GG	195
	a) Argumentation	195
	b) Stellungnahme	196
	2. Analogie zu den konzern- und umwandlungsrechtlichen Vorschriften	198
	a) Argumentation	199
	b) Stellungnahme	202
	3. Austrittsrecht aus wichtigem Grund	208
	a) Argumentation	208
	b) Stellungnahme	109
	4. Analogie zu § 5 III 1 EGAktG	211
	II. Ergebnis	211
§ 14	Verfahren für die Überprüfung der Angemessenheit der Abfindungshöhe	213
	I. Wege der gerichtlichen Überprüfung	214
	1. Spruchverfahren	214
	2. Aktienrechtliche Anfechtungsklage	216
	3. Verwaltungsrechtliche Anfechtungsklage	217
	II. Stellungnahme	218
	<i>Kapitel 4</i>	
	Zusammenfassung	222
§ 15	Fazit	222
	I. Börsenrecht	222
	II. Gesellschaftsrecht	225
§ 16	Ausblick	227
Anhang: Die wichtigsten Rechtsgrundlagen		229
	Börsengesetz (BörsG)	229
	Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse (BörsO FWB)	230

Richtlinien für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse (RF FWB)	234
Regelwerk Neuer Markt (RNM)	237
Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)	238
WpÜG-AngebotsVO	240
Literaturverzeichnis	242
Sachverzeichnis	252

Abkürzungsverzeichnis

BAFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (ehemals)
BörsO FWB	Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse
BSK	Börsensachverständigenkommission
DAX	Deutscher Aktienindex
ders. / dies.	derselbe / dieselbe(n)
DNotI-Report	Informationsdienst des Deutschen Notarinstituts, Zeitschrift
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FinDAG	Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz)
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GebührenO FWB	Gebührenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse
Gesetz zur Kleinen AG	Gesetz zur kleinen Aktiengesellschaft und zur Deregulierung des Aktienrechts
i.E.	im Ergebnis
IPO	Initial Public Offering
i. S. d. / i. S. v.	im Sinne des (der) / im Sinne von
LMK	Kommentierte BGH-Rechtsprechung, Lindenmaier-Möhring, Zeitschrift
MDAX	Midcap-DAX
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation System
NEMAX	Neuer Markt Index
NYSE	New York Stock Exchange
o. V.	ohne Verfasser
RF FWB	Richtlinien für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse
RNM	Regelwerk Neuer Markt
SMAX	Small Caps Exchange (Qualitätssegment; Untereinheit des amtlichen und geregelten Markts)
SpruchG	Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren (Spruchverfahrensgesetz)

WpÜG-AngebotsVO	Verordnung des Bundesministeriums der Finanzen über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und Abgabe eines Angebots
ZInsO	Zeitschrift für das gesamte Insolvenzrecht

Hinsichtlich der übrigen Abkürzungen wird, soweit sie nicht aus sich heraus verständlich sind, verwiesen auf: *Kirchner*, Hildebert/*Butz*, Cornelia, Abkürzungsverzeichnis der Rechtsprache, 5. Aufl. 2003, Berlin.

Kapitel 1

Einführung

§ 1 Einleitung

Das Kapitalmarktrecht hat sich mittlerweile auch in Deutschland zu einem eigenständigen Rechtsgebiet entwickelt¹. Im Unterschied zu anderen, wie etwa dem Gesellschaftsrecht, ist es jedoch nicht rechtsform-, sondern funktionsbezogen². Das bedeutet, dass Gegenstand des Kapitalmarktrechts nicht rechtlich abgrenzbare Institutionen und Begriffe sind, sondern bestimmte Lebenssachverhalte, nämlich all die, welche an den Kapitalmärkten auftreten. Es versucht also, die Fragen zu beantworten, die sich aus den Tätigkeiten am Kapitalmarkt ergeben. Zu diesen Fragen zählen insbesondere jene, die im Zusammenhang mit dem Gang eines Unternehmens an die Börse einerseits sowie dem Rückzug eines Unternehmens von der Börse andererseits auftreten. Gerade letztere stehen in jüngster Zeit, überwiegend aufgrund aktueller Anlässe, im Blickpunkt der Fachöffentlichkeit und haben den Anstoß für die vorliegende Untersuchung gegeben.

Rechtliche Probleme im Zusammenhang mit dem Verlust der Börsenzulassung werden sowohl durch den auf Antrag erfolgenden als auch durch den von Amts wegen erfolgenden Widerruf der Zulassung aufgeworfen. Bei ersterem ist vor allem erörterungswürdig, ob für ein vollständiges Delisting ein Hauptversammlungsbeschluss notwendig ist und ob eine Pflicht zur Abfindung der Minderheitsaktionäre besteht. Ebenso ist klärungsbedürftig, ob den Aktionären die Widerspruchs- bzw. Anfechtungsbefugnis gegen die Widerrufsentscheidung der dafür zuständigen Stelle zusteht. Beim Widerruf der Börsenzulassung von Amts wegen war vor allem problematisch, ob die Börse befugt war, das Regelwerk eines privat-rechtlich organisierten Marktsegments, insbesondere das des Neuen Markts an der FWB, einseitig zu ändern, um bestimmte Unternehmen aus diesem Segment ausschließen zu können.

Gerade in den letzten Jahren sind zum einen in der Gesetzgebung und zum anderen in der Rechtsprechung Entwicklungen zu beobachten gewesen, die auf das Recht des Delisting unmittelbar oder mittelbar Einfluss haben. Zu nennen sind hier in erster Linie das am 21. 06. 2002 verabschiedete und am 01. 07. 2002 in Kraft

¹ *Kümpel*, Kapitalmarktrecht – Eine Einführung, 13; *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, 1 f.

² Ausführlich dazu *Lenenbach*, Kapitalmarkt und Börsenrecht, 23.

getretene Vierte FMFG³, durch welches u. a. das gesamte Börsenrecht stark verändert wurde. Im Zusammenhang speziell mit dem Delisting ist vor allem die Flexibilisierung der Handelssegmente bedeutsam. Nunmehr besteht gemäß dem neuen BörsG die Möglichkeit, für Teilbereiche des amtlichen und des geregelten Markts weitergehende Zulassungsfolgepflichten aufzustellen. Nicht zuletzt dadurch wurde das Ende des Neuen Markts an der FWB besiegelt. Darüber hinaus haben zum einen das neue WpÜG sowie zum anderen die seit 01. 01. 2002 gemäß §§ 327a ff. AktG bestehende Möglichkeit eines Squeeze-Out Auswirkungen auf die Strategien, mit denen ein Rückzug von der Börse erreicht werden soll. Des Weiteren wurde die Börsenordnung der FWB dahingehend geändert, dass sogar für ein vollständiges Delisting ein Kaufangebot an die Minderheitsaktionäre nicht mehr obligatorisch ist. In diesem Zusammenhang ist durchaus problematisch, ob die an die Stelle des obligatorischen Kaufangebots getretene reine Fristenlösung rechtmäßig ist. Schließlich hatte jüngst auch die Rechtsprechung Gelegenheit, sich zu den Voraussetzungen des freiwilligen Börsenrückzugs zu äußern. Der erste Fall, der die Gerichte beschäftigte und den gesamten Instanzenzug durchlaufen hat, war der der Macrotron AG. Zwar liegt mit dieser BGH-Entscheidung⁴ nunmehr ein höchst-richterliches Urteil zu den umstrittenen gesellschaftsrechtlichen Anforderungen an ein reguläres Delisting vor. Jedoch wurde die Diskussion zum freiwilligen Rückzug eines Unternehmens von der Börse dadurch keineswegs beendet. Vielmehr wurde sie um einen neuen Aspekt erweitert, indem der BGH ihr aufgrund seiner Argumentation mit Art. 14 GG auch eine verfassungsrechtliche Komponente abgewonnen hat. Darüber hinaus sind für die gesellschaftsrechtliche Seite eines Börsenrückzugs die kürzlich ergangenen und viel beachteten „Gelatine“-Entscheidungen des BGH⁵ bedeutsam, mit denen er seine seit über zwei Jahrzehnten existierende „Holzmüller“-Rechtsprechung zur Existenz ungeschriebener Hauptversammlungskompetenzen konkretisiert hat.

All diese neueren Entwicklungen gebieten eine tief greifende und monografische Auseinandersetzung mit den rechtlichen und ökonomischen Fragen, die das reguläre Delisting von Aktien mit sich bringt.

I. Auftreten der Problematik

Im Zusammenhang mit der Beendigung der Börsenzulassung eines Unternehmens stand bis zum Inkrafttreten des Dritten FMFG⁶ am 1. April 1998 vor allem die Frage der Zulässigkeit des auf Antrag des Emittenten erfolgten Widerrufs der

³ BGBl. I 2002, 2010 ff.

⁴ BGHZ 153, 47 ff.

⁵ BGH, NJW 2004, 1860 ff. sowie ZIP 2004, 1001 ff.

⁶ BGBl. I 1998, 529 ff.; umfassend dazu *Meixner*, Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz – Kapitalmarktrecht in stetigem Wandel, NJW 1998, 1896 ff.; *Pötzsch*, Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz, WM 1998, 949 ff.

Börsenzulassung im Focus der Fachliteratur. Bis dahin gab es, jedenfalls für die Kassamärkte⁷, schlicht keine gesetzliche Regelung hierfür. Daher waren Zulässigkeit und Ausgestaltung eines Delisting auf Antrag des Emittenten umstritten⁸. Ungeachtet der im Detail weit gefächerten Ansichten standen sich im Wesentlichen drei Rechtspositionen gegenüber:

Einer Ansicht nach war die Aufhebung der Börsenzulassung auf Betreiben des Emittenten nur unter den engen Voraussetzungen des § 43 III BörsG a. F. möglich, d. h. nur, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel auf Dauer nicht mehr gewährleistet war⁹. Begründet wurde diese Auffassung damit, dass die Zulassung die Fungibilität der Wertpapiere sichere. Ein Delisting auf Antrag des Emittenten war nach dieser Auffassung also praktisch ausgeschlossen. Der Gegenposition zufolge war es dem Emittenten möglich, gegenüber der Zulassungsstelle der Börse den Verzicht auf die Zulassung, welche einen Verwaltungsakt darstellt¹⁰, zu erklären. Da dieser einen begünstigenden Charakter habe¹¹ und die Möglichkeit eines Verzichts auf erworbene öffentlich-rechtliche Rechtspositionen zu den in Rechtsprechung¹² und Lehre¹³ anerkannten Grundsätzen des Verwaltungsrechts zähle, sollte der Emittent seine Rechtsposition, ähnlich wie im Zivilrecht, einseitig durch Verzicht zum Erlöschen bringen können¹⁴. Nach einer vermittelnden Meinung¹⁵ wiederum war ein Delisting auf Antrag des Emittenten zwar grundsätzlich möglich, nicht

⁷ Für den Terminhandel schrieb § 50 V 2 BörsG a. F. schon immer einen Anspruch der Gesellschaft auf Rücknahme der Zulassung von Anteilen des Unternehmens zum Börsenterminhandel fest, dazu *Schwark/Geiser*, Delisting, ZHR 1997, 739 (744 f.).

⁸ Ausführlich dazu: *Radtke*, Delisting, 45 ff.; einen (unvollständigen) Überblick gibt auch *Schärf*, Rechtsprobleme beim Going Private einer börsennotierten Aktiengesellschaft in Österreich und in der BRD, GesRZ 1995, 44 (46).

⁹ *Schwark*, Börsengesetz, § 36 Rn 25.

¹⁰ Allgemeine Auffassung, statt aller: *von Rosen* in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts § 2 Rn 178 m. w. N.; die ältere Auffassung, nach der ein Vertrag zwischen Börsenträger und Emittent vorliegt, vertreten z. B. von *Nussbaum*, Kommentar zum Börsengesetz, 1910, § 36 (zitiert nach *Schwark*, Börsengesetz, § 36 Rn 21) dürfte mittlerweile überholt sein.

¹¹ *Fluck*, Zum Verzicht des Begünstigten auf Rechte aus einem Verwaltungsakt am Beispiel der Börsenzulassung, WM 1995, 553 (558, 560); *Groß*, Rechtsprobleme des Delisting, ZHR 165 (2001), 141 (147); *Radtke*, Delisting, 18, 111; *Schwark*, Börsengesetz, § 36 Rn 23.

¹² BVerwGE 14, 93 (95); 20, 304 (305); 38, 160 (162).

¹³ *Eickhoff*, Der Gang an die Börse – und kein Weg zurück?, WM 1988, 1713 (1714) mit zahlreichen Nachweisen.

¹⁴ *Eickhoff*, Der Gang an die Börse – und kein Weg zurück?, WM 1988, 1713 (1714 ff.); *Fluck*, Zum Verzicht des Begünstigten auf Rechte aus einem Verwaltungsakt am Beispiel der Börsenzulassung, WM 1995, 553 (560); *Kümpel*, Börsenrecht – Eine systematische Darstellung, 84 ff.; *Radtk*e, Delisting, 89.

¹⁵ *Klenke*, Der Rückzug mehrfach notierter Unternehmen von den deutschen Regionalbörsen, WM 1995, 1089 (1096 f.); *Schwark/Geiser*, Delisting, ZHR 1997, 739 (758); *Vollmer/Grupp*, Der Schutz der Aktionäre beim Börseneintritt und Börsenaustritt, ZGR 1995, 459 (477 ff.).