



# 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> |
| <br>   |           |
| <b>2. Teil: Einführung in das deutsche und französische<br/>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        |
| <br>  |            |
| <b>3. Teil: Länderbericht Frankreich .....</b>  | <b>122</b> |
| <br>  |            |
| <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<br>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<br>Autorité des Marchés Financiers .....                                       | 184        |
| (bb) Entscheidung der Autorité des Marchés Financiers über<br>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<br>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<br>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<br>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<br>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<br/>        französischen Börsen- und Kapitalmarktrechts</b> .....                         | <b>288</b> |
| <b>B. Vergleich der einzelnen Rückzugsvoraussetzungen<br/>        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<br/>        und Anlegerschutzmechanismen in tabellarischer Form</b> .....                    | <b>314</b> |
| I. Vergleich der Voraussetzungen des vollständigen Rückzugs aus dem<br>regulierten Markt Euronext Paris bzw. Frankfurter Wertpapierbörse ..... | 314        |
| II. Vergleich der Voraussetzungen des Wechsels aus dem regulierten<br>Markt in den Alternext Paris bzw. in den Entry Standard .....            | 315        |
| III. Vergleich der Voraussetzungen des Wechsels aus dem regulierten<br>Markt in den Marché Libre bzw. in das Quotation Board .....             | 316        |
| IV. Vergleich der Voraussetzungen der Börsen- bzw.<br>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<br>Rückzugsangebote in dem organisierten multilateralen<br>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<br>im regulierten Markt .....   | 346        |
| 3. Meldepflichten bei Veränderungen von Beteiligungsschwellen in dem<br>organisierten multilateralen Handelssystem Alternext Paris<br>nach einem Downlisting .....                | 348        |
| 4. Handeln in Abstimmung.....   | 349        |
| 5. Kontrolle über eine Gesellschaft.....  | 350        |
| III. Auszug aus dem Règlement Général der<br>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<br>des Minderheitsaktionärs .....  | 355        |
| (bb) Öffentliches Rückzugsangebot des Mehrheitsaktionärs.....   | 356        |
| (cc) Öffentliches Rückzugsangebot infolge eines Formwechsel einer<br>Aktiengesellschaft in eine Kommanditgesellschaft auf Aktien .....  | 357        |
| (dd) Öffentliches Rückzugsangebot infolge wesentlicher<br>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<br>Erwerbs- oder Übernahmeangebot.....  | 373        |
| 4. Besondere Vorschriften für die organisierten multilateralen<br>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,<br>Euronext-Marktregeln Buch II .....   | 391        |
| 3. Euronext-Instruction N3-08 zur Marktpräsenzreduktion .....   | 394        |
| V. Auszug aus den Marktregeln für den<br>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<br>gelöschten Wertpapiere .....  | 403        |
| <br>  |            |
| <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<br>Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse..... | 408        |
| <br>  |            |
| <b>Abbildungsverzeichnis .....</b>  | <b>409</b> |
| <br>  |            |
| <b>Literaturverzeichnis .....</b>   | <b>410</b> |
| <br>  |            |
| <b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>  | <b>430</b> |