

**DER RÜCKZUG VON DER BÖRSE (DELISTING)
– EINE SCHILDERUNG DER PROBLEMATIK ANHAND DES DEUTSCHEN RECHTS***

DELISTING UNDER GERMAN LAW

Prof. Dr. Barbara GRUNEWALD**

ZUSAMMENFASSUNG

Der Rückzug von der Börse erfolgt meist auf Antrag des Emittenten. Dieser handelt im Regelfall in Absprache mit dem Mehrheitsaktionär. Nach der deutschen Regelung ist den Minderheitsaktionären im Falle eines solchen Rückzugs von der Börse zwingend die Möglichkeit einzuräumen, ihre Aktien auf eine Person (meist den Mehrheitsaktionär) gegen Zahlung einer angemessenen Abfindung zu übertragen. Der Beitrag untersucht die Frage, ob diese Regelung zweckmäßig ist.

Schlüsselwörter: Rückzug von der Börse

ABSTRACT

Delisting normally follows a corresponding application of a company. The management of that company is backed by the majority shareholder. German law requires the possibility for the minority shareholders to sell their stock to a person, usually the majority shareholder, for a fair price. The following article tries to find out whether this rule is appropriate.

Keywords: Delisting, German Law

* Dieser Aufsatz wurde am 26. Mai 2017 auf dem III. Internationalen Symposium zum Handelsrecht vorgetragen.

** Universität zu Köln, Lehrstuhl für Bürgerliches Recht und Wirtschaftsrecht, (barbara.grunewald@uni-koeln.de).
(Geliş Tarihi: 28.04.2017 / Kabul Tarihi: 06.09.2017)

I. BEGRIFFSBESTIMMUNG/ARTEN DES DELISTING

Unter Delisting versteht man den Rückzug einer börsennotierten Aktiengesellschaft von dem regulierten Markt einer Börse.

Man unterscheidet das reguläre Delisting von dem Zwangsdelisting. Unter einem regulären Delisting versteht man den Widerruf der Zulassung der Aktien der Gesellschaft zum Börsenhandel durch die Geschäftsführung der Börse auf Antrag der Gesellschaft.

Unter Zwangsdelisting versteht man den Widerruf der Zulassung der Aktien der Gesellschaft zum Börsenhandel ohne Antrag der Gesellschaft, also auf Initiative der Geschäftsführung der Börse.

Hinzu tritt das sogenannte kalte Delisting. Hierunter versteht man Umstrukturierungen der Aktiengesellschaft auf gesellschaftsvertraglicher Basis, die zur Folge haben, dass die Voraussetzungen für die Zulassung zum regulierten Markt entfallen. Hierzu zählt etwa die Verschmelzung einer börsennotierten Gesellschaft auf eine nichtnotierte.

II. GRÜNDE FÜR EIN DELISTING

A. GRÜNDE FÜR EIN REGULÄRES DELISTING

Für ein Delisting können ganz unterschiedliche Gründe sprechen. Meist geht es darum, dass sich die mit dem Listing verbundenen Kosten (etwa Ausgaben für Kurspflegemaßnahmen, Erstellung von Geschäfts- und Zwischenberichten, Kosten für die Vorkehrungen zur Sicherstellung der Befolgung der Regeln der ad-hoc-Publizität und des Directors Dealings) nicht mehr rentabel sind. In manchen Fällen, insbesondere bei den Kursen, die unter den Wert der Gesellschaft liegen, erleichtert die Börsennotierung zudem eine feindliche Übernahme, da über die Börse ein anonymer und unter Umständen kostengünstiger Aufkauf von Aktien möglich ist. Auch kommt es vor, dass im Konzern nur die Muttergesellschaft börsennotiert sein soll und die Tochtergesellschaft deshalb „von der Börse genommen wird“.

B. GRÜNDE FÜR EIN ZWANGSDELISTING

Ein Zwangsdelisting kann erfolgen, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel auf Dauer nicht mehr gewährleistet ist und die Geschäftsführung

die Notierung im regulierten Markt eingestellt hat oder die Gesellschaft ihren Pflichten aus der Zulassung zum regulierten Markt auch nach einer angemessenen Frist nicht nachgekommen ist. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn in den Aktien nur noch sporadisch gehandelt wird, etwa weil die meisten Aktien in einer Hand liegen oder auch, weil in Folge der Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Emittenten die Aktien wertlos geworden sind.

C. GRÜNDE FÜR EIN KALTES DELISTING

Die Gründe für ein kaltes Delisting beruhen regelmäßig auf der jeweiligen Strukturmaßnahme. Allerdings ist es nicht ausgeschlossen, dass eine solche Strukturmaßnahme nur vorgeschoben wird, um auf bequeme Weise ein Delisting zu vermeiden.

III. DIE IN DEUTSCHLAND GELTENDE GESETZLICHE REGELUNG

A. DAS REGULÄRE DELISTING

1. Geschuldete Abfindung

Erfolgt das Delisting auf Antrag der Gesellschaft, fragt es sich, ob die Aktionäre durch einen entsprechenden Antrag des Vorstands der Gesellschaft einen Nachteil erleiden, vor dem sie die Rechtsordnung schützen sollte. Klar ist, dass es sich insoweit nur um die Minderheitsaktionäre handeln kann. Denn ohne Rückendeckung durch den Mehrheitsaktionär wird der Vorstand einer Aktiengesellschaft nicht handeln. Damit liegt zugleich auf der Hand, dass ein Schutz der Aktionäre durch die Etablierung eines Zustimmungserfordernisses der Hauptversammlung der Gesellschaft nicht effizient ist¹.

Unter den Ökonomen ist noch nicht abschließend geklärt, ob ein Delisting zu finanziellen Nachteilen bei den Minderheitsaktionären führt². Zwar werden nach Ankündigung eines Delistings Kurzabschlüsse registriert, aber diese sind wohl meist eher gering. Sie könnten zudem auch darauf beruhen,

1 **Bayer**, Walter (2015) 'Delisting: Korrektur der Frosta-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber', Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, s. 1173; **Gegler**, Felix (2016) 'Die Neuregelung des Delistings – Angemessener Aktionärschutz oder „Dolchstoß“?', Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht, s. 274 f.

2 Bejahend **Bayer**, s. 1172; **Gegler**, s. 273; zurückhaltend **Walter**, Andreas/**Thomale**, Chris (2016) 'Delisting als Regulierungsaufgabe', Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, s. 721 f.

dass institutionelle Investoren nur börsennotierte Papiere erwerben. Sie könnten aber auch darauf beruhen, dass das Delisting Konsequenz einer zuvor bereits eingetretenen unternehmerischen Fehlentwicklung ist.

Der deutsche Gesetzgeber ist davon ausgegangen, dass Kleinaktionäre durch ein Delisting finanzielle Nachteile erleiden, falls nach dem Delisting die Aktie an keiner Börse mit vergleichbarem Standard mehr gehandelt wird. Daher bestimmt § 39 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 BörsG, dass ein Widerruf der Börsenzulassung auf Antrag der Gesellschaft nur zulässig ist, wenn dem Antrag ein Angebot gerichtet auf den Erwerb der betroffenen Aktien beigefügt ist. Der von dem Bieter anzubietende Preis richtet sich nach dem durchschnittlichen inländischen Börsenkurs der Aktien während der letzten sechs Monate vor der Veröffentlichung. Sollte der Bieter innerhalb dieser sechs Monate Aktien zu einem höheren Preis erworben haben, ist dieser Preis maßgeblich³. Dieses Angebot wird von der Finanzaufsicht daraufhin überprüft, ob die an die Aktionäre zu zahlende Summe nicht offensichtlich unangemessen bzw. der maßgebliche Börsenkurs unzutreffend berechnet ist⁴. Der Bieter, regelmäßig der Mehrheitsaktionär, hat es folglich in der Hand, einen Zeitpunkt für das Delisting zu wählen, zu dem der Aktienkurs – und damit die anzubietende Abfindung – eher niedrig ist⁵. Das ist für die Minderheitsaktionäre naturgemäß wenig günstig, ist aber in Anbetracht der Tatsache, dass sich die Kursverluste bei einem Delisting, wie geschildert, meist in Grenzen halten, akzeptabel.

Die Interessen der Minderheitsaktionäre werden zudem durch weitere Regeln geschützt. Der Börsenkurs ist dann nicht relevant, wenn er auf Grund geringer Handelsvolumina und erheblicher Kurs sprünge nicht aussagekräftig ist. Gleiches gilt, wenn die Gesellschaft innerhalb der maßgeblichen 6-Monats-Frist insiderrechtliche Vorschriften missachtet hat oder der Bieter bzw. die Gesellschaft gegen das Verbot der Marktmanipulation verstoßen hat. Dann kann sich der Bieter – sofern der Verstoß nicht nur unwesentliche Auswirkungen auf den Börsenkurs hatte – nicht auf den 6-Monats-Durchschnittskurs berufen. Vielmehr muss dann eine Unternehmens-

bewertung durchgeführt werden – was die Kosten des Delistings schwer berechenbar macht.

2. Rechtsschutz

Betroffene Minderheitsaktionäre haben zum einen die Möglichkeit, gegen das Delisting als solches im verwaltungsgerichtlichen Verfahren vorzugehen⁶. Meist wird es ihm aber nur darum gehen, die Höhe der Abfindung einer Überprüfung zu unterziehen. Das Gesetz sieht ausdrücklich vor, dass das Delisting als solches nicht mit dem Argument angegriffen werden kann, die angebotene Abfindung sei zu gering (§ 39 Abs. 6 BörsG). Der Aktionär muss, wenn er die Abfindung für zu gering hält, den Zivilrechtsweg beschreiten und Klage auf Auszahlung der seiner Meinung nach geschuldeten (aber nicht angebotenen) Abfindung erheben.

B. DAS ZWANGSDELISTING

Der Rechtsschutz gegen das Zwangsdelisting gestaltet sich deutlich einfacher. Da keine Abfindung geschuldet ist (es gibt ja keine Privatperson, die das Delisting betreibt), geht es allein um den Rechtsschutz gegen die Entscheidung der Börse. Diese Entscheidung kann im verwaltungsgerichtlichen Verfahren überprüft werden.

IV. BEWERTUNG

Die deutsche Regelung geht davon aus, dass durch den Rückzug der Gesellschaft von der Börse Minderheitsaktionäre finanzielle Nachteile erleiden können. Dies ist zwar nicht abschließend belegt, es sprechen aber immerhin gute Gründe dafür.

Legt man diese Annahme zu Grunde, so überzeugt es, den Minderheitsaktionären einen finanziellen Ausgleich für den Verlust der Handelbarkeit ihrer Aktien an einer Börse anzubieten. Da aber nicht abschließend geklärt ist, ob dieser finanzielle Nachteil wirklich besteht, wäre es meines Erachtens zweckmäßiger gewesen, einen solchen Ausgleich nicht zwingend vorzuschreiben sondern der Entscheidung der Gesellschaft zu überlassen. Dies kann auf zwei Arten geschehen. Entweder eröffnet man der Aktiengesellschaft die Möglichkeit, in der Sat-

3 Details bei **Bayer**, s. 1174.

4 Details bei **Bayer**, s. 1177.

5 Siehe den Hinweis bei **Gegler**, s. 277.

6 Siehe **Gegler**, s. 278.

zung selber festzulegen, ob im Falle eines Delistings ein Ausgleich geschuldet sein soll. Es wäre aber auch denkbar, den Börsen die Möglichkeit zu eröffnen, unterschiedliche Regelungen für den Fall des Delistings vorzusehen. Auch dann hätten die Aktionäre die Möglichkeit, selbst zu entscheiden, in welche Gesellschaft sie investieren wollen⁷.

Verfolgt man demgegenüber den Regelungsansatz des deutschen Gesetzgebers (zwingender Ausgleich für die Minderheitsaktionäre), muss eine praktikable Form der Berechnung der geschuldeten Summe gefunden werden, um endlose Streitigkeiten zu vermeiden. Würde nur eine Zahlung in Höhe des Wertverlustes der Aktie durch das Delisting geschuldet⁸, könnte dieses Ziel nicht erreicht werden, da nur schwer gesagt werden kann, um wieviel eine Aktie an Wert verliert, wenn sie nicht mehr im regulierten Markt der Börse gehandelt werden kann. Dies spricht dafür, der Regelung des deutschen Gesetzgebers zu folgen. Der Aktionär überträgt dann seine Aktie auf den Bieter und erhält die gut berechenbare Abfindung für den Verlust seiner Aktionärsstellung.

Die im deutschen Gesetz vorgesehenen Ausnahmen von dieser einfachen Berechnungsmethode (keine Aussagefähigkeit des Börsenkurses, Verstoß gegen insiderrechtliche Vorschriften, Marktmanipulation) sind unvermeidbar⁹. In diesen Fällen muss in der Tat also Unternehmensbewertung erfolgen. Immerhin ist sichergestellt, dass auch in diesen Fällen der Streit um die geschuldete Abfindung die Durchführung des Delisting nicht blockiert, da dieser Konflikt in einem gesonderten Verfahren ausgetragen wird.

LITERATURVERZEICHNIS

Bayer, Walter (2015) 'Delisting: Korrektur der Frosta-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber', Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, s. 1169 ff.

Gegler, Felix (2016) 'Die Neuregelung des Delistings – Angemessener Aktionärschutz oder „Dolchstoß“?', Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht, s. 273 ff.

Morell, Alexander (2017) 'Rechtssicherheit oder Einzelfallgerechtigkeit im neuen Recht des Delistings', Archiv für die civilistische Praxis, Vol. 217, s. 61 ff.

Walter, Andreas/**Thomale** Chris (2016) 'Delisting als Regulierungsaufgabe', Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, s. 679 ff.

⁷ Siehe **Thomale/Walter**, s. 724, die für einen Wettbewerb der Börsenordnungen plädieren.

⁸ Siehe den Vorschlag von **Gegler**, s. 276.

⁹ Weitere Ausnahmen, kombiniert mit einer Generalklausel, schlägt **Morell**, Alexander (2017) 'Rechtssicherheit oder Einzelfallgerechtigkeit im neuen Recht des Delistings', Archiv für die civilistische Praxis, Vol. 217, s. 79 ff. vor.