



Heyo Maas

Zwangsdelisting und Anlegerschutz

Der Schutz der Börsennotierung vor
gesellschaftsfremden Maßnahmen



PETER LANG

Einleitung

Nach dem Emissions- und Kursboom der späten neunziger Jahre des letzten Jahrhunderts hat sich die Börse für viele Emittenten als schwieriges Terrain herausgestellt. Die zunächst angestrebten Vorteile einer Börsennotierung konnten deren Nachteile¹ nicht mehr aufwiegen.² In solchen Fällen kann es für ein Unternehmen aussichtsreicher sein, sein Geschäft abseits des „Lärms der Börse“³ weiterzuführen.⁴ Als Resultat dieser Entwicklung ist ein zunehmender Rückzug von der Börse zu beobachten gewesen.⁵ Auch kam es vermehrt zu Unregelmäßigkeiten auf Seiten der Emittenten, die die gegenüber der Börse bestehenden Pflichten nicht mehr erfüllen konnten oder wollten.⁶ Neben den in der Regel auf wirtschaftlichen Überlegungen beruhenden freiwilligen Rückzug eines Unternehmens von der Börse tritt daher der zwangsweise, von den zuständigen Stellen durchgesetzte Börsenaußschluß.

Beim freiwilligen Delisting des Emittenten werden dem Anleger nach überwiegender Auffassung, die durch die „Macrotron“-Entscheidung des BGH vom 25. November 2002 Bestätigung gefunden hat,⁷ weitreichende Schutzmechanismen zugesprochen, die es ihm erlauben, auch bei einem gegen seinen Willen stattfindenden Rückzug seine Vermögensrechte zu wahren. Richtet man den Blick zunächst auf die Vorschrift des § 39 Abs. 2 BörsG, so findet sich in Satz 2 ein Verweis auf den zu gewährleistenden Anlegerschutz, der eine nähere Ausgestaltung durch die BörsO der Regionalbörsen⁸ erfährt. Nach den Vorschriften der jeweiligen BörsO ist der Anlegerschutz gewahrt, wenn auch nach Widerruf der Börsenzulassung der Handel des Wertpapiers gewährleistet erscheint oder den Aktionären

¹ Insbesondere können die hohen laufenden Kosten der Börsennotierung, die unabhängig von einem erwirtschafteten Gewinn des Emittenten zu erbringen sind, den Verbleib an der Börse in Frage stellen. Im „Macrotron“-Fall wurden die jährlichen laufenden Kosten der Börsennotierung mit 170.000 Euro angegeben, siehe LG München I, BB 1999, 2634 (2636).

² Ausführlich zu den Vor- und Nachteilen eines Börsengangs siehe *Harrer*, in: Beck'sches Hdb.-AG, § 318 Rn. 1 ff.; *Ekkenga/Maas*, Das Recht der Wertpapieremissionen, Rn. 12 f.

³ So *Schwarck/Geiser*, ZHR 161 (1997), 739 (763).

⁴ Zu den Gründen für ein freiwilliges Delisting siehe nur *Pfüller/Anders*, NZG 2003, 459 ff.

⁵ Zum freiwilligen Delisting siehe die Monographien von *Krolop*, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt, 2005; *Ott*, Der Rückzug von der Börse, 2005; *M. Henze*, Delisting, 2002; *Kleppe*, Anlegerschutz beim Rückzug eines Unternehmens von der Börse, 2002; *de Vries*, Delisting, 2002.

⁶ So die Gigabell AG, die ihrer Pflicht zur Veröffentlichung von Quartalsberichten (Abschnitt 2 Ziffer 7.1.7 Abs. 1 Regelwerk Neuer Markt) nicht mehr nachkam und der daher die Zulassung zum Neuen Markt entzogen wurde.

⁷ BGH, Urteil vom 25. November 2002 – II ZR 133/01 – „Macrotron“, abgedruckt in: BGHZ 153, 47 ff.; AG 2003, 273 ff. = BB 2003, 806 ff. (m. Anm. *Adolff/Tieves*, BB 2003, 797 ff.) = BKR 2003, 253 ff. (m. Anm. *Süßmann*) = DB 2003, 544 ff. (m. Anm. *Heidel*) = DStR 2003, 990 ff. = JuS 2003, 501 (m. Anm. *Emmerich*) = JZ 2003, 680 ff. (m. Anm. *Lutter*) = NJW 2003, 1032 ff. = WM 2003, 533 ff. = ZIP 2003, 387 ff. (m. Anm. *Streit*).

⁸ Vgl. nur § 43 BörsO FWB.

nach Bekanntwerden der Widerrufsentscheidung ausreichend Zeit zum Verkauf der Wertpapiere über die Börse verbleibt. Der BGH ist seinerseits in der „Macrotron“-Entscheidung einen wichtigen Schritt in Richtung eines verstärkten Aktionärschutzes gegangen, indem er die Börsennotierung dem Schutz des Art. 14 GG unterstellte und daraus für den freiwilligen Rückzug von der Börse weitreichende gesellschaftsrechtliche Schutzmechanismen zugunsten der Aktionärsminderheit installierte.⁹ Dieser gesellschaftsrechtlich vermittelte Schutz soll sich über einen dem Börsenrückzug vorausgehenden Hauptversammlungsbeschluß sowie die Abgabe eines Pflichtangebotes der AG oder des Großaktionärs über den Kauf der Aktien der Minderheitsaktionäre vollziehen.

Für den Fall, daß sich das Delisting nicht auf Antrag des Emittenten vollzieht, sondern die Börsengeschäftsführung initiativ tätig wird, stellt das Gesetz hingegen keine vergleichbaren Regelungen bereit. Die Anleger finden sich jedoch in beiden Fällen in einer nicht mehr börsennotierten und durch Publizitätsvorschriften kontrollierbaren Gesellschaft wieder, was sich als systematische Schwäche des Anlegerschutzes hinsichtlich der Gefährdung des Anlegervertrauens darstellt.¹⁰ Bei Erwerb der Aktien eines börsennotierten Unternehmens geht ein Anleger aber davon aus, daß er sich zu gleichen Bedingungen durch Veräußerung über die Börse von seinen Anteilen jederzeit wieder trennen kann.¹¹ Damit ist ein qualifizierter Vertrauenstatbestand geschaffen, für dessen ungleiche Behandlung bei Zwangs- und regulärem Delisting keine Anhaltspunkte vorzuliegen scheinen. Jedoch verbietet sich bereits aus rechtlichen und tatsächlichen Gründen eine vollständige Übertragung der für das freiwillige Delisting entwickelten Schutzmechanismen auf ein Zwangsdelisting. Die innergesellschaftlichen Kompetenzregelungen lassen eine Mitentscheidung der Aktionäre nur bei einem freiwilligen, d.h. von dem Emittenten selbst initiierten Börsenrückzug zu. Nimmt die Börse hingegen ein Zwangsdelisting vor, so handelt es sich dabei um einen einseitigen Akt, bei dem eine Beteiligung des Emittenten von vornherein ausgeschlossen ist.

Dies läßt aber die Frage unbeantwortet, ob der für das freiwillige Delisting entwickelte Anlegerschutz zumindest Hinweise darauf gibt, welchem Maßstab die Schutzmechanismen beim Zwangsdelisting zu folgen haben. Mit anderen Worten: Hat der Anlegerschutz des freiwilligen Delisting „Ausstrahlungswirkung“¹² auf den Anlegerschutz des Zwangsdelisting? Es ist insbesondere hinsichtlich eines sog.

⁹ BGHZ 153, 47 ff. – „Macrotron“.

¹⁰ So für das Verhältnis von freiwilligem Delisting nach § 39 Abs. 2 BörsG zum kalten Delisting nach Umwandlungs- und Übernahmerecht *Seibt/Heiser*, ZHR 165 (2001), 466 (486 f.); siehe auch *Karollus/Geist*, NZG 2000, 1145 (1148) zum österreichischen Übernahmegesetz (öÜbG).

¹¹ *Kropf*, Der Rückzug vom organisierten Kapitalmarkt, S. 143.

¹² Vgl. *Schlitt*, ZIP 2004, 533 (540); ferner *Funk*, Minderheitenschutz im Aktienrecht beim „kalten“ Delisting, S. 45.

„provozierten“ Zwangsdelisting¹³ zu fragen, ob der Anlegerschutz des freiwilligen Delisting auf den Schutz derjenigen Interessen abzielt, die auch beim Zwangsdelisting verletzt sind.

Sollte sich die Begründung einer Hauptversammlungszuständigkeit sowie einer Angebotspflicht des Emittenten bzw. Großaktionärs beim freiwilligen Delisting allein auf die mit dem Verlust an Kontrolle durch den Kapitalmarkt, die eintretenden Informationsdefizite sowie die mit der Beeinträchtigung der Fungibilität einhergehenden innergesellschaftlichen Strukturveränderungen beziehen, dann fehlt es an der Möglichkeit, die Argumentation ohne weiteres auf das Zwangsdelisting zu übertragen. Die der Mitgliedschaft innewohnenden Aktionärsrechte wären nicht betroffen. Läßt sich die Schutzbedürftigkeit der Aktionäre beim freiwilligen Delisting hingegen mit einer Verletzung des grundrechtlich geschützten Aktieneigentums durch Verlust der faktischen Veräußerungsmöglichkeit begründen, so wäre eine Forderung nach einer vergleichbaren Schutzqualität angemessen. Denn eine solche Eigentumsverletzung träte sowohl beim freiwilligen wie auch beim Zwangsdelisting ein. Welche Konsequenzen sich daraus für ein Zwangsdelisting ergeben, ist jedoch noch ungeklärt. Inwieweit die rechtlichen Rahmenbedingungen des nationalen Wirtschaftsrechts auch die von einem Zwangsdelisting betroffenen Aktionäre in das Konzept des Anlegerschutzes aufnehmen, ist Gegenstand der Untersuchung. Im Folgenden sollen daher neben den Voraussetzungen eines Zwangsdelisting auch die sich daraus ergebenden Konsequenzen für den Schutz der Aktionäre eines von einem Zwangsausschluß betroffenen Unternehmens behandelt werden.

¹³ Dazu siehe Seite 244 ff.