

# Schriften zum Gesellschafts-, Bilanz- und Unternehmensteuerrecht

Herausgegeben von Joachim Hennrichs

Christopher M. Picot

## Die Rechte der Aktionäre beim Delisting börsennotierter Gesellschaften

SGBU 4



PETER LANG Internationaler Verlag der Wissenschaften

## Einleitung

Die im Jahre 2001 einsetzende weltweite Finanzmarktkrise, welche sich in den folgenden zwei Jahren weiter verschärfte, führte in Deutschland nicht nur zu einem drastischen Rückgang des Geschäfts mit Neuemissionen. Vielmehr bewegte sie auch zahlreiche, bereits börsennotierte Unternehmen dazu, die Börsen im Wege eines Delisting wieder zu verlassen. Delistings wurden von der Öffentlichkeit zwar nicht in dem Maße wahrgenommen, wie die zuvor meistens medienwirksam platzierten Börsengänge. Betrachtet man jedoch den Kreis derjenigen Unternehmen, die bis heute einen Rückzug von deutschen Börsen vollzogen haben, so wird deutlich, dass das Delisting börsennotierter Unternehmen in Deutschland zunehmend an Bedeutung gewonnen hat.<sup>1</sup>

Die unternehmerische Entscheidung zu einem Delisting wird aus vielfältigen Erwägungen getroffen. Sowohl etablierte Aktiengesellschaften als auch Unternehmen, die erst wenige Jahre an der Börse notiert sind, können zu dem Ergebnis gelangen, dass die wirtschaftlichen und operativen Nachteile der Börsennotierung die Vorteile börslicher Notierung überwiegen.<sup>2</sup> Dies kann zum einen daran liegen, dass das ursprünglich mit dem Börsengang verfolgte Hauptmotiv der Kapitalbeschaffung entfallen ist, weil sich das Unternehmenswachstum mittlerweile aus eigenem Cash-Flow finanzieren lässt, oder dass die Kapitalversorgung nach einer Unternehmensübernahme durch die neue Muttergesellschaft sichergestellt ist.<sup>3</sup>

Ein weiterer wichtiger Aspekt sind die zahlreichen kostenintensiven Publizitäts- und Verhaltenspflichten, die mit der Börsennotierung verbunden sind. Zu diesen Pflichten gehören vor allem das Verbot von Insider-Geschäften gemäß § 14 WpHG, die Ad-hoc-Publizität gemäß § 15 WpHG, die Publikationspflichten bei der Veränderung von Beteiligungen gemäß § 21 Abs. 1 WpHG sowie die kapitalmarktrechtlichen Zulassungsfolgepflichten gemäß §§ 40 ff. BörsG.<sup>4</sup> Zu erwähnen sind in diesem Zusammenhang auch die Vorgaben des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)<sup>5</sup>, welche den börsennotierten Gesellschaften im Verhältnis zu den nicht börsennotierten Gesellschaften erweiterte Pflichten hinsichtlich des Risk Managements und der Corporate Governance auferlegen.<sup>6</sup> In ähn-

---

1 Ein Delisting wurde in jüngster Zeit beispielsweise durchgeführt bei der durch die Procter & Gamble Co. übernommenen Wella AG, bei der durch die Sanofi S.A. übernommenen Aventis AG, bei der durch die Bayer AG übernommenen Schering AG sowie bei der durch die Deutsche Telekom AG eingegliederten T-Online AG.

2 Land/Hasselbach, BB 2000, 557, 557.

3 Land/Hasselbach, BB 2000, 557, 557; Richard/Weinheimer, BB 1999, 1613, 1619.

4 Bungert, BB 2000, 53, 53; Heidelbach, in: Schwark, Kapitalmarktrecht-Kommentar, § 38 BörsG a. F., Rn. 24.

5 Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) vom 27. 4. 1998, BGBl. I 1998, S. 786 ff.

6 Siehe hierzu Lingemann/Wasmann, BB 1998, Seite 853 ff.

licher Weise gilt dies auch für den Deutschen Corporate Governance Kodex, der im Jahre 2002 von der vom Bundesministerium für Justiz eingesetzten Regierungskommission verabschiedet worden ist und Verhaltensstandards zur Unternehmensführung und -überwachung aufstellt.<sup>7</sup> Zwar „empfiehlt“<sup>8</sup> die Präambel des Corporate Governance Kodexes seine Beachtung auch nicht börsennotierten Gesellschaften. Allerdings trifft die rechtliche Verpflichtung zur Abgabe einer jährlichen Entsprechenserklärung gemäß § 161 Satz 1 AktG nur den Vorstand sowie den Aufsichtsrat einer börsennotierten Gesellschaft.<sup>9</sup>

Bei der Entscheidung über ein Delisting können weiterhin auch Kosteneinsparungseffekte eine wichtige Rolle spielen. Nach § 17 Abs. 1 Nr. 3, 4 und 5 BörsG i.V.m. den Gebührenordnungen der einzelnen Börsen haben die Börsen in Deutschland für die Herbeiführung der Notierung bzw. die fortlaufende Notierung Anspruch auf entsprechende Vergütung. Auch die ausländischen Börsen erheben für eine Notierung bzw. eine Zweitnotierung eine jährliche Notierungsgebühr.<sup>10</sup> Neben den direkten Gebühren der Börsen verursacht die Notierung bei den börsennotierten Unternehmen vor allem auch einen erhöhten bürokratischen und finanziellen Mehraufwand. Dieser Mehraufwand wird vornehmlich durch die Erfüllung der Aktionärsdienstleistungen, Investor Relations und Analystenkonferenzen sowie durch die Erfüllung börsenrechtlicher Publizitäts- und Informationspflichten verursacht.<sup>11</sup> Um alle diese Kosten der Börsennotierung zu vermeiden bzw. zu verringern, haben in jüngerer Zeit zahlreiche deutsche Unternehmen ihre Zweitnotierungen an europäischen Börsen, an der Tokioter Börse sowie an der amerikanischen NYSE aufgegeben. Umgekehrt haben aus den gleichen Gründen auch ausländische Unternehmen ihre Zweitnotierungen an der Frankfurter Börse beendet.<sup>12</sup>

Aktuelle Bedeutung hat das Delisting in diesem Zusammenhang durch das Bestreben vieler deutscher Aktiengesellschaften erlangt, die amerikanische NYSE zu verlassen. Denn infolge des Sarbanes-Oxley-Gesetzes<sup>13</sup>, der zusätzlichen Rechnungslegung nach US-GAAP sowie der sonstigen umfangreichen Berichtspflichten sehen sie sich erheblichen finanziellen und bürokratischen

7 Zu den aktuellen Änderungen des DCGK ausführlich *Vetter*, DB 2007, S. 1963 ff.

8 Siehe Ziffer 1 (Präambel), vorletzter Absatz, Satz 2 Deutscher Corporate Governance Kodex.

9 *Pfüller/Anders*, NZG 2003, 459, 462.

10 *Klenke*, WM 1995, 1089, 1090.

11 *Pfüller/Anders*, NZG 2003, 459, 461.

12 Deutsches Aktieninstitut, Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Acts auf deutsche Unternehmen, Kosten, Nutzen, Folgen für US-Börsennotierungen, S. 103.

13 Der Sarbanes-Oxley-Act ist am 31. 7. 2002 nach den Bilanzskandalen um Enron und Worldcom in Kraft getreten. Er sieht eine erhebliche Erweiterung der Pflichten des Managements und des Boards der Aktiengesellschaft sowie die Neuregelung der Verantwortung für die Rechnungslegung (Einrichtung eines unabhängigen Audit Committees) vor. Der Gesetzesstext ist abrufbar unter <http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>. Siehe hierzu auch *Lanfermann/Maul*, DB 2002, 1725, 1728 ff.

Mehrbelastungen ausgesetzt.<sup>14</sup> Begünstigt wird der verstärkte Rückzug von den US-Börsen durch die von der amerikanischen Aufsichtsbehörde Securities und Exchange Commission (SEC) im Juni 2007 geänderten Regelungen zum Delisting; Danach wird ausländischen Emittenten nach einem Delisting die Befreiung von den gegenüber der SEC bestehenden Berichtspflichten nunmehr unter erleichterten Bedingungen ermöglicht.<sup>15</sup>

Wirtschaftliche Vorteile bietet das Delisting weiterhin auch denjenigen Aktiengesellschaften, deren Ziel es ist, unausgeschöpfte Wertpotentiale zu aktivieren.<sup>16</sup> Solche Wertpotentiale können insbesondere dann entstehen, wenn ein Unternehmen Investitionen in bestimmte Geschäftsfelder getätigt hat, die zwar unter langfristigen Gesichtspunkten wirtschaftlich sinnvoll sind, kurz- bzw. mittelfristig jedoch nicht hinreichend von den Marktteilnehmern an der Börse wahrgenommen werden.<sup>17</sup> Wertpotentiale können im Wege eines Delisting auch dann gehoben werden, wenn die Struktur eines aus einer Vielzahl von Geschäftsfeldern bestehenden Mischkonzerns (Konglomerat) zu einem erheblichen Abschlag bei der Börsenbewertung, d. h. zu einem so genannten Conglomerate Discount führt.<sup>18</sup>

Des weiteren können sich Aktiengesellschaften der Situation ausgesetzt sehen, dass Anleger ihnen unabhängig von ihrer Unternehmensentwicklung insgesamt nur noch geringe bis gar keine Beachtung mehr schenken. Diese mangelnde Aufmerksamkeit kann dazu führen, dass der Aktienkurs eines Unternehmens selbst bei guten Unternehmensergebnissen stagniert oder sogar nach unten tendiert.<sup>19</sup> Die Marktkapitalisierung der betroffenen Unternehmen spiegelt dann nicht mehr den wahren Unternehmenswert wider. In dieser Situation kann ein Delisting nicht nur sinnvoll sein, um die Geschäftsexpansion fernab der Börse voranzutreiben. Vielmehr kann auf diese Weise auch der Gefahr einer feindlichen Übernahme begegnet werden.<sup>20</sup>

14 Die rückzugswillige E.on AG spricht insoweit von zusätzlichen Kosten von mindestens 10 Millionen Euro pro Jahr, die Bayer AG erwartet durch den Rückzug von der NYSE Einsparungen von rund 15 Millionen Euro pro Jahr. FAZ vom 6. 9. 2007, S. 22.

15 Nach bisheriger Rechtslage war eine Befreiung von der US-Berichterstattung im Zuge eines Delisting nur dann möglich, wenn die Gesellschaft dauerhaft, d. h. für 18 aufeinanderfolgende Monate weniger als 300 Aktionäre mit Wohnsitz in den Vereinigten Staaten oder weltweit zählte. Nach neuer Rechtslage ist eine Beendigung der Berichtspflichten auch bei Vorliegen eines geringen Handelsvolumens möglich. Danach kann sich ein Emittent deregistrieren lassen, wenn sein durchschnittliches Handelsvolumen in den USA über zwölf Monate hinweg gegenüber dem weltweiten Handelsvolumen 5 Prozent oder weniger beträgt. NZG 2007, 298: „US-Delisting: SEC verbessert Entwurf zu Gunsten der Emittenten/Verhältnis von weltweitem Handelsvolumen zu USA entscheidend“; Lohner/Strelcyk, Verlagsbeilage Finanzmärkte, FAZ vom 19. 9. 2007, Seite B 6.

16 Richard/Weinheimer, BB 1999, 1613, 1620.

17 Land/Hasselbach, DB 2000, 557, 557.

18 Land/Hasselbach, DB 2000, 557, 557.

19 Groß, ZHR 165 (2001), 141, 143.

20 Steck, AG 1998, 460, 460; Vollmer/Grupp, ZGR 1995, 459, 473f.

Die wachsende Bedeutung des Delisting ist jedoch nicht nur durch die dargestellten unternehmerischen Erwägungen geprägt. Vielmehr spielen auch der wachsende Markt für Unternehmensübernahmen (Mergers & Acquisitions) sowie das verstärkte Auftreten angelsächsischer Private Equity-Gesellschaften und Hedgefonds in- und ausländischer Investoren in Deutschland eine bedeutsame Rolle. Um einen intensiveren Einfluss auf das Management bzw. die Unternehmensführung ausüben zu können, streben diese entweder zunächst nur den Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung oder sofort die alleinige Kontrolle über das Zielunternehmen an. Nach erfolgter Beteiligung wird sodann der Rückzug von der Börse eingeleitet.<sup>21</sup> Ziel derartiger Transaktionen ist es nicht nur, die bereits dargestellten Nachteile der Börsennotierung zu vermeiden. Vielmehr kommt es den Finanzinvestoren (Private-Equity-Gesellschaften und Hedgefonds) vor allem darauf an, den Erwerb steuerlich und liquiditätsmäßig – beispielsweise durch ein Leveraged Buy Out (LBO) – zu optimieren, das Unternehmen fernab der Öffentlichkeit zu restrukturieren und den Wertzuwachs nach mehrjähriger Investitionsphase im Wege einer maximierten Exit-Strategie zu realisieren. Als „Exit“ kommt dabei entweder der Verkauf des Unternehmens an einen weiteren Finanzinvestor (so genannter Secondary Buy Out) oder aber ein erneuter Börsengang in Betracht.

Wie im Rahmen dieser Arbeit aufzuzeigen sein wird, kann ein Delisting auf verschiedene Weise mit Hilfe unterschiedlicher Delisting-Techniken durchgeführt werden. Eine zentrale Frage, die sich im Rahmen aller relevanten Delisting-Techniken stellt, ist die Rolle der Minderheitsaktionäre sowie die ihnen zur Verfügung stehenden Rechte und Rechtsschutzmöglichkeiten. Seine besondere Bedeutung hat dieses Thema, weil die Diskussion hinsichtlich der Voraussetzungen des Delisting sowie hinsichtlich der entsprechenden Rechtsschutzmöglichkeiten der Aktionäre in Deutschland längst nicht zum Abschluss gelangt ist.

Zwar hat der Gesetzgeber im Zuge des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes im Jahre 1998 mit Einführung des § 43 Abs. 4 BörsG a. F. erstmals versucht, die Voraussetzungen des Delisting auf Antrag des Emittenten gesetzlich zu regeln. Dabei ist der Zulassungsstelle der Börse ein Ermessensspielraum dahingehend eingeräumt worden, die Zulassung zur amtlichen Notierung auf Antrag des Emittenten zu widerrufen, wenn der Schutz der Anleger einem Widerruf nicht entgegensteht. Allerdings sind – auch unter der Geltung des zeitlich nachfolgenden und dieser Vorschrift im Wesentlichen entsprechenden § 38 Abs. 4 BörsG a. F. – zahlreiche Fragen im Zusammenhang mit dem Schutz der Minderheitsaktionäre offen geblieben. In gleicher Weise gilt dies nunmehr auch für die Regelung des § 39 Abs. 2 BörsG n. F., welche § 38 Abs. 4 BörsG

---

<sup>21</sup> Beispiele hierfür sind die aus der Hoechst AG hervorgegangene Celanese AG, der Armaturenhersteller Friedrich Grohe AG, der KfZ-Ausrüster Kiekert AG, die ehemalige Viag-Tochter Gerresheimer Glas, welche zum 11. 6. 2007 wieder an der Frankfurter Börse gelistet wurde, die Knurr AG, die DLW AG, die Allweiler Pumpen AG, die SG Holding AG sowie der Möbelhersteller Rolf Benz AG.

a. F. mit Inkrafttreten des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 16. 7. 2007 bis auf wenige Änderungen nahezu inhaltsgleich ersetzt hat.

Das Ziel dieser Arbeit ist es daher, die verschiedenen Gestaltungstechniken des Delisting seitens der Unternehmen darzustellen und die diskussionsbedürftigen Fragestellungen, die sich im Zusammenhang mit dem Schutz der Anleger ergeben, zu erörtern und jeweils entsprechende Lösungsansätze zu entwickeln.

Zu diesem Zweck gibt das erste Kapitel zunächst einen Überblick über die verschiedenen Begriffe und Erscheinungsformen des Delisting. Im Vordergrund steht dabei die Analyse des Begriffs „Delisting“.

Das zweite Kapitel widmet sich sodann den rechtlichen und vor allem auch tatsächlichen Folgen des Delisting für die Minderheitsaktionäre.

Im dritten Kapitel werden die kapitalmarktrechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen des Delisting auf Antrag des Emittenten untersucht. Im Mittelpunkt der Untersuchung steht dabei die Frage, ob und vor allem welche gesellschaftsrechtlichen Anforderungen neben den kapitalmarktrechtlichen Voraussetzungen des § 39 Abs. 2 BörsG zu beachten sind. In diesem Zusammenhang erfolgt auch eine Auseinandersetzung mit dem vielbeachteten „Macrotron“-Urteil des BGH aus dem Jahre 2002.

Im Anschluss daran werden im vierten Kapitel die Rechtsschutzmöglichkeiten und Schadensersatzansprüche der Aktionäre beim regulären Delisting aufgezeigt und erörtert. Von besonderer Bedeutung ist hierbei, dass die deutschen Börsen nicht nur regional organisiert sind, sondern darüber hinaus als (teilrechtsfähige) Anstalten des öffentlichen Rechts auftreten. Vor diesem Hintergrund stellt sich vor allem die Frage, ob und inwiefern Anleger neben zivil- bzw. gesellschaftsrechtlichen Rechtsschutzmöglichkeiten auch verwaltungsrechtliche und verwaltungsgerichtliche Rechtsbehelfe geltend machen können.

Schließlich werden im fünften Kapitel Fragen des Anlegerschutzes im Zusammenhang mit dem so genannten „kalten“ Delisting behandelt. Hierbei werden die verschiedenen Erscheinungsformen des kalten Delisting aufgezeigt und jeweils die dem Minderheitsaktionär zur Verfügung stehenden Rechte und Rechtsschutzmöglichkeiten insbesondere im Hinblick auf die ihnen zur Verfügung stehenden Austrittsrechte und Abfindungsmöglichkeiten untersucht.