

Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts zu Delisting und Spruchverfahren – Anfrage des Bundesverfassungsgerichtes 1 BvR 3142/07

Oktober 2010

Vorbemerkung

Das Deutsche Aktieninstitut dankt für die Gelegenheit, zu den in der Verfassungsbeschwerde aufgeworfenen Rechtsfragen Stellung nehmen zu können. Hierzu möchte es die Anmerkung voran stellen, dass die hier zu behandelnden Fragen zum Delisting und zum Spruchverfahren im Zusammenhang mit der grundsätzlichen Frage zu sehen sind, wie die Regulierungen des Kapitalmarktes gestaltet sein sollten, damit sie gleichermaßen die Interessen von Anlegern und kapitalsuchenden Unternehmen optimal ausbalancieren.

Leistungsfähige Volkswirtschaften benötigen funktionsfähige Börsen und Kapitalmärkte. Zusammen mit Banken und anderen Finanzintermediären sind Börsen für Wachstum und Beschäftigung entscheidende Faktoren, indem sie zwischen Sparern und Unternehmen vermitteln und dabei die Interessen- und Informationsunterschiede überbrücken helfen und Transaktionskosten senken. Dies belegen zahlreiche ökonomische Untersuchungen. Inzwischen deuten einige Untersuchungen zudem darauf hin, dass von der Finanzierung über die Börse zusätzliche Investitions- und Wachstumsimpulse ausgehen können. Kapitalmärkte haben insbesondere bei der Auswahl und Finanzierung von innovativen Projekten, den entscheidenden Triebkräften der wirtschaftlichen Entwicklung, Vorteile gegenüber der reinen Bankfinanzierung.

Aus Sicht der Unternehmen sollten die rechtlichen Rahmenbedingungen daher grundsätzlich darauf ausgerichtet sein, den Gang an die Börse und die anschließende Börsennotiz für die Unternehmen handhabbar und rechtssicher zu gestalten. Dabei ist zu beachten, dass die unternehmerische Entscheidung für den Börsengang nicht unabhängig von der Frage ist, ob diese Entscheidung gegebenenfalls später revidiert werden kann, indem sich das Unternehmen wieder von der Börse zurückzieht. Gerade für mittelständische Unternehmen, die traditionell größere Vorbehalte gegenüber dem Börsengang haben, können daher sowohl Rechtsunsicherheiten im Hinblick auf einen etwaigen Börsenrückzug als auch übermäßig hohe Anforderungen an diesen Börsenrückzug bereits die Entscheidung für den Börsengang negativ beeinflussen. Ein möglicher Gang an die Börse darf aber nicht wie eine Einbahnstraße wirken, aus der man sich nur mit drohenden unüberschaubaren finanziellen Risiken und Rechtstreitigkeiten befreien kann.

Die bisherige Macroton-Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (BGH)¹ hat nach Auffassung des Deutschen Aktieninstituts die oben angesprochene Unsicherheit verstärkt. Sie führt zu einer unangemessenen vollen Abfindungspflicht für Unternehmen, obwohl den Aktionären das Aktieneigentum nicht entzogen wird und entzogen werden soll. Damit werden die gesellschaftsrechtlichen Anforderungen an ein reguläres Delisting für Unternehmen so gestaltet, dass es oftmals nur unter Inkaufnahme von langjährigen rechtlichen Auseinandersetzungen zu erreichen sein wird.

Motive für einen Börsenrückzug sind oftmals die hohen Kosten der Zulassungsfolgepflichten, die sich für die Unternehmen und damit auch Aktionäre nur dann rechnen, wenn die Vorteile der Börsennotierung die Kosten überwiegen. Vorteile für das kapitalsuchende Unternehmen sind die weiteren Finanzierungsmöglichkeiten neben Bankkrediten und gegebenenfalls Unternehmensanleihen für Wachstum und Innovation. Eine Gesellschaft mag sich eine erhöhte Visibilität für Anleger erhoffen, indem etwa Analysten durch einen Börsengang auf sie aufmerksam werden. Analysten, die für die Bewertung einer Aktie von zentraler Bedeutung sind, analysieren nicht jedes Unternehmen. Visibilität lässt sich aber auch durch von den Börsen organisierte Eigenkapitalkonferenzen und die Aufnahme in besondere Handelssegmente und in Indizes erreichen. Gerade die Aufnahme in einen Index wie den S-DAX oder M-DAX der Frankfurter Wertpapierbörse ist von zentraler Bedeutung. Solche Erwartungen an die Visibilitätssteigerung mögen enttäuscht werden. Findet dann nur ein geringer Aktienhandel statt, kann jeder Aktienhandel einen beachtlichen Kursauschlag auslösen, der börslich festgestellte Preis wird stark volatil. Dies führt, obwohl das Unternehmen die mit der Zulassung zum Börsenhandel einhergehenden gesetzlichen Transparenz- und Informationspflichten erfüllt, möglicherweise zu Verunsicherung und Ablehnung bei den Anlegern. Dann lohnen sich die mit der Börsennotierung einhergehenden Kosten u.U. nicht mehr. Zudem können Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten über die Börse für kleinere Unternehmen wider Erwarten nur eingeschränkt gegeben sein; die Börsennotierung kann hier sogar ein Hindernis für andere Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten z.B. auf dem Private Equity Markt darstellen.² Weitere Motive für ein Going Private sind häufig der Wunsch nach operativer Erleichterung.

Der Vorteil von Aktien ist für die Anleger wiederum die überdurchschnittliche Rendite, die sich mit Aktien erzielen lässt. Es fällt auf, dass in der Diskussion über Delistings dagegen das Liquiditätsrisiko stark in den Vordergrund gestellt wird. Allerdings ergibt sich die Attraktivität der Aktie letztlich aus der Kombination von Renditechance und Liquidität. Würden Anleger die Liquidität so stark in den Vordergrund stellen, wie vielfach behauptet, würden sie ihr

¹ Az. II ZR 133/01, NJW 2003, 1032 = ZIP 2003, 387.

² Schanz/Richard/Schalast, Unternehmen im Prime Standard „Staying Public“ oder „Going Private“ – Nutzenanalyse der Börsennotiz, HfB Arbeitspapier Nr. 60, Dezember 2004, S. 4 f., weitere Untersuchungen zu Delisting-Motiven finden sich bei Pfüller/Anders NZG 2003, 459; diese kommen zu dem Ergebnis, dass zB neben einer funktionslos gewordenen Börsennotiz der Wunsch nach operativer Erleichterung und Kostensenkung besteht. Going-Private-Unternehmen weisen nach Untersuchung für die Jahre 1993 bis 2000 u.a. einen geringen Freefloat und eine unterdurchschnittliche Kapitalmarktperformance auf und haben einen bestimmenden Hauptaktionär, Eisele/Götz/Walter, Finanzbetrieb 2003, 839,

Kapital eher in Tagesgeld anlegen, aber in Kauf nehmen, dass die Rendite gegenüber anderen Anlageformen gering ist. Gesteigerte Renditechancen gehen immer mit gesteigerten Risiken einher. Bei der Aktie kann es zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals kommen. Deshalb rät das Deutsche Aktieninstitut Privatanlegern bei der Kapitalanlage immer zu einem ausgewogenen Portfolio aus verschiedenen Anlageformen, wie festverzinslichen Anlagen, Aktien, Aktienfonds und ggf. Immobilien. Innerhalb der risikoreichen Anlageformen sollte eine ausreichende Diversifizierung gegeben sein, so dass sich etwa Verluste in den Aktien eines Unternehmens mit Gewinnen eines anderen möglicherweise ausgleichen lassen. So sollte es nur sehr wenig Privatanleger geben, die bei einer ausgewogenen Streuung ihres zum Zweck der Kapitalanlage eingegangenen Aktienengagements auf mehrere Unternehmen übermäßig von einem Delisting oder gar mehrfach von Delisting-Entscheidungen betroffen wären. Die Zahl regulärer Delistings seit 2003 ist gering. Laut Hoppenstedt-Aktienführer³, der alle deutschen Börsen einbezieht, haben seit dem Jahr 2003 insgesamt 293 inländische Unternehmen den vollständigen Rückzug von den deutschen Wertpapierbörsen vorgenommen.⁴ Hiervon haben immerhin 196 inländische Unternehmen ein „kaltes Delisting“ vollzogen, wobei dies in 181 Fällen über einen Squeeze-out geschehen ist und in 15 Fällen über die Verschmelzung oder einen Aktientausch. Ein reguläres Delisting kommt dagegen nur bei 97 inländischen Unternehmen in Betracht, wobei sich 69 dieser Unternehmen in Insolvenz oder in Liquidation befanden.

Die geringe Zahl von vermutlich 28 regulären Delistings außerhalb der Insolvenz/Liquidation zeigt, dass das reguläre Delisting für die börsennotierten Unternehmen eine Ausnahme darstellt; diese wählen eher den Weg über ein vollständigen Squeeze-out, bei dem der Mehrheitsaktionär die Gesellschaft komplett übernimmt.

Nach Auffassung des Deutschen Aktienrechts ist es verfassungsrechtlich nicht geboten, für ein reguläres Delisting in richterlicher Rechtsfortbildung die Unternehmen dazu zu verpflichten, einen Hauptversammlungsbeschluss herbeizuführen oder ein Abfindungsangebot vorzulegen. Das Deutsche Aktieninstitut würde es aber begrüßen, Rechtssicherheit für alle Beteiligten zu Fragen des regulären Delistings zu schaffen, um auch diesen vom Gesetzgeber vorgesehenen Weg der Börsenrückzugsmöglichkeit offen zu halten. Wie oben angedeutet, ist es wichtig, bei den Kapitalmarktregulierungen eine ausgewogene Lösung zu finden, die sowohl Anleger- als auch Unternehmensinteressen berücksichtigt.

1. Fragekomplex:

Äußerung zu in der Verfassungsbeschwerde angesprochenen Rechtsfragen

In der vorliegenden Verfassungsbeschwerde 1 BvR 3142/07 geht es der Beschwerdeführerin vorrangig darum, die Statthaftigkeit des Spruchverfahrens nach einem regulären Delisting eines ehemals an der Börse Berlin-Bremen

³ Unter www.hoppenstedt-aktienfuehrer.de; in Druckform bis Anfang 2009 in Hoppenstedt Aktienführer 2009, 102. Ausgabe, Darmstadt 2008.

⁴ Hier gibt es allerdings keine genauen Angaben, ob es sich um Unternehmen mit einer ehemaligen Notierung am regulierten Markt oder um Freiverkehrswerte handelt.

notierten Unternehmens zu verneinen, da es hierfür keine gesetzliche Grundlage gebe. Hierzu verneint sie unter anderem, dass die Verkehrsfähigkeit von Aktien verfassungsrechtlich durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützt sei, wie es der BGH in seiner Macroton-Entscheidung vorgesehen hat. Einen Hauptversammlungsbeschluss sowie ein Abfindungsangebot lagen vor; hierüber ist ein Spruchverfahren anhängig.

In einer weiteren Verfassungsbeschwerde 1 BvR 1569/08 hat eine Gesellschaft den Zulassungsantrag zum regulierten Markt an der Münchener Börse widerrufen und eine Einbeziehung in das Freiverkehrsegment m:access der Münchener Börse betrieben. Hierüber wurden weder ein Hauptversammlungsbeschluss gefasst, noch wurde seitens der Gesellschaft ein Abfindungsangebot an die Aktionäre unterbreitet. Die Beschwerdeführerin in diesem Verfahren ist der Auffassung, dass das Delisting eine die Verkehrsfähigkeit ihrer Aktien beeinträchtigende Maßnahme sei, weswegen ein Hauptversammlungsbeschluss hätte ergehen, ein Abfindungsangebot von der Gesellschaft oder dem Großaktionär hätte unterbreitet werden müssen und ein Spruchverfahren statthaft sei.

Da die beiden Verfassungsbeschwerden zugrunde liegenden Rechtsfragen thematisch eng miteinander verknüpft sind, werden sie im 1. Fragekomplex gemeinsam behandelt.

1. Einschränkung der Verkehrsfähigkeit – Eingriff in das Eigentum des Aktionärs iSv Art. 14 Abs. 1 GG?

Der BGH hat entschieden, dass der Verkehrswert der Aktie und die jederzeitige Möglichkeit seiner Realisierung Eigenschaften des Aktieneigentums darstellen, die wie das Aktieneigentum selbst verfassungsrechtlichen Schutz genießen.⁵

Das Deutsche Aktieninstitut ist der Auffassung, dass nur die rechtliche, nicht aber tatsächliche jederzeitige Verkaufsmöglichkeit einer Aktie dem Eigentumsbegriff im Sinne von Art. 14 Abs. 1 GG zuzuordnen und dies auch nicht mit der Börsenzulassung gleichzusetzen ist. Sonst würde letztlich die Börsenzulassung in den Rang eines verfassungsrechtlich geschützten Gutes erhoben werden. Dies würde die Frage nach dem Verfassungsrang anderer wesentlicher für den Aktionär bedeutender (wertbildender) Faktoren aufwerfen, wie z.B. des besonderen regulatorischen Rechtsrahmens, der für börsennotierte Unternehmen gilt.

Der Verkehrswert einer Aktie hängt in erster Linie von Einschätzungen der Marktteilnehmer über die künftige Unternehmensentwicklung ab, was wiederum von unternehmensspezifischen Faktoren (z.B. Geschäftsmodell, Kostenentwicklung) und allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklungen (z.B. Konjunktur, allgemeine Marktverfassung) abhängt. Diese Einschätzung, die sich dann über das Kaufverhalten im Kurs niederschlägt, ist umso leichter, je mehr Informationen über das Unternehmen verfügbar sind. So ist auch die aus den gesetzlichen Zulassungsfolgepflichten folgende Transparenz eines Unternehmens von wesentlicher Bedeutung für die Aktionäre und prägt die Börsenno-

⁵ BGH (Macroton), ZIP 2003, 387.

tiz. Die Befürworter einer Erhebung der besonderen Verkehrsfähigkeit börsennotierter Aktien in den Rang eines Verfassungsgutes müssten dies dann eigentlich auch für die einfachgesetzlichen Transparenzstandards erwägen, da sie die börsennotierte Aktie prägen. Jede künftige Änderung der sich in ständiger Veränderung befindlichen Vorschriften müsste der Gesetzgeber dann an Art. 14 Abs. 1 GG messen. Auch eine solche Einschätzung wäre abzulehnen. Die Bestimmung des Schutzbereichs des Art. 14 Abs. 1 GG anhand die börsennotierte Aktie prägender tatsächlicher Eigenschaften ist abzulehnen.

a) Zuordnung der jederzeitigen Möglichkeit zur Realisierung des Verkehrswerts zum Eigentumsbegriff bei börsennotierten Aktien

Nach Auffassung des Deutschen Aktieninstituts kann aus den bisherigen Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts zum Delisting nicht hergeleitet werden, dass die tatsächliche Möglichkeit zur Realisierung des Verkehrswerts verfassungsrechtlichen Schutz genießt. Die Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts, die der BGH in der Macroton-Entscheidung für seine Auffassung anführt,⁶ unterstützen dessen Auslegung nicht.⁷ Das Bundesverfassungsgericht hat grundsätzlich nicht die Verkehrsfähigkeit von börsennotierten mit nicht börsennotierten Aktien, sondern die Verkehrsfähigkeit von Aktien mit den Anteilen an einer Personenhandelsgesellschaft oder GmbH verglichen: „Das Aktieneigentum ist - im Vergleich zu einer Beteiligung an einer Personenhandelsgesellschaft oder an einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung - nicht zuletzt durch seine Verkehrsfähigkeit geprägt. Das gilt vor allem für die börsennotierte Aktie.“⁸ Also ist auch die nicht börsennotierte Aktie durch ihre Verkehrsfähigkeit geprägt.

Nach ständiger Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts soll die Eigentumsgarantie dem Träger des Grundrechts einen Freiheitsraum im vermögensrechtlichen Bereich sichern und ihm damit eine eigenverantwortliche Gestaltung des Lebens ermöglichen. Art. 14 GG schützt den konkreten Bestand an vermögenswerten Gütern vor ungerechtfertigten Eingriffen durch die öffentliche Gewalt.⁹ Dagegen folgt eine allgemeine Wertgarantie vermögenswerter Rechtspositionen aus Art. 14 Abs. 1 GG nicht.¹⁰ Art. 14 Abs. 1 GG erfasst nur Rechtspositionen, die einem Rechtssubjekt bereits zustehen, nicht aber in der Zukunft liegende Chancen und Verdienstmöglichkeiten.¹¹ Das verfassungsrechtlich geschützte Eigentum ist zwar durch die dem Eigentümer zustehende grundsätzliche Verfügungsbefugnis über den Eigentumsgegenstand gekennzeichnet. Hierunter fällt grundsätzlich auch das Recht des Eigentümers, sein

⁶ Moto Meter BVerfG vom 23.8.2000 – 1 BvR 68/95, BB 2000, 2011; DAT/Altana, BVerfG vom 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, AG 1999, 566, Hartmann & Braun, BVerfG vom 8.9.1999 – 1 BvR 301/89, ZIP 1999, 1804.

⁷ So u.a. Adolff/Tieves BB 2003, 797; Holzborn, WM 2003, 1105, 1108f.

⁸ BVerfG (DAT/Altana), AG 1999, 566, 568. Zudem erläutert das Bundesverfassungsgericht zwar, dass die Verkehrsfähigkeit als Eigenschaft des Aktieneigentums bei der Wertbestimmung des Eigentumsobjekts nicht außer Betracht bleiben dürfe. Der Verkehrswert der Aktien wird vom Bundesverfassungsgericht jedoch für eine zuvor festgestellte Entschädigungspflicht wegen vollständigen Entzugs des Aktieneigentums herangezogen, und zwar zur Konkretisierung, nicht aber zu deren Begründung.

⁹ BVerfGE 105, 252 (Glykol), NJW 2002, 2621, 2625.

¹⁰ Vgl. BVerfGE 105, 17, 30 (Sozialpfandbriefe), NJW 2002, 3009.

¹¹ Vgl. BVerfGE 68, 193, 222 (Zahntechniker-Innungen), NJW 1985, 1385 m.w.N.

Eigentum zu veräußern. Während die rechtliche Befugnis, Sachen zum Verkauf anzubieten, zum erworbenen und über Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Bestand zu rechnen ist, gehört die tatsächliche Absatzmöglichkeit nicht zu dem bereits Erworbenen, sondern zur Erwerbstätigkeit.¹² Dies gilt auch für die börsennotierte Aktie. Die Macroton-Rechtsprechung des BGH erhebt dagegen die tatsächliche Absatzmöglichkeit in den Verfassungsrang. Dies ist problematisch.

Würde man die tatsächliche Absatzmöglichkeit bzw. die Verkehrsfähigkeit im Sinne einer jederzeitigen Möglichkeit zur Realisierung des Verkehrswerts börsennotierter Aktien am regulierten Markt in Verfassungsrang erheben, müsste man Merkmale der Börsennotiz finden, um die besondere Verkehrsfähigkeit börsennotierter gegenüber nicht börsennotierter Aktien abgrenzen zu können. Dabei ist jedoch schon zweifelhaft, ob die Börsennotiz im Sinne des BGH die jederzeitige Möglichkeit der Realisierung des Verkehrswerts bietet.

(aa) Verfassungsrechtlicher Schutz des Verkehrswerts

Der BGH unterstellt den Verkehrswert der Aktie dem gleichen verfassungsrechtlichen Schutz wie das Aktieneigentum selbst. Inwieweit ein Verkehrswert verfassungsrechtlichen Schutz genießen kann, ist nicht ersichtlich.

(bb) Verkehrswert und Wert

Zunächst sind zudem die Begrifflichkeiten „Verkehrswert“ und „Wert“ zu klären. Der BGH hat festgestellt, dass der Verkehrswert der Aktie und die jederzeitige Möglichkeit seiner Realisierung Eigenschaften des Aktieneigentums darstellen. Der aktuelle Verkehrswert der börsennotierten Aktie ergibt sich allerdings erst in dem Augenblick der Kursfeststellung, in die zuvor auch das Angebot des verkaufswilligen Aktionärs mit seinen Preisvorstellungen eingegangen ist, wie unten sogleich beschrieben. Der aktuelle Verkehrswert der Aktie ergibt sich in aller Regel in der „Nähe“ des zuletzt festgestellten Kurses, aber ohne Rücksicht auf ihn. Daher wird durch den BGH etwas zur Voraussetzung erklärt, was eigentlich erst Folge ist – ein Zirkelschluss. Sollte das Gericht dagegen gemeint haben, dass es sich bei dem Verkehrswert einer börsennotierten Aktie um einen Wert handeln kann, der nicht durch Angebot und Nachfrage bzw. tatsächliche Transaktionen bestimmt wird, wäre dies zu begründen. Schließlich misst das Gericht der Börsennotiz eine hohe Bedeutung bei. Auch das Bundesverfassungsgericht geht davon aus, dass es möglich ist, dass der Börsenkurs ausnahmsweise, etwa bei einer Marktengpass, nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt.¹³ Da es sich bei Börsenkursen aber in jedem Fall um einen am Markt gebildeten Kurs handelt, handelt es sich immer um einen Verkehrswert. Was dagegen gemeint sein dürfte, ist, dass der Börsenkurs sich in engen Märkten von dem sich im Unternehmensanteil verkörpernden „inneren“ Unternehmenswert stark entfernt, während er in funktionierenden Märkten idealerweise ziemlich identisch sein sollte. Dann sollte aber ein anderer Begriff gewählt werden, etwa „Wert“ oder „wahrer Wert“. Im Gegensatz zum Bundesverfassungsgericht dürfte der BGH allerdings der Auffassung sein, dass die jederzeitige Realisierung eines vom Börsenkurs abweichenden „wahren“ Werts verfassungsrechtlichen Schutz genießt. An anderer

¹² BVerfGE 105, 252 (Glykol), NJW 2002, 2621, 2625.

¹³ BVerfG (DAT/Altana), AG 1999, 566, 568.

Stelle in der Macroton-Entscheidung heißt es: „Es darf jedoch nicht übersehen werden, daß dem Aktionär mit dem Rückzug der Gesellschaft aus dem amtlichen Handel (§ 38 Abs. 4 BörsG) oder vom geregelten Markt (§ 52 Abs. 2 BörsG) der Markt genommen wird, der ihn in die Lage versetzt, den Wert seiner Aktien jederzeit durch Veräußerung zu realisieren.“¹⁴ Sollte der BGH tatsächlich zum Ausdruck habe bringen wollen, der („wahre“) Wert von Aktien sei am regulierten Markt jederzeit zu realisieren, wäre dies nicht nachvollziehbar.

Die Börsennotierung garantiert die jederzeitige Verkäuflichkeit von Aktien nicht, weder zum Verkehrswert (Zirkelschluss) noch zu einem „wahren“ Wert. Börsen haben die Aufgabe, multilaterale Systeme zu regeln und zu überwachen, welche die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Wirtschaftsgütern und Rechten innerhalb des Systems nach festgelegten Bestimmungen in einer Weise zusammenzubringen oder das Zusammenbringen zu fördern, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Handelsobjekte führt (vgl. § 2 BörsG). Zur Preisfeststellung, Zusammenführung von Kauf- und Verkaufsaufträgen werden von der Börsengeschäftsführung Skontroführer zugelassen, die auf einen geordneten Marktverlauf hinzuwirken haben (§ 28 BörsG). Dabei stellen die Skontroführer aufgrund der bei ihnen eingegangenen Kaufgesuche und Verkaufsangebote nach dem Meistausführungsprinzip einmal täglich (oder in fortlaufender Notierung) den Kurs (oder die Kurse) fest, der die meisten Umsätze ermöglicht. Dabei kann gerade bei nicht oft gehandelten Aktien ein Überhang entstehen. Die Pflicht zur Hinwirkung auf einen geordneten Marktverlauf kann es auch umfassen, dass etwa Skontroführer Eigengeschäfte abschließen, wenn keine entsprechende Gegenpartei zu einer Verkaufsauftrag zu finden ist.¹⁵ Das bedeutet, dass die liquiditätsstiftenden Handelsteilnehmer Aktien zeitweilig auf eigenes Risiko in die eigenen Bücher nehmen, um dem Aktionär den Verkauf zu ermöglichen. Dieses Risiko gehen sie jedoch nicht in unbegrenztem Umfang ein,¹⁶ rechtliche Grenzen stellt etwa das Kreditwesengesetz auf. Hierdurch ist also nicht garantiert, dass ein Aktionär jederzeit verkaufen kann. Erst recht ist nicht garantiert, dass der Aktionär die Aktien jederzeit zu seinen Preisvorstellungen verkaufen kann. In dem Maße wie Preisvorstellungen von Käufern und Verkäufern variieren und Transaktionen zustande kommen, unterliegt der Börsenkurs Schwankungen. Bei einem Verkaufsangebot ohne Limit, d.h. zu jedem Preis, dürfte der Verkauf mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit jedoch gelingen, allerdings mit erheblichen Preisabschlägen. Zudem dürfte dies für jedes Wirtschaftsgut und jeden Marktplatz, wie z.B. www.ebay.de, gelten.

(b) Bestimmung der besonderen Verkehrsfähigkeit durch das Liquiditätsrisiko

Das Bundesverfassungsgericht dagegen führt zu recht aus: „Das Aktieneigentum (ermöglicht) eine Sphäre individueller Freiheit in finanzieller Hinsicht. Dieser Freiraum fußt auf der besonders ausgeprägten Verkehrsfähigkeit von Aktien. Darin unterscheidet sich die Beteiligung an einer Aktiengesellschaft von anderen Unternehmensbeteiligungen. Vor allem trifft das auf Beteiligun-

¹⁴ BGH (Macroton), ZIP 2003, 387, 389.

¹⁵ Ekkenga, in Claussen (Hg.), Bank- und Börsenrecht, München 2008, § 6 Rn. 437.

¹⁶ Franke, in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Auflage München 2007.

gen an börsennotierten Aktiengesellschaften zu, die es dem Gesellschafter, jedenfalls in Zeiten eines funktionierenden Kapitalmarktes, praktisch jederzeit erlauben, sein Kapital nach freiem Belieben zu investieren oder zu deinvestieren. Die Aktie ist aus der Sicht des Privataktionärs gerade deshalb so attraktiv, weil er sein Kapital nicht auf längere Sicht bindet, sondern sie fast ständig wieder veräußern kann.“¹⁷ Hierbei darf aber jedoch – wie in der Einleitung angeführt – nicht außer Acht gelassen werden, dass nicht nur das Liquiditätsrisiko, sondern auch die Renditechance für die Investitionsentscheidung maßgeblich sind. Das Liquiditätsrisiko ist das Risiko, dass ein investierter Betrag ohne übermäßige Preisabschläge oder zu einem bestimmten Zeitpunkt in Bargeld oder Bankguthaben zurückverwandelt werden kann. Die zu erzielende Aktienrendite ist etwa gegenüber dem Tagesgeldkonto, bei dem ein Verlust des investierten Betrags im Umfang der üblichen Anlagen eines Privatanlegers wegen der Einlagensicherungssysteme der Banken quasi ausgeschlossen ist, höher.

Die geordnete Ermittlung der Börsenkurse und Vermittlung von Aufträgen, die Organisation bzw. Abstimmung der verschiedenen Liquiditätsstifter durch die Börsengeschäftsführungen führen, wie oben beschrieben, zu einem gegenüber anderen nicht entsprechend organisierten Marktplätzen geringeren Liquiditätsrisiko für den Aktionär. Das Liquiditätsrisiko hängt allerdings auch von der Liquidität der Aktie selbst ab. Bei kleineren Unternehmen auch im regulierten Markt, für die sich weniger Aktionäre interessieren und deshalb kaum Handel stattfindet, ist es in der Regel höher als etwa bei einer Gesellschaft, deren Aktien in den DAX aufgenommen wurden. Wegen des großen Handelsvolumens der DAX-Gesellschaften ist die Wahrscheinlichkeit, dass der aktuelle Kurs nahe beim letzten festgestellten Kurs liegt, hoch. Sind Anleger zur Investition in ein bestimmtes Unternehmen nicht bereit, etwa weil sie keine Wachstumschancen sehen, finden sich entsprechend nur wenige Käufer für die Aktie, aber u.U. viele Verkäufer. Kommt eine Transaktion dann zustande, kann diese starke Kurssprünge auslösen.

Im der Verfassungsbeschwerde 1 BvR 3142/07 zugrunde liegenden Delisting der – wie sich anderen Quellen entnehmen lässt – MVS Miete Vertrieb Service AG wird in der Einladung zu der das Delisting beschließenden Hauptversammlung am 1. Juli 2004¹⁸ beschrieben, dass der Börsenhandel mit MVS-Aktien in den vorausgehenden Jahren kaum nennenswert gewesen sei. Das Deutsche Aktieninstitut konnte dies anhand der historischen Kurse der Börse Berlin bestätigen. Weiter wird ausgeführt, dass die Anzahl von Tagen, an denen mangels Angebot oder Nachfrage kein Handel stattfinden konnte, erheblich gewesen sei; habe Handel stattgefunden, so hätten bereits kleinste Kauf- oder Verkaufsoffer ausgereicht, um Kurssprünge auszulösen, denen keine unternehmerischen Einschätzungen oder konkrete Tatsachen zugrunde gelegen hätten. Daneben können auch für am regulierten Markt notierte große Unternehmen große Positionen in engen Märkten auch über die Börse zumindest zeitweise unverkäuflich sein. Dies zeigt, wie oben bereits dargestellt, dass auch am regulierten Markt der besonderen Verkehrsfähigkeit keinesfalls immer Rechnung getragen werden kann.

¹⁷ BVerfG (DAT/Altana), AG 1999, 566, 568.

¹⁸ Veröffentlicht im elektronischen Bundesanzeiger am 21. Mai 2004.

(aa) Freiverkehr, Open Market

Das so umschriebene Liquiditätsrisiko im regulierten Markt ist mit dem Freiverkehr, der hier wegen der Abgrenzung zu den unten aufgeführten Qualitätssegmenten im Freiverkehr als „Open Market“ bezeichnet werden soll, vergleichbar. Eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels ist nach § 48 BörsG auch in den Freiverkehrssegmenten zu gewährleisten. Auf den Betrieb des Open Market finden fast alle Vorschriften des Börsengesetzes Anwendung, § 48 Abs. 3 BörsG, er wird also vom Gesetzgeber eher dem börslichen Handel zugeordnet.¹⁹ Freiverkehrspreise sind Börsenpreise, § 24 Abs. 1 Satz 2 BörsG.

Auch im Open Market der Börsen gibt es liquiditätsstiftende Elemente. Die Einbeziehung von Aktien in den Freiverkehr erfolgt auf Antrag eines Handelsteilnehmers. Dieser hat ein Interesse daran, dass die Aktie auch gehandelt wird.

Gegenüber dem Listing im regulierten Markt können Freiverkehrswerte über eine höhere Liquidität verfügen. Maßgeblich ist dabei die Attraktivität des Unternehmens an sich.

(bb) Entry Standard, m:access

Die von der Börse eingerichteten privatrechtlichen Qualitätssegmente sehen dagegen durch privatrechtliche Vereinbarung weitere liquiditätsstiftende Elemente vor. In solchen Segmenten, wie dem Entry Standard der Deutschen Börse AG und dem m:access der Bayerischen Börse in München, sorgen die Handelsteilnehmer als Liquiditätsspender für einen liquiden Handel im Umfang typischer Privatanleger für die von ihnen betreuten Aktien.²⁰ Die gesteigerte Verkehrsfähigkeit entspricht dann praktisch derjenigen im regulierten Markt.

(cc) Handel außerhalb des Freiverkehrs

Auch eine nicht börsennotierte Aktie ist verkehrsfähig, gerade im Vergleich zu anderen Gesellschaftsanteilen, wie vom Bundesverfassungsgericht festgestellt.²¹ Auch bei einer nicht börsennotierten Aktie steht dem Aktionär die In- und Deinvestitionsentscheidung frei.

Die Liquidität nicht börsennotierter Aktien ist allerdings eingeschränkt, weil der Markt nicht entsprechend dem Handel an der Börse oder im Freiverkehr organisiert ist, und keine geregelte Kursfeststellung stattfindet. Es gibt allerdings auf nicht börsennotierte Aktien spezialisierte Handelshäuser, die eine Vermittlungstätigkeit ausüben.

Für Käufer einer nicht börsennotierten Aktie, die diese wie etwa die Beteiligung an einem geschlossenen Fonds als Kapitalanlage sehen, dürfte gegenüber der Liquidität die Renditechance stark im Vordergrund stehen. Bei ihrer Investitionsentscheidung werden sie eine (Dividenden-)Rendite erwarten, die das erhöhte Liquiditätsrisiko überkompensiert. Daneben sind als Käufer nicht

¹⁹ Vgl. Ekkenga in: Claussen (Hg.), Bank- und Börsenrecht, München 2008, § 6 Rn. 438.

²⁰ § 7 Abs. 2 Regelwerk m:access: Liquiditätsgarantie in Höhe von 5000 EUR und garantierter Spread für einen Zeitraum von 6 Monaten durch den Emissionsexperten.

²¹ S.o. BVerfG (DAT/Altana), AG 1999, 566, 568.

börsennotierter Aktien Investoren zu erwarten, die Einfluss auf die Unternehmenspolitik nehmen wollen und die Aktie als unternehmerische Beteiligung sehen.

So ist zwischen dem regulierten Markt einschließlich der Freiverkehrssegmente auf der einen und unnotierten Aktien auf der anderen Seite ein signifikanter Unterschied des Liquiditätsrisikos festzustellen. Für die für Aktionäre allerdings auch entscheidende Renditechance muss dies jedoch nicht gelten, da auch bei nicht börsennotierten Aktien attraktive Renditen erzielt werden können.

Nach einem Delisting treten gegenüber den Elementen der Kapitalanlage (wieder) die mitgliedschaftlichen Rechte der Aktionäre stärker in den Vordergrund. Manche Vorschriften, die nur für börsennotierte Gesellschaften gelten, entfallen sogar, so dass die Rechte der Verwaltung geschwächt werden, z.B. beim Bezugsrechtsausschluss gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG.²² So könnte man die Feststellung treffen, die Beteiligung bekomme eher den Charakter einer unternehmerischen Beteiligung. Das Bundesverfassungsgericht hat entschieden, dass der „Gesetzgeber das Mitgliedschaftsinteresse eines Aktionärs in der Regel umso niedriger bewerten (darf), je geringer dessen Anteil an der Gesellschaft ausfällt. Relevanten Einfluss auf die Unternehmenspolitik können Minderheitsaktionäre in der Regel nicht ausüben. Für sie stellt die Aktie typischerweise eher eine Kapitalanlage als eine unternehmerische Beteiligung dar“.²³ Ob das im Umkehrschluss aber bedeutet, dass Aktionäre auch davor geschützt werden müssen, dass ihre als reine Kapitalanlage gedachte Investitionsentscheidung, bei der der Liquiditätsaspekt im Vordergrund steht, davor geschützt werden müssen, dass die Beteiligung in stärkerem Maße zu einer unternehmerischen Beteiligung wird, ist fraglich. Insgesamt gleicht damit das Risiko, die Börsenhandlungsmöglichkeit zu verlieren, durchaus anderen Risiken der Aktienanlage, die sich aus unternehmerischen Entscheidungen ergeben, und die sich im Nachhinein als falsch heraus gestellt haben.

Nach Auffassung des Deutschen Aktieninstituts kann sich der verfassungsrechtliche Eigentumsschutz des Art. 14 Abs. 1 GG nicht nach dem sich in dem Begriff „besondere Verkehrsfähigkeit“ ausdrückenden Liquiditätsrisiko richten.

2. Delisting ohne Entscheidung der Hauptversammlung – Eingriff in das Eigentum des Aktionärs iSv Art. 14 Abs. 1 GG?

Wie oben dargestellt, ist das Liquiditätsrisiko bei einer Aktie, die im regulierten Markt oder Freiverkehr gehandelt wird, in der Regel geringer als bei einer Aktie, bei der das nicht der Fall ist. Insbesondere für Aktionäre, die die Aktie als Kapitalanlage sehen, ist die Einstellung der Börsennotierung von Aktien von großer Bedeutung. So stellt diese Entscheidung zwar keinen Eigentumseingriff oder Eingriff in die Eigentumsgarantie dar, aber natürlich hat sie erhebliche Auswirkungen für Unternehmen und Aktionäre. Das Unternehmen verzichtet damit auf eine vereinfachte weitere Aufnahme von Eigen- oder Fremdkapital über den Kapitalmarkt und löst sich damit – jedenfalls beim Verlassen des regulierten Marktes – im Gegenzug von kostenintensiven

²² So schon der Hinweis von Krämer/Theiß AG 2003, 225, 236.

²³ BVerfG vom 30.5.2007 – 1 BvR 390/04, BB 2007, 1515.

Transparenzpflichten und teuren Vorgaben zu internationaler Rechnungslegung.

Der Aktionär verliert dadurch unterjährige Informationsmöglichkeiten über das Unternehmen, ohne dass allerdings die mitgliedschaftlichen Rechte wie Informationsrechte auf der Hauptversammlung beeinträchtigt werden, und bei einem vollständigen Going Private die Handelsmöglichkeit über die Börse. Dabei unterscheiden sich die Transparenzstandards in den verschiedenen Segmenten, allerdings auch im regulierten Markt.²⁴

Da ein Delisting das Grundrecht aus Art. 14 Abs. 1 GG nicht berührt, ergibt sich hierdurch auch nicht das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses. Das Eigentumsrecht ist ohnehin „durch seine gesellschaftsrechtliche Vermittlung – wie sie in Gesetz und Satzung zum Ausdruck kommt – geprägt. (...) Nach der zwingenden Organisationsverfassung der Aktiengesellschaft ist es insoweit dem Vorstand als Leitungsorgan der Gesellschaft vorbehalten, die Belange aller Gesellschafter, aber auch das Interesse der Gesellschaft selbst, das nicht notwendig mit dem Aktionärsinteresse identisch sein muss, zu wahren.“²⁵

Die Stimmen in der Literatur zugunsten einer ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz sind dennoch vielfältig. U.a. wird vertreten, dass sich die Zuständigkeit der Hauptversammlung aus einer Gesamtanalogie²⁶ herleiten lassen soll oder eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz aus § 119 Abs. 2 AktG gegeben sein soll, die bei einem Delisting allein aus der Einschränkung der Fungibilität der Aktie folgen soll, ohne hier die Grundsätze der Holz Müller-Entscheidung des BGH²⁷ heranzuziehen.²⁸ Andere halten die Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses überhaupt für fragwürdig, da sie weder aus Art. 14 Abs.1 GG erfolge noch eine Strukturmaßnahme im Sinne der Holz Müller-Entscheidung gegeben sei, der Rückzug von der Börse keine vinkulierungsähnliche Maßnahme darstelle und auch ein erhöhtes Transparenzerfordernis durch HV-Beschluss nicht gegeben sei.²⁹

Der BGH stellt fest, dass der Schutz des mitgliedschaftlichen Vermögenswerts nicht in den Händen der Geschäftsleitung, sondern der Hauptversammlung

²⁴ Der Prime Standard der Deutschen Börse ist ein Börsensegment mit gegenüber den gesetzlichen Regelungen von der Börse vorgeschriebenen erhöhten Transparenzstandards, z.B. sind ausführliche Quartalsfinanzberichte (nicht nur Zwischenmitteilungen) zu erstellen und dies zusätzlich, wie die übrigen Berichte auch, in englischer Sprache. Bei einem Wechsel in den General Standard entfallen diese Pflichten. Auch im Entry Standard und m:access bestehen Transparenzpflichten. Die Einhaltung der Transparenzvorschriften ist mangels öffentlich-rechtlichen Charakters nicht bußgeldbewehrt. Werden die Transparenzvorschriften nicht erfüllt, wird der Emittent jedoch u.U. aus dem Segment ausgeschlossen und verbleibt zunächst im Freiverkehr, vgl. z.B. § 8 Abs. 1 Regelwerk m:access. Die Nichteinhaltung der Transparenzstandards, zu denen sich die Gesellschaft gegenüber dem Handelsteilnehmer verpflichtet hat, kann von den Aktionären eingefordert werden. Werden die Pflichten verletzt und entsteht daraus ein Schaden, kommen Schadensersatzansprüche gegenüber der Verwaltung in Betracht, die dann der Gesellschaft zufließen.

²⁵ BVerfG (Scheidemandel II), ZIP 1999, 1801, 1802.

²⁶ Bennecke, WM 2004, 1122, 1124f.

²⁷ BGHZ 81, 122, 131, ZIP 1982, 568.

²⁸ Schlitt, ZIP 2004, 533, 535.

²⁹ Krämer/Theiß, AG 2003, 225, 237 f. mwN zu den verschiedenen Literaturauffassungen.

liege. Daher sei für die Entscheidung „darüber“ auch die Hauptversammlung zuständig.³⁰

Der BGH misst der Entscheidung der Hauptversammlung selbst allerdings keine große Bedeutung bei. Da es sich um eine unternehmerische Entscheidung der Hauptversammlung handle, bedürfe der Hauptversammlungsbeschluss keiner sachlichen Rechtfertigung. Es liege daher im Ermessen der Mehrheit der Aktionäre, ob die Maßnahme im Interesse der Gesellschaft zweckmäßig sei und geboten erscheine. Eines Vorstandsberichts entsprechend § 186 Abs. 4 Satz 2 AktG bedürfe es nicht.³¹ Die Rechte der Minderheit werden nur auf den vermögensrechtlichen Schutz reduziert, der durch die erforderliche Abfindung sichergestellt sein soll. Dabei soll die Frage, ob die Höhe des Kaufangebots dem Verkehrswert der Aktien entspricht, nicht durch das Institut der Anfechtungsklage erfolgen. Der BGH geht davon aus, dass durch eine Verzögerung des Delisting durch Einberufung einer erneuten Hauptversammlung nach erfolgreicher Anfechtungsklage erhebliche Nachteile entstehen können.³² Das Gericht weist also auf die Problematik des erheblichen Verzögerungspotentials durch Anfechtungsklagen hin.

Das Bundesverfassungsgericht hat ebenso zugestimmt, dass angesichts der gestiegenen Zahl der Anfechtungsklagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse seit Anfang der 1980er Jahre und der Tatsache, dass die Mehrzahl der Klagen von privaten Anlegern mit Kleinstbesitz erhoben worden ist, die Einschätzung des Gesetzgebers nicht fernliege, dass Minderheitsaktionäre verschiedentlich Kleinstbeteiligungen ausnutzen, um den Hauptaktionär bei der Unternehmensführung zu behindern und ihn zu finanziellen Zugeständnissen zu veranlassen. Minderheitsaktionäre können die Durchsetzung unternehmerischer Entscheidungen gegen die Stimmenmehrheit des Hauptaktionärs nicht verhindern, aber die von der Mehrheit als sinnvoll erachteten unternehmerischen Entscheidungen und Maßnahmen verzögern.³³ Dies wird durch die rechtliche oder faktische Blockadewirkung von Anfechtungsklagen in Kombination mit der langen Dauer der Gerichtsverfahren begünstigt.³⁴ Zwar ist davon auszugehen, dass der Vorstand trotz eingegangener Anfechtungsklagen ein Delisting dennoch vornehmen darf, wenn die Hauptversammlung es so beschlossen hat, es stellt sich jedoch die Frage, was mit der Börsenzulassung passieren soll, wenn der Beschluss schließlich wegen eines Formfehlers kassiert wird.

Sollten die Mehrheitsverhältnisse aufgrund der Aktionärsstruktur die Entscheidung der Hauptversammlung zugunsten des Delisting erwarten lassen, wäre die Durchführung eine reine Formsache mit erheblichem Verzögerungs-

³⁰ BGH, (Macroton), ZIP 2003, 387. An anderer Stelle wird aber deutlich, dass der BGH den Umfang des Schutzes des mitgliedschaftlichen Vermögenswerts meint, sonst wäre in Frage gestellt, dass der Vorstand berechtigt ist, Entscheidungen zu treffen, die Einfluss auf den Vermögenswert der Aktie haben, also unternehmerische Entscheidungen.

³¹ BGH (Macroton), ZIP 2003, 387, 391.

³² BGH (Macroton), ZIP 2003, 387, 391.

³³ BVerfG BB 2007, 1515, 1516.

³⁴ Vgl. zum empirischen Befund von Rosen (Hrsg.), Squeeze Out – Recht und Praxis, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 39, Frankfurt am Main, Oktober 2007; Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts zum Referentenentwurf des zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG) vom 20. Juni 2008, www.dai.de.

potential. Der Vorstand wird, wenn es einen Mehrheitsaktionär gibt, nicht ohne seine Zustimmung und die des Aufsichtsrats handeln.

Entscheidet der Vorstand über das Delisting ohne Hauptversammlung, muss dies zudem dem Unternehmensinteresse dienen. Das Unternehmensinteresse kann es gebieten, die Kosteneinsparungen zu nutzen, die mit einem Rückzug aus dem regulierten Markt verbunden sind, wenn sich die Börsennotiz nicht gelohnt hat, ein Motiv, das in den letzten Jahren gerade bei kleinen Unternehmen an Bedeutung gewonnen hat.³⁵ Solche Unternehmen erhoffen sich unter Umständen mehr fungibilitätserhöhende Aufmerksamkeit in einem Qualitätssegment des Freiverkehrs.³⁶ Auf das Bedürfnis nach solchen Segmenten haben die Börsen durch ihre Einführung reagiert.

Inbesondere werden die Interessen der Aktionäre bei der Entscheidung dann berücksichtigt, wenn von der Verwaltung ein Wechsel in den Freiverkehr unterstützt wird. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass die Verwaltung die Entscheidung für den Verbleib im Freiverkehr teilweise aus der Hand gibt und dem Markt überlässt. Es sind die Handelsteilnehmer, die Aktien in den Handel im Freiverkehr einbeziehen. Dies gilt sowohl bei einem Wechsel in den Open Market als auch in ein Qualitätssegment der Börsen wie dem m:access der Börse München oder der Entry Standard der Deutschen Börse AG. Selbst bei einer Aufnahme in den Entry Standard oder m:access besteht keine direkte Vertragsbeziehung zwischen der Börse und Emittent selbst. Im m:access wie im Entry Standard ist vom Handelsteilnehmer das Einverständnis des Emittenten nachzuweisen,³⁷ da die von den jeweiligen Regelwerken aufgestellten Transparenzstandards natürlich von diesem erfüllt werden müssen. So hat es die Verwaltung durch Verträge mit Handelsteilnehmern teilweise in der Hand, im m:access, Entry Standard und auch Freiverkehr zu verbleiben. Auch dies ist aber nicht zementiert. Ein Handelsteilnehmer wird sich zur Liquiditätsstiftung nur bereit finden, wenn in gewissem Umfang Interesse an der Aktie besteht, was wiederum vom wirtschaftlichen Erfolg des jeweiligen Unternehmens abhängt. Insofern war die Einschätzung, die Vorstand und Aufsichtsrat der MVS AG in der Einladung zur Hauptversammlung am 1. Juli 2004³⁸ im Zusammenhang mit dem Vorschlag zur Beschlussfassung eines Delisting abgegeben haben, durchaus realistisch: „Möglicherweise können die Aktien auch nach Widerruf der Zulassung zum Amtlichen Markt der Börse Berlin-Bremen wie bisher im Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse oder an der Baden-Württembergische Wertpapierbörse Stuttgart gehandelt werden, sofern die Einbeziehung in den Freiverkehr an dortigen Börsen nicht ebenfalls aufgehoben wird. Hierauf hat MVS als Emittentin selbst keinen Einfluss. Die Entscheidung obliegt vielmehr den jeweiligen Börsenmaklern bzw. dem Freiverkehrsträger. Aufgrund des derzeit schon geringen Handels im Freiverkehr der genannten Börsen ist allerdings zu erwarten, dass der Freiverkehr spätestens

³⁵ Pfüller/Anders, NZG 2003, 459, 461; Schanz/Richard/Schalast, Unternehmen im Prime Standard „Staying Public“ oder „Going Private“ – Nutzenanalyse der Börsennotiz, HfB Arbeitspapier Nr. 60, Dezember 2004; zu weiteren Motiven des Going Private vgl. Eisele/Götz/Walter, Finanzbetrieb 2003, 839.

³⁶ Holzborn/Hilpert, WM 2010, 1347, 1349.

³⁷ Dagegen können Aktien in den Open Market auch ohne dessen Einverständnis und Wissen einbezogen werden.

³⁸ Veröffentlicht im elektronischen Bundesanzeiger am 21. Mai 2004.

mit Widerruf der Zulassung zum Amtlichen Markt der Börse Berlin-Bremen auch an den übrigen Börsen beendet wird.“ Ein reger Aktienhandel lässt sich nicht erzwingen.

Es ist jedoch der Verwaltung zu empfehlen, eine Entscheidung der Hauptversammlung über ein Delisting herbeizuführen, wenn dies auf Grund der Mehrheitsverhältnisse nicht nur eine bloße Formsache ist. Das Deutsche Aktieninstitut sieht den aktuellen Zustand der Rechtsunsicherheit für Unternehmen, die ein Delisting anstreben, wegen der Macroton-Rechtsprechung für kaum hinnehmbar an und regt hier an, dass der Gesetzgeber eine Lösung finden möge. Die statistische Auswertung einzelner Delistings der vergangenen Jahre im 2. Fragekomplex hat jedoch gezeigt, dass die einzelnen Fallkonstellationen nur schwer vergleichbar sind. So ist auch das Schutzbedürfnis der Aktionäre von Fall zu Fall unterschiedlich zu beurteilen. Sollte der Gesetzgeber allerdings zu dem Ergebnis kommen, dass ein Hauptversammlungsbeschluss erforderlich ist, so sollten auch die Erfahrung der Vergangenheit mit missbräuchlichen Anfechtungsklagen berücksichtigt werden. So lag es denn auch im gesetzgeberischen Bestreben der vergangenen Jahre, die Missbrauchsmöglichkeiten zurückzudrängen, beispielsweise durch Änderungen im Freigabeverfahren nach § 246a AktG durch das Aktionärsrichtlinie-Umsetzungsgesetz (ARUG) aus dem Jahr 2009, mit dem für missbräuchliche Anfechtungskläger das Druckmittel einer Registersperre weiter eingeschränkt werden sollte.

Sollte es zu einer gesetzlichen Regelung der gesellschaftsrechtlichen Anforderungen an ein reguläres Delisting kommen, ist aber darauf zu achten, dass es hier nicht zu weiteren Überschneidungen zwischen börsenrechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen kommt und gesellschaftsrechtliche Fragen bei der öffentlich-rechtlichen Beurteilung der Zulässigkeit eines Widerrufs durch die Wertpapierbörsen geprüft werden müssten. Hier ist auf die Trennung öffentlich-rechtlicher und gesellschaftsrechtlicher Vorgaben hinzuweisen. Die Prüfung einer ordnungsgemäßen gesellschaftsrechtlichen Beschlussfassung sollte von den Wertpapierbörsen nicht geleistet werden müssen. Von den durch die Durchführung der Hauptversammlung und eventuellen Anfechtungsklagen hervorgerufenen Verzögerungen und Unsicherheiten nach einer Ankündigung des Antrags hierüber ist der Kapitalmarkt freizuhalten. Ebenso wenig wie die Börsengeschäftsführungen beim Börsengang dazu verpflichtet sein können, den Schein der Ermächtigung³⁹ des nach außen vertretungsberechtigten Vorstands in Zweifel zu ziehen oder gar zu prüfen, können sie entsprechende Prüfungen für den actus contrarius des Delisting-Antrags vornehmen. Hier sind kapitalmarktrechtliche Lösungen erforderlich. So ist dem Anlegerschutz gedient, wenn ein Delisting nicht sofort erfolgt. Dem Aktionär verbleibt die Möglichkeit eines Ausstiegs aus dieser Kapitalanlage über die Börse ab dem Bekanntwerden der Delistingentscheidung bis zum Wirksamwerden des Widerrufs erhalten, wenn er nicht Aktionär einer nicht börsennotierten Gesellschaft sein möchte. Dem dient z.B. die Fristenlösung der Frankfurter Wertpapierbörse. Dies sind im Regelfall sechs Monate; bei

³⁹ Ein Börsengang ohne Einverständnis der Altaktionäre ist jedoch kaum vorstellbar. Dennoch müssten Befürworter einer Hauptversammlungskompetenz für das Delisting als actus contrarius auch eine solche für den Börsengang vorsehen. Schließlich verursacht der Börsengang erhebliche Kosten, erhöht auch die laufende Kostenbelastung durch die Zulassungsfolgebpflichten, und stärkt die Rechte der Verwaltung.

Kaufangebot eines Großaktionärs und dessen Möglichkeit der Überprüfbarkeit durch z.B. ein Spruchverfahren immerhin drei Monate, § 61 Abs. 2, 3 der BörsO der Frankfurter Wertpapierbörse. Gerade für diesen Zeitraum existieren Studien, die hier sogar positive Kursverläufe für Börsenrückzüge ermitteln (siehe dazu Ausführungen im 2. Fragekomplex).

3. Entschädigungspflicht/Abfindungsangebot

Da das Deutsche Aktieninstitut der Auffassung ist, dass ein Delisting das Eigentumsrecht der Aktionäre nicht berührt, ist auch von Verfassung wegen kein Abfindungsangebot an die Aktionäre erforderlich.

Da eine Einschränkung der Verkehrsfähigkeit nicht mit dem Entzug des Akti-eneigentums gleichzusetzen ist, fragt sich schon rechtssystematisch, warum – wie vom BGH verlangt – der Angebotspflichtige verpflichtet sein soll, die ausgegebenen Aktien zurückzunehmen bzw. den Aktionären den vollen Wert der Aktien zu ersetzen. Zu denken wäre doch zunächst daran, als milderer Eingriff in dessen Vermögensposition einen Ausgleich für den Verlust der gesteigerten Verkehrsfähigkeit vorzusehen.⁴⁰ Wie alle wertbildenden Faktoren dürfte diese eingepreist sein,⁴¹ die Höhe aber kaum zu ermitteln.

Das Deutsche Aktieninstitut kann die in der Macroton-Entscheidung vom BGH vorgenommene Einschätzung, dass es mit einer Ankündigung eines Delisting zu erheblichen Kurseinbrüchen kommt,⁴² nicht bestätigen. Das Gericht beruft sich auf zwei Literaturquellen, denen eine empirische Untersuchung nicht zu entnehmen ist. Wie die im 2. Fragekomplex und in der Stellungnahme zur Verfassungsbeschwerde 1 BvR 1569/08 dargestellten Ausführungen zu Kursentwicklungen beim Delisting zeigen, lässt sich ein solcher Kurseinbruch nach den dem Deutschen Aktieninstitut vorliegenden Daten und einer entsprechenden Ereignisstudie nicht nachweisen. Die Untersuchungen haben hier in der Tat ergeben, dass sich schon allein auf Grund der geringen Anzahl von regulären Delistings kaum allgemeine Aussagen treffen lassen; im Grunde wären hier die jeweiligen Besonderheiten des Einzelfalls zu prüfen. Kommt es nach einem Delisting zu Kursveränderungen, können diese auch auf der der Ankündigung der Delistingentscheidung zugrunde liegenden wirtschaftlichen Lage des Unternehmens beruhen, die dann für Aktionäre visibler wird. Auch in der Literatur wird darauf hingewiesen, dass einzelne Delistingfälle nicht vergleichbar seien.⁴³

Wie sich zeigt, ist auch hier eine gesetzgeberische Klärung der unsicheren Rechtslage wegen der Macroton-Rechtsprechung auf einfachgesetzlicher Ebene wünschenswert. Der Gesetzgeber sollte, wenn er eine Abfindungspflicht

⁴⁰ Weiterhin stellt sich die Frage, wer Angebotspflichtiger sein soll. Neben den Fällen, in denen Hintergrund des angestrebten Delistings auch eine angestrebte Herausdrängung von Aktionären durch einen Großaktionär ist, kann das Motiv, wie oben dargelegt, auch nur eine Kosteneinsparung sein. Dann würde die Gesellschaft selbst das Angebot abgeben müssen, was sie nur in den Grenzen der Vorschriften zur Eigenkapitalrückgewähr und des Rückkaufs eigener Aktien tun dürfte. Letztere Vorschriften würden dann den Weggang vom regulierten Markt versperren.

⁴¹ Vgl. Steck, AG 1998, 460, 464.

⁴² BGH, ZIP 2003, 387, 390 unter Verweis auf Schwark/Geiser, ZHR 161 (1997), 739, 762.

⁴³ Krämer/Theiss, AG 2003, 225, 240.

vorsehen möchte, Differenzierungen vornehmen. Auch bei dieser Frage kann möglicherweise eine Einzelfalllösung für die verschiedenen Fallkonstellationen in Betracht kommen. Sollte der Gesetzgeber die Verpflichtung zur Barabfindung vorsehen, sollte als Erstattungswert nicht die Erstattung des vollen Aktieneigentums vorgesehen werden, da der Aktionär die Aktie als solches behält. In erster Linie müsste daran gedacht werden, das Äquivalent einer nun nicht mehr bestehenden Veräußerungsmöglichkeit über die Börse, also einen etwaigen Fungibilitätsverlust zu ersetzen, die allerdings schwer zu ermitteln ist. In Betracht käme dabei die Berücksichtigung eines Durchschnittskurses über einen bestimmten Zeitraum vor dem erstmaligen Bekanntwerden der Ankündigung über ein Delisting,⁴⁴ damit die Berücksichtigung einer Preisentwicklung ausgeschlossen ist, die in Antizipation eines Abfindungsangebotes entstehen kann.

4. Statthaftigkeit des Spruchverfahrens beim Delisting

Nur bei der Annahme, dass es beim Delisting eines Abfindungsangebotes bedarf, erscheint auch die Frage nach der Statthaftigkeit eines Spruchverfahrens sinnvoll. Wie sich aber aus den obigen Ausführungen⁴⁵ entnehmen lässt, kann auch die Statthaftigkeit eines Spruchverfahrens beim regulären Delisting entgegen der Rechtsprechung des BGH nicht aus Art. 14 Abs. 1 GG hergeleitet werden, da weder die gesteigerte Verkehrsfähigkeit der börsennotierte Aktien noch ihr Verkehrswert vom Schutzbereich des Art. 14 Abs 1 GG umfasst ist. Insoweit folgt das Deutsche Aktieninstitut hier der Ansicht der Beschwerdeführerin.

Daher ist nach Auffassung des Deutschen Aktieninstituts für ein reguläres Delisting entgegen der Macroton-Rechtsprechung des BGH weder ein Abfindungsangebot erforderlich noch ein Spruchverfahren statthaft.

Sollte es allerdings zu einer gesetzgeberischen Entscheidung über diesen Themenkomplex kommen, wäre der Auffassung des erstinstanzlichen Gerichtes sowie des BGH in seiner Macroton-Entscheidung zu folgen, dass gerade das Spruchverfahren den Belangen der Parteien gerecht wird, wenn für diese die Überprüfung des Kaufangebotes in seiner Höhe im Vordergrund steht. Andere zur Verfügung stehende Rechtsmittel wie möglicherweise die Anfechtungsklage bei einem Hauptversammlungsbeschluss oder ein verwaltungsrechtliches Verfahren gegen den Widerruf der Börsenzulassung verfolgen andere Ziele. Eine Anfechtungsklage des Hauptversammlungsbeschlusses wäre auf Kassation des Delistingbeschlusses gerichtet; mit einer Anfechtungsklage in einem verwaltungsgerichtlichen Verfahren gegen den Widerruf ist lediglich die Aufhebung dieses Verwaltungsaktes erreicht, so dass die Börsennotierung zunächst bestehen bleibt. Beides ist für die Parteien nicht interessengerecht, wenn es z.B. zu der kostenträchtigen Verpflichtung der Wiederholung der

⁴⁴ So z.B. Schlitt, ZIP 2004, 533, 536; Wilsing/Kruse, WM 2003, 1110, 1112; die Berechnung könnte sich an der neuen BGH-Rechtsprechung vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 „Stollwerck“ zur Barabfindung nach einem Squeeze-out der Minderheitenaktionäre orientieren; hier ist der Börsenwert nunmehr grundsätzlich aufgrund eines Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Maßnahme zu ermitteln.

⁴⁵ 1. Fragekomplex 1.

Hauptversammlung kommt. Gewollt ist eine Auseinandersetzung über den Preis. Außerdem bestünde dann die Gefahr, dass missbräuchlichen Anfechtungsklägern ein weiterer Klagegrund eingeräumt würde. Auch hier war es aber gerade das – berechnete – gesetzgeberische Bestreben, diese zurückzudrängen.

Insofern kann auch der Argumentation der Beschwerdeführerin zur Verneinung der analogen Anwendbarkeit des § 1 SpruchG als solches nicht gefolgt werden. Zwar erfasst § 1 des SpruchG auch nach seiner Neufassung durch das Spruchverfahrensgesetz vom 12. Juni 2003⁴⁶ das Delisting für seinen Anwendungsbereich nicht. § 1 SpruchG hat hier allerdings eine klarstellende Funktion und stellt keine abschließende Aufzählung dar, dies geben bereits die Gesetzesmaterialien unter Hinweis auf die Macroton-Rechtsprechung zum Delisting zu erkennen.⁴⁷ Danach können die Regelungen über das Spruchverfahren über den in § 1 SpruchG ausdrücklich genannten Anwendungsbereich hinaus auch für andere Fälle analog angewandt werden, wie dies z. B. kürzlich vom BGH für den Fall des „Delisting“ angenommen worden sei.⁴⁸ Fraglich ist, ob der Fall des Abfindungsangebots beim Delisting überhaupt in den Anwendungsbereich von § 1 SpruchG hätte aufgenommen werden können, da eine gesellschaftsrechtliche Pflicht zur Barabfindung *de lege lata* zu diesem Zeitpunkt noch gar nicht bestand⁴⁹ und bis heute nicht besteht. Anzumerken ist hierzu auch, dass die Neuordnung des Spruchverfahrensrechtes in unmittelbarem zeitlichen Zusammenhang mit der Macroton-Entscheidung des BGH fiel. Nach den Erfahrungen der vergangenen Jahre zeigt sich, dass hier durch die BGH-Rechtsprechung eben keine Rechtssicherheit entstanden ist, so dass heute eine Entscheidung des Gesetzgebers anders ausfallen könnte. Eine entsprechende gesetzgeberische Maßnahme bedürfte aber dann naturgemäß auch einer Auseinandersetzung mit der Frage der Erforderlichkeit eines Abfindungsangebotes.

Unbenommen bleibt es im Übrigen einem Mehrheitsaktionär, der zugleich das Ziel der vollständigen Übernahme verfolgt, ein freiwilliges Abfindungsangebot zu unterbreiten. Dann ist jedoch keine gerichtliche Überprüfbarkeit des Angebots erforderlich. Auch das WpÜG sieht kein Verfahren für Aktionäre vor, mit dessen Hilfe die Angemessenheit der Gegenleistung für Aktionäre an der Zielgesellschaft überprüfbar wäre, insbesondere ist kein Spruchverfahren gegeben.⁵⁰

⁴⁶ BGBl. I S. 838.

⁴⁷ Beschlussfassung und Bericht des Rechtsausschusses zum Spruchverfahrensgesetz, BT-Drucks. 15/838, S. 16.

⁴⁸ Im Ergebnis so auch Büchel, NZG 2004, 793, 794 unter Verweis auf Baums, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Rn. 168f.; hier wird zwar zur Frage des Spruchverfahrens beim Delisting keine Empfehlung ausgesprochen, dieses Verfahren aber als geeigneter Rechtsbehelf angesehen. Gleichzeitig wurde hier eine einheitliche Neuregelung empfohlen, die auch beim Delisting auf Analogiebasis herangezogen werden könnte.

⁴⁹ Dies verneint beispielsweise im vorliegenden Fall das LG Berlin in seiner Ausgangsentscheidung vom 17. Januar 2006, Az. 102 O 186/04 AktG, S. 14.

⁵⁰ Häger/Santelmann, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.) WpÜG, 2. Aufl. Berlin 2007, § 31 Rn. 9.

2. Fragekomplex zu Verfassungsbeschwerde 1 BvR 3142/07: Erfahrungsbericht zu in der Praxis durchgeführte Delistings

In der Literatur und Rechtsprechung finden sich immer wieder Hinweise darauf, dass Aktien, die nach einem vollständigen Delisting aus dem regulierten Markt nicht mehr im Börsenhandel veräußert werden können, angesichts des Wegfalls ihrer Fungibilität typischerweise erheblich an Wert verlören.⁵¹ Allerdings gibt es auch Gegenstimmen, die davon ausgehen, dass eine Aktie, die zumindest im Freiverkehr gelistet ist, unter Umständen eine bessere Verkehrsfähigkeit habe (also die Möglichkeit sie am Markt zu veräußern), als ein zugelassener Aktienwert, bei dem oftmals über Wochen kein Handel stattfindet.⁵² Hier sei am Rande darauf hingewiesen, dass insbesondere in jüngerer Vergangenheit einiges darauf hindeutet, dass Aktien nach ihrem Widerruf vom regulierten Markt zunehmend in den Freiverkehr aufgenommen werden. Häufig wird dies zudem von den Emittenten selbst unterstützt, insbesondere wenn er sich um die Notierungsaufnahme in einem Qualitätssegment des Freiverkehrs bemüht.

Untersuchungen zu den tatsächlichen Effekten eines vollständigen Delistings liegen dem Deutschen Aktieninstitut allerdings nicht vor (siehe unten a./cc.).

a. Tatsächliche Auswirkungen von regulären Delistings auf die Kursentwicklung

Die Frage nach einem Zusammenhang zwischen Delisting und Kursentwicklung ist empirisch nur sehr schwer zu beantworten, weil der Aktienkurs von einer Vielzahl von Faktoren beeinflusst wird und die Anzahl der Delistings zu gering ist, um empirisch fundierte Ergebnisse erzielen zu können. Außerdem muss beachtet werden, dass die Datengrundlage häufig zu lückenhaft ist, um einzelne Delistings richtig abzubilden, und dass die zum Zeitpunkt des Delistings geltenden rechtlichen Rahmenbedingungen möglicherweise selbst Kurseffekte auslösen können.

Ökonomisch betrachtet kommen für eine Untersuchung grundsätzlich theoretisch drei Ansatzpunkte während des Prozesses eines Delisting in Frage:

- aa. Entwicklung der Kurse und Börsenumsätze nach der Bekanntgabe der Absicht, ein Delisting zu vollziehen,
- bb. Entwicklung der Kurse und Börsenumsätze nach der Bekanntmachung des Widerrufs der Börsennotierung und
- cc. Wertentwicklung nach dem Börsenrückzug.

⁵¹ So auch BGH (Macroton), ZIP 2003, 387, 390, Schwark/Geiser, ZHR 161 (1997), 739, 762, Schüppen/Tretter, Die Bank 2003, 400.

⁵² Holzborn, WM 2003, 1105, 1107; ders./Hilpert, WM 2010, 1347, 1349, wobei hier so gar noch auf eine fungibilitätserhöhende Aufmerksamkeit auf Grund der Aufnahme in ein Qualitätssegment des Freiverkehrs (m:acces der Börse München, Entry Standard der Deutschen Börse) hingewiesen wird.

aa. Entwicklung der Kurse und Börsenumsätze nach der Bekanntgabe der Absicht, ein Delisting zu vollziehen

Da Börsen kursrelevante Ereignisse unmittelbar verarbeiten, ist zu erwarten, dass sich Kursreaktionen in direkter zeitlicher Nähe mit dem Bekanntwerden der Absicht eines Delisting einstellen. Diese Bekanntgabe kann von den Aktionären entweder direkt in der Einladung zu einer etwaigen Hauptversammlung, die einen entsprechenden Beschluss fasst, erfolgen oder indirekt über die Medien und ggf. gesonderte Ad-hoc-Mitteilungen.

Im Nachhinein ist es äußerst schwierig, die entsprechenden Zeitpunkte zu rekonstruieren. Für den deutschen Markt gibt es nur eine dem Deutschen Aktieninstitut bekannte empirische (Ereignis-) Studie zu Kursreaktionen auf die Ankündigung von Going-Private-Transaktionen über den Zeitraum von 1995 bis 2002.⁵³ Diese Studie ist als **Anlage 1** beigefügt.

Die Verfasser der Studie kommen zu dem Ergebnis, dass Going-Private-Ankündigungen regelmäßig zu einer positiven Kursreaktion führen. Grundlage dieser Untersuchung war eine Stichprobenauswahl von 37 Unternehmen, bei denen überwiegend ein Übernahmeangebot an die Aktionäre gemacht wurde, um anschließend das Unternehmen außerhalb der Börse weiterzuführen. Das Übernahmeangebot stammte dabei entweder von einem Interessenten außerhalb des Unternehmens (z.B. einem anderen nicht börsennotierten Unternehmen) oder einem existierenden Mehrheitseigner. Außerdem handelte es sich bei 17 der untersuchten Delisting um ein Squeeze-out. Bei den übrigen 20 Unternehmen wurde entweder ein öffentlich-rechtliches reguläres Delisting bzw. eine „klassische“ umwandlungs- und gesellschaftsrechtliche Börsenrückzugstechnik vollzogen,⁵⁴ so dass man hier davon ausgehen kann, dass in den überwiegenden Fällen ein Abfindungsangebot im Raum stand.

Als relevanten Zeitpunkt legen die Verfasser die erstmalige Ankündigung der Übernahme- und Delistingabsicht in den Medien zugrunde. Die Verfasser sehen in dem Kursanstieg bei Ankündigung u.a. die Honorierung der Investoren für die Entscheidung über den Börsenrückzug, die sie als für das Unternehmen positive Entwicklung einordnen, da sich das Unternehmen der Kosten und des Aufwands einer Börsennotierung entledigt, die ihm nicht die gewünschten Vorteile gebracht hat oder zumindest nun nicht mehr bringt.⁵⁵ Außerdem dürfte die Kursentwicklung die Erwartung der Aktionäre widerspiegeln, dass die Initiatoren des Going Private eine Prämie auf den aktuellen Aktienkurs zu zahlen bereit sind, um die Aktionäre zum Verkauf zu bewegen und um das Unternehmen in Eigenregie außerhalb der Börse weiterentwickeln zu können. Das Ergebnis der zitierten Studie liegt auf der Linie von vergleichbaren Studien für den US-amerikanischen Kapitalmarkt.

Nach der Studie geht eine Going-Private-Ankündigung (hier zumeist verknüpft mit einem Übernahmeangebot) also insgesamt zumindest kurzfristig mit einer deutlichen Steigerung des Börsenwertes des betroffenen Unternehmens einher. Für Aktionäre, die sich nach der Ankündigung für den Verkauf ihrer Aktien entscheiden, ist dies – verglichen mit der Alternative, dass das

⁵³ Eisele/Walter, zfbf 2006, 337.

⁵⁴ Eisele/Walter, zfbf 2006, 337, 345.

⁵⁵ Eisele/Walter, zfbf 2006, 337, 341 f.

Unternehmen weiter an der Börse notiert - eine positive Entwicklung, die ein vernünftig handelnder Aktionär in der Regel nutzen würde.

bb. Entwicklung der Kurse und Börsenumsätze nach der Bekanntmachung des Widerrufs der Börsennotierung

Aus Sicht des Anlegers, der z.B. nicht an einem entsprechenden Hauptversammlungsbeschluss mitgewirkt hat oder aus anderen Gründen nicht von der Delisting-Entscheidung erfahren hat, ist die Bekanntgabe des Widerrufs ein weiterer Anlass, sich mit seinem Investment auseinanderzusetzen. Er muss sich im Zweifel überlegen, ob er sich noch von seinen Papieren trennen will oder das Risiko in Kauf nimmt, dass seine Aktie möglicherweise außerhalb der Börse weniger leicht zu handeln ist (siehe hierzu 2.b.).

Zu diesen Effekten ist dem Deutschen Aktieninstitut keine Studie bekannt. Eine detaillierte Untersuchung der Kurseffekte bei den betroffenen Unternehmen würde prinzipiell eine sehr tiefgehende wissenschaftliche Untersuchung nach dem unter aa. genannten Muster erforderlich machen, bei der vor allem die vielfältigen Unternehmensspezifika berücksichtigt werden müssten.

Um dennoch einen ersten Eindruck über mögliche Effekte zu gewinnen, hat das Deutsche Aktieninstitut eine eigene - allerdings überblicksartige Untersuchung - versucht, die im Folgenden kurz dargestellt wird und die nicht als umfassende Studie verstanden werden kann. Dabei ist noch einmal darauf hinzuweisen, dass die zum Zeitpunkt des Delistings geltenden rechtlichen Rahmenbedingungen möglicherweise selbst Kurseffekte auslösen können.

Datengrundlage:

Ziel der Untersuchung war, die Unternehmen herauszufiltern, die ein „echtes“ Delisting von der Frankfurter Wertpapierbörse vollzogen haben, ohne zum Zeitpunkt der Kurseinstellung gleichzeitig noch an einer anderen Wertpapierbörse oder im Freiverkehr einer deutschen Börse notiert gewesen zu sein. Die Identifikation dieser Unternehmen erfolgte anhand einer Liste mit Widerrufern aus dem regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB) von 2001 bis 2009, die die Deutsche Börse AG dem Deutschen Aktieninstitut zur Verfügung gestellt hat. Danach haben in dem genannten Zeitraum insgesamt 101 deutsche Unternehmen den regulierten Markt der FWB auf Antrag des Emittenten⁵⁶ verlassen.

Hiervon wurden zunächst diejenigen 37 Unternehmen aus der Stichprobe entfernt, die am Tag des Widerrufs auch gleichzeitig zum letzten Mal gehandelt wurden. Dies ist nach der Börsenordnung der FWB nur möglich, wenn die Handelbarkeit an einer anderen inländischen Börse weiter gewährleistet ist.

Von den verbleibenden 64 Unternehmen wurden 21 Unternehmen identifiziert, die entweder direkt in den Freiverkehr übergetreten oder mittlerweile im Freiverkehr notiert sind. Diese wurden ebenfalls nicht weiter untersucht, weil im Freiverkehr die Kurs- und Preisfeststellung ebenfalls regelmäßig und nach den gleichen Regeln wie im regulierten Markt erfolgt, so dass die Qualität der

⁵⁶ D. h., Pflichteinstellungen auf Grund eines sog. „kalten“ Delistings (Squeeze-out, Umwandlung etc.) wurden nicht berücksichtigt.

Preisbildung im Freiverkehr der im regulierten Markt entspricht und an sich Handelbarkeit gewährleistet ist.

Es verblieben insgesamt 43 Unternehmen, die nach dieser Methodik vermutlich ein „reguläres Delisting“ sind.⁵⁷ Bei diesen Unternehmen sieht die Börsenordnung der FWB zudem vor, dass nach der Bekanntgabe des Widerrufs der Notierung aus Gründen des Anlegerschutzes noch ein Handel für die Zeit von 6 Monaten (oder ausnahmsweise auch nur 3 Monate bei Vorlage eines Abfindungsangebot und Möglichkeit des Spruchverfahrens⁵⁸) aufrecht erhalten wird, damit sich Anleger von den Aktien trennen können. Um den Kurseffekt einer Bekanntmachung eines Widerrufs grob abzuschätzen, hat die Deutsche Börse AG dem Deutschen Aktieninstitut – soweit vorhanden – zusätzlich die Schlusskurse und Handelumsätze für einen Zeitraum von 250 Tagen vor dem Widerruf bis zur letzten Notierung zur Verfügung gestellt.

Untersucht man die 43 betroffenen Unternehmen näher, so ist zudem folgenden festzustellen:

Für ein Unternehmen lagen keine historischen Kursdaten vor.

31 Unternehmen waren schon zu Beginn des untersuchten Zeitraums ein sog. „Penny Stock“ mit einem Kurswert von unter 1 Euro. Bei solchen Unternehmen ist eine empirische Untersuchung von Kurseffekten und Handelsvolumina höchst problematisch, da (1) es sich aller Voraussicht nach um Unternehmen handelt, deren Geschäftsmodell sich schon weit vor dem Delisting als nicht tragfähig erwiesen hat und (2) bereits kleinere Kauf- oder Verkaufsorters deutliche Kursbewegungen auslösen können.

26 Unternehmen konnte das Deutsche Aktieninstitut zudem als insolvent oder in Liquidation befindlich identifizieren. Bei diesen gelten die genannten Einschränkungen ebenfalls. Damit blieben von der ursprünglichen Stichprobe 16 Unternehmen, bei denen zumindest im ersten Schritt eine Insolvenz nicht festgestellt werden konnte. Da hierüber Daten häufig sehr lückenhaft sind, kann aber auch das Gegenteil nicht ausgeschlossen werden.

Einer statistischen Analyse sind damit eigentlich nur die „Nicht-Penny-Stocks“ zugänglich, die zugleich weder zu Beginn noch im Laufe des Untersuchungszeitraums als insolvent identifiziert wurden.

⁵⁷ Es ist jedoch zu aufwendig, aus anderen Datenquellen Informationen zum Delisting zu generieren, die diese höchstwahrscheinliche Einordnung 100% absichern.

⁵⁸ Diese Verkürzung der Widerrufsfrist zu Gunsten von Abfindungsangebot und Spruchverfahren wurde erst zum 1.11.2007 in die BörsO der FWB aufgenommen; zuvor konnte die Frankfurter Wertpapierbörse nach § 25 Abs. 3 BörsO aF die Widerrufsfrist auf Antrag des Emittenten verkürzen, wenn die dem Interesse des Anleger nicht zuwider lief. Kürzere Widerrufsfristen als 3 Monaten wurden vor 2007 deshalb ebenfalls berücksichtigt. Im Übrigen ist zu beachten, dass nach der neuen Fassung § 61 Abs. 2 BörsO der FWB die 3-Monatsfrist auch bei Unternehmen einschlägig ist, die bei Bekanntgabe des Widerrufs ausschließlich an einem ausländischen organisierten Markt oder an einem entsprechenden Markt in einem Drittstaat zugelassen und es dort gehandelt wird; dieser 3-Monatsfrist unterlagen aber nur vier Unternehmen, bei denen nicht offensichtlich ist, dass diese zum Zeitpunkt des Delistingantrags an einer ausländischen Börse notiert waren.

Insgesamt bleiben damit neun Unternehmen, zu denen am unteren Ende der Tabelle zumindest eingeschränkt grobe Aussagen zu Kursentwicklung und Umsatzvolumen getroffen werden:

	Absolute Kurs- entwicklung	Umsätze Volumen	Umsätze Stück	Handelsintensität
Alle Unternehmen				
positiv	12	9	15	15
negativ	30	33	27	27
Alle Nicht Penny-Stocks				
positiv	6	2	3	5
negativ	5	9	8	6
Alle Nicht-Insolventen				
positiv	8	3	6	6
negativ	8	13	10	10
Alle Nicht-Insolventen und Nicht-Penny-Stock				
positiv	6	2	3	4
negativ	3	7	6	5

Danach ergibt sich folgendes Ergebnis:

Bei sechs Unternehmen lag der Durchschnittskurs nach Bekanntgabe des Widerrufs über dem Durchschnittskurs in den 250 Handelstagen davor, bei drei lag er darunter. Die Kursdaten wurden dabei allerdings nicht um die Marktentwicklung bereinigt. Dies müsste man jedoch tun, um den Delisting-Effekt hinreichend genau abzuschätzen.

Bei zwei Unternehmen hat sich der Durchschnittsumsatz im Bezug auf das Volumen nach der Entscheidung erhöht, bei sieben verringert.

Bei drei Unternehmen hat sich der Durchschnittsumsatz im Bezug auf die Stücke nach der Entscheidung erhöht, bei sechs verringert.

Die Umsatzentwicklung nach der Bekanntgabe des Widerrufs überrascht nicht, da es voraussichtlich wenige Anleger gibt, die im Wissen eines anstehenden Delisting noch in die jeweilige Aktie investieren. Als Käufer kommen daher in erster Linie Mehrheitseigner und Investoren in Frage, die auf etwaige Abfindungsangebote spekulieren.

Es fällt jedoch auf, dass sich die Intensität des Handels nicht wesentlich verändert hat. Bei vier Unternehmen hat an prozentual mehr Tagen Handel stattgefunden als in den 250 Tagen vor Bekanntgabe des Widerrufs, bei fünf Unternehmen weniger.

Ergebnis

Insgesamt ist kein allgemeingültiges Muster festzustellen. Anleger können – je nach Unternehmen – nach der Delisting-Entscheidung von einem Kursanstieg profitieren oder auch nicht. Ein Handel ist in allen Fällen noch möglich gewesen, so dass auch eine Trennung von den Anteilen grundsätzlich möglich war. Beides, Kurs- und Umsatzeffekte, können auf eine Reihe von Faktoren zurückzuführen sein, z.B. die Art des Delisting (mit oder ohne Abfindung, mit

oder ohne Verschmelzung), die Art des Unternehmens (von der Insolvenz bedroht, grundsätzlich gesund) usw.

cc. Entwicklung der Kurse und Börsenumsätze nach dem Börsenrückzug

Wie oben bereits erwähnt, liegen dem Deutschen Aktieninstitut statistische Untersuchungen zu dieser Frage nicht vor, was u.a. daran liegt, dass es in der Natur des Delisting liegt, dass es keine öffentlich wahrnehmbare Kursfeststellung mehr gibt. Prinzipiell bestehen jedoch auch außerhalb der Börse Möglichkeiten, sich von den Anteilen zu trennen, jedoch ist die Trennung schwieriger (siehe unten b.).

b. Inwieweit bzw. auf welche Weise ist den Privataktionären noch eine Veräußerung der Aktien nach dem Delisting gelungen?

Tatsächliche Fälle oder Fallzahlen stehen dem Deutschen Aktieninstitut nicht zur Verfügung und sind unseres Erachtens auch nicht öffentlich zugänglich.

Mit der Börsennotierung wurde dem Aktionär zwar die an sich zur Verfügung stehende organisierte Weiterveräußerungsmöglichkeit genommen. Es ist jedoch klarzustellen, dass dem Aktionär grundsätzlich Wege zur Verfügung stehen, seine nunmehr unnotierte Aktie zu veräußern; dies gilt auch für Privataktionäre. So gibt es spezialisierte Handelshäuser für unnotierte Wertpapiere, die eine Plattform bieten, um Käufer und Kaufinteressenten zusammenbringen oder andere Handelshäuser/-plattformen, die sich auf OTC-Handel per Telefon oder online spezialisiert haben. Darüber hinaus kann der Privataktionär seine Aktien privat über allgemeine Handelsplattformen anbieten. Und letztendlich bleibt der Weg, die Aktien dem Großaktionär anzudienen, der ein Interesse haben könnte, die letzten noch ausstehenden Aktien einzusammeln.

Natürlich sind diese Möglichkeiten nicht mit einem (regulierten) Börsenhandel vergleichbar; festzuhalten ist aber, dass auch die Aktien nicht (mehr) notierter Unternehmen leichter gehandelt werden können und damit deutlich fungibler sind als andere Unternehmensanteile.

Außerdem muss man auch beim Vergleich des Handels von unnotierten Wertpapieren mit notierten Wertpapieren eine generelle wichtige Einschränkung beachten. Die Liquidität und Handelbarkeit einer Aktie bestimmt sich nur zu einem geringen Teil aus der Handelsplattform, zu einem anderen Teil aber aus den Charakteristika des Unternehmens selbst. Auch an der Börse existieren viele Unternehmen, bei denen nur relativ wenig Handel stattfindet, weil es wenig Kauf- und Verkaufsinteressenten gibt. Wird bei diesen die Notierung widerrufen, ist daher allenfalls eine graduelle Veränderung der Handelbarkeit spürbar. Insgesamt kommt es also auch hier auf die Einzelfallbetrachtung an.