

Münchner Juristische Beiträge · Band 32

Daniel Schlößer

Delisting auf Initiative des Emittenten



Herbert Utz Verlag · Wissenschaft
München

Münchener Juristische Beiträge

Herausgeber der Reihe:

Dr. jur. Thomas Küffner

Deutscher

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, der Entnahme von Abbildungen, der Wiedergabe auf photomechanischem oder ähnlichem Wege und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwendung, vorbehalten.

Copyright © Herbert Utz Verlag GmbH 2003

ISBN 3-8316-0204-2

Printed in Germany

Herbert Utz Verlag GmbH, München

Tel.: 089/277791-00 - Fax: 089/277791-01

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Abkürzungsverzeichnis	XVI
Literaturverzeichnis	XXI
 § 1 Einführung	 1
A. Einleitung	1
B. Gang der Darstellung	5
C. Begriffsbestimmung und Darstellung der verschiedenen Varianten des Delisting	7
D. Motive für ein Delisting	9
 I. Teilrückzug	 9
1. Elektronische Vernetzung der Handelsplätze	10
2. Geringer Umsatz an bestimmten Börsen	11
3. Schaffung eines Handelsplatzes mit großer Markttiefe	12
4. Wegfall von Wechselkursrisiken durch die Einführung des Euro	13
5. Schwierigkeiten mit den spezifischen Gegebenheiten einer Börse	13
 II. Totalrückzug	 14
1. Wegfall der Publizitätspflichten nach dem Wertpapierhandelsgesetz und dem Börsengesetz	14
2. Dauerhaft niedrige Bewertung des Unternehmens an der Börse	15
3. Unternehmensumstrukturierung durch Privat-Equity-Gesellschaften	16
4. Einsparung von Kosten sowie von Arbeitsaufwand	17

5.	Vorteile für nicht börsennotierte Aktiengesellschaften durch das Gesetz zur Deregulierung des Aktienrechts und der kleinen Aktiengesellschaft sowie durch das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich	18
6.	Steuerliche Vorteile	19
7.	Erschwerung einer feindlichen Übernahme	20
§ 2	Kapitalmarktrecht	21
A.	Entwicklung des Delisting	21
I.	Rechtslage vor der Einführung von § 38 Abs. 4 BörsG	21
1.	Ablehnung der Möglichkeit eines Delisting auf Initiative des Emittenten	21
2.	Börsenrückzug durch eine einseitige Verzichtserklärung seitens des Emittenten	22
3.	Erfordernis eines Marktentlassungsverfahrens	24
II.	Gründe für die Einführung von § 38 Abs. 4 BörsG	26
III.	Die kapitalmarktrechtlichen Regelungen des Börsenrückzugs im Überblick	27
1.	Die Regelung in § 38 Abs. 4 BörsG	27
2.	Die den freiwilligen Börsenrückzug regelnden Normen der Börsenordnungen	27
a.	Die den freiwilligen Börsenrückzug regelnden Normen der Stuttgarter, der Düsseldorfer, der Münchener, der Berliner, der Bremer, der Hamburger sowie der Hannoveraner Börsenordnung	28

	III
b. Die Neufassung von § 54a BörsO der FWB	32
3. Definition des organisierten Marktes im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG	34
a. Amtlicher Handel, geregelter Markt und Neuer Markt als organisierte Märkte im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG	34
b. Freiverkehr als nicht unter den Begriff des organisierten Marktes im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG fallendes Handelssegment	36
IV. Kurzer Überblick über Delisting-Regelungen ausländischer Börsen	37
B. Vereinbarkeit von § 38 Abs. 4 BörsG nebst den das Delisting regelnden Normen der Börsenordnungen mit höherrangigem Recht	39
I. Vereinbarkeit mit Europarecht	39
II. Vereinbarkeit mit deutschem Verfassungsrecht	40
1. Eingriff in Grundrechte der Aktionäre und des Emittenten	41
a. Eingriff in die durch Art. 14 GG geschützte Eigentumsfreiheit der Aktionäre durch den Widerruf der Börsenzulassung	41
aa. Der Schutzbereich der Eigentumsfreiheit nach Art. 14 GG	41

- bb. Eingriff in die Eigentumsfreiheit durch den Widerruf der Börsenzulassung unter Aufrechterhaltung einer weiteren Zulassung an einem organisierten Markt im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG 43
- (1). Eingriff in die Eigentumsfreiheit durch den Widerruf der Börsenzulassung unter Aufrechterhaltung einer Zulassung an einem deutschen organisierten Markt im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG 43
- (2). Eingriff in die Eigentumsfreiheit durch den Widerruf der Börsenzulassung unter Aufrechterhaltung einer Zulassung an einem außerdeutschen organisierten Markt im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG 44
- cc. Eingriff in die Eigentumsfreiheit durch den Widerruf der Börsenzulassung ohne Aufrechterhaltung einer Zulassung an einem organisierten Kapitalmarkt im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG 45
- b. Eingriff in die durch Art. 2 Abs. 1 GG geschützte allgemeine Handlungsfreiheit der Aktionäre durch den Widerruf der Börsenzulassung mit und ohne Aufrechterhaltung einer Zulassung an einem organisierten Markt im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG 54

- c. Die anlegerschützenden Vorschriften von § 38 Abs. 4 BörsG sowie die das Delisting regelnden Bestimmungen der Börsenordnungen als Eingriff in die durch Art. 12 GG geschützte unternehmerische Handlungsfreiheit des Emittenten 55
- 2. Verfassungsmäßige Rechtfertigung der Grundrechtseingriffe 56
 - a. Rechtfertigung eines Eingriffes in die von Art. 2 Abs. 1 GG geschützte allgemeine Handlungsfreiheit der Aktionäre 57
 - aa. Rechtfertigung eines Eingriffes in die von Art. 2 Abs. 1 GG geschützte allgemeine Handlungsfreiheit der Aktionäre durch einen Widerruf der Börsenzulassung an der FWB 57
 - (1). Rechtfertigung eines Eingriffes in die allgemeine Handlungsfreiheit durch einen Widerruf der Börsenzulassung an der FWB unter Aufrechterhaltung einer Zulassung an einem deutschen organisierten Markt im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG 58

- (2). Rechtfertigung eines Eingriffes
in die allgemeine Handlungs-
freiheit durch einen Widerruf der
Börsenzulassung an der FWB un-
ter Aufrechterhaltung einer Zulas-
sung an einem außerdeutschen
organisierten Markt im Sinne
von § 2 Abs. 5 WpHG 61
 - (3). Rechtfertigung eines Eingriffes
in die allgemeine Handlungsfrei-
heit durch einen Widerruf der Bör-
senzulassung an der FWB ohne
Aufrechterhaltung einer Zulas-
sung an einem organisierten Markt
im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG 64
- bb. Rechtfertigung eines Eingriffes in die
von Art. 2 Abs. 1 GG geschützte allge-
meine Handlungsfreiheit der Aktio-
näre durch einen Widerruf der Börsen-
zulassung an der Stuttgarter, der
Düsseldorfer, der Münchener, der Ber-
liner, der Hamburger sowie der
Hannoveraner Wertpapierbörse 68
- b. Rechtfertigung eines Eingriffes in die
von Art. 12 GG geschützte unterneh-
mer Handlungsfreiheit des Emittenten 68

- aa. Rechtfertigung eines Eingriffes in die unternehmerische Handlungsfreiheit des Emittenten durch die Regelung der Stuttgarter, der Münchener, der Düsseldorfer, der Berliner, der Hamburger sowie der Hannoveraner Wertpapierbörse 69
 - (1). Rechtfertigung eines Eingriffes in die unternehmerische Handlungsfreiheit durch das Erfordernis eines Abfindungsangebotes beim Rückzug von allen organisierten Märkten im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG ohne Einbeziehung der Aktien in den Freiverkehrshandel einer Wertpapierbörse 69
 - (2). Rechtfertigung eines Eingriffes in die unternehmerische Handlungsfreiheit durch das Erfordernis eines Abfindungsangebotes beim Rückzug von allen organisierten Kapitalmärkten im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG unter Aufrechterhaltung eines Freiverkehrshandels beziehungsweise erstmaliger Einbeziehung der Aktien in den Freiverkehrshandel einer Wertpapierbörse 76
 - bb. Rechtfertigung eines Eingriffes in die unternehmerische Handlungsfreiheit beim going private an der FWB 80

C.	Rechtspolitische Würdigung der Neufassung von § 54a BörsO der FWB	81
E.	Übertragbarkeit der Regelungen der Börsenordnungen der Stutt- garter, der Münchener, der Berliner, der Hamburger, der Hanno- veraner, der Düsseldorfer sowie der Münchener Wertpapier- börse auf § 53a BörsO der Bremer Wertpapierbörse	87
F.	Der Schutzbereich von § 38 Abs. 4 BörsG	87
I.	§ 38 Abs. 4 BörsG als Schutznorm zugunsten der Aktionäre	87
II.	§ 38 Abs. 4 BörsG als Schutznorm zugunsten der Börsen	96
III.	§ 38 Abs. 4 BörsG als Schutznorm zugunsten der Kurs- makler	105
F.	Die Entscheidung der Börsenzulassungsstelle	106
I.	Die Entscheidung der Börsenzulassungsstelle der FWB	106
1.	Gesetzlich geregelte Fälle eines ermessens- fehlerfreien Stattgebens des Widerrufsanspruches	106
2.	Gesetzlich nicht geregelte Fälle eines ermessens- fehlerfreien Stattgebens des Widerrufsanspruches	110
II.	Die Entscheidung der Börsenzulassungsstellen der Stutt- garter, der Düsseldorfer, der Münchener, der Berliner, der Bremer, der Hamburger sowie der Hannoveraner Wertpapierbörse	113
1.	Gesetzlich geregelte Fälle einer Ermessensredu- ktion auf Null	114

- a. Widerruf der Börsenzulassung unter Aufrechterhaltung einer weiteren Zulassung an einem organisierten Markt im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG 114
- b. Widerruf der Börsenzulassung ohne Aufrechterhaltung einer weiteren Zulassung an einem organisierten Markt im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG 114
- aa. Angemessenheit des Abfindungsangebotes 115
 - (1). Angemessenheit des Abfindungsangebotes nach § 50 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 BörsO der Stuttgarter Wertpapierbörse sowie nach der geplanten Neufassung von § 54a BörsO der Berliner Wertpapierbörse 116
 - (2). Angemessenheit des Abfindungsangebotes nach § 59 Abs. 2 b) BörsO der Münchener, § 53a Abs. 3 BörsO der Hamburger sowie § 53a Abs. 2 b) BörsO der Hannoveraner Wertpapierbörse 118
- α. Ertragswert des Unternehmens 119
- β. Maßgeblichkeit des Höchstkurses 124
 - (α). Unmaßgeblichkeit des Durchschnittskurses 125

(β).	Unmaßgeblichkeit von sogenannten „Aus- reißern“	126
(γ).	Unmaßgeblichkeit von Höchstkursen nach Be- kanntgabe der going private-Pläne	127
(δ).	Erfordernis eines liquiden Marktes zur Maßgeblichkeit des Höchstkurses	131
(ε).	Kritische Würdi- gung der Entschei- dung der Satzungs- geber zur Maßgeblich- keit des Höchstkurses	134
γ.	Maßgeblichkeit eines außer- halb der Börse gezahlten Pa- ketpreises	136
bb.	Zwischenergebnis	140
2.	Ermessen bei den gesetzlich geregelten Fällen einer angemessenen Berücksichtigung der Anleger- interessen	141
3.	Gesetzlich nicht geregelte Fälle eines ermessens- fehlerfreien Stattgebens des Antrages auf Wider- ruf der Börsenzulassung	145
III.	Rechtsmissbräuchliche Antragstellung auf Widerruf der Börsenzulassung	145
IV.	Irrelevanz der Motivation des Emittenten für die Ent- scheidung der Börsenzulassungsstelle	150
V.	Zwischenergebnis	152

	XI
G. Beschleunigung des Rechtsweges beim going private	154
I. Analoge Anwendung der Vorschriften über das Freigabeverfahren nach § 16 Abs. 3 UmwG sowie über das Spruchverfahren nach §§ 305 ff. UmwG	155
II. Verringerte Prüfungspflicht der Börsenzulassungsstelle in Bezug auf die Angemessenheit des Abfindungsangebotes	159
III. Rechtspolitische Forderung	161
H. Zusammenfassung des kapitalmarktrechtlichen Teils	166
§ 3 Gesellschaftsrecht	169
A. Zustimmungspflicht der Hauptversammlung	169
I. Abschließender Charakter von § 38 Abs. 4 BörsG	169
II. Zustimmungspflicht der Hauptversammlung im Falle eines Widerrufs der Börsenzulassung unter Aufrechterhaltung einer Zulassung an einem organisierten Markt im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG	171
1. Darstellung der <i>Holzmüller</i> -Doktrin	171
2. Anwendung der <i>Holzmüller</i> -Doktrin auf den Teilerückzug	174
a. Zustimmungspflicht der Hauptversammlung beim Widerruf der Börsenzulassungen unter Aufrechterhaltung einer Zulassung an einem deutschen organisierten Markt im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG	174

b. Zustimmungspflicht der Hauptversammlung beim Widerruf aller deutschen Börsenzu- lassungen unter Aufrechterhaltung einer Zu- lassung an einem außerdeutschen organisierten Markt im Sinne von 2 Abs. 5 WpHG	175
III. Zustimmungspflicht der Hauptversammlung beim Rück- zug von allen organisierten Märkten im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG	176
1. Begründung der Hauptversammlungszuständigkeit durch eine Analogie zu § 240 Abs. 1 UmwG	176
2. Begründung der Hauptversammlungszuständigkeit durch eine Analogie zu §§ 180 Abs. 2, 68 Abs. 2 AktG	179
3. Begründung der Hauptversammlungszuständigkeit durch die Anwendung der <i>Holzmüller-Doktrin</i>	183
a. Die nicht börsennotierte Aktiengesellschaft als eine gegenüber der börsennotierten Aktienge- sellschaft eigenständige Rechtsform	184
b. Going private als die Veränderung der „Lauf- richtung“ der Aktiengesellschaft	186
c. Going private als eine die Aktionäre als An- leger betreffende Maßnahme	188
d. Going private als eine die Kontrollmöglichkeiten über die Vorstandstätigkeit vermindern- de Maßnahme	201
e. Zwischenergebnis	206
4. Erfordernis einer satzungsändernden Mehrheit	206
B. Informationspflicht gegenüber den Aktionären im Vorfeld der Hauptversammlung	212

I.	Bekanntmachungspflicht in Analogie zu § 124 Abs. 2 S. 2 AktG	212
II.	Pflicht zur Erstellung eines schriftlichen Berichtes in Analogie zu § 186 Abs. 4 S. 2 AktG, § 8 UmwG	213
1.	Erfordernis eines schriftlichen Berichtes in Analogie zu §§ 186 Abs. 4 S. 2 AktG, § 8 UmwG	213
2.	Inhalt des schriftlichen Berichtes	221
3.	Veröffentlichung des schriftlichen Berichtes	222
C.	Going private und Treuepflichtverletzung	223
I.	Treuepflichten in der Aktiengesellschaft	223
II.	Treuepflichtverletzung des Mehrheitsaktionärs beim going private	227
III.	Treuepflichtverletzung der Minderheitsaktionäre beim going private	232
D.	Überprüfung des Hauptversammlungsbeschlusses auf dessen sachliche Rechtfertigung	234
I.	Erfordernis einer sachlichen Rechtfertigung von Hauptversammlungsbeschlüssen in anderen Fällen	234
II.	Erfordernis einer sachlichen Rechtfertigung des Hauptversammlungsbeschlusses beim going private	240
E.	Pflicht der Gesellschaft zur Unterbreitung eines Barabfindungsangebotes in Analogie zu § 207 UmwG	250
F.	Austrittsrecht der Aktionäre aus wichtigem Grund	255
G.	Handelsregistereintragung des Hauptversammlungsbeschlusses	256
H.	Die begrenzten Möglichkeiten des Erwerbs eigener Aktien nach §§ 71 ff. AktG als Schranke des going private	258

I.	Angebot durch den Mehrheitsaktionär als zulässige Umgehung der Beschränkungen des Erwerbs eigener Aktien nach §§ 71 ff. AktG	259
II.	Erwerbsrecht der verbleibenswilligen Aktionäre pro rata ihrer bisherigen Beteiligungshöhe bei Unterbreitung des Abfindungsangebotes durch einen Aktionär	261
J.	Prüfungspflicht der Börsenzulassungsstelle in Bezug auf die Einhaltung der gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen	262
I.	Prüfungspflicht in Bezug auf das Vorliegen des Hauptversammlungsbeschlusses	263
II.	Prüfungspflicht in Bezug auf die Rechtmäßigkeit des Hauptversammlungsbeschlusses	268
III.	Prüfungspflicht in Bezug auf das Einhalten der Grenzen des Erwerbs eigener Aktien nach §§ 71 ff. AktG	272
K.	Ausschluss der Anfechtbarkeit des Hauptversammlungsbeschlusses wegen Unangemessenheit des Abfindungsangebotes in Gesamtanalogie zu §§ 14 Abs. 2, 32, 195 Abs. 2, 210 UmwG §§ 305 Abs. 5 S. 1, 320b Abs. 2 S. 1, 327f Abs. 1 S. 1 AktG	274
L.	Zusammenfassung des gesellschaftsrechtlichen Teils	277
§ 4	Umwandlungsrecht	279
A.	Darstellung der verschiedenen Möglichkeiten eines Rückzugs von allen organisierten Märkten im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG außer durch einen Antrag bei der Börsenzulassungsstelle	279
I.	Verschmelzung gemäß §§ 2 ff. UmwG der börsennotierten Aktiengesellschaft auf eine nicht börsennotierte Gesellschaft	279
II.	Eingliederung gemäß §§ 319 ff. AktG der börsennotierten Aktiengesellschaft in eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft	284

III. Formwechsel gemäß §§ 190 ff. UmwG der börsennotierten Aktiengesellschaft in eine Rechtsform, deren Gesellschaftsanteile nicht an den Wertpapierbörsen gehandelt werden	285
IV. Verkauf des gesamten Vermögens der börsennotierten Aktiengesellschaft an ein nicht börsennotiertes Unternehmen und anschließende Liquidation der börsennotierten Aktiengesellschaft (sogenannte übertragende Auflösung)	286
V. Squeeze-Out der Aktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG	288
 B. Going private durch Verschmelzung, Eingliederung, Formwechsel, übertragende Auflösung und Squeeze-Out als Gesetzesumgehung von § 38 Abs. 4 BörsG	 289
I. Begriff der Gesetzesumgehung	289
II. Vergleich des Anlegerschutzes beim going private durch eine Umstrukturierungsmaßnahme und durch ein Antragsverfahren bei der Börsenzulassungsstelle nach § 38 Abs. 4 BörsG	292
III. Zulässigkeit der Umgehung des Marktentlassungsverfahrens nach § 38 Abs. 4 BörsG	294
 C. Zusammenfassung des umwandlungsrechtlichen Teils	 302
 § 5 Zusammenfassung der Ergebnisse und Ausblick	 304
 Stichwortverzeichnis	 307

A. Einleitung

In den Jahren 1996 bis 2000 war ein wahrer „Börsenboom“ zu verzeichnen. Einhergehend mit einer ständigen Zunahme von Aktiengesellschaften¹ traten immer mehr Unternehmen den Gang an die Börse an. Die Anzahl der börsennotierten deutscher Aktiengesellschaften stagnierte bis 1997 bei ca. 800. Sie stieg dann von 883 im Jahr 1998, auf 1043 im Jahr 1999 und bis zum Ende des Jahres 2000 auf 1450.² Auch das Emissionsvolumen konnte mit insgesamt 14, 7 Milliarden Euro um 315 Prozent gesteigert werden. Insbesondere am Neuen Markt³ waren zahlreiche Börsengänge zu verzeichnen. So entfielen 141 von 180, also 78 Prozent der IPO's im Jahre 1999 auf dieses Börsensegment.⁴ Seit dem ab März 2000 bestehenden Abschwung der Börsenkurse hat sich die Zahl der Börsengänge jedoch merklich reduziert. Während im Jahr 2000 an der Frankfurter Wertpapierbörse noch 143 Neuemissionen zu verzeichnen waren, sind es im Jahr 2001 nur noch 11 gewesen. Im noch nicht abgeschlossenen Jahr 2002 gab es bis jetzt nur einen Börsengang.⁵

Der umgekehrte Weg, also der Rückzug von der Börse, wird Delisting genannt.⁶ Im angelsächsischen Raum stellt dieser Vorgang schon seit längerem ein bekanntes und weit verbreitetes Phänomen dar.⁷ Demgegenüber waren solche

¹ Seit 1983 nimmt die Zahl der Aktiengesellschaften in Deutschland zu. Gerade in den letzten fünf Jahren ist ein verstärkter Anstieg zu beobachten. Während in den Jahren 1983 bis 1995 nur ein langsamer Zuwachs von 2122 auf 3780 Aktiengesellschaften festzustellen war, hat sich die Zahl der Aktiengesellschaften bis zum Jahre 1999 auf 7375 mehr als verdoppelt; vgl. Hansen, Die Renaissance der Aktie, AG 2000, R 123; Ende 2000 waren sogar 10582 Aktiengesellschaften zu verzeichnen. Vgl. Hansen, Zum Jahresende 2000: 10582 Aktiengesellschaften, AG 2000, R 67; am Jahresende 2001 ist die Anzahl der Aktiengesellschaften auf circa 13000 angestiegen; siehe Hansen, Der Finanzplatz Deutschland im Wandel, AG 2002 R 75/76, siehe auch Hansen, Bestand an Aktiengesellschaften steigt bis Ende 2001 auf mehr als 13000 an, AG 2001 R 315.

² Deutsches Aktieninstitut, DAI-Factbook 2000, 02-1-a.

³ Der Neue Markt ist ein im Freiverkehr eingerichtetes Handelssegment der Frankfurter Wertpapierbörse; vgl. zum Neuen Markt Claussen, Bank- und Börsenrecht, § 9 Rz 48a-48f.

⁴ Hoffmann, Going Public 1999, Boom der IPO's am deutschen Kapitalmarkt setzt sich fort, AG 2000, R 83.

⁵ Diese Statistik ist im internet abrufbar unter www.home.t-online.de/home/juergen.brauer/boerse1.htm

⁶ Büschgen, Das kleine Börsenlexikon: S. 209.

⁷ Von Braunschweig, Going Private und De-Listing deutscher Aktiengesellschaften nach einem Mehrheitserwerb, M&A Review 1999, 165; Der erste Börsenrückzug fand dort bereits 1886 statt. Den ersten Höhepunkt erreichte die going private-Bewegung in den

Fälle in Deutschland bis vor drei Jahren selten. Abgesehen von dem im Jahre 1994 von der BASF AG gestellten - und wegen des öffentlichen Protestes wieder zurückgezogenen - Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung an sieben deutschen Handelsplätzen, zu dessen Anlass das Thema in Deutschland erstmals juristisch vertieft diskutiert wurde,⁸ war kaum ein Fall bekannt, in dem eine Gesellschaft den Widerruf der Börsenzulassung anstrebte. In den letzten drei Jahren hat sich dies jedoch geändert. Angesichts - gemessen am Unternehmenswert - dauerhaft sehr niedriger Börsenkurse, die eine zukünftige Kapitalakquisition über die Börse wirtschaftlich unattraktiv machen, der zahlreichen mit der Börsenzulassung verbundenen Publizitätspflichten, dem erhöhten Aufwand für Hauptversammlungen und dem Abhalten umfangreicher Analystenkonferenzen hat eine nicht unbeträchtliche Anzahl von Unternehmen einen Rückzug von der Börse vollzogen oder strebt einen solchen Schritt an. Bereits in den ersten acht Monaten des Jahres 2000 haben zehn deutsche Unternehmen die Einstellung der Börsennotiz angekündigt, weitere sieben werden folgen.⁹ Der Börsenrückzug ist mittlerweile ein europäisches Phänomen. In ganz Europa wurden im Jahr 2000 insgesamt 67 Aktiengesellschaften mit einer Marktkapitalisierung von fast 25 Milliarden DM reprivatisiert.¹⁰ Im Jahr zuvor war es nur die Hälfte.¹¹ Diese Zahlen belegen das Zunehmen der Überzeugung bei den Unternehmen, dass die Börsenpräsenz keine unumkehrbare Tatsache darstellt, sondern genauso wie andere Unternehmensparameter einer ständigen Prüfung unterzogen werden

1970er Jahren, die spektakulärsten Fälle fanden in den 1980er Jahren statt. *Richard/Weinheimer*, Der Weg zurück: Going Private, BB 1999, 1613.

⁸ *Fluck*, Zum Verzicht des Begünstigten auf Rechte aus dem Verwaltungsakt am Beispiel der Börsenzulassung, WM 1995, 553 ff. *Klenke*, Der Rückzug mehrfach notierter Unternehmen von den deutschen Regionalbörsen, WM 1995, 1089 ff.; vgl. *O.V.*, BASF kehrt Regionalbörsen den Rücken - Konzentration des Handels auf Frankfurt, Börsenzeitung vom 2. Dezember 1994, S. 1 und *O.V.*, Juristen über regionalen Börsenrückzug weiter uneins, Börsenzeitung vom 3. Dezember 1994, S. 3 sowie *Breuer*: BASF wird Nachahmer finden; Börsenzeitung vom 2. Dezember 1994, S. 3; *Grupp*, Börseneintritt und Börsenaustritt, 1995; *Vollmer/Grupp*, Der Schutz der Aktionäre beim Börseneintritt und Börsenaustritt, ZGR 1995, 459 ff.; früher bereits *Eichhoff*, Der Gang an die Börse - und kein Weg zurück?, WM 1988, 1713 ff.

⁹ *Engeser*, Wirtschaftswoche vom 5. Oktober 2000, Nr. 41, S. 119; Beispiele aus dem deutschen Raum sind der Börsenrückzug des Autozulieferers Honsel, des Armaturenherstellers Friedrich Grohe, des Maschinenherstellers und Holzbearbeiters Michael Weinig AG, des Autohändlers SG Holding AG, des Küchenproduzenten Alno, des Bodenbelagherstellers DLW sowie des Möbelherstellers Rolf Benz; vgl. *Plaut*, Wer nicht im Rampenlicht steht und sich ändern will, verlässt die Börse, F.A.Z. vom 5. Juni 2000, S. 40. Experten schätzen, dass in Deutschland circa 50 bis 100 Unternehmen für einen Börsenrückzug geeignet sind; *O.V.*, Immer mehr Unternehmen planen Rückzug von Börse, F.A.Z. vom 14. März 2001, Nr. 62, S. 33.

¹⁰ *Noe*, F.A.Z. vom 27. November 2000, Nr. 276, S. 32.

Einer der Hauptgründe für die bis vor kurzem bestehende Zurückhaltung deutscher Aktiengesellschaften im Hinblick auf einen Börsenrückzug war das Fehlen eindeutiger gesetzlicher Grundlagen, die die Voraussetzungen eines Delisting festlegen. Wegen dieses Mangels war fraglich, ob überhaupt ein Börsenrückzug möglich sei, ob dieser bereits durch eine Verzichtserklärung des Emittenten auf die begünstigende Rechtsposition „Börsenzulassung“ herbeigeführt werden könne oder ob es eines Antrages bei der Börsenzulassungsstelle bedürfe. Außerdem war nicht sicher, wessen Interessen bei einem solchen Rückzug berücksichtigt werden müssen und wie ihnen gegebenenfalls Rechnung getragen werden kann. Aufgrund dieser Rechtsunsicherheit nahmen viele Gesellschaften sogar schon von einer Börsenzulassung an einer deutschen Börse Abstand. Das Fehlen von eindeutigen Regelungen für einen Börsenrückzug wirkte sich mithin als Marktzutrittsschranke für potenzielle Emittenten aus und schwächte damit die Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland.

Durch das am 13. Februar 1998 beschlossene¹³ und am 1. April 1998¹⁴ in Kraft getretene Dritte Finanzmarktförderungsgesetz¹⁵ ist mit der Einführung des § 38 Abs. 4 BörsG¹⁶ eine Rechtsgrundlage geschaffen worden, die nach dem Willen des Gesetzgebers diese Rechtsunsicherheit beenden sollte.¹⁷ Durch die Neuregelung ist es dem Emittenten möglich, seinen Börsenrückzug bei der Börsenzulassungsstelle zu beantragen. Diese Regelung soll Deutschland als Finanzplatz laut Gesetzesbegründung insbesondere für ausländische Emittenten attraktiver

¹¹ Notz, Abschied von der Börse, *Financial Times Deutschland*, vom 22. Januar 2001, S. 10.

¹² Der Börsenrückzug ist alles andere als ein Zeichen der Schwäche. Dieser bietet im Gegenteil häufig sogar eine Chance zur Steigerung des Unternehmenswertes. Beispielsweise hat die Honsel AG das going private zum Ausbau ihres Unternehmens genutzt und mit Hilfe des Kapitals des Investors Carlyle die amerikanische Tritec erworben, eine Gesellschaft, deren Umsatz fast genauso hoch war wie der eigene. Honsel formierte sich damit zu einem Global Player; vgl. Notz, Abschied von der Börse, *Financial Times Deutschland*, vom 22. Januar 2001, S. 10.

¹³ Bundesratsdrucksache 134/98.

¹⁴ BGBl. I 529.

¹⁵ Zum dritten Finanzmarktförderungsgesetz allgemein Pätzsch, Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz, WM 1998, 949-966 sowie Weisgerber, Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz, Die Bank 1998, 200-205.

¹⁶ § 38 Abs. 4 BörsG entspricht § 43 Abs. 4 BörsG alte Fassung. Die Nummerierung hat sich durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz geändert.

¹⁷ Bundestagsdrucksache 13/8933, S. 57.