

# Zeitschrift für das gesamte **ZInsO** Insolvenzrecht

**Mit Beihefter:  
Insolvenzreport**

## *Aus dem Inhalt:*

### **Aufsätze**

Bilanzdelikte in der Krise und die strafrechtlichen Folgen (S. 633)  
*Dr. Reinhard Reck, Steuerberater, Braunschweig*

Die Verrechnung der Vorsteuer aus der Verwaltervergütung (S. 639)  
*Vors. Richter am OLG Dr. Dietmar Onusseit, Dresden*

### **ZInsO-Praxis**

Die Folgen der Insolvenzrechtsreform für mittelständische Unternehmen –  
eine Studie des IfM Bonn (S. 644)  
*Peter Kranzusch, Bonn*

Delisting (S. 649)  
*Prof. Dr. Marlene Kück, Berlin*

### **ZInsO-Dokumentation**

Persönliche Stellungnahme der unterzeichnenden Mitglieder des  
Gravenbrucher Kreises zur gutachterlichen Stellungnahme  
zum Thema „Die Bestellung des Insolvenzverwalters“ (S. 652)

Bearbeitung der USt in Insolvenzfällen (S. 653)  
*OFD Hannover, Verfügung v. 7. 2. 2001*

### **ZInsO-Bücher- und Zeitschriftenreport**

### **ZInsO-Rechtsprechungsreport**

# 14

31. Juli 2001  
4. Jahrgang  
(S. 633 bis 680)

## *Herausgeber:*

Hans-Peter Kirchhof,  
Richter am BGH, Karlsruhe

Dr. Gerhart Kreft,  
Vors. Richter am BGH,  
Karlsruhe

Ernst-Dieter Berscheid,  
Vors. Richter am LAG, Hamm

Dr. Gerhard Pape,  
Richter am OLG, Celle

Dipl.-Rpfl. Udo Hintzen,  
St. Augustin

Professor Dr. Heribert Hirte,  
LL. M. (Berkeley), Hamburg

Rechtsanwalt  
Dr. Manfred Obermüller,  
Frankfurt/M.

Rechtsanwalt  
Wolfgang Wutzke,  
Fachanwalt für Insolvenzrecht,  
Bremen

Rechtsanwalt  
Dr. Karsten Förster,  
Fachanwalt für Insolvenzrecht,  
Bremen

## *Schriftleiter:*

Professor Dr.  
Hans Haarmeyer, Bonn



Verlag für die  
Rechts- und  
Anwaltspraxis  
Recklinghausen

## Delisting

von Prof. Dr. Marlene Kück, Berlin

*Im Rahmen der Börseneuphorie der letzten fünf bis sechs Jahre fanden sehr viele kleine und mittlere Unternehmen den Weg zur Börse. Allerdings macht sich gegenwärtig Ernüchterung breit, viele Aktienkurse „dümpeln“ vor sich hin. Diese Situation kann, um eine dauerhafte Belastung für den Unternehmenswert zu verhindern, ein Delisting erfordern. Jedoch ist das Delisting – betrieben durch den Emittenten – in der Literatur und in der Praxis sehr umstritten.*

### I. Einführung

In Deutschland entsteht in Folge der Krise am Neuen Markt allmählich eine Diskussion zum Thema Delisting. Konkreter Anlass dafür sind am Neuen Markt notierte Werte, deren Kurs sich in den Bereich von 1 € einpendelt. Dazu zählen z.B. Informatec. Der deutsche Kapitalmarkt wird also erstmals mit sog. „Penny-Stocks“ konfrontiert und diskutiert jetzt, wie mit diesem Phänomen umzugehen sei. In der veröffentlichten Meinung wird allgemein die Auffassung vertreten, dass entsprechend dem Vorbild der Nasdaq und deren Regelwerk dann ein Delisting durch die Börsenaufsicht vorzunehmen sei, wenn der Kurs länger als 30 Tage unterhalb der Marke von 1 € notieren würde.

Mit dieser Empfehlung ist der Widerruf der Zulassung eines Wertpapiers zum Börsenhandel von Amts wegen angesprochen, der keine Mitwirkung des Emittenten erfordert. Etwas anders liegt der Fall, wenn der Emittent selber auf die Zulassung verzichtet und einen Antrag auf Delisting bei der zuständigen Zulassungsstelle einreicht. Der letzte Fall ist in der Literatur sehr umstritten.

Die Literatur zum Delisting wird i.Ü. nahezu ausschließlich von den juristischen Vertretern beherrscht. Wirtschaftswissenschaftler haben sich bisher mit diesem Thema kaum auseinandergesetzt, obwohl das Delisting, wie später noch belegt werden soll, für mittelständische

Unternehmen, die an der Börse keine entsprechende Marktbreite erreichen konnten, mit erheblichen Vorteilen hinsichtlich der Stabilisierung ihres Börsen- und Unternehmenswertes sowie hinsichtlich der Einsparung gewaltiger Aufwendungen im Bereich Investor Relation verbunden sein kann.

Zunächst zum Widerruf der Börsenzulassung von Amts wegen.

### II. Widerruf der Zulassung von Amts wegen

Der Widerruf von Amts wegen stellt einen belastenden Verwaltungsakt dar. Es gelten daher auch die allgemeinen Regeln des Verwaltungsverfahrensgesetzes (§§ 49, 48 VwVfG). Der Widerruf kann im Prinzip in drei Fällen erklärt werden:

1. Einmal ist er auf der Grundlage des § 49 VwVfG, und damit nach den allgemeinen Voraussetzungen, z.B. Schutz des öffentlichen Interesses, des Gemeinwohls usw., möglich.
2. Zum anderen kann die Zulassung zum amtlichen Handel und geregelten Markt widerrufen werden, wenn sich abzeichnet, dass ein ordnungsgemäßer Börsenhandel auf Dauer nicht mehr gewährleistet ist und die Börse die Feststellung von Kursen für den Wert eingestellt hat (§§ 43 Abs. 2, 75 Abs. 3 BörsG).
3. Schließlich kann die Zulassung – und zwar nur bezogen auf den amtlichen Handel – widerrufen werden, wenn der Emittent seinen Veröffentlichungs- und Verhaltenspflichten, die sich aus § 44 des BörsG i.V.m. § 15 BörsZuLV ergeben, nicht nachkommt.

Der letzte Aspekt hat in den vergangenen Monaten bei Emittenten, deren Werte am Neuen Markt notiert sind, eine große Rolle gespielt. So wurde EM.TV vorgeworfen, die Gesellschaft hätte zu spät den veröffentlichten Jahresabschluss bei der Börsenaufsicht eingereicht und war

deswegen abgemahnt worden. Allerdings ist zu beachten, dass das Regelwerk zum Neuen Markt aufgrund seiner zivilrechtlichen Ausgestaltung keinen Widerruf von Amts wegen zulässt. Kommt es hier – wie auch im Freiverkehr – zu Pflichtverletzungen, kann der Emittent vom Handel aufgrund der Verletzung von „allgemeinen Geschäftsbedingungen“ ausgeschlossen werden.

Das Regelwerk zum Neuen Markt oder die Richtlinien für den Freiverkehr haben also „AGB-Charakter“.

### III. Widerruf der Zulassung auf Antrag des Emittenten

Jetzt soll ein viel komplizierterer Fall, nämlich das Delisting auf Antrag des Emittenten, behandelt werden. Diese Form des Widerrufs der Zulassung führte Ende 1994, als erstmals ein großes deutsches Chemieunternehmen sich von sieben deutschen Regionalbörsen zurückziehen wollte – mit der Absicht, sich auf die Frankfurter Wertpapierbörse zu konzentrieren – zu einer riesigen Diskussion.

Unstreitig ist zunächst, dass der Emittent das Recht zum Verzicht auf die Zulassung hat. Allerdings können diesem Verzicht „schutzwürdige Anlegerinteressen“ entgegen stehen, so dass aufgrund des gebotenen Anlegerschutzes ein „öffentliches Interesse“ an der Aufrechterhaltung des Listings besteht. Denn für die Anleger ist das Listing beim Erwerb von Aktien regelmäßig von wesentlicher Bedeutung. Hierdurch ist gewährleistet, dass die Aktien zu fairen marktgerechten und staatlich überwachten Preisen verkauft werden können. Letzten Endes sind dies ja auch die Gründe, die Emittenten dazu bewegt, mit ihren Papieren an die Börse zu gehen.

Soweit nun ein Delisting die Interessen der Anleger in unzumutbarer Weise verletzt, könnte deshalb unter dem Gesichtspunkt des Vertrauensschutzes der Anleger ein „öffentliches Interesse“ an der weiteren Notierung bestehen.<sup>1</sup> Der Widerruf der Zulassung durch den Emittenten wäre daher zu versagen. Die gebotene Rücksichtnahme auf schutzwürdige Anlegerinteressen ist nun die Ursache dafür, dass ein Teil des juristischen Schrifttums dem Emittenten kein Delisting bzw. kein Recht auf einen generellen Verzicht zugestehen will, sondern auf das im § 43 Abs. 4 BörsG normierte „Marktenlastungsverfahren“ hinweist, bei dem der Emittent den Widerruf der Zulassung „beantragen kann“ (= § 43 Abs. 4 Satz 1 BörsG). Das Marktenlastungsverfahren darf einen bestimmten Zeitraum nicht überschreiten, mit der Folge, dass zwischen der Veröffentlichung des Widerrufs durch die Börsenzulassungsstelle und der Wirksamkeit des Widerrufs kein Zeitraum von zwei Jahren überschritten werden darf (§ 43 Abs. 4 Satz 3 BörsG). Hopt stellt dazu fest: „Länger darf der Emittent also keinesfalls festgehalten werden, er hat insoweit einen Rechtsanspruch auf Entlassung“.<sup>2</sup> Mithin hätte also die Zulassungsstelle zu entscheiden, ob das Delisting mit dem gebotenen Vertrauensschutz der Anleger vereinbar ist (§ 43 Satz 2 BörsG). Ist dies der Fall, muss der Emittent aus dem Listing entlassen werden. Die Kompetenzen für das Delisting liegen also bei der jeweiligen Börsenzulassungsstelle, insofern agiert

hier die Börse als Schiedsrichterin zwischen Anleger und Emittenten. Dabei wird sie ihr konkretes Verhalten an den Spezialbestimmungen der entsprechenden Börsenordnungen, z.B. Punkt 2.4 des Regelwerkes für den Neuen Markt, ausrichten.

Welche Nachteile ergeben sich nun beim Going Private für die Anleger? Diese Nachteile würden ja eine Befürwortung der Marktentlassung durch die Zulassungsstelle gem. § 43 Abs. 4 Satz 2 BörsG behindern. Der schwerwiegendste Nachteil besteht sicherlich daran, dass der Anleger keinen Marktplatz zur Veräußerung seiner Aktien mehr hat. Weiterhin ist die bereits erwähnte transparente und kontrollierte Preisfeststellung verbaut. Schließlich entfallen, zu Lasten des Anlegers, die kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten des Emittenten, insbesondere die Ad hoc-Publizität nach § 15 WpHG.

Diese gravierenden Nachteile eines Going Private sind nach Auffassung einiger Experten, dazu zählen insbesondere Vollmer und Grupp,<sup>3</sup> nur akzeptabel, wenn die Hauptversammlung mit Mehrheit ein Delisting befürwortet hat.

Neben dieser gesellschaftsrechtlichen Anforderung gilt es als akzeptabel, wenn dem Widerruf von der Börsenzulassungsstelle nur unter Bedingungen zugestimmt wird. Als akzeptable Bedingung gilt dabei, dass den Anlegern ein Barabfindungsangebot unterbreitet wird. Dieses Angebot sieht § 54a Abs. 1 Nr. 2 der Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse ausdrücklich vor. Liegt es vor, muss die Zulassungsstelle den Antrag des Emittenten auf Widerruf befürworten; in diesem Fall sind die Interessen der Anleger angemessen berücksichtigt worden. Typischerweise dürfte das Barabfindungsangebot vom Hauptaktionär des Emittenten kommen. Völlig unproblematisch dürfte, entgegen dem eben diskutierten Totalrückzug, ein Teilrückzug in der Weise sein, wenn sich der Antrag auf Delisting nur auf einige regionale Börsenplätze bezieht und der Emittent damit, wie oben erwähnt, nur die Konzentration auf eine Hauptbörse erreichen will. Der Wert bleibt also gelistet. Hier entstehen keinerlei Nachteile für den Anleger; er kann den Titel nach wie vor handeln, auch wenn dieser Handel jetzt in Frankfurt oder New York, und nicht mehr an einer Regionalbörse, erfolgt. Die Konzentration auf einen Marktplatz verbessert regelmäßig die Markttiefe und dürfte von daher eher Vorteile schaffen und selbst dann noch, wenn der Anleger dadurch etwas höhere Transaktionskosten in Kauf nehmen muss. Diese Einschätzung wird von den einschlägigen Rechtsnormen gedeckt und ist völlig unproblematisch.

Das „totale Delisting“ i.S.e. Going Private dürfte, neben zu schützenden Anlegerinteressen, auch Grundrechte des Emittenten berühren. Im Vordergrund steht hier die Berufsfreiheit. Sie sichert nicht nur den Zugang zur Börse, sondern grds. das Recht auf „Rückzug“. Oder anders formuliert: Die verfassungsrechtlich abgesicherte Markt-

1 Kümpel, in: Kümpel/Ott, Kapitalmarktrecht, S. 58-61.

2 Hopt, HGB, 30. Aufl. 2000, § 43 BörsG Rn. 3.

3 Grupp, Der Börseneintritt und Börsenaustritt im Spannungsfeld individueller und institutioneller Interessen, 1995; Vollmer/Grupp, ZGR 1995, 459, 480.

freiheit ist ohne die Freiheit zum Rückzug vom Markt nicht denkbar. Diese Überlegung spricht eindeutig gegen ein restriktives Entscheidungsverhalten der jeweiligen Börsenzulassungsstelle beim Emittentenantrag auf Marktentlastung.

U.U. könnte zukünftig ein Mittelweg in der Weise beschritten werden, die jeweiligen Börsenordnungen durch Bezugnahme auf § 43 Abs. 4 BörsG die Anlegerinteressen dann als gewährt ansehen, wenn die Absicht zum Delisting vom Emittenten, z.B. ein Jahr vor dem Rückzug, angekündigt wird. Sowohl gegenüber der Zulassungsstelle als auch durch die Publikation in den zuständigen Organen. Die Anleger hätten in einem solchen Fall die Möglichkeit, sich in einem angemessenen Zeitraum von ihren Werten zu trennen, falls sie die Nachteile eines Going Private zu hoch einschätzen würden. Insofern käme es zu einem Schutz ihrer Interessen. Andererseits bliebe für den Emittenten das Grundrecht auf Rückzug erhalten. Dieser Weg eines zeitlich versetzten Delisting wurde in früheren Jahren, hierauf weist Klenke<sup>4</sup> hin, von der Leipziger Börse beschritten.

#### IV. Ökonomische Notwendigkeiten für ein Delisting

Im Rahmen der Börseneuphorie der letzten fünf bis sechs Jahre fanden sehr viele kleine und mittlere Unternehmen den Weg zur Börse. Sie konnten durch ein Going Public eine erhebliche Verbesserung ihrer Eigenfinanzierung erreichen. Allerdings macht sich gegenwärtig Ernüchterung breit. Viele Emittenten beklagen, dass ihre Werte von den Anlegern nicht richtig wahrgenommen werden. Die fehlende Wahrnehmung geht dabei längst nicht mehr auf unzureichende Kommunikationsmaßnahmen bzw. eine schlechte Investor-Relations-Arbeit zurück. Ganz im Gegenteil. Die Emittenten haben in den letzten Jahren zumeist gelernt, mit der Öffentlichkeit umzugehen. Allerdings mussten sie feststellen, dass dann, wenn ihr Wert aufgrund der Zugehörigkeit zu einer bestimmten Branche gerade nicht in Mode ist, keinerlei Beachtung findet. Dies gilt besonders für viele Werte des MDAX und des SMAX. In den Indizes tummeln sich Emittenten der „Alten Ökonomie“. Sie bringen i.d.R. keine „dauerhafte Equity Story“ hervor, die die Anleger verleitet, die Aktien in ihr Depot aufzunehmen. Besondere Relevanz hat dieser Sachverhalt für institutionelle Anleger. Sie benötigen Einzelwerte, die „spannende Geschichten“ erzählen und von daher ein Verkaufsargument für die verwalteten Depots, genauer: für die verwalteten Fonds, darstellen.

Es sind mittlerweile genau diese „Geschichten“, die den Kurs einer Aktie entscheidend treiben. Fundamentale Daten, wie das KGV-Verhältnis, die Marktposition eines Emittenten, die Dividendenpolitik usw. spielen eine immer geringere Rolle. Dies soll an einem Beispiel verdeutlicht werden:

Eine Investmentbank betreut seit Jahren ein mittelständisches Unternehmen mit einer Beschäftigtenzahl von knapp 500 Mitarbeitern. Das Unternehmen produziert „traditionelle Prozesstechnik“. Mit diesem Unternehmensgegenstand verdient das Unternehmen seit langem ausgesprochen gut. Die Gesamtkapitalrentabilität liegt

bei über 21 %. Dennoch würde dieses Unternehmen, das weiß die Investmentbank sehr genau, bei einem Börsengang keinen Anleger, insbesondere keinen institutionellen Anleger, hinter dem Ofen hervorlocken. Umgekehrt gilt dies natürlich auch für die notierten Gesellschaften. Sie können erhebliche Mittel im Bereich Öffentlichkeitsarbeit investieren und erhalten dennoch keine Aufmerksamkeit der Anleger.

Die Folge sind „dümpelnde Kurse“ und enorme, nachgelagerte Kosten der Eigenkapitalfinanzierung für eine angestrebte, nichts bewirkende Öffentlichkeitsarbeit. Letztere können sich viele Emittenten nicht mehr leisten; sie werden sich über kurz oder lang für ein Going Private entscheiden. Dieser Schritt dient auch dazu, den Unternehmenswert durch eine negative Kursentwicklung nicht ins Endlose abgleiten zu lassen und zwar mit dem Ziel, aktiven Anlegerschutz zu betreiben.

Der dargestellte Zusammenhang erfordert geradezu Erleichterungen beim Delisting. Jedes Halten der Emittenten im organisierten Handel verletzt im Prinzip Anlegerinteressen. Vermutlich wird ein gefährlicher Kreislauf in Gang gesetzt: Die Emittenten nicht beachteter Werte sind, zumindest mittelfristig, aufgrund der Begrenzung von Eigenkapitalkosten gezwungen, ihre Kommunikationsmaßnahmen, wie Finanzanzeigen, Road-Shows, Pressegespräche und Pressemitteilungen, Unterhalten einer Investor Relation – Abteilung usw., zurückzunehmen. Dadurch fallen die Werte weiter ab; die Kurse ermäßigen sich. Sie tragen gewissermaßen zur Vermögensvernichtung bei. Durch einen Widerruf der Zulassung – ohne Hürden – kann der geordnete Rückzug vom Markt angetreten werden. Allerdings sollte dafür als Nachweis die fehlende Fungibilität des Titels gegenüber der Zulassungsstelle erbracht werden. Zusätzlich wäre der Rückzug, dem Leipziger Vorbild folgend, zunächst anzukündigen, um allen ausstiegswilligen Anlegern für eine Übergangszeit den Verkauf ihrer Aktien über den organisierten Markt zu ermöglichen. Nach Ablauf der Übergangs- und Ankündigungszeit dürfte dann einem Delisting nichts mehr im Wege stehen. Das Einholen eines gesonderten Hauptversammlungsbeschlusses, wie von Vollmer und Grupp vorgeschlagen, wäre hier entbehrlich, da ohnehin die „freien Aktionäre“, die ein Interesse am Verbleiben des Emittenten an der Börse haben könnten, i.d.R. in der Minderzahl sind und von daher überstimmt werden könnten. Der Hauptversammlungsbeschluss zum Delisting hätte damit eine Feigenblattfunktion. Etwas anderes würde nur gelten, wenn es sich bei der Gesellschaft, die ein Delisting anstrebt, um eine echte Publikumsgesellschaft mit breit gestreutem Aktienkapital handelt. Diese Voraussetzung liegt jedoch bei vielen kleinen und mittleren Unternehmen, die an der Börse notiert sind, nicht vor.

Die delistete Gesellschaft könnte für ihre Anleger, die in der Ankündigungsphase nicht ausgestiegen sind, immer noch einen Handel der Aktien, wenn auch außerbörslich, organisieren. Dabei muss als sicher gelten, dass sich für einen solchen Handel sehr schnell spezielle Finanzdienstleistungsinstitute mit einer entsprechenden Handelsplattform finden würden.

<sup>4</sup> Klenke, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 1995, 1089, 1101.