



JURISTISCHE FAKULTÄT



UNIVERSITÄT
HEIDELBERG
ZUKUNFT
SEIT 1386

Zusammenfassung der Dissertation mit dem Titel

„Börsengang und Börsenrückzug - Eine ökonomische, konzeptionelle und vergleichende Einordnung in das aktienrechtliche System der Corporate Governance“

Dissertation vorgelegt von Sebastian Bich-Sonnen

Erstgutachter: Prof. Dr. Dres. h.c. Werner F. Ebke

Zweitgutachter: Prof. Dr. Christian Heinze

Institut für deutsches und europäisches Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht

Problemstellung und Zielsetzung

Im Jahr 1998 schuf der Gesetzgeber durch Einführung des § 43 Abs. 4 BörsG a.F. erstmals die Möglichkeit für in Deutschland börsennotierte Gesellschaften, sich auf eigenen Wunsch vom organisierten Kapitalmarkt – teilweise oder vollständig – zurückzuziehen:

„Die Zulassungsstelle kann die Zulassung zur amtlichen Notierung auf Antrag des Emittenten widerrufen. Der Widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen.“

Trotz damaliger Empfehlungen konnte sich der deutsche Gesetzgeber nicht dazu durchringen, zusätzlich eine systemkonforme Einordnung sowohl des Börsenrückzugs als auch des Börsengangs in das Aktienrecht vorzunehmen. Die aktienrechtliche Einordnung der Vorgänge ließ er damit bewusst offen. Entsprechend führte die „unvollkommene“ Regelung im Kapitalmarktrecht zu einem vehementen Streit in Praxis, Judikatur und Wissenschaft, was in Bezug auf den Aktionärsschutz zeitweise in einer vollständigen Kehrtwende gipfelte.¹

Mit der Novellierung des § 39 Abs. 2 – 6 BörsG wurde schließlich „das Ende einer unendlichen Geschichte“ prophezeit, obwohl der Gesetzgeber selbst seine Entscheidung nochmals überprüfen wollte. Es zeichnet sich in der bis heute andauernden Diskussion ab, dass die aktienrechtliche Problematik weitestgehend in den Hintergrund oder gar vollständig in Vergessenheit gerät. Immer häufiger ist in Bezug auf den Börsenrückzug ausschließlich von einem „Marktvorgang“ die Rede, dessen Schutz- und Regelungsbedürfnis sich in der „Einschränkung der Handelbarkeit“ erschöpfe. Hauptbestandteil des Problems ist dabei die Vermischung der Begriffe „Aktionärsschutz“ und „Anlegerschutz“ im Sinne der kapitalmarktrechtlichen Norm, welche in ihrem Anwendungsbereich eine Vielzahl von Wertpapieren sowie auch Auslandsgesellschaften umfasst.

Dieser Entwicklung gilt es entgegenzuwirken, denn Börsengang und Börsenrückzug haben erhebliche Auswirkungen auf die Corporate Governance der Aktiengesellschaft. Die vorliegende Arbeit soll anhand einer ökonomischen, konzeptionellen und vergleichenden Analyse zum einen darlegen, dass nach wie vor ein Tätigwerden des Gesetzgebers im aktienrechtlichen Regelungsbereich geboten ist. Zum anderen soll hiermit eine argumentative Grundlage zur zeitgemäßen Fortentwicklung des Aktienrechts unterbreitet werden.

Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse

Teil I: Börsengang und Börsenrückzug im Lichte der Corporate Governance

A. Corporate Governance als Basis der Rechtsfortbildung

Die Corporate-Governance-Forschung bietet sowohl vom Ursprung her als auch in der Methodik eine neuartige Perspektive zur Bewertung des Börsengangs und des Börsenrückzugs. Der Kern des Ansatzes ist die Auflösung eines institutionellen Konflikts, welcher aus der Trennung von (Anteils-)Eigentum und Herrschaft bzw. (Unternehmens-)Leitung (*separation of ownership and control*) herrührt. Das vertragstheoretische Verständnis einer Gesellschaft sowie die darauf aufbauenden Kernelemente der „Neuen Institutionsökonomik“ helfen dabei, die

¹ Vgl. hierzu die Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in „Macrotron“, BGH, Urteil vom 25. November 2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47 ff. = NJW 2003, 1032 ff. und „Frosta“, BGH, Beschluss vom 8. Oktober 2013 – II ZB 26/12= NJW 2014, 146 ff.

ökonomischen Hintergründe innerhalb einer Unternehmung besser verstehen und einordnen zu können.

Es konnte aufgezeigt werden, dass sich sowohl in der theoretischen Diskussion als auch in der Rechtspolitik im Aktienrecht viele Parallelen zum Corporate-Governance-Ansatz finden. Insbesondere die börsennotierte Aktiengesellschaft ist durch dieselben Grundkonflikte zwischen den Unternehmensbeteiligten geprägt, welche auch Ausgangspunkt des interdisziplinären Forschungsgebietes sind. Obwohl der Gesetzgeber seit mehr als zwei Jahrzehnten teils explizit teils implizit auf einzelne Theoriebausteine der Corporate Governance Bezug nimmt, findet sich keine umfassende Übertragung des Ansatzes bei der Fortentwicklung des Aktienrechts. Dies zeigt sich am deutlichsten beim Verhältnis von Gesellschaftsrecht zu Kapitalmarktrecht und dem jeweiligen Beitrag dieser beiden Rechtsgebiete zur Lösung innergesellschaftlicher Konflikte.

B. Bewertung der Corporate Governance beim Börsengang und Börsenrückzug

Bevor eine konkrete Analyse und Bewertung der Corporate Governance beim Börsengang und insbesondere beim Börsenrückzug erfolgen konnte, wurden die umfassenden rechtlichen und faktischen Folgen eines Börsengangs herausgearbeitet. Hierbei sind innerhalb des „Börsengesellschaftsrechts“ die weitgehenden Publizitätspflichten, das Übernahmerecht sowie die allgemeine Ausweitung verschiedenster Kontrollmechanismen hervorzuheben. Darüber hinaus setzt der Sekundärmarktzugang das Börsengesellschaftsrechts als Bedingung für die Handels- und Liquiditätsfunktion, die Bewertungsfunktion sowie die Kontrollfunktion voraus. Diese drei Funktionen des Sekundärmarktes, als faktische Auswirkungen eines Börsengangs, haben wesentlichen Einfluss auf das aktienrechtliche Informations- und Kontrollgefüge.

Der freiwillige Börsenrückzug und auch der Börsengang können bis heute als Problem der „unvollständigen Verträge“ bezeichnet werden. Eine Lösung der dahinterstehenden Konflikt- und Interessenlage scheint weder durch freie Verhandlung noch über den Marktmechanismus zu erzielen sein. Die Theorie der Verfügungsrechte weist die Zuständigkeit bei „unvollständigen Verträgen“ grundsätzlich den Anteilseignern als Kollektiv zu. Nach der *Principal-Agent*-Theorie ist bei der Analyse zwischen dem vertikalen (Aktionäre und Vorstand) und dem horizontalen (Großaktionär und außenstehende Aktionäre) Interessenkonflikt zu unterscheiden. Die unterschiedlichen Auswirkungen auf die einzelnen Gruppen verdeutlicht die Transaktionskostentheorie, wonach bei einem Börsenrückzug die Marktnutzungs- und Agenturkosten für die außenstehenden Aktionäre stark ansteigen.

Zusammenfassend findet beim Börsengang und Börsenrückzug ein „Wechsel des Corporate Governance-Systems“ statt. Alle börsennotierten Aktiengesellschaften zeichnen sich durch eine einheitliche Corporate Governance aus. Es besteht eine Wechselwirkung zwischen dem Gesellschafts- und dem Kapitalmarktrecht. Das Börsengesellschaftsrecht und die Kapitalmarktfunktionen des Sekundärmarktes haben unmittelbare Auswirkung auf die Steuerung und Kontrolle der unternehmensinternen Vorgänge. Die Unternehmenskontrolle einer börsennotierten Aktiengesellschaft erfolgt durch die Gesellschafter und den Markt. Gerade beim Börsenrückzug geht die umfassende externe Corporate Governance verloren, welche Bedingung der Investition einerseits und Voraussetzung der Finanzierungsfunktion über die Börse andererseits ist. Ebenso geht eine Vielzahl an Vorschriften verloren, die darauf abzielen, die Unternehmensführung und -leitung insgesamt zu verbessern. Beim Börsengang hingegen werden durch den Börsengang die internen Kontrollmechanismen durch externe verstärkt, was zu einer Attraktivitätssteigerung führt.

Teil II: Einordnung des Börsengangs und -rückzugs in das nationale System der aktienrechtlichen Corporate Governance

A. Das Gesamtsystem der aktienrechtlichen Corporate Governance

Aus dem ersten Teil hat sich ergeben, dass zur Einordnung des Börsengangs und des Börsenrückzugs die Simulierung der Verhandlungslösung durch den Gesetzgeber notwendig ist. Insoweit drängt sich das Gesamtsystem der aktienrechtlichen Corporate Governance als Orientierungsmaßstab auf. Gerade bei der „standardisierten Aktie“ spricht vieles für eine systematische Fortentwicklung des Aktienrechts. Nach der hier vertretenen Auffassung stellt der „Wechsel des Corporate Governance-Systems“ eine grundlegende Entscheidung in der Aktiengesellschaft dar, sodass als Vergleichsmaßstab nur rechtliche oder faktische Strukturmaßnahmen in Betracht kommen.

B. Nationaler Vergleich der Corporate Governance

Durch die Einzelbetrachtung des Börsengangs und insbesondere Börsenrückzugs mit verschiedenen Gesellschaftsmaßnahmen sollte die Vergleichbarkeit der Sach- und Interessenlage aufgezeigt werden. Aus der Gegenüberstellung wurde deutlich, dass sich bei allen Maßnahmen unter dem Aspekt der Corporate Governance eine gewisse Parallelität feststellen lässt. Teilweise geht der Börsenrückzug in seinen rechtlichen und faktischen Auswirkungen sogar über die Vergleichsmaßnahme hinaus.

Darauf aufbauend ließ sich durch Gesamtschau ein aktienrechtliches System der Corporate Governance aus den getroffenen Wertentscheidungen des Gesetzgebers abstrahieren. Dieses wurde für die Neueinordnung des Börsengangs und Börsenrückzugs nutzbar gemacht und im Wege der Deduktion übertragen: der Börsengang und Börsenrückzug erfordern jeweils einen qualifizierten Beschluss der Hauptversammlung. In beiden Fällen sollte ein Vorstandsbericht erstellt werden, um dem besonderen Informationsbedürfnis der Aktionäre zu genügen. Aufgrund der unterschiedlichen Sach- und Interessenlage bedarf es nur beim Börsenrückzug einer Abfindung zum Unternehmenswert. Beim Rechtsschutz führt diese Besonderheit dazu, dass neben dem allgemeinen Beschlussmängelrecht ein separates Spruchverfahren zur Überprüfung der Abfindung notwendig ist.

C. Abstimmungsbedarf mit dem Kapitalmarktrecht

Die Neueinordnung in das Aktienrecht hat auch mittelbare Auswirkungen auf das Kapitalmarktrecht. Um den in § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG genannten Anlegerschutz zu wahren, müssten nunmehr die aktienrechtlichen Voraussetzungen vor einem vollständigen Delisting erfüllt sein. Das kapitalmarktrechtliche Abfindungsangebot gem. § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG findet auf deutsche Aktiengesellschaften keine Anwendung. Nichtsdestotrotz kann der Gesetzgeber an dieser Vorschrift festhalten, um die Investition in ausländische Emittenten und damit den Finanzplatz insgesamt durch ein höheres Anlegerschutzniveau zu fördern. Die gesellschaftsrechtlichen und kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzvorschriften sollten beim partiellen Delisting im In- und Ausland nur Anwendung finden, wenn die Gesellschaft nicht mehr gem. § 3 Abs. 2 AktG börsennotiert ist. Es kommt diesbezüglich auf die Vergleichbarkeit des kapitalmarktrechtlichen Regelungsregimes sowie der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes insgesamt an. Erst dann kann von einem Wechsel des Corporate Governance-Systems die Rede sein. Abschließend sollte der Gesetzgeber beim Downlisting an der Differenzierung zwischen reguliertem Markt und (qualifiziertem) Freiverkehr festhalten, um die Attraktivität und das Finanzierungspotenzial des regulierten Marktes zu sichern.

Teil III: Konvergenz der Neueinordnung mit dem englischen und US-amerikanischen Recht

A. Vergleichende Corporate Governance

Im dritten Teil wurde die nationale Neueinordnung anhand eines Rechtsvergleiches kritisch hinterfragt. Die vergleichende Corporate Governance ist ein anerkanntes eigenes Teilgebiet des interdisziplinären Forschungsansatzes und soll durch außersystematische Argumente dabei helfen, die Fortentwicklung des nationalen Rechts im internationalen Kontext auf den Prüfstand zu stellen. Dabei war die ökonomische Bewertung und rechtliche Einordnung des Börsengangs und Börsenrückzugs in den Vergleichsrechtsordnungen, England und den USA, zu untersuchen und der Neueinordnung gegenüberzustellen.

B. Länderbericht England

Die englische Regelung zum vollständigen Delisting aus dem Premium Listing der LSE ist im Vergleich zur Historie des dortigen Kapitalmarktes relativ neu. Die Erhöhung des Anleger- und Minderheitenschutzes wurde mit der Einschränkung der Verkehrsfähigkeit, dem Verlust der Bewertungs- und Kontrollfunktion sowie der zahlreichen Informationspflichten begründet. Kern der kapitalmarktrechtlichen Regelung ist das zweistufige Abstimmungsverfahren, was zum einen aus der Zustimmung von drei Vierteln des anwesenden stimmberechtigten Kapitals auf einer Gesellschafterversammlung (*general meeting*) sowie zum anderen – nur bei Vorhandensein eines Kontrollaktionärs – aus einem bestätigenden Mehrheitsbeschluss der außenstehenden Aktionäre besteht.

C. Länderbericht USA

Mit der Abschaffung der strengen Rule 500 an der NYSE schienen die USA einen gegenteiligen Weg und eine Senkung des Anlegerschutzes eingeschlagen zu haben. Jedoch täuscht diese Annahme über die tatsächlichen Gegebenheiten beim vollständigen Börsenrückzug hinweg. In den USA führt erst das sogenannte „*Going Dark*“ zum Statusverlust als *reporting corporation* und damit auch zum Wegfall der umfassenden kapitalmarktrechtlichen Offenlegungspflichten. Um sich der schwellenwertbezogenen Anwendung des Kapitalmarktrechts zu entziehen, müssen gesellschaftsrechtliche „*Going Private*“-Transaktionen durchgeführt werden. Der Anlegerschutz folgt daher aus dem jeweiligen Gesellschaftsrecht und umfasst je nach Maßnahme zumindest eine Abfindung zum wahren Wert sowie gegebenenfalls ein qualifiziertes Mitspracherecht der Anteilseigner.

D. Systemvergleich

In beiden ausländischen Rechtsordnungen ist der Einfluss des Kapitalmarktrechts auf die Corporate Governance der jeweiligen Gesellschaftsform anerkannt. Die Steuerung der börsennotierten Gesellschaften erfolgt durch interne und externe Anreiz- und Kontrollmechanismen. Hieraus folgt auch, dass bei der Bewertung der Corporate Governance beim Börsenrückzug ebenfalls von einem Wechsel des Corporate Governance-Systems gesprochen werden kann. Bei der rechtlichen Einordnung wurde lediglich deutlich, dass es sich in beiden Vergleichsrechtsordnungen um wesentliche Entscheidungen handeln muss. Dies wirkt sich auch auf die Dichotomie im jeweiligen Kapitalgesellschaftsrecht aus, wonach der Börsengang und der Börsenrückzug zwar keinen formellen Rechtsformwechsel, jeweils aber einen Statuswechsel von der nichtbörsennotierten zur börsennotierten Gesellschaft *et vice versa* zur Folge haben.

Gesamtergebnis der Untersuchung

Sowohl der Börsengang als auch der Börsenrückzug führen zu einem „Wechsel des Corporate Governance-Systems“ in der Aktiengesellschaft und bedürfen weiterhin einer systemkonformen, gesellschaftsrechtlichen Normierung.