

nung nicht anerkannter Forderungsübergang schließt es aus, dass sich der Gläubiger weiter an den übertragenden Rechtsträger hält. Letztlich führt dies cum grano salis zu einer Haftungsenklave, denn obwohl der Rechtsübergang unwirksam ist bzw. nicht anerkannt wird (aus Sicht des anwendbaren ausländischen Rechts und bei Anwendung deutschen Kollisionsrechts auch aus Sicht des deutschen Rechts), können die Gläubiger auf den Gegenstand nicht zugreifen. In der Sache begründet dies eine Treuhand zu Gunsten des übernehmenden Rechtsträgers (obwohl auch diese Treuhand möglicherweise im ausländischen Recht nicht anerkannt würde). Die Sachgerechtigkeit dieser Regelung, die nur bedingt auf Art. 67 BRRD zurückzuführen ist, muss sich noch erweisen.

V. Fazit

1. Die Abwicklung nach dem SAG und der SRM-VO ist von überbordender Komplexität. Im Kern werden privatrechtliche, insolvenzrechtliche Gestaltungsinstrumente auf das Abwicklungsregime übertragen mit der Besonderheit, dass die Gläubiger weitgehend ihrer Mitsprachebefugnis enthoben sind und diese statt dessen auf die (insoweit aber allein öffentlichen Interessen folgenden) Behörde übergeleitet werden. Das Instrument des bail-in, das als Wunderwaffe angesehen wird, ist mit Recht in das Gesetz aufgenommen worden, weil kein Grund besteht, Gläubiger und Anteilseigner zu schützen. Insoweit sind haftungs- und insolvenzrechtliche Prinzipien partiell umgesetzt.
2. Gerade der Umstand, dass im Interesse der Systemstabilität Ausnahmen, ein weitreichendes Ermessen der Behörde und eine kaum geleitete Bewertungsfreiheit eingezogen werden, führt zu einer Reihe von Folgefragen. Die wissenschaftliche Diskussion hat sich bisher zu sehr mit den Grundsatzfragen beschäftigt. So berechtigt das ist, so darf darüber die Kärnerarbeit der Auslegung des SAG in seinen konkreten Ausprä-

gungen nicht vernachlässigt werden, selbst wenn die Praxis die Dinge im Ernstfall womöglich eher pragmatisch handhaben wird.

3. So sind die Abwicklungsvoraussetzungen nicht hinreichend mit den Eröffnungsgründen des Insolvenzrechts abgestimmt, was etwa mit Blick auf die Geschäftsleiterhaftung zu Unsicherheiten führen kann.

4. Bei der „creditor no worse-off“-Regel (§ 68 Abs. 1 Nr. 1, § 146 Abs. 3 Nr. 1, § 147 SAG) sind Bewertungsmaßstab und Bewertungszeitpunkt zu präzisieren.

5. Die Eingriffsbefugnisse in die Vertragsverhältnisse nach § 79 SAG gelten nur bei Übertragung auf einen übernehmenden Rechtsträger und sie sind inhaltlich zu begrenzen.

6. Der bail-in wirft eine Reihe von Detailfragen auf, insbesondere die Abstimmung mit den gesellschaftsrechtlichen Erfordernissen ist nicht vollständig geglückt.

7. Die Bestimmung der berücksichtigungsfähigen Verbindlichkeiten und ihrer Rangordnung im Rahmen der Haftungskaskade ist im Einzelfall unsicher, etwa bei Forderungen i. S. d. § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO.

8. Rechtsschutzfragen sind bisher nicht hinreichend untersucht. Die beginnende Diskussion fokussiert zu stark auf den verwaltungsrechtlichen Rechtsschutz; für Brisanz werden in der Praxis aber auch zivilrechtliche Klagen gegen die Bank und gegen Dritte (Vorstände, Vermittler, Anlageberater etc.) sorgen.

9. Das Institut der Unternehmensveräußerung kann im Zusammenspiel mit einem bail-in ein tauglicher Abwicklungsansatz sein, der freilich die Behörde teilweise im Investoreninteresse tätig werden lässt.

10. Bei den Rechtsfolgen der Unternehmensübertragung nach §§ 113 ff. SAG ergeben sich Unklarheiten, insbesondere mit Blick auf die in § 117 SAG genannten Auslandsgegenstände.

Alexander Morell^{*)}

Gefahr erkannt, Gefahr gebannt? Ist eine Abfindung beim regulären Delisting aus Effizienz­sicht überhaupt geboten?

Der Aufsatz untersucht, ob die nun eingeführte Pflicht zum Abfindungsangebot als Voraussetzung des Börsenrückzugs unter Effizienzgesichtspunkten empfehlenswert erscheint. Im Ergebnis ist das zu bejahen. Nach abstrakten Überlegungen löst die neue Regelung einen Konflikt

zwischen Hauptaktionär und Minderheitsaktionären: Die Vor- und Nachteile des Börsenrückzugs treffen die beiden Aktionärstypen unterschiedlich. Die Parteien können den Konflikt aufgrund von Informationsasymmetrien, Koordinationsproblemen und weiteren, auch durch das Recht erzeugten Kosten nicht durch Verhandlungen lösen. Die seit dem Frosta-Beschluss erstellten empirischen Studien sind für die Feststellung eines Regelungsbedarfs nur von eingeschränktem Nutzen. Sie beruhen auf einer verzerrten Stichprobe, schauen allein auf den Aktienkurs, der die Vorteile des Hauptaktionärs nicht sicher abbildet, und können nicht ausschließen, dass der Kurs nur durch negative Information über das Unternehmen bewegt wird, die beim Delisting an den Markt gerät. Das Instrument der Abfindung gewährleistet die Lösung des Konflikts im Vergleich zu einem Hauptversammlungsbeschluss oder einer Entschädigungslösung wirksam

^{*)} Dr. iur., Dr. rer. pol., Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern, Bonn

Für hilfreiche Kommentare zu einer früheren Version dieses Artikels danke ich Kevin Dünisch, Dr. Jasmin Gider, Dr. Rafael Harnos, Dr. Daniel Lochner, Dr. habil. Matthias Maetschke, Christina Morell, Dr. Eva Schliephake und zwei anonymen Gutachtern. Für anregende Gespräche zum Thema danke ich Prof. Dr. Tobias Berg und Dr. Paul Schempp. Etwasige Fehler in diesem Artikel bleiben selbstverständlich meine eigenen.

und Transaktionskosten sparend. Für die Überprüfung des Gesetzes in zwei Jahren könnte man untersuchen, ob eine Trennung des Publizitätsregimes vom Handelsplatz sinnvoll ist und ob Unternehmen ohne Ankeraktionär von der Pflicht zum Angebot einer Abfindung ausgenommen werden könnten.

Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Bestand überhaupt ein Regelungsbedarf? – Abstrakte Überlegungen
 1. Konflikt zwischen Hauptaktionär und Minderheitsaktionären
 - 1.1 Kosteneinsparungen und Erhöhung künftiger Zahlungsströme
 - 1.2 Information des Marktes
 - 1.3 Verteuerung von Information
 - 1.4 Private Vorteile des Hauptaktionärs aus der Kontrolle der Gesellschaft
 - 1.5 Verringerung der Liquidität
 - 1.6 Zwischenergebnis
 2. Möglichkeiten der Selbstregulierung in einer Welt ohne Transaktionskosten: Der Börsenrückzug im Lichte des Coase-Theorems.
 3. Versagen der Selbstregulierung bei Informationsasymmetrie und Kollektivhandlungsproblemen
 - 3.1 Asymmetrische Information vor Delisting
 - 3.2 Kollektivhandlungsprobleme
 - 3.3 Kosten der Festlegung ex-ante
 - 3.4 Zwischenergebnis
 4. Zwischenergebnis
- III. Stützen empirische Befunde das Vorliegen eines Regelungsbedarfs?
 1. Was ist die empirische Frage?
 2. Wer ging nach Frosta von der Börse?
 3. Die Studien nach Frosta
 - 3.1 Doumet et al.
 - 3.2 Karami & Schuster
 - 3.3 Aders et al.
 4. Zwischenergebnis
- IV. Welches Mittel löst das Regulierungsproblem?
 1. Abfindungsangebot oder Entschädigung
 - 1.1 Abfindungsangebot
 - 1.2 Entschädigung
 2. Hauptversammlungsbeschluss
 3. Diskussion und Zwischenergebnis
 - 3.1 Entkopplung des Transparenzregimes vom Handelsplatz?
 - 3.2 Ausnahme für Unternehmen in Streubesitz?

V. Ergebnis

I. Einleitung

Wenn ein Unternehmen entscheidet, sich von der öffentlich-rechtlich organisierten Börse zurückzuziehen, hat das erhebliche Konsequenzen für die Aktionäre. Publizitätspflichten werden reduziert¹⁾ und ein besonders intensiv regulierter und gut überwachter Handelsplatz für die Aktien wird durch einen

weniger regulierten ersetzt oder geht ganz verloren. Der freiwillige formwahrende Rückzug eines Unternehmens vom regulierten Markt, auch „reguläres Delisting“ oder nur „Delisting“ genannt, unterlag in Deutschland innerhalb von nur 18 Jahren fünf unterschiedlichen Regelungsregimen. Das häufige Nachbessern mag Zeichen der „Konzeptionslosigkeit“²⁾ vergangener Regulierungen gewesen sein. Seit der Gesetzgeber die Voraussetzungen des regulären Delistings nun in § 39 BörsG selbst geregelt hat, besteht die Hoffnung, dass endlich eine Lösung gefunden ist, die Bestand haben kann.

Das setzt allerdings voraus, dass ein Regelungsbedarf überhaupt bestand (dazu II in abstrakter und III in empirischer Betrachtung) und er von der nun verabschiedeten Regel zumindest im Grundsatz erfüllt wird (dazu IV). Ob beide Bedingungen erfüllt sind, soll der vorliegende Artikel klären.

Bislang ist der Regelungsbedarf in Sachen Delisting und die voraussichtliche Wirksamkeit der Änderungen von § 39 BörsG nur vereinzelt vertieft und unter dem unscharfen Gesichtspunkt der „Schutzwürdigkeit“ der Anleger untersucht worden.³⁾ Zum Teil wurde ein Bedarf für einen über § 39 BörsG a. F. hinausgehenden Schutz der Minderheitsaktionäre nachdrücklich verneint.⁴⁾

Statt sich auf die Schutzwürdigkeit einer Seite in einem bestehenden Konflikt zu konzentrieren, sollte man sich aber vielleicht gerade bei der Lösung eines Problems de lege ferenda fragen, ob es eine Lösung des Konflikts gibt, der alle Betroffenen zustimmen könnten. Dass eine allseitige Zustimmung nicht (mehr) erreicht werden kann, wenn der Konflikt einmal konkret geworden ist, kann kaum überraschen. Vorstellbar bleibt aber eine Einigung vor Entstehung des Konflikts: Eine Einigung auf eine Regel nach der der Konflikt, sollte er auftreten, gelöst wird.

Auf Aktienmärkten würden alle Aktionäre ex-ante solchen Regeln zustimmen, die die Summe aller Vorteile für Aktionäre maximierten (Wohlfahrtsmaximierung).⁵⁾ Im Grundsatz gilt: Diversifizierte investierende Aktionäre interessieren sich für die Vorteile, die Aktien im Durchschnitt vermitteln. Die Verteilung dieser Vorteile unter verschiedenen Aktionären ist zweitrangig, weil jeder Aktionär immer mit einigen Anlagen auf der Seite der Gewinner und mit einigen auf der Seite der Verlierer steht.

1) Nach Delisting gelten vor allem die Ad-hoc-Publizität (§ 15 WpHG) und die Pflicht zur Mitteilung der Überschreitung bestimmter Beteiligungsschwellen (§§ 21 ff. WpHG) nicht mehr. Beachte aber auch den Wegfall der Berichte zu Director Dealings (§ 15a WpHG), der Quartalfinanzberichtspflicht (§§ 37x, 37y WpHG), der besonderen Berichtspflichten für „kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaften“ i. S. v. § 264d HGB, etwa § 264 Abs. 1 Satz 2, § 286 Abs. 3 Satz 2, § 293 Abs. 5, § 313 Abs. 3 Satz 3, § 315 Abs. 2 Nr. 5, § 319 Abs. 1 HGB und der Berichtspflicht nach IFRS aus § 315 Abs. 1 und 2 HGB. Bayer (2015c), S. 187 und Übersicht bei Karami & Schuster (2015), S. 9 f.

2) So Mülbart (2001), S. 120.

3) Für eine Schutzwürdigkeit: Bayer (2015c), S. 199; Bayer (2015a), S. 856 ff. Ferner, noch unter dem Vorbehalt einer empirischen Bestätigung eines Anlegerinteresses: Brellocks (2014), S. 644 und Buckel, Glindemann & Vogel (2015), S. 374 f.

4) Besonders deutlich: Arnold & Rothenburg (2014), S. 154, „Die Kleinaktionäre sind bei einem Delisting nicht schutzwürdig. [...] Einen Vermögensverlust erleide[n] sie durch das Delisting nicht.“ Ferner Roßkopf (2014), S. 500 f.; von der Linden (2015), S. 177; Wieneke (2014), S. 24. Aus der Wissenschaft Auer (2015), S. 78, beachte aber einschränkend dort Fußn. 80 und schon vor Frosta Thomale (2013), S. 723.

5) Die Ausführungen in diesem und dem nächsten Absatz stützen sich auf Easterbrook & Fischel (1991), S. 711 ff.; Fischel (1983), S. 876.

Im Hinblick auf Kontrollvorteile von Hauptaktionären verdient der Grundsatz eine Überprüfung. Es mag für Kleinaktionäre geradezu ausgeschlossen erscheinen, je an Kontrollvorteilen von Hauptaktionären teilzuhaben, so dass sie die Unternehmenskontrolle betreffend nie auf der Seite der Gewinner stünden. Zunächst stimmt aber die Prämisse nicht immer: Wenn ein Hauptaktionär selbst eine Publikumsgesellschaft ist, können Kleinaktionäre ohne weiteres als Aktionäre des Hauptaktionärs an Kontrollvorteilen partizipieren.⁶⁾ Selbst, wenn die Prämisse stimmt, etwa wenn Hauptaktionäre natürliche Personen sind, bleibt der Grundsatz gültig: Die Kleinaktionäre würden nicht darauf dringen, dem Hauptaktionär Kontrollvorteile zu nehmen, an denen er mehr verdient als die Aktionäre verlieren. Müsste der Hauptaktionär auf die Vorteile verzichten, wäre er unter Umständen nicht bereit, die Gesellschaft an die Börse zu bringen. Kleinaktionäre könnten dann gar nicht an den Gewinnen der Gesellschaft partizipieren. Andererseits will auch der Hauptaktionär keine Kontrollvorteile behalten, die kleiner sind, als die Nachteile, die sie bei den Minderheitsaktionären verursachen. Für ihre Nachteile durch des Hauptaktionärs Kontrollvorteile werden die Minderheitsaktionäre beim Kauf der Aktie einen Preisabschlag in Höhe der erwarteten Nachteile verlangen. Sie zahlen weniger, weil sie weniger bekommen. Das erschwert dem Hauptaktionär die Finanzierung „seines“ Unternehmens.⁷⁾ Wenn die Nachteile der Minderheitsaktionäre größer sind als die Vorteile des Hauptaktionärs, wäre diesem der Ausgleich durch den Preisabschlag zu teuer.⁸⁾

Im Ergebnis bleibt es also auch Kontrollvorteile betreffend bei dem Grundsatz: Aktionäre wären ex-ante darüber einig, dass eine gute Regel die durchschnittlichen Vorteile von Aktien erhöhen würde. Insofern setzt „Schutzwürdigkeit“ voraus, dass der Schutz des Betreffenden aus der ex-ante-Perspektive die Wohlfahrt erhöht. In diesem Sinn wird „Anlegerschutz“ und „Schutzwürdigkeit“ im Folgenden verwandt.

Im Verlauf der folgenden Untersuchung wird das Zusammenfallen von Pareto-Effizienz und Wohlfahrtsmaximierung⁹⁾ im hier abgesteckten gedanklichen Rahmen als Rechtfertigung verstanden, Wohlfahrt erhöhende Börsenrückzüge „effiziente Delistings“ zu nennen und Wohlfahrt verringemde „ineffiziente Delistings“.

Zur Einführung sei hier kurz die Entwicklung der Rechtslage in Erinnerung gerufen. Vor 1998 war umstritten, ob ein Delisting unter deutschem Börsenrecht überhaupt möglich war.¹⁰⁾ Die Rechtsunsicherheit machte das Delisting in der Praxis offenbar ausgesprochen schwierig.¹¹⁾ Mit dem dritten Finanzmarktförderungsgesetz ließ der Gesetzgeber das Delisting ausdrücklich zu und die Börsenordnungen schrieben Voraussetzungen des Börsenrückzugs fest.¹²⁾ Ob das Gesetz darüber hinaus weitere Anforderungen an den Börsenrückzug stellte, blieb zunächst umstritten,¹³⁾ bis der BGH 2002 in der Macrotron-Entscheidung für ein Delisting – über die Anforderungen der Börsenordnungen hinaus – einen Hauptversammlungsbeschluss und ein Abfindungsangebot an die Minderheitsaktionäre verlangte.¹⁴⁾ Diese Rechtsprechung hat der BGH 2013 in seinem Frosta-Beschluss¹⁵⁾ ausdrücklich aufgegeben.¹⁶⁾ Nach dem Frosta-Beschluss verlangte ein Delisting aus gesellschaftsrechtlicher

Sicht allein einen Vorstandsbeschluss. Die Börsenordnungen sahen als Voraussetzung in der Regel bloß das Verstreichen einer sechsmonatigen Frist nach Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung vor.¹⁷⁾ Im Jahr 2015 schritt der Gesetzgeber ein. Seitdem setzt ein reguläres Delisting voraus, dass mit dem Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung „ein Angebot zum Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des Antrags sind, nach den Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes veröffentlicht wurde“ (§ 39 Abs. 2 Nr. 1 BörsG n. F.; für diese Regel künftig: „Abfindungsangebot“). Nicht ins Werk gesetzt hat der Gesetzgeber dagegen eine Zahlungspflicht zur Kompensation nur des durch den Börsenrückzugs erlittenen Verlusts (diese künftig: „Entschädigungszahlung“). Die Höhe des Abfindungsangebots bemisst sich im Grundsatz nach dem gewichteten Börsenkurs der letzten sechs Monate vor der Rückzugsentscheidung (§ 39 Abs. 2 Satz 1, Abs. 3 Satz 2 BörsG). Der Gesetzgeber verfolgte mit der Reform das Ziel, die Anleger durch das Recht auf ein Abfindungsangebot besser zu schützen.¹⁸⁾ Zugleich sollten Börsenrückzüge aber prinzipiell möglich bleiben und daher nicht zu teuer werden.¹⁹⁾

6) Vgl. etwa Strabag SE, an der Börse Stuttgart gelistet, immerhin 13 % in Streubesitz, [http://www.strabag.com/databases/internet/_public/content.nsf/web/DE-STRABAG.COM-aktionaersstruktur.html#!prettyPhoto\[pp_gal\]/0/](http://www.strabag.com/databases/internet/_public/content.nsf/web/DE-STRABAG.COM-aktionaersstruktur.html#!prettyPhoto[pp_gal]/0/), Hauptaktionärin von Strabag AG. Ferner Deutsche Annington Immobilien SE, heute Vonovia SE, im Xetra gelistet, Hauptaktionärin von GAGFAH; oder Dahlbusch AG, an der Börse Stuttgart gelistet, Hauptaktionärin von Pilkington Deutschland AG (zu allen dreien vgl. www.boersenzeitung.de); (alle Links zuletzt abgerufen am 29. 3. 2016.)

7) Den Trade-off erkennt auch *Bayer* (2015b), S. 1172.

8) Abstrahiert wird hier von der Informationsasymmetrie bei Investition: Tatsächlich wissen die Investoren nicht, welche Gesellschaft delisten wird. Das daraus folgende „Lemonsproblem“ (vgl. dazu auch unten 3.1) könnte realistisch wohl nur gelöst werden, indem die Investoren bei Delisting vollständig schadlos gestellt würden. So würden die Argumente für eine Abfindungslösung im Vergleich zu den in diesem Aufsatz vorgetragenen noch stärker.

9) Eine Regelung die dem Wohlfahrtsmaß-Maßstab entspricht, ist auch paretoeffizient, wenn nur geldwerte, transferierbare Vor- und Nachteile betrachtet werden. Ein Zustand ist paretoeffizient, wenn niemand besser gestellt werden kann, ohne dass ein anderer schlechter gestellt wird (vgl. z. B. *Toufgh & Petersen* (2010), S. 31 ff.). In der folgenden Untersuchung wird angenommen, dass die Aktionärsseigenschaft im Wesentlichen geldwerte Vor- und Nachteile vermittelt und dass diese Vor- und Nachteile durch Zahlungen zwischen den Aktionären übertragbar sind. Die Menge aller Wohlfahrt maximierender Zustände beschreibt also auch die Zustände, in denen niemand besser gestellt werden kann, ohne dass jemand anders schlechter gestellt würde.

10) Vgl. *Müllbert* (2001), S. 106.

11) Angesichts einer fehlenden gesetzlichen Regelung schienen die deutschen Börsenordnungen die Möglichkeit eines Delistings nicht vorzusehen, vgl. *Bungert* (2000), S. 2634.

12) *Hellwig* (1999), S. 798 ff.; *Steck* (1998), S. 460 ff.

13) *Bayer* (2015a), S. 854. Die Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse sah z. B. vor, das Delisting in der Regel zuzulassen, wenn entweder die Aktie weiterhin an einem anderen organisierten Markt (i. S. v. § 2 Abs. 5 WpHG a. F.) gehandelt wurde oder ein Kaufangebot unterbreitet wurde, das zum höchsten Börsenpreis der letzten sechs Monate in angemessenem Verhältnis stand. Ferner bestimmte die Börsenordnung Mindestfristen zwischen Widerruf und Wirksamkeit des Delistings, *Bungert* (2000), S. 2633; *Müllbert* (2001), S. 110.

14) BGH Urt. v. 25. 11. 2002 – II ZR 133/01, ZBB 2003, 202 (LS; m. Bespr. *Klöhn*, S. 208) = ZIP 2003, 387 (m. Anm. *Streit*, S. 392) = NJW 2003, 1032.

15) BGH ZIP 2013, 2254 (m. Bespr. *Schockenhoff*, S. 2429) = NJW 2014, 146, dazu EWIR 2014, 3 (*Bungert/Wettich*).

16) Vgl. *Auer* (2015), S. 73 ff.

17) In der Regel betrug die Frist sechs Monate. Sie konnte verkürzt werden durch Abfindungsangebote an die Aktionäre. Keine Frist war in der Regel einzuhalten, wenn die Aktie weiterhin an einer anderen inländischen Börse gehandelt wurde, *Hasselbach & Pröhl* (2015), S. 211

18) *Fechner*, (Deutscher Bundestag 2015c), S. 12384, für die SPD; *Middelberg*, (Deutscher Bundestag 2015c), S. 12379, für die CDU/CSU.

19) Bspw. *Middelberg*, Bundestag (Deutscher Bundestag 2015c), S. 12379.

II. Bestand überhaupt ein Regelungsbedarf? – Abstrakte Überlegungen

Im Ausgangspunkt ist zu klären, welchen Konflikt die gesuchte Regel genau lösen soll (II 1) und warum die Konfliktparteien ihn nicht selbst durch Verhandlungen zum allseitigen Vorteil lösen können (II 2 und 3).

1. Konflikt zwischen Hauptaktionär und Minderheitsaktionären

Im vorliegenden Aufsatz wird behauptet, der Konflikt um den Börsenrückzug sei ein Konflikt zwischen dem Hauptaktionär und den Minderheitsaktionären einer Gesellschaft. In Europa weisen Unternehmen, anders als in den USA oder in UK, meist einen Ankeraktionär auf.²⁰ Das Management von Unternehmen mit einem großen Aktionär ist typischerweise von diesem über den von ihm dominierten Aufsichtsrat gut überwacht.²¹ Die entscheidenden Konflikte in der Gesellschaft spielen daher nicht zwischen Aktionären und Management sondern zwischen Minderheitsaktionären und Ankeraktionär.²² Das gilt zumal für Konflikte beim Delisting. Die Börsenrückzüge nach Frosta wurden in ganz überwiegender Zahl von Unternehmen durchgeführt, die einen beherrschenden Aktionär aufwiesen.²³ Vor allem aber unterschieden sich die delistenden Unternehmen in der Aktionärsstruktur von der Grundgesamtheit gelisteter Unternehmen in Deutschland: Die Unternehmen, die sich von der Börse zurückzogen, befanden sich im Durchschnitt zu einem geringeren Anteil in Streubesitz.²⁴ Das wird hier als Rechtfertigung verstanden, sich auf den Konflikt zwischen Hauptaktionär und Minderheitsaktionären zu konzentrieren.²⁵

Zu klären ist aber, was genau der beherrschende Aktionär „den Anlegern“ antun kann. Dafür ist nachzuzeichnen, was ein Börsenrückzug am Aktienmarkt für Auswirkungen hat. Im Ausgangspunkt kann man sich dafür den *regulierten* Markt als annähernd perfekt vorstellen. Alle öffentlich verfügbare Informationen werden hier sofort eingepreist.²⁶ Alle noch so kleinen Arbitragemöglichkeiten werden sofort genutzt, so dass die Märkte im Wesentlichen arbitragefrei sind.²⁷ Der Markt ist im Grundsatz perfekt liquide: Er kann auch große Aktienpakete schnell aufnehmen, ohne dass das den Preis erheblich bewegt.²⁸

Rechtlich bewirkt der Börsenrückzug zweierlei: Er verändert das Publizitätsregime, dem die Gesellschaft unterliegt und erschließt das Papier von der öffentlich-rechtlich regulierten Börse aus. Wirtschaftlich zeitigt der Börsenrückzug damit fünf Folgen: Erstens kann er Regulierungskosten sparen und so die künftig zu erwartenden Zahlungsströme erhöhen – soweit der Nutzen der Regulierung für die Gesellschaft diese Kosten nicht mehr rechtfertigte. Zweitens gibt die Delistingankündigung möglicherweise Information über den Zustand des Unternehmens an den Markt. Drittens wird die Informationsbeschaffung für Aktionäre teurer. Viertens kann der Börsenrückzug ein Anwachsen des Anteils an den künftigen Zahlungsströmen bewirken, die der kontrollierende Hauptaktionär sich zu Lasten der übrigen Aktionäre aneignen kann – etwa durch vergünstigte Käufe bei der Gesellschaft o. ä. Und fünftens führt der Rückzug von der Börse zu einer (weiteren) Ver-

ringerung der Liquidität der Aktie. Zu beachten ist, dass mindestens drei der fünf Wirkungen den Hauptaktionär und die Minderheitsaktionäre unterschiedlich treffen.

1.1 Kosteneinsparungen und Erhöhung künftiger Zahlungsströme

Das Delisting kann zum Vorteil aller Aktionäre geplant und durchgeführt werden. Wenn es Kosten spart, die nicht mehr durch entsprechende Vorteile gerechtfertigt sind, erhöht der Börsenrückzug den Wert des Unternehmens.

Ein Delisting wird also wahrscheinlicher, wenn die durch den Börsengang erhofften Vorteile an Bedeutung verlieren. Das kann eintreten, wenn das Unternehmen nicht mehr wächst oder aus anderen Gründen kein Bedarf mehr besteht, in Zukunft neues Kapital aufzunehmen,²⁹ wenn der Aktienmarkt die erhoffte Liquidität der Aktie nicht mehr im gewünschten Maß erzeugt oder wenn das unternehmensspezifische Risiko geringer wird, so dass die Risikoteilung mit diversifizierten Investoren weniger wichtig wird.³⁰

Die Kosten der Börsennotierung gehen über die direkten laufenden jährlichen Kosten, die 2004 für Deutschland für delistende Unternehmen auf durchschnittlich 234.150 € geschätzt wurden, hinaus.³¹ Die am regulierten Markt verlangte Publizität – genannt wird vor allem der Konzernabschluss nach IFRS – erzeugt Kosten.³² Auch das gehobene Management der meisten delistenden Unternehmen beschäftigte sich vor 2004 offenbar 10 – 25 % seiner Arbeitszeit mit durch den Börsenrückzug vermeidbaren Tätigkeiten.³³ Ferner scheinen Unternehmen grundlegende Restrukturierungen und eine langfristig orientierte Unternehmensführung abseits der Börsenöffentlichkeit

20) *Djama, Martinez & Serve* (2012), S. 5, 15 f.

21) *Burkart, Gromb & Panunzi* (1997), 694; *Djama, Martinez & Serve* (2012), S. 5 f.

22) *Djama, Martinez & Serve* (2012), 5.

23) *Doumet, Limbach & Theissen* (2015), S. 2, 18, finden, dass die Gesellschaften, die nach dem Frosta-Beschluss von der Börse gingen, typischerweise „einen herrschenden Großaktionär“ aufwiesen: Von 24 betrachteten Gesellschaften wiesen 16 einen Aktionär mit einem Stimmrechtsanteil von über 75 % auf und zwei weitere einen Aktionär mit einem Stimmrechtsanteil über 50 %. Von den jeweiligen Hauptaktionären der übrigen sechs Gesellschaften halten nach Auskunft der Autoren zwei über 39 % (beide „nur“ Downlistings), zwei weitere über 25 % und die zwei Letzten über 15 %. Vgl. auch *Bayer* (2015c), S. 166, für Darstellung z. T. älterer Fälle auch S. 171 ff.

24) *Doumet, Limbach & Theissen* (2015), S. 18, Tabelle 1, Panel A. *Karami & Schuster* (2015), S. 32 f. Vgl. auch genereller *Djama, Martinez & Serve* (2012), S. 7. 25) Darauf, dass prinzipiell auch das Management die Befreiung von Publizitätspflichten nutzen kann, um sein Versagen zu kaschieren, weisen z. B. *Leuz, Triantis & Wang* (2008), S. 182 hin.

26) *Fama* (1965), S. 56; *Klöhn* (2006), S. 59 ff.; *Malkiel* (2003), S. 59 ff. Dass Kurse an deutschen Aktienmärkten nicht anhand vergangener Kurse vorhergesagt werden können, weil öffentliche Informationen sofort eingepreist werden und Informationen zufällig auftreten, dokumentieren *Borges* (2010) und *Worthington & Higgs* (2004).

27) *Spremann & Gantenbein* (2014), Abschnitt 2.3.1.

28) *Klöhn* (2006), S. 68 ff.; *Spremann & Gantenbein* (2014), Abschnitt 2.1.

29) *Djama, Martinez & Serve* (2012), S. 6, 7 f.; *Leuz, Triantis & Wang* (2008), S. 185, 192.

30) *Djama, Martinez & Serve* (2012), S. 4.

31) *Eisele & Walter* (2006), S. 822.

32) *Pasch, Schmeling & Starke* (2015), Abschnitte II.2.b), III.4.; vgl. auch *Djama, Martinez & Serve* (2012), S. 4 m. w. N.

33) *Eisele & Walter* (2006), S. 822, die Studie trennt allerdings nicht zwischen bloßen Börsenrückzügen und Transaktionen die das Unternehmen in einen geschlossenen Gesellschafterkreis überführt. Die Zahl zu den Opportunitätskosten des Managements dürfte daher eher zu hoch liegen. Vgl. auch *Pasch, Schmeling & Starke* (2015), Abschnitte II.2.c) und II.3.a)

eher realisieren zu können.³⁴⁾ Zum Teil wird offenbar auch für schädlich gehalten, dass die Konkurrenz über die Börsenöffentlichkeit Informationen erhält, die sie im Wettbewerb gegen das Unternehmen nutzen kann.³⁵⁾ Im Zusammenhang mit weiteren Strukturmaßnahmen kann der Börsenrückzug durch das Herausdrängen von Minderheitsaktionären gegen Abfindung die *Agency-Kosten*³⁶⁾ der Unternehmensführung reduzieren³⁷⁾ und, z. B. durch die Erhöhung des Fremdkapitalanteils, auch steuerliche Vorteile generieren.³⁸⁾ Wenn das Unternehmen besonders dringend liquide Mittel benötigt oder gar nahe der Insolvenz steht, wiegen die Listingkosten oft besonders schwer.³⁹⁾ In Fällen, in denen die Kosten des Listings seine Vorteile überwiegen, wirkt der Börsenrückzug kurserhöhend. Er erhöht die Zahlungsströme und diese sind an funktionierenden Kapitalmärkten der Faktor, der den Preis einer Aktie wesentlich beeinflusst. Das betrifft alle Aktionäre gleich.⁴⁰⁾

1.2 Information des Marktes

Selbst wenn die Kosteneinsparung das einzige Motiv des Börsenrückzugs ist und sich durch sie die künftigen Zahlungsströme erhöhen, kann der Kurs der Aktie dennoch fallen: Die Ankündigung des Börsenrückzugs enthält eine Information über das Unternehmen, die möglicherweise vorher nicht eingepreist war.⁴¹⁾ Wie oben geschildert, lohnt sich die Einsparung der Listingkosten vor allem, wenn künftig Wachstum unwahrscheinlich ist oder gar eine Insolvenz befürchtet werden muss.⁴²⁾ Das sind keine Nachrichten, die kurserhöhend wirken. Wenn diese Information durch die Rückzugsankündigung bekannt und eingepreist wird, fällt der Kurs, selbst wenn die Maßnahme den Wert des Unternehmens erhöht. Dieser Effekt betrifft alle Aktionäre gleich.

1.3 Verteuerung von Information

Der Wegfall der Publizitätspflichten ist ein zweiter Aspekt des Börsenrückzugs, der die Information über das Unternehmen betrifft. Publizitätspflichten an organisierten Märkten dienen der Verringerung von Informationsasymmetrien und damit mittelbar der „Erhöhung des Kapitalangebots“.⁴³⁾ Informationsasymmetrien wirken sich negativ auf das Funktionieren des Marktes aus. Wenn Investoren fürchten müssen, am Markt von besser informierten Anlegern übervorteilt zu werden, werden sie dem Markt fernbleiben oder sie verringern ihre Zahlungsbereitschaft für die Aktie.⁴⁴⁾ Die durch Informationsasymmetrien verursachte adverse Selektion gilt einigen Autoren entsprechend als ein wichtiger Grund für die Illiquidität von Märkten.⁴⁵⁾ Eine Erhöhung der Informationsasymmetrien durch den Wegfall von Publizitätspflichten wirkt sich daher auch auf den Kurs aus: So *Lenz* und Co-Autoren, dass der Rückzug aus der Publizitätsregulierung der SEC eine kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite von $-7,5\%$ bewirkte.⁴⁶⁾

Der Kurseffekt, so mag man denken, betrifft alle Aktionäre gleich. Tatsächlich betrifft die Erhöhung der Informationsasymmetrien aber die Minderheitsaktionäre und den Hauptaktionär sehr unterschiedlich. Für die Minderheitsaktionäre steigen die Kosten der Informationssuche drastisch an.⁴⁷⁾ Sie

werden sich daher künftig weniger gut informieren. Der Hauptaktionär wird, wegen seiner faktischen Nähe zum Management, auch nach Wegfall der Publizitätspflichten in der Lage sein, sich zu günstigen Kosten gut über das Unternehmen zu informieren. Wer am Aktienmarkt Informationen hat, die noch nicht eingepreist sind, kann sie zu Geld machen. Insofern wirkt der Wegfall der Publizitätspflichten sich für den Hauptaktionär vorteilhafter aus als für die Minderheitsaktionäre.

1.4 Private Vorteile des Hauptaktionärs aus der Kontrolle der Gesellschaft

Im Jahr 2007 beschloss die Hauptversammlung der Altana AG den Erlös einer Veräußerung ihrer Pharmasperte in Form einer Sonderdividende an die Aktionäre auszuschütten.⁴⁸⁾ Die Aktionäre mussten die Sonderdividende hoch versteuern. Allein die Hauptaktionärin Susanne Klatten, die über 50 % der Stimmrechte hielt, hatte zuvor ihre Aktien einer GmbH übertragen, an der sie alle Anteile hielt, und entging so der Steuerpflicht weitgehend. Für die Minderheitsaktionäre wäre eine Verwendung des Erlöses für einen Aktienrückkauf und eine Kapitalherabsetzung günstiger gewesen als die auf die Hauptaktionärin zugeschnittene Lösung.⁴⁹⁾ Dieses Beispiel mag illustrieren: Das Halten eines großen Aktienpakets verleiht trotz des Grundsatzes der Gleichbehandlung aller Aktionäre typischerweise geldwerte Vorteile. Ein Aktionär, der einen beherrschenden Stimmrechtsanteil hält, kann einen größeren Teil der

34) *Eisele & Walter* (2006), S. 821, 828; *Pasch, Schmeling & Starke* (2015), Abschnitt II.3.c), III.1. *Fang, Tian & Tice* (2014) finden, dass sich eine Erhöhung der Liquidität der Aktie negativ auf künftige Innovationen des Unternehmens auswirkt.

35) *Eisele & Walter* (2006), S. 821; *Pasch, Schmeling & Starke* (2015), Abschnitt II.3.b), III.4. bemerken aber, dass dieses Motiv jedenfalls von den Unternehmen selbst fast nie als Grund angegeben wird.

36) Gemeint sind hier Kosten der Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Aktionären und Management. Diese können dadurch verringert werden, dass ein großer Aktionär einen größeren Anreiz hat, das Management zu überwachen als viele kleine. Denn ein großer Aktionär partizipiert zu einem größeren Teil an den Vorteilen, die seine Überwachung generiert.

37) *Djama, Martinez & Serve* (2012), S. 5, 15 jew. m. w. N.; *Easterbrook & Fischel* (1991), S. 706; *Eisele & Walter* (2006), S. 818 ff.

38) *Djama, Martinez & Serve* (2012), S. 7, 8; *Eisele & Walter* (2006), S. 825.

39) *Lenz, Triantis & Wang* (2008), S. 192; *Pasch, Schmeling & Starke* (2015), vor Fußn. 21.

40) Ebenso *Aders, Muxfeld & Lill* (2015), S. 391, die auf mögliche Abweichungen von diesem Grundsatz durch Gewinnabführungsverträge hinweisen. Beachte ferner sogleich Punkt II 1.4: Kontrollvorteile. Wenn die Kontrollvorteile sehr groß sind, kann es sein, dass Insider, insbesondere ein kontrollierender Hauptaktionär, an dieser Erhöhung der Zahlungsströme überproportional verdienen.

41) *Lenz, Triantis & Yue Wang* (2008), S. 182 f., 185; *Macey, O'Hara & Pomplio* (2008), S. 701.

42) *Pasch, Schmeling & Starke* (2015), Abschnitt II.a. finden, dass Unternehmen die downlisten oft schlechtere Geschäftsergebnisse erzielt haben als die Vergleichsgruppe.

43) *Wilbelmi* (2014), S. 694 (dort das Zitat), 697, 699, 702.

44) *Stoll* (2003), S. 559, 566.

45) *Easley & O'Hara* (2003), S. 1039. Zu anderen Determinanten von Liquidität sogleich.

46) *Lenz, Triantis & Wang* (2008), S. 198 f., 204.

47) *Bayer* (2015c), S. 200: „Ohne diese privilegierte Information [...] wird ein außenstehender Aktionär kaum in der Lage sein, den Wert seiner Anteile zeitpunktbezogen realistisch zu bemessen.“

48) Die folgende Schilderung basiert auf dem Tatbestand des Urteils des LG Frankfurt/M., das über die Anfechtung der entsprechenden Hauptversammlungsbeschlüsse erging, LG Frankfurt/M. BeckRS 2008, 02668.

49) Die Minderheitsaktionäre fochten den Verwendungsbeschluss an, weil hier ein auf den Hauptaktionär maßgeschneidertes Vorgehen zum Nachteil der Minderheitsaktionäre verfolgt worden sei. Das LG Frankfurt/M. wies die Klagen ab, LG Frankfurt/M. BeckRS 2008, 02668.

Zahlungsströme zu sich leiten als Aktionäre, die nur kleine Pakete halten.⁵⁰⁾

Für Deutschland wurde aus dem Umstand, dass für Aktienpakete, die die Unternehmenskontrolle vermittelten, im Durchschnitt ein etwa zehnpromentiger Aufschlag gezahlt wurde, geschlossen, dass die jeweiligen Erwerber den höheren Preis zahlen, weil sie Kontrollvorteile in dieser Höhe genießen.⁵¹⁾ Wie genau Kontrollvorteile im Einzelnen entstehen, ist nicht Gegenstand dieser Untersuchung.⁵²⁾ Genauso wenig ist es Gegenstand dieses Aufsatzes, zu klären, ob die privaten Kontrollvorteile *per se* ein Problem sind oder nicht.⁵³⁾ Hier ist die Frage, ob ein Delisting die privaten Kontrollvorteile zu Lasten der Minderheitsaktionäre vergrößert: Der Hauptaktionär kann seine privaten Kontrollvorteile durch Delisting erhöhen, weil nach einem Börsenrückzug weniger Publizitätspflichten gelten; damit dringen weniger Informationen darüber nach außen, wie das Unternehmen geleitet wird, und der Hauptaktionär kann unbeobachtet einen größeren Anteil an den Zahlungsströmen zu sich umleiten.⁵⁴⁾ Leuz und Co-Autoren finden, dass Bedingungen, die es Insidern ohnehin schon erleichtern, Zahlungsströme zu sich umzuleiten (schwache Corporate Governance oder Möglichkeiten „kreativer Buchführung“⁵⁵⁾ es wahrscheinlicher machen, dass Unternehmen sich Publizitätspflichten entziehen; Unternehmen, in denen andere Mechanismen private Kontrollvorteile verhindern, entziehen sich dagegen mit geringerer Wahrscheinlichkeit den Publizitätspflichten.⁵⁶⁾ Auch die Verfügbarkeit von freien Zahlungsströmen, die umgeleitet werden können, erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen sich der Publizität entzieht.⁵⁷⁾ Schließlich finden Leuz und Co-Autoren, dass die Unternehmen, die sich – vorgeblich aus Kostengründen – dem Publizitätsregime entzogen haben, nach dieser Entscheidung nicht andere günstige Wege nutzen, um etwaige Informationsasymmetrien beim Handel ihrer Aktien zu beseitigen.⁵⁸⁾ Auch das legt nahe, dass diese Unternehmen nicht nur Kosten sparen wollen, sondern Projekte betreiben, bei denen sie nicht beobachtet werden wollen; allerdings können diese Projekte sowohl die Erhöhung privater Kontrollvorteile als auch werterhöhende Vorhaben wie bspw. Umstrukturierungen betreffen.⁵⁹⁾ An anderer Stelle wurde belegt, dass Firmen deren Hauptaktionäre wahrscheinlich große private Kontrollvorteile genießen (deutsche Familienunternehmen), sich mit einer geringeren Wahrscheinlichkeit erweiterten Publizitätspflichten unterwerfen.⁶⁰⁾ In der Gesamtschau legen diese Beobachtungen nahe, dass ein Delisting, soweit es das Unternehmen von Publizitätspflichten befreit, private Kontrollvorteile zu Lasten der Minderheitsaktionäre erhöht.

Dieser Effekt wirkt kurssenkend – er verringert den Anteil am Zahlungsstrom, der auf die gekaufte Aktie entfällt. Klar ist auch, dass dieser Effekt Haupt- und Minderheitsaktionäre unterschiedlich betrifft. Der Hauptaktionär ist Nutznießer der Kontrollvorteile. Die Minderheitsaktionäre werden dagegen geschädigt.

1.5 Verringerung der Liquidität

Durch einen Börsenrückzug wird sich die Liquidität des Marktes für die Aktien verringern: Die Liquidität ist umso höher, je

schneller ein gewünschtes Aktienpaket optimal erworben oder veräußert werden kann⁶¹⁾ und je größer eine Order sein kann, ohne den Kurs der Aktie zu bewegen.⁶²⁾ Höhere Transaktionskosten zeigen geringere Liquidität an.⁶³⁾ Alle organisierten Handelsplätze dienen dem Zweck, Transaktionskosten niedrig zu halten und erhöhen also die Liquidität.⁶⁴⁾

Für die Investoren bedeutet diese Liquiditätsreduktion Kosten. Aktionäre werden typischerweise als Agenten modelliert, die risikoavers sind und fürchten müssen, zufällig Liquiditätsschocks zu erleiden. Daher schätzen sie es, ihre Aktie ggf. sofort in Bargeld umwandeln zu können; könnten wir zwischen zwei im übrigen identischen Anlageprodukten wählen, von denen wir eins ein Jahr halten müssen und das andere jederzeit verkaufen können, würden wir uns für das entscheiden, das wir jederzeit verkaufen könnten.⁶⁵⁾ Entsprechend sinkt die Nachfrage nach illiquiden Aktien, und mit ihr sinkt der Preis zu dem die Aktie veräußert werden kann.⁶⁶⁾

50) Becht, Bolton & Röell (2007), S. 855 f. m. w. N.

51) Dyck & Zingales (2004), S. 538 und 551.

52) Überblick über einige Literatur bei Becht, Bolton & Röell (2007), S. 855 f., die nicht marktgerechte Transaktionen zwischen Gesellschaft und Hauptaktionär („self-dealing“) sowie Kollusion zwischen Hauptaktionär und Management nennen; Leuz, Triantis & Wang (2008), S. 185 nennen als Quellen privater Kontrollvorteile den Konsum vorteilhafter Behandlung durch das Unternehmen („perks“), günstige Darlehen, großzügige Vergütung für Dienste im Unternehmen, bevorzugte Investitionen in Projekte, die vor allem der Hauptaktionär schätzt, und – wieder – „self dealing“. Vgl. ferner Dyck & Zingales (2004), S. 540 ff. für weitere plausible Erklärungen.

53) Die privaten Kontrollvorteile könnten auch als Kompensation des Hauptaktionärs verstanden werden, ohne die er das Management nicht zu Gunsten aller Aktionäre beaufsichtigen würde, vgl. bspw. Tirole (2006), Kapitel 9. Dyck & Zingales (2004), S. 541 erwähnen, dass die Möglichkeit von Kontrollvorteilen wertsteigernde Unternehmensübernahmen ermuntern könnte und dass private Kontrollvorteile u. U. die effizienteste Verwendung von im Unternehmen anfallender Information sein könnte.

54) Leuz, Triantis & Wang (2008), S. 185; Dyck & Zingales (2004), S. 541 f.

55) „earnings management“.

56) Leuz, Triantis & Wang (2008), S. 192 ff, 201 f.

57) Leuz, Triantis & Wang (2008), S. 194; vgl. aber auch Djama, Martinez & Serve (2012), S. 5 zur Hypothese, dass Börsenrückzüge im Zusammenhang mit Leveraged Buy Outs dem Management freie Zahlungsströme entziehen, indem sie sie zur Schuldentilgung binden. Danach würde die Privatisierungstransaktion der Beaufsichtigung des Managements dienen und nicht so sehr der Schaffung privater Kontrollvorteile für den Ankeraktionär.

58) Leuz, Triantis & Wang (2008), S. 203.

59) Leuz, Triantis & Wang (2008), S. 203.

60) Boehmer & Ljungqvist (2004), S. 2, 25, 36.

61) Stoll (2003), S. 562.

62) Klöhn (2006), S. 68 ff.; Spremann & Gantenbein (2014), Abschnitt 2.1.

63) Easley & O'Hara (2003), S. 1036; Klöhn (2006), S. 68 f.

64) Klöhn (2006), S. 68 f.; Spremann & Gantenbein (2014), Abschnitt 2.2.1. a. E.

65) Easley & O'Hara (2003), S. 1036; Spremann & Gantenbein (2014), Kapitel 2.1.

66) Bajaj, Denis, Ferris & Sarin (2001), S. 107, schätzen den Abschlag durch fehlende Handelbarkeit (Vergleich von Aktien, die bis zu zwei Jahren nicht an öffentlichen Handelsplätzen verkauft werden konnten, mit handelbaren Aktien desselben Unternehmens) und Informationsasymmetrie kumuliert auf 22,21 %. Vgl. auch FMV Restricted Stock Study, die dieselbe Methode verwendet (Vergleich mit Aktien, die zwischen einem und sechs Monate nicht gehandelt werden können): fast –20 %, <http://www.bvmarketdata.com/pdf/CompanionGuide.pdf>, Seite 13, (zuletzt abgerufen am 28. 3. 2016). Diese Studien messen nicht allein das Fehlen eines Handelsplatzes. Die Preise der „restricted stock“ werden an realen Transaktionen gemessen, die trotz fehlender Börsennotierung stattfinden. Da „restricted stock“ typischerweise an Insider aus Anreizgründen vergeben werden, muss die Befürchtung von Informationsasymmetrien besonders hoch sein. Das wird den Preis unabhängig vom Fehlen eines organisierten Handelsplatzes erheblich senken. Die Ergebnisse von „restricted stock studies“ bestätigen also im Grundsatz, dass eine Absenkung der Liquidität zu einem Kursrückgang führen sollte, die Größe des Effekts ist aber durch ganz besondere Informationsasymmetrien geprägt und lässt sich daher sicher nicht auf den hier untersuchten Kontext übertragen. Zu „restricted stock studies“ als Beleg für Preisauswirkungen von Liquidität, allerdings ohne die Informationsasymmetrie zu berücksichtigen, auch Bayer (2015c), S. 202.

Grundsätzlich lässt sich sogar der Effekt durch Verlust des organisierten Handelsplatzes vom Effekt des Wegfalls des Publizitätsregimes trennen. In den USA, wo Unternehmen sich getrennt aus dem Publizitätsregime oder vom Handelsplatz zurückziehen können, gehen beide Geschehnisse mit einem Kursrückgang einher: Der Rückzug aus der Publizitätsregulierung der SEC bewirkte wie schon erwähnt (ohne Wechsel des Handelsplatzes, d. h. bei Verbleib im Freiverkehr) eine kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite von $-7,5\%$; kommt ein Wechsel von der Börse in den Freiverkehr dazu, erhöht sich dieser Wert auf -10% .⁶⁷⁾

Der Verlust an Liquidität kann Haupt- und Minderheitsakti­näre unterschiedlich hart treffen. Viele der Minderheitsakti­näre werden Liquidität relativ hoch schätzen. Das setzt sich gar in den Statuten von institutionellen Investoren fort, die zum Teil nur in gelistete Unternehmen investieren dürfen,⁶⁸⁾ um zu verhindern, dass ein Fonds seine Anteile nicht zurück­nehmen kann, wenn zufällig viele Anleger gleichzeitig einen Liquiditätsschock erleiden.

Der Hauptaktionär kann dagegen ein Anleger sein, der Liqui­dität im Verhältnis zu seinen Vorteilen (zu diesen vgl. oben II 1.4) nicht besonders schätzt. Der Umstand, dass er ein großes Aktienpaket gekauft hat, scheint dafür zu sprechen. Für große Aktienpakete ist die Liquidität am Markt nicht genauso hoch wie für kleine.⁶⁹⁾ Die Verkaufsabsicht des Hauptaktionärs würde mit Sicherheit den Preis bewegen und er könnte auch nicht damit rechnen, sein Paket zeitnah ohne erheblichen Preisab­schlag verkaufen zu können, weil es unwahrscheinlich ist, dass es kurzfristig eine ausreichend große Nachfrage gibt. Auch verfolgt ein Hauptaktionär mit seiner Investition oft sehr lang­fristige strategische Ziele und plant auf absehbare Zeit keinen Ausstieg. Für den Ankeraktionär ist die Möglichkeit des schnel­len Verkaufs auch nicht so wichtig wie für den Minderheitsakti­onär. Wenn zum Beispiel der Minderheitsaktionär mit der Unternehmensführung unzufrieden ist, ist typischerweise der Verkauf sein einziges Mittel, seinem Unmut Ausdruck zu ver­leihen; der Hauptaktionär hat dagegen auch die Möglichkeit der unmittelbaren Beeinflussung der Unternehmensführung.

1.6 Zwischenergebnis

Der Entscheidung über den Börsenrückzug, der durchaus für alle nützliche Kosteneinsparungen bewirken kann, liegt damit typischerweise ein Interessenkonflikt zwischen Hauptaktionär und Minderheitsaktionären zu Grunde. Der Hauptaktionär wirkt trotz der Informationswirkung der Ankündigung, trotz des Liquiditätsverlusts und gerade wegen der Erhöhung der Kontrollvorteile auf einen Börsenrückzug hin. Er kommt wei­terhin günstig an Information über das Unternehmen. Er genießt nach dem Börsenrückzug einen höheren Anteil an den Zahlungsströmen der Unternehmung. Und er plante nicht kurzfristig zu verkaufen: Sein Aktienpaket war vor dem Bör­senrückzug illiquide und ist es nach dem Börsenrückzug immer noch. Für die Minderheitsaktionäre stellen aber die gestiege­nen Informationskosten, die Kontrollvorteile und die Liqui­ditätseinbuße eindeutig Kosten dar, die möglicherweise die Vorteile etwaiger Einsparungen von Listingkosten überwiegen.

Es kann daher zu Börsenrückzügen kommen, deren Summe aller Vorteile (in Form erhöhter erwarteter Zahlungsströme) die Summe aller Nachteile überwiegen, so dass aus ex-ante-Sicht alle Aktionäre besser gestellt werden könnten („effiziente Delistings“). Es kann aber auch zu Börsenrückzügen kommen, deren Vorteile für den Hauptaktionär kleiner sind als die Nach­teile, die die Minderheitsaktionäre erleiden („ineffiziente De­listings“).

Nachdem nun der Konflikt nachgezeichnet ist, ist weiter zu prüfen, ob die Konfliktparteien ihn selbst zum allseitigen Vor­teil lösen können.

2. Möglichkeiten der Selbstregulierung in einer Welt ohne Transaktionskosten: Der Börsenrückzug im Lichte des Coase-Theorems

Grundsätzlich ist der Konflikt zwischen Hauptaktionär und Minderheitsaktionären gekennzeichnet von freiwilliger Inter­aktion der Parteien. Der Hauptaktionär lässt freiwillig das von ihm dominierte Unternehmen Kapital am Markt aufnehmen und die Minderheitsaktionäre investieren freiwillig. Grund­sätzlich erscheint daher das Coase-Theorem anwendbar, das sagt, dass der freiwillige Austausch zwischen den Parteien un­abhängig von der ursprünglichen Allokation eines Rechts durch den Gesetzgeber eine pareto-effiziente Allokation des Rechts erzeugen wird, soweit es keine Transaktionskosten gibt.⁷⁰⁾

Wenn der Emittent – und damit über seinen faktischen Ein­fluss auf das Management der Hauptaktionär – frei entschei­den kann, ob er delistet, wird er im Ausgangspunkt delisten, wenn es *ihm* mehr Vorteile bringt als es *ihm* kostet. Die Frage ist, ob er die Kosten der Minderheitsaktionäre bei dieser Ent­cheidung in Betracht zieht. Nur dann wäre gewährleistet, dass der Hauptaktionär den Emittenten nur von der Börse nimmt, wenn der Börsenrückzug effizient ist. Man ist geneigt zu verneinen und anzunehmen, dass der Hauptaktionär nur seine privaten Kosten und nicht die „sozialen Kosten“ berück­ichtigen wird. Nach dem Coase-Theorem berücksichtigt der Hauptaktionär allerdings in einer Welt ohne Transaktionskos­ten sehr wohl *alle* Kosten seiner Entscheidung: Wenn seine Entscheidung zum Börsenrückzug den Minderheitsakti­onären einen Nachteil beschert, so erzeugt dieser Umstand bei den Minderheitsaktionären eine Zahlungsbereitschaft für die Nichtausübung des Rechts in Höhe dieses Nachteils. Wenn der Hauptaktionär delistet, kann er diese Zahlungsbereitschaft der Minderheitsaktionäre nicht mehr abschöpfen. Damit be­zeichnet die Zahlungsbereitschaft der Minderheitsaktionäre ganz reale (Opportunitäts-)Kosten des Hauptaktionärs. Über­steigt der Nachteil der Minderheitsaktionäre den Vorteil des Hauptaktionärs wird der Hauptaktionär in einer perfekten Welt ohne Transaktionskosten also lieber von seinen Vortei­len durch den Börsenrückzug absehen und die höhere Zah-

67) Leuz, Triantis & Wang (2008), S. 198 f., 204.

68) Wicke (2015), S. 495.

69) Klöhn (2006), S. 68; Stoll (2003), S. 599.

70) Coase (1960); dazu Hermalin, Katz & Craswell (2007), S. 24 ff.; Towfigh & Petersen (2010), S. 118.

lung der Minderheitsaktionäre verlangen.⁷¹⁾ Nach dem Coase-Theorem hat die Zuteilung der Rechte in einer Welt ohne Transaktionskosten also keine Auswirkung auf die Effizienz.

Im Ergebnis werden in einer Welt ohne Transaktionskosten daher effiziente Delistings stattfinden und ineffiziente Delistings unterbunden. Aus Effizienz­sicht bestünde damit in einer perfekten Welt ohne Transaktionskosten kein Bedarf für eine anlegerschützende Regulierung.

3. Versagen der Selbstregulierung bei Informationsasymmetrie und Kollektivhandlungsproblemen

Die Welt ist aber natürlich voll von Transaktionskosten. Das Coase-Theorem ist weniger eine Beschreibung der Welt als eine Aufforderung, die Transaktionskosten explizit zu machen.⁷²⁾ Im Kontext des Delistings verhindern vor allem drei Umstände eine effiziente coase'sche Verhandlungslösung: Informationsasymmetrien (II 3.1), Kollektivhandlungsprobleme (II 3.2) und – zum Teil durch das Recht verursachte – Kosten, die verhindern, dass frühzeitig eine effiziente Regel in die Satzung geschrieben wird.

3.1 Asymmetrische Information vor Delisting

Der Hauptaktionär wird oft eher wissen, wie groß der Vorteil des Delistings für ihn und wie groß der Vor- bzw. Nachteil für die Minderheitsaktionäre ist. Er kennt die Gesellschaft genauer, hat leichteren Zugang zu Geschäftskennzahlen, kennt seine Kontrollvorteile und damit auch die zu Letzteren spiegelbildlichen Nachteile der Minderheitsaktionäre. Die Minderheitsaktionäre haben mutmaßlich allenfalls eine Vorstellung von den Wahrscheinlichkeiten möglicher Auszahlungen im Falle eines Delistings. Sie können aber nicht abschätzen, was ihnen im konkreten Fall „blüht“.

Unter diesen Umständen wird das typische „Lemonsproblem“ auftreten⁷³⁾ und eine effiziente coase'sche Verhandlungslösung verhindern.⁷⁴⁾ Zur Abwendung großer Nachteile werden die Minderheitsaktionäre eine hohe Zahlungsbereitschaft haben, zur Abwendung kleiner Nachteile eine kleine. Wenn sie aber nicht wissen, ob ihre Zahlung im konkreten Fall große oder kleine Nachteile abwendet, werden sie bereit sein, den Erwartungswert zu zahlen. Der Erwartungswert entspricht einer mittleren Zahlungsbereitschaft. Für den Hauptaktionär liegen die Opportunitätskosten des Börsenrückzugs damit unabhängig von den wirklichen Kosten nur noch in Höhe mittlerer Nachteile. Darüber hinausgehende Nachteile der Minderheitsaktionäre wird er nicht berücksichtigen. Die Börsenrückzüge mit hohen Kosten für die Minderheitsaktionäre wird er daher durchführen, ohne mit den Minderheitsaktionären zu verhandeln. Wenn die Minderheitsaktionäre das wissen, dann wissen sie auch, dass es sich bei den Projekten, die der Hauptaktionär mit ihnen verhandelt, nicht um die besonders nachteiligen handelt, so dass ihre Zahlungsbereitschaft weiter fällt, was das Problem verschlimmert.

Das soll ein einfaches Zahlenbeispiel verdeutlichen: Nehmen wir an, das Delisting bringt grundsätzlich wünschenswerte Kostenvorteile in Höhe von 2 Werteinheiten. Diese Vorteile fal-

len zu gleichen Teilen beim Haupt- und bei den Minderheitsaktionären an. Das Delisting verursacht aber auch private Kontrollvorteile des Hauptaktionärs, die im besten Fall 2 Werteinheiten vom Minderheitsaktionär zum Hauptaktionär transferieren, im schlimmsten Fall aber Wert zerstören, indem sie die Minderheitsaktionäre 10 Werteinheiten kosten, obwohl sie dem Hauptaktionär nur 5 einbringen. So ließen sich vier Szenarien vorstellen, die im Ausgangspunkt gleich wahrscheinlich sein könnten:

	Vorteile des Hauptaktionärs	Nachteile der Minderheitsaktionäre	Wohlfahrt
Sehr ineffizientes Delisting	1 + 5 = 6	1 - 10 = -9	-3
Ineffizientes Delisting	1 + 4 = 5	1 - 7 = -6	-1
Delisting ohne Effizienzeffekt	1 + 3 = 4	1 - 5 = -4	0
Effizientes Delisting	1 + 2 = 3	1 - 2 = -1	2

Wenn die Minderheitsaktionäre nicht wissen, in welchem der Szenarien sie sich befinden, sind sie im Ausgangspunkt bereit, für die Vermeidung des Börsenrückzugs den Erwartungswert ihrer Auszahlung bei Börsenrückzug zu zahlen:

$$\frac{(-9 - 6 - 4 - 1)}{4} = \frac{-20}{4} = -5$$

Nehmen wir an, der Hauptaktionär weiß, der Börsenrückzug wird sehr ineffizient. Da das „sehr ineffiziente Delisting“ dem Hauptaktionär 6 bringt, würde er für 5 nicht auf einen Börsenrückzug verzichten. Der voll informierte Hauptaktionär weiß also, dass er mit den Minderheitsaktionären über ein sehr ineffizientes Delisting gar nicht verhandeln muss. Er würde es also einfach durchführen. Da die Minderheitsaktionäre nun wissen, dass der Hauptaktionär, der verhandelt, jedenfalls kein sehr ineffizientes Delisting betreibt, sinkt für sie der Erwartungswert eines Delistings, über das der Hauptaktionär verhandelt (und mit ihm die Zahlungsbereitschaft der Minderheitsaktionäre) auf $\frac{(-6 - 4 - 1)}{3} = \frac{-11}{3} \approx 3,7$. Dafür würde der Hauptaktionär aber auch auf das „ineffiziente Delisting“ nicht verzichten. Auch über dieses wird er nicht mehr verhandeln. Und so weiter. Unter asymmetrischer Information kön-

71) Das gleiche gälte auch andersherum, wenn die Minderheitsaktionäre den Börsenrückzug blockieren könnten, wie sie wollen. Auch hier berücksichtigen die Minderheitsaktionäre in einer perfekten Welt ohne Transaktionskosten die Vorteile des Hauptaktionärs bei ihrer Entscheidung. Wenn seine Vorteile ihre Nachteile überwiegen, werden sie gern gegen Abschöpfung seiner Zahlungsbereitschaft das Delisting zulassen.

72) Mit gewisser Enttäuschung, dass sein Aufsatz oft anders behandelt wurde Coase (1988), S. 15.

73) Akerlof (1970).

74) Vergleiche hierzu schon grundlegend und sehr verständlich Farrell (1987). Formaler Illing (1992).

nen die ineffizienten Delistings also durch freie Verhandlungen nicht sicher verhindert werden.

Der Hauptaktionär würde in Fällen besonders nachteiliger Delistings (im Beispiel die beiden ineffizienten Delistings) gern offenlegen, um welchen Typ von Delisting es sich handelt, um doch noch die volle Zahlungsbereitschaft der Minderheitsaktionäre abschöpfen zu können. Jedoch ist schwer vorstellbar, wie er das erreichen wollte. Brächte er ein Wertgutachten bei, das sagt, die Auswirkungen für die Minderheitsaktionäre wären gravierend, erschiene dieses nicht besonders überzeugend. Die Minderheitsaktionäre müssten denken, dass der Hauptaktionär eben den Preis treiben will. Als Lösung für das „Lemonsproblem“ wird für normale Austauschverträge oft eine Gewährleistung vorgeschlagen: Der Verkäufer verspricht einen Ausgleich für den Fall, dass sich später herausstellt, dass das gehandelte Gut nicht den Vorstellungen des uninformierten Käufers entspricht; das signalisiert glaubhaft, dass der Käufer bekommt, wofür er bezahlt.⁷⁵⁾ Ein solches Vorgehen ist jedoch beim Börsenrückzug ungleich schwerer als beim Sachkauf. Eine hohe Zahlungsbereitschaft folgt aus einem sehr schädlichen Delisting. Die Minderheitsaktionäre hätten einen hohen Preis bezahlt, um ein in ihrer Erwartung sehr schädliches Delisting abzuwenden. Ein Delisting ist dann nicht durchgeführt worden. Dann erscheint es aber auch ausgeschlossen, dass sich ex-post herausstellt, dass das (nicht durchgeführte) Delisting viel weniger schädlich gewesen wäre, als die Minderheitsaktionäre dachten. Eine „Gewährleistung“ ist damit keine Lösung.

Im Ergebnis verhindern Informationsasymmetrien also eine effiziente Verhandlungslösung zwischen Hauptaktionär und Minderheitsaktionären.

3.2 Kollektivhandlungsprobleme

Die Minderheitsaktionäre haben nicht nur weniger Information als der Hauptaktionär, sie sind auch anders als dieser kein monolithischer Agent. Das erzeugt Koordinationsprobleme, die eine effiziente Verhandlungslösung erschweren. Die Informationssuche, die Beaufsichtigung der Umtriebe des Hauptaktionärs und die Teilnahme an Verhandlungen mit ihm erzeugen Kosten. Diese Kosten trägt jeder Aktionär selbst. An den Vorteilen der Überwachung und der Verhandlungsergebnisse partizipiert aber nach Konstruktion der Aktie jeder Aktionär pro rata – unabhängig davon, ob er an den Verhandlungen teilgenommen hat oder nicht. Das führt zu einer „Trittbrettfahrer-Problematik“. Die Verhandlungskosten eines einzelnen Aktionärs haben, soweit das Ergebnis zu Gunsten aller Minderheitsaktionäre wirkt, eine positive Externalität auf andere Aktionäre. Wenn es viele Aktionäre gibt, werden Verhandlungen zwischen ihnen zu aufwändig sein, um diese Externalität zu internalisieren. Daher wird der einzelne Aktionär zu wenig in die Verhandlungen investieren, sich nur schlecht informieren und seine Interessen nicht wirksam vertreten.⁷⁶⁾

Ein Konflikt über die Aufteilung eines Vorteils für „die Minderheitsaktionäre“ könnte eine einheitliche Position der Minderheitsaktionäre noch zusätzlich erschweren. Besonders deut-

lich wird dies, wenn man sich vorstellt, die Minderheitsaktionäre müssten einstimmig entscheiden. Für den Hauptaktionär wäre jede Zustimmung eines einzelnen Aktionärs wertlos, solange nicht schon alle anderen zugestimmt hätten. Das kann den einzelnen Minderheitsaktionären den Anreiz geben, zuzuwarten bis alle anderen ihre Zustimmung gegeben haben, um dann für ihre Zustimmung, die dem Hauptaktionär den Vorteil endlich verschafft, einen höheren Preis zu verlangen (Hold-out-Problem).⁷⁷⁾

Wie man an den Kontrollvorteilen des Hauptaktionärs erkennt, ist es schwer, die Gleichbehandlung der Aktionäre sicher zu gewährleisten. Könnten die Aktionäre mit Mehrheit entscheiden, könnte der Hauptaktionär also die Minderheitsaktionäre gegeneinander ausspielen, indem er die kooperierenden an seinen privaten Kontrollvorteilen partizipieren ließe und den dissentierenden noch größere Kosten aufbürdete.⁷⁸⁾ Dann könnte der Hauptaktionär auch ineffiziente Delistings durchführen, weil er einen Teil der Kosten auf die dissentierenden Minderheitsaktionäre abwälzen könnte.

3.3 Kosten der Festlegung ex-ante

Die GK-Software AG hat nach dem Frosta-Beschluss auf Initiative der Minderheitsaktionäre eine Abfindungspflicht für ein etwaiges Delisting in ihre Satzung geschrieben.⁷⁹⁾ Wäre das die Lösung, vor Entstehung der Informationsasymmetrie (wenn der Hauptaktionär die Auswirkungen eines Delistings noch nicht kennt) eine Pflicht zu einem Abfindungsangebot zu vereinbaren? Emittenten könnten gar einseitig beim IPO eine Abfindungspflicht in die Satzung schreiben und so den Preisabschlag vermeiden, den Aktionäre ohne diesen Schutz verlangen würden. Dabei würden weder Informationsasymmetrien noch Koordinationsprobleme eine Rolle spielen.

Voraussetzung einer solchen Einigung wäre es, dass Hauptaktionär und Minderheitsaktionäre eine effiziente Regel in die Satzung schreiben können. Das bemisst sich an § 23 Abs. 5 AktG.

Der Emittent könnte die Börsennotierung in den Unternehmensgegenstand aufnehmen. Es ist vertreten worden, das scheitert schon daran, dass die Notierung nicht zur Tätigkeit des Unternehmens gehöre.⁸⁰⁾ Allerdings wird der Unternehmensgegenstand auch als das „Mittel“ zur Erreichung des Zwecks der Gewinnerzielung definiert.⁸¹⁾ Mittel zur Gewinnerzielung ist die Finanzierung ebenso wie die Mittelverwendung, so dass der Wortlaut für eine Festlegung im Unterneh-

75) Schmolke (2015), S. 102.

76) Easterbrook & Fischel (1981), S. 1170 f. beschreiben dasselbe Problem für die Beaufsichtigung des Managements; Easterbrook & Fischel (1983), S. 402 beschreiben es für die Hauptversammlungsteilnahme und die für eine sinnvolle Stimmabgabe nötige Informationsbeschaffung.

77) Grundlegend Buchanan & Tullock (1999 (1962)), Abschnitt 3.8.20. Darstellung am Beispiel des sequenziellen Verkaufs von Anteilen an einem gemeinsam gehaltenen Recht Schäfer & Ott (2012), S. 618 f. Vgl. auch Morell (2015), S. 56 f. Zum Problem im gesellschaftsrechtlichen Kontext ferner knapp Easterbrook & Fischel (1991), S. 723 und Fußn. 81.

78) Fischel (1983), S. 878 f. mit einem eingängigen Zahlenbeispiel.

79) <http://investor.gk-software.com/de/hauptversammlung/hauptversammlung-2014> (zuletzt abgerufen am 28. 3. 2016).

80) Schockenhoff (2013), S. 2434; Scholz (2015), S. 2251.

81) Hüfner & Koch (2014), § 23 AktG Rz. 22.

mensgegenstand offen erscheint.⁸²⁾ Aber selbst die Möglichkeit, die Börsennotierung in einer einfachen Satzungsregel festzulegen, ist umstritten.⁸³⁾ Der Börsenrückzug sei eine einfache Geschäftsführungsmaßnahme oder eine Leitungsaufgabe, so dass eine Satzungsfestlegung des Delistings die Entscheidungskompetenz ohne ausdrückliche gesetzliche Zulassung vom Vorstand auf die Hauptversammlung verlagere.⁸⁴⁾ Auch diese Argumentation erscheint angreifbar, denn „ergänzende Bestimmungen“ sind sowohl konkretisierende als auch lückenfüllende Bestimmungen.⁸⁵⁾ Und überraschenderweise weisen gerade auch Autoren, die die Festlegung der Börsennotierung in der Satzung für einen Verstoß gegen § 23 Abs. 5 AktG halten, präzise die Lückenhaftigkeit des Gesetzes im Hinblick auf den Börsenrückzug nach.⁸⁶⁾ Insofern erscheint – zumindest bis zur Novelle von letztem Oktober – immer noch *Lutters* Ansicht zutreffend, dass das AktG die Börsenzulassung überhaupt nicht anspreche, so dass § 23 Abs. 5 AktG deren Regelung in der Satzung auch nicht sperre.⁸⁷⁾ Da aber gestritten wird, entstände eine verlässliche Satzungsklausel wohl erst drei Jahre nach Eintragung der entsprechenden Satzungsänderung, wenn analog § 242 Abs. 2 AktG eine etwaige Nichtigkeit der Klausel nicht mehr geltend gemacht werden könnte.⁸⁸⁾

Soweit die Notierung in der Satzung festgelegt werden kann, sollte es auch möglich sein, eine Abfindungspflicht in der Satzung zu verankern, die die Regeln zu Kapitalerhaltung respektiert.⁸⁹⁾ Rechtlich erscheint die einseitige Satzungslösung daher unsicher und beratungintensiv aber möglich.

Zu der Zeit, zu der noch keine Informationsasymmetrie besteht, wäre das Delisting aber so unwahrscheinlich, oder läge so weit in der Zukunft, dass rationaler Weise noch gar keine Regelung des Börsenrückzugs vorgenommen würde. Die Vorteile einer solchen Regelung wären dann zu unsicher oder würden zu stark abgezinst, um die sicheren heute eintretenden Kosten der Regelung zu rechtfertigen.⁹⁰⁾ Dieses Problem könnte in Verbindung mit noch einem weiteren die Aussichten einer selbstregulierenden Lösung weiter schmälern. Nach verbreiteter Ansicht sind Satzungen Netzwerküter:⁹¹⁾ Je weiter eine Klausel verbreitet ist, desto lieber nimmt sie die nächste Gesellschaft in ihre Satzung auf. Die Gründe dieser Netzwerkexternalitäten liegen zum einen in der Erfahrung der Anwälte und Gerichte. Sie können besser mit Klauseln umgehen, die sie kennen. Insofern sind bekannte Klauseln verlässlicher. Rechtsunsicherheiten sind entweder schon beseitigt oder ihre Beseitigung steht zu erwarten. Auch entwickelt die Praxis verbreitete Klauseln eher nach den Bedürfnissen des Marktes weiter. Zum anderen könnten Gesellschaften es vermeiden wollen, mit unbekanntem Satzungsklauseln irritierende Signale an den Markt zu senden. Wenn nun viele Gesellschaften den Börsenrückzug in ihrer Satzung nicht regeln, weil er so unwahrscheinlich ist oder so weit in der Zukunft liegt, könnten die Netzwerkexternalitäten die Unternehmen, die ihn eigentlich regeln sollten, von einer Regelung abhalten.

Im Ergebnis könnte also auch ein Zurückgehen vor die Entstehung der Informationsasymmetrie oder gar bis zum IPO eine effiziente Verhandlungslösung wegen der ex-ante beste-

henden Unsicherheit und Netzwerkexternalitäten selbst dann nicht herbeiführen, wenn das Verhandlungsergebnis rechtsicher in der Satzung verankert werden könnte.

3.4 Zwischenergebnis

Verhandlungen im Sinne von *Coase* können den Konflikt zwischen dem Hauptaktionär und den Minderheitsaktionären wegen Informationsasymmetrien, Koordinationsproblemen und den Kosten der Satzungsgestaltung nicht effizient lösen. Wenn also der Hauptaktionär das Recht zum Delisting hat, wird er im Grundsatz unabhängig davon delisten, ob der Börsenrückzug effizient ist.

4. Zwischenergebnis

Damit ergeben die abstrakten Überlegungen, dass ein Regelungsbedarf tatsächlich besteht.

III. Stützen empirische Befunde das Vorliegen eines Regelungsbedarfs?

Für eine von Juristen dominierte Diskussion war der Einfluss von empirischen Studien auf die Diskussion um die richtige Regelung des Börsenrückzugs überraschend groß. Die Aufgabe der Macrotron-Rechtsprechung, die von der Rechtsprechung des BVerfG – vielleicht unfreiwillig – angestoßen und vom BGH vollzogen wurde, war beeinflusst von Studien, die nahelegen, die Ankündigung eines Börsenrückzugs führe nicht zu einem Kursrückgang.⁹²⁾ Das BVerfG argumentierte daher, ein Eingriff in das Eigentum ergebe sich nicht aus einem Kursverfall, „der nach seinem Ausmaß die wirtschaftliche Substanz des Aktieneigentums trafe, denn ein solcher Effekt lässt sich (...) nicht tragfähig belegen.“⁹³⁾ Der BGH nahm diese Argu-

82) Eine solche parallele Behandlung von Finanzierung und Erwerb fordert eigentlich auch der Zweck der Vorschrift. Dieser soll im Schutz des Rechtsverkehrs – und das bedeutet vor allem der Gläubiger – liegen, MünchKomm-Pentz (2016), § 23 AktG Rz. 78; ferner *Hüffer & Koch* (2014), § 23 AktG Rz. 21 „außenstehende Dritte“. Das Ausfallrisiko kann sowohl dadurch erhöht werden, dass die erworbenen Mittel für riskantere Geschäfte genutzt werden als auch dadurch, dass der Hebel auf der Finanzierungsseite stark erhöht wird.

83) Für die Möglichkeit einer solchen Satzungsbestimmung *Heidel/Lochner* (2014), vor § 327a Rz. 18 a. E.; *Schockenhoff* (2013), S. 2434; schon früher *Steck* (1998), S. 461. Gegen eine Festschreibbarkeit der Börsennotierung in der Satzung etwa *Bayer* (2015c), S. 194; *von der Linden* (2015); *Scholz* (2015), S. 2249 – 2251.

84) *Scholz* (2015), S. 2250 f.; *von der Linden* (2015), S. 177 f.

85) *Hüffer & Koch* (2014), § 23 AktG Rz. 37; MünchKomm-Pentz (2016), § 23 AktG Rz. 165 f. Ebenso im Ausgangspunkt auch *Scholz* (2015), S. 2250, der sodann die Lückenfüllung praktisch „wegdefiniert“.

86) *Bayer* (2015c), S. 194 zum Verstoß gegen § 23 Abs. 5 AktG aber S. 206 ff. zur Lückenhaftigkeit.

87) *Lutter* (1998), S. 377, der auch umgekehrt die Festlegung auf eine Privatgesellschaft für möglich hält.

88) *Scholz* (2015), S. 2251 in Fußn. 37.

89) So ist GK Software vorgegangen: <http://investor-gk-software.com/de/hauptversammlung/hauptversammlung-2014> (zuletzt abgerufen am 28. 3. 2016). Für die Nichtigkeit einer solchen Klausel allerdings ausdrücklich *Scholz* (2015), S. 2251 f.

90) Zu dieser Begründung für das Auftreten unvollständiger Verträge *Cooter & Ulen* (2008), S. 218 ff.

91) Die Ausführungen zu Netzwerkexternalitäten basieren auf *Klausner* (2006), S. 793 ff., zum Stand der Literatur dort Fußn. 80.

92) Über die von den Gerichten berücksichtigte Studie des Deutschen Aktieninstituts berichten *Heldt & Royé* (2012). Zuvor schon *Eisele* (2006).

93) BVerfG ZIP 2012, 1402 (m. Bespr. *Paschos/Klaaßen*, ZIP 2013, 154 u. *Drygala/Staake*, ZIP 2013, 905) = NZG 2012, 826, 830, dazu EWiR 2012, 483 (*Schatz*).

mentation auf. Er führte aus, die Karenzzeit, die die meisten Börsenordnungen zwischen Ankündigung und Wirksamkeit des Börsenrückzugs gewährleisten, schütze den Anleger ausreichend. Denn dieser könne die Aktie frei veräußern und es lasse sich nicht feststellen, dass schon die Ankündigung des Börsenrückzugs regelmäßig zu einem Kursverlust führe.⁹⁴ Schon bald übten verschiedene Autoren Kritik an den zugrundeliegenden Studien,⁹⁵ weil sie erkannten, dass die verwendeten Daten aus einem Zeitraum stammten, in dem Aktionäre bei einem Delisting mit dem Wert, den die Aktien vor dem Börsenrückzug hatten, abzufinden waren⁹⁶ oder im Studiendesign preistreibende Hoffnungen auf eine Übernahmeprämie den Kurs der Aktie ebenso beeinflussen konnten wie der Börsenrückzug selbst.⁹⁷ Dann überraschte es nicht, dass ein Kursrückgang nicht festzustellen sei.⁹⁸ In solchen Studien spreche viel dafür, dass etwaige Kurssteigerungen nach der Ankündigung des Börsenrückzugs von den Abfindungen oder Hoffnungen getrieben seien und nicht vom Börsenrückzug selbst.⁹⁹ Aktuell stützen juristische Autoren nun ihrerseits Argumente für eine Abfindungsangebotspflicht zu Gunsten der Minderheitsaktionäre auf verschiedene Studien zum Börsenrückzug, die den Zeitraum nach Frosta betreffen und einen Preisverfall nach der Ankündigung eines Börsenrückzugs belegen sollen.¹⁰⁰ In das gleiche Horn stieß schließlich neben prominenten juristischen Gutachtern¹⁰¹ auch der Gesetzgeber selbst.¹⁰²

1. Was ist die empirische Frage?

Zunächst muss geklärt werden, ob die entscheidende Frage zur Klärung des Regelungsbedarfs wirklich empirisch beantwortet werden kann. Dabei wird hier nicht auf den naturalistischen Fehlschluss angespielt. Durch die Wahl des Wohlfahrtsmaßstabs ist entscheidend, wem es empirisch besser, wem schlechter und wie groß der Saldo dieser beiden Positionen ist. In der Diskussion um die Regulierung des Delistings wurde aber vor allem auf die Bewegungen des Preises der Aktie geblitzt, die von der Börse genommen wurde: Würde ein Börsenrückzug zu einem Preisrückgang führen, so schien es, spreche das für einen Regelungsbedarf. Wäre das nicht der Fall, sei auch eine Regulierung nicht erforderlich. Die Antwort auf die empirische Frage „Wie entwickelt sich der Aktienpreis bei Delisting?“ ist jedoch zum Beleg eines Regelungsbedarfs nicht ausreichend.

Ein Regelungsbedarf besteht nach dem hier angelegten Maßstab dann nicht, wenn die real vorkommenden Börsenrückzüge solche sind, die Wert generieren. Ein fallender Kurs bedeutet aber nicht notwendig, dass der Börsenrückzug Wert zerstört. Das liegt zuallererst daran, dass der Börsenrückzug auch Information an den Markt gibt. Möglicherweise beruht der Kursrückgang also nicht auf dem Börsenrückzug selbst, sondern darauf, dass die Marktteilnehmer durch ihn erfahren, dass es dem Unternehmen schlecht geht.

Ferner sind nicht alle Kosten und alle Vorteile voll im Kurs der Aktie enthalten. Insbesondere die Kontrollvorteile des Hauptaktionärs sind im Börsenkurs nicht voll enthalten.¹⁰³ Entsprechend messen Finanzwissenschaftler Kontrollvorteile

zum Teil durch den Vergleich des Preises, den der Erwerber eines Kontrollblocks pro Aktie bezahlt (der die Kontrollvorteile reflektieren sollte) und des Aktienkurses am Markt nach der Transaktion (der die Kontrollvorteile nicht abbilden sollte).¹⁰⁴

Der Kurs bildet Kontrollvorteile meist nicht voll ab, weil künftige Hauptaktionäre ihre Nachfrage typischerweise nicht an den öffentlichen Markt bringen. Der erste Aktionär, der die Kontrolle durch Kauf der Aktien am Markt erwirbt, ist allein „Herr im Haus.“ Wenn ein zweiter die Kontrolle erwerben will, wird er direkt den ersten herauskaufen und nicht am Markt ein Kontrollpaket erwerben, um sicher zu gehen, dass er wieder allein „Herr im Haus ist“. Auch ist die Nachfrage nach einem derivativen Kontrollerwerb aufgrund eines „first-mover-advantages“ unter Umständen klein. Ein Ankeraktionär, der die Kontrolle derivativ erwirbt, muss den alten mit dem Kaufpreis für den Verlust von dessen Kontrollvorteilen entschädigen. Der alte ist außerdem Monopolist beim Verkauf der Kontrolle. Kann der neue also seine Vorteile gegenüber dem alten noch erhöhen, kann der alte ihm auch diese zusätzlichen Vorteile abverhandeln.¹⁰⁵ Das senkt die Anreize überhaupt nach einer Gelegenheit zum derivativen Kontrollerwerb zu suchen.

Schließlich, wenn der Hauptaktionär durch die Liquiditätskosten des Börsenrückzugs weniger betroffen ist als Minderheitsaktionäre und große Aktienpakete wegen des „first-mover-advantages“ nicht über die Börse gehandelt werden, dann könnte der Aktienkurs den Liquiditätskosten ein zu großes Gewicht beimessen. Die Beobachtung fallender Kurse nach der Ankündigung eines Börsenrückzugs lässt den Beobachtenden also im Ungewissen, ob ein Börsenrückzug effizient war oder nicht. Nur darauf käme es aber an – zumindest nach dem hier zugrunde gelegten normativen Maßstab. Fallende Kurse sind daher keine

94) BGH ZIP 2013, 2254 = NJW 2014, 146, 149.

95) Bayer & Hoffmann (2013). Im Anschluss daran dann Brellocks (2014), S. 640; Drygala (2015); Habersack (2014), S. 148; Hasselbach & Prühl (2015), S. 210; Hirte (2015), S. 3 f. Anders aber Arnold & Rothenburg (2014), S. 154; Auer (2015), Fußn. 79, vgl. aber auch Fußn. 80; Roßkopf (2014), S. 500; Thomale (2013), S. 709; Wieneke (2014), S. 23.

96) Dieser Einwand bezieht sich auf die Studie des DAI, berichtet in Heldt & Royé (2012).

97) Eisele (2006) hatten Kurssteigerungen von 10 % in Reaktion auf Ankündigungen von Going-Private-Transaktionen gefunden. Dabei hatten sie jedoch an Übernahmeangebote nach WpÜG angeknüpft und so die Effekte verlорener Liquidität und erhoffter Übernahmeprämie vermischt, so richtig Bayer & Hoffmann (2013), R 371 f.

98) Vgl. nur Bayer & Hoffmann (2013).

99) Bayer & Hoffmann (2013).

100) Bayer (2015a), S. 856; Bayer & Hoffmann (2015); Buckel, Glindemann & Vogel (2015), S. 375; Habersack (2014); Koch & Harnos (2015), S. 729 und 732; Wicke (2015), S. 492 f.

101) Zwei der drei Gutachter des Ausschusses für Justiz und Verbraucher sehen ausdrücklich Handlungsbedarf: Habersack (2015), S. 6 f.; Koch (2015), S. 7 f. Einer nimmt eine Regelung unter Bezugnahme auf den Auftrag als geboten an, Noack (2015), S. 7 ff.

102) Fechner (SPD) (Deutscher Bundestag, 2015b), S. 9313 f.; Harbarth (CDU/CSU) (Deutscher Bundestag, 2015b), S. 9311 f.; Pitterle (Linke) (Deutscher Bundestag, 2015b), S. 9315; Schick (Grüne) (Deutscher Bundestag, 2015b), S. 9315; Ullrich (CDU/CSU) (Deutscher Bundestag, 2015b), S. 9312 f. Über das Meinungsbild im Bundesrat berichtet Bayer (2015a), S. 856.

103) Sie sind allenfalls als Kosten der Minderheitsaktionäre voll enthalten, was aber bedeuten würde, dass Kontrollvorteile, die in reiner kostenloser Umverteilung von der Minderheit zum Hauptaktionär bestehen, sich kurssenkend auswirken müssten.

104) Dazu Dyck & Zingales (2004), S. 538.

105) Becht, Bolton & Röell (2007), S. 849, 881; Dyck & Zingales (2004), S. 538, 544 und insbes. 552; Fischel (1983), S. 895 f.

hinreichende Bedingung zum Beleg des Regulierungsbedarfs. Sie sind aber eine notwendige Bedingung. Stiegen die Kurse regelmäßig nach Ankündigung eines Delistings, spräche das dafür, dass die Minderheitsaktionäre Vorteile hätten. Und aus dem Einfluss des faktischen Hauptaktionärs auf den Vorstand kann man schließen, dass auch er Vorteile hat, da er sonst auf das Management eingewirkt hätte, um den Rückzug zu unterbinden.

2. Wer ging nach Frosta von der Börse?

Selbst wenn man aber aus der Beobachtung, dass der Börsenrückzug zu einem Kursverfall führt, Schlussfolgerung zum Regulierungsbedarf ziehen wollte, wäre diese Beobachtung anhand deutscher Daten der letzten 20 Jahre nicht sicher zu machen.

Zunächst sind die Unternehmen, die nach Frosta von der Börse gegangen sind, spezifisch für den Wechsel der Regulierungsregime. Beobachtungen, die an ihnen gemacht werden, können daher wahrscheinlich nicht auf andere Zeiten und Situationen übertragen werden. Die Abfindungslösung nach Macrotron sollte Minderheitsaktionäre vermögensmäßig so stellen, wie sie ohne Börsenrückzug gestanden hätten. Wenn das gelang, ließen schon die Macrotron-Grundsätze nur bestimmte Delistings zu und verhinderten andere: Gesellschaften, für die der Börsenrückzug insgesamt einen Vorteil generierte, konnten ihn durchführen (effiziente Delistings). Nur wenn der Börsenrückzug insgesamt Wert generierte, konnte der Hauptaktionär am Börsenrückzug auch nach Abfindung der Minderheitsaktionäre noch verdienen. Nicht von der Börse gehen konnten dagegen solche Unternehmen, bei denen der Börsenrückzug zwar dem Hauptaktionär Gewinn versprach, allerdings einen Gewinn, der kleiner war, als der Verlust der Minderheitsaktionäre (ineffiziente Delistings).

Diese letztgenannten Unternehmen sammelten sich während des Jahrzehnts, in dem die Macrotron-Grundsätze galten, an der Börse. Nach Frosta konnten auch diese Unternehmen von der Börse gehen. Weil eine Abfindung nicht mehr nötig war, konnte der Hauptaktionär am Börsenrückzug verdienen, selbst wenn der Börsenrückzug insgesamt Wert zerstörte. Frosta öffnete gleichsam ein Schleusentor, durch das die angesammelten Fälle ineffizienter Delistings aus elf Jahren in einem Schwall von der Börse strömten.¹⁰⁶ Bei solchen ineffizienten Delistings ist zu erwarten, dass der Börsenkurs besonders stark fällt – es wird ja gerade Wert vernichtet. Insofern ist es wahrscheinlich, dass eine Messung der Wirkung von Delisting-Ankündigungen auf den Börsenkurs anhand von Börsenrückzügen relativ kurz nach Frosta den Kursverfall durch Börsenrückzug überschätzt.

Zusätzlich begegnet eine kausale Interpretation der in den bisherigen Studien gefundenen Korrelationen einem eher formalen, aber dennoch durchgreifenden Einwand: ohne zufällige Zuteilung auf die behandelte Gruppe und Vergleichsgruppe („Randomisierung“) ist es praktisch unmöglich, zuverlässig auf Kausalität zu schließen.¹⁰⁷ Wenn man die kausale Wirkung des Börsenrückzugs auf den Aktienkurs bestimmen will, kann man die mit dem Börsenrückzug einhergehende Kursentwicklung

der Unternehmen, die von der Börse gingen, mit der Kursentwicklung von weiterhin gelisteten Aktien zur selben Zeit vergleichen. Sicher auf die Kausalität des Börsenrückzugs für den Kursverfall kann man allerdings nur schließen, wenn die beiden verglichenen Gruppen im Übrigen gleich sind. Sonst kann nicht ausgeschlossen werden, dass unbeobachtete Unterschiede zwischen den Gruppen die unterschiedliche Kursbewegung nach der Ankündigung eines Börsenrückzugs besser erklären als der Börsenrückzug selbst. Idealerweise schafft man Gleichheit zwischen den Gruppen unter Rückgriff auf das Gesetz der großen Zahl wie in einem Experiment durch zufällige Zuteilung.¹⁰⁸ Die Unternehmen haben sich aber selbst ausgesucht, ob sie sich von der Börse zurückziehen wollen. Diese Entscheidung ruhte auf Gründen im Unternehmen. Es ist damit praktisch sicher, dass die beiden Gruppen nicht gleich sind.¹⁰⁹ Ein kausaler Schluss ist damit aus der Betrachtung der Kursveränderungen nach Börsenrückzug nicht sicher zu ziehen.

Die Studien zum Börsenrückzug wählen den Ansatz der Ereignisstudie.¹¹⁰ Der Aktienkurs nach dem Börsenrückzug wird mit dem für diesen Zeitpunkt erwarteten Aktienkurs derselben Aktie verglichen. Die Differenz („abnormale Rendite“) wird dann für die Auswirkung des Ereignisses gehalten. Der Einfluss von Markttrends wird bei Betrachtung des Durchschnittseffekts einerseits für ausgeschlossen gehalten, weil man annimmt, die betrachteten Börsenrückzüge seien zufällig in der Zeit verteilt und unterlägen so ganz unterschiedlichen, zufälligen Trends. Andererseits schätzt man, wie der Kurs der Aktie mit dem Markt korreliert und in welchem Abstand er zu ihm liegt, und schätzt dann den Kurs der Aktie aus dem Marktpreisniveau. So ist nicht so offensichtlich, dass eine Randomisierung fehlt. Denn wenn man mit *derselben* Aktie vergleicht und Trends keine Rolle spielen, scheinen beide Vergleichsgruppen ja gleich zu sein. Aber erstens verschärft die Schätzung des erwarteten Kurses aus dem Markttrend das Problem: Wenn die delistenden Unternehmen anders sind als der Markt, sollte man nicht überrascht sein, wenn man zwischen dem Kurs ihrer Aktien und dem Markt (der ja Grundlage des erwarteten Kurses der Aktien ist) einen Unterschied findet.¹¹¹

106) Doumet, Limbach & Theissen (2015), Fußn. 3, finden beispielsweise, dass zwischen dem 1. 8. 2013 und dem 31. 5. 2015 61 (ca. 40/Jahr) Unternehmen ihren Börsenrückzug ankündigten; Aders, Muxfeld & Lill (2015), S. 389 berichten von 76 im Zeitraum zwischen 1. 8. 2013 und 3. 9. 2015 (etwas weniger als 40/Jahr). Zum Vergleich berichten Doumet, Limbach & Theissen (2015), Fußn. 3, dass nach der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e. V. im Jahr 2012 nur 11 Unternehmen delisteten und nach dem deutschen Aktieninstitut zwischen dem 1. 1. 2001 und dem 31. 12. 2009 nur 101 Unternehmen den Börsenrückzug ankündigten (ca. 11/Jahr).

107) Kugler, Schwerdt & Wößmann (2014).

108) Kugler, Schwerdt & Wößmann (2014), S. 108 ff.

109) Vgl. sowohl Doumet, Limbach & Theissen (2015) als auch Karami & Schuster (2015), die beide einen Abschnitt enthalten, in dem die Autoren erfolgreich nach Unterschieden zwischen den Delistenden und den am Markt verbleibenden Unternehmen suchen.

110) Vgl. zum Folgenden z. B. Aders, Muxfeld & Lill (2015), S. 389 f.; Doumet, Limbach & Theissen (2015), S. 11 ff.

111) Die Berechnung des erwarteten Kurses basiert auf zwei Parametern, die angeben, wie sich die Aktie in der Vergangenheit im Verhältnis zum Markt entwickelt hat. Darin ist natürlich schon ein guter Teil des Unterschieds zwischen dem Markt und dem delistenden Unternehmen enthalten, der sich dann in der abnormalen Rendite nicht mehr niederschlägt. Allerdings ist unklar, ob diese Parameter auch die für ein Delisting relevanten Unterschiede wiedergeben. Ein Delisting oder auch nur ein ähnliches Event hat sich in dem zur Kalibrierung verwandten Zeitraum ja mit Sicherheit nicht ereignet.

Und zweitens lässt sich mindestens eine Alternativerklärung nicht sicher ausschließen: Es bleibt unklar, ob der Börsenrückzug Symptom oder Ursache eines Aktienkursverfalls ist. Vielleicht fällt der Kurs, weil Marktteilnehmer aus der Tatsache, dass ein Unternehmen von der Börse geht, schließen, dass der Fundamentalwert niedriger ist als gedacht.¹¹²⁾ Zu guter Letzt hat jede Ereignisstudie das Problem, dass sie nie sicher sein kann, ob das Delisting nicht von den Marktteilnehmern antizipiert wurde und daher bei Veröffentlichung des Entschlusses schon (ggf. teilweise) eingepreist war.

3. Die Studien nach Frosta

Vor allem drei Studien sind seit Frosta in der Reformdiskussion berücksichtigt worden. Keine der drei löst die genannten Probleme vollständig.

3.1 Doumet et al.¹¹³⁾

Doumet und Co-Autoren betrachten 24 Börsenrückzüge,¹¹⁴⁾ die zwischen dem 1. 8. 2013 (Frosta-Beschluss) und 31. 5. 2015 angekündigt wurden. Dabei stellen sie vier Fragen. Erstens, wie unterscheiden sich später delistende Unternehmen von anderen Unternehmen des CDAX? Zweitens, wie entwickelt sich der Kurs nach Ankündigung eines Delistings? Drittens, welche Faktoren beeinflussen die Wirkung des Delistings auf den Kurs? Viertens, wie wirkt ein Downlisting auf die Liquidität der Aktie?

Im Ergebnis finden die Autoren in ihrer Ereignisstudie, die der soeben beschriebenen Methode folgt,¹¹⁵⁾ heraus, dass die Unternehmen die sich nach Frosta von der Börse zurückziehen dadurch auszeichnen, dass sie sich im Durchschnitt zu einem geringeren Anteil in Streubesitz befinden (18 der 24 betrachteten Unternehmen haben eine Aktionär, der über 50 % der Aktien hält) und dass ihre Aktien im Durchschnitt nur ein Handelsvolumen von 1/16 des CDAX-Durchschnitts aufweisen. Ferner geht ein Delisting mit einer durchschnittlichen kumulierten abnormalen Rendite von -6 % einher.¹¹⁶⁾ Nach der Ankündigung von Downlistings finden sie allerdings keinen statistisch signifikanten Kurseffekt.¹¹⁷⁾ Weitere Faktoren mit Wirkung auf die Größe des Kurseffekts können die Autoren leider nicht mit statistischer Signifikanz feststellen; sie finden allein, dass der Kursverfall für Downlistings kleiner ist als für vollständige Delistings.¹¹⁸⁾ Schließlich finden die Autoren, dass der Handel der Aktien im Freiverkehr merklich weniger liquide ist, als er es an der regulierten Börse war.¹¹⁹⁾

Die Ergebnisse passen gut zu den angestellten abstrakten Überlegungen. Dass Downlisting einen kleineren Effekt auf den Kurs hat, passt zu der Überlegung, dass Publizitätspflichten den Effekt treiben. Der Einschnitt in die Transparenz ist bei einem vollständigen Börsenrückzug gravierender als wenn die privatrechtlichen Regeln des qualifizierten Freiverkehrs die öffentlich-rechtlichen Publizitätspflichten der Börse ersetzen. Dass das Handelsvolumen von Delistingkandidaten nur 1/16 des Index-Durchschnitts beträgt, spricht dafür, dass die Kosten des Listings insbesondere dann nicht mehr für gerechtfertigt gehalten werden, wenn die Börse das erhoffte Maß an Li-

quidität nicht mehr erzeugen kann. Und der Umstand, dass sich Delistingkandidaten durch geringen Streubesitz auszeichnen, rechtfertigt die Konzentration auf den Konflikt zwischen Hauptaktionär und Minderheitsaktionäre. Die notwendige Bedingung für das Vorliegen eines Regelungsbedarfs – fallende Börsenkurse bei Delisting – belegt die Studie.

Die Ergebnisse sind weitgehend belastbar. Allein das Ergebnis, dass Downlistings nicht zu einem Kursrückgang führen, sollte mit Vorsicht interpretiert werden – worauf auch die Autoren selbst hinweisen.¹²⁰⁾ Eine statistische Auswertung mit acht Beobachtungen ist weder repräsentativ noch hat sie große „power“.¹²¹⁾ Insofern bedeutet die Tatsache, dass die Autoren keinen signifikanten Kursrückgang bei Downlistings gefunden haben, streng genommen nur, dass man aus der Studie über Downlistings nichts lernt.

Die Verallgemeinerungsfähigkeit der Ergebnisse erscheint jedoch beschränkt. Die Probleme des möglicherweise fehlenden Ausdrucks der Vorteile des Hauptaktionärs im Börsenkurs, des verzerrten Samples und der fehlenden zufälligen Zuteilung kann die Methode von Doumet et al. (2015) nicht lösen. Zusätzliche Maße für die Vorteile des Hauptaktionärs sind weder in der Studie enthalten noch ersichtlich. Die Studie überschätzt mit hoher Wahrscheinlichkeit den Kursrückgang bei der Börsenrückzugsankündigung, weil das beobachtete Sample den oben beschriebenen „Schwall“ besonders ineffizienter Delistings umfasst. Sie findet gerade Indizien dafür, dass delistende Unternehmen anders sind als andere Unternehmen des CDAX. Dies lässt die fehlende zufällige Zuteilung als ein sehr einschlägiges Problem erscheinen. Und sie beschäftigt sich gar nicht mit der Frage, ob der Kurs wegen des Börsenrückzugs oder wegen der durch seine Ankündigung an den Markt gegebenen Information sinkt. Die Schlüsse, die man für künftige Börsenrückzüge aus dieser dennoch sehr aufschlussreichen und geschickt gemachten Studie ziehen kann, sind insgesamt begrenzt.

112) Macey, O'Hara & Pomplio (2008), S. 701 behandeln diesen Punkt ausdrücklich in ihrer Studie zur Wirkung von Zwangsdelistings, welche die NYSE aufgrund von Verstößen gegen ihre Listingkriterien vornahm. Sie versuchen das Problem zu lösen, indem sie die Unternehmen, deren Delisting absehbar war, mit den Unternehmen vergleichen, deren Delisting überraschender erfolgte.

113) Doumet, Limbach & Theissen (2015).

114) Vgl. Doumet, Limbach & Theissen (2015) S. 10: Sie ermitteln in dem betreffenden Zeitraum 61 Börsenrückzugsankündigungen, davon 41 aus dem regulierten Markt. Davon wiederum 10 in Insolvenz, die sie ausschließen. Und fünf weitere die sie ausschließen, weil mit dem Delisting andere kursrelevante Information veröffentlicht wurde. 8 der verbleibenden 24 Fälle betreffen Downlistings, d. h. Börsenrückzüge „bei denen schon am Ankündigungstag bekannt war, dass die Aktie nach dem Delisting vom regulierten Markt im Freiverkehr handelbar sein würde“.

115) Den erwarteten Kurs konstruieren die Autoren aus dem CDAX.

116) Doumet, Limbach & Theissen (2015), S. 19.

117) Doumet, Limbach & Theissen (2015), S. 20.

118) Doumet, Limbach & Theissen (2015), S. 22, alle betrachteten Koeffizienten sind insignifikant, bis auf den dummy für Downlisting, der signifikant positiv ist.

119) Doumet, Limbach & Theissen (2015), S. 23, Liquidität messen die Autoren als Geld-Brief-Spanne. Da diese im Freiverkehr nicht veröffentlicht wird, approximieren sie sie statistisch.

120) Wenn auch erst auf S. 25.

121) Die „power“ eines statistischen Tests bezeichnet die Wahrscheinlichkeit dass ein Effekt, der da ist, auch gefunden wird. Sie ist der Gegenwert zum p-Wert, der Wahrscheinlichkeit, dass ein Effekt den man gefunden hat, auch wirklich da ist.

3.2 *Karami & Schuster*¹²²⁾

Karami und *Schuster* betrachten in ihrer Studie, über die sie ausführlich berichten, 70 Fälle von Marktrückzugsankündigungen. Auch *Karami* und *Schuster* nutzen die schon beschriebene Ereignisstudienmethodik und berechnen die abnormale Rendite als Differenz zwischen dem tatsächlichen und dem aus der Marktentwicklung abgeleiteten erwarteten Aktienkurs.¹²³⁾

Karami und *Schuster* finden, ebenso wie *Doumet et al.*, dass die aus dem regulierten Markt delistenden Unternehmen eher von einem großen Aktionär beherrscht werden.¹²⁴⁾ Hinsichtlich des Kurseffekts finden sie nach Ausschluss eines offenbar extremen Ausreißers eine durchschnittliche kumulative abnormale Rendite von -7,29 % über die gesamte Stichprobe. Aufgeschlüsselt nach den unterschiedlichen Fällen des Delistings, die sie unterscheiden, finden sie vor allem beim Delisting vom regulierten Markt eine statistisch signifikante stark negative durchschnittliche kumulative abnormale Rendite von -14 %. Wenn eine Gesellschaft sich zu einem höheren Anteil in Streubesitz befindet, wirkt sich das verstärkend auf den Kursrückgang bei Delisting aus.¹²⁵⁾ Auch *Karami* und *Schuster* finden, dass die Aktien der Unternehmen, die sich später von der Börse zurückziehen schon vorher weniger liquide sind als die von vergleichbaren Unternehmen.¹²⁶⁾

Diese Ergebnisse decken sich weitgehend mit denen von *Doumet et al.* und sind daher ebenfalls weitgehend mit den abstrakten Überlegungen kompatibel. Auf den verstärkenden Effekt von Streubesitz auf die negative abnormale Rendite durch Delisting wird noch zurückzukommen sein. Die Argumente gegen die Verallgemeinerungsfähigkeit der Ergebnisse der Studie von *Doumet et al.* sprechen genauso gegen eine Verallgemeinerung der Ergebnisse von *Karami* und *Schuster*.

3.3 *Aders et al.*¹²⁷⁾

Aders und Co-Autoren betrachten 33 Unternehmen, die zwischen dem 1. 8. 2013 und dem 3. 9. 2015 einen Börsenrückzug ankündigten. Methodisch nutzen sie wie *Doumet et al.* (2015) den Eventsstudienansatz und messen die abnormale Rendite als durchschnittliche Differenz des nach dem Event wirklich ermittelten Kurses und des erwarteten Kurses.

Auf Grundlage dieses Studiendesigns finden *Aders et al.* eine kumulierte durchschnittliche abnormale Rendite von -7,1 %.¹²⁸⁾ *Aders et al.* kontrollieren dann ihr Ergebnis noch auf Verzerrungen durch Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge und erwartete Abfindungsangebote aufgrund bereits geplanter Strukturmaßnahmen. Nachdem die Unternehmen ausgeschlossen wurden, für die diese Faktoren relevant sind, finden *Aders et al.* erwartungsgemäß einen stärkeren Effekt von einem Kursrückgang in Höhe von zwischen 9,4 % und 13 %. Ferner stellen die Autoren ebenfalls fest, dass die Liquidität der Aktien (gemessen als Geld-Brief-Spanne), deren Börsenrückzug angekündigt wird, schon vor dieser Ankündigung geringer ist als die der Unternehmen in einem Vergleichsindex (DAX und CDAX).

Im Wesentlichen bestätigt diese Studie die Ergebnisse von *Doumet et al.* und von *Karami* und *Schuster*. Die interessanteste

Nuancierung ist der Hinweis, dass man den Effekt vielleicht unterschätzt, wenn man sich auch solche Unternehmen anschaut, die einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag unterliegen oder bekanntermaßen einer Strukturmaßnahme mit Abfindungsangebot unterworfen sein werden. Zur Behebung der oben vorgetragenen grundsätzlichen Einwände unternimmt auch diese Studie nichts. Ihre Ergebnisse sind damit ebenfalls nur eingeschränkt verallgemeinerbar.

4. Zwischenergebnis

Die Bedeutung der Studien, die sich auf Börsenrückzüge nach dem Frosta-Beschluss beziehen, für die Diskussion darüber, ob das Delisting einer Regulierung bedarf, sollte man nicht überschätzen. Der Aktienkurs bildet zwar die Nachteile der Anleger, nicht aber alle Vorteile des Hauptaktionärs ab, die durch den Rückzug verursacht werden. Daher gibt der Kursverfall durch Delisting allein keine Antwort auf die Frage nach dem Regulierungsbedarf. Selbst wenn es auf die Aktienkursbewegung ankäme, ist die Stichprobe der Unternehmen, die sich nach Frosta von der Börse zurückgezogen haben, verzerrt. Und es ist bisher noch kein Studiendesign gefunden worden, das zwischen dem Kurseffekt des Delistings selbst und demjenigen der Information über das Unternehmen, die zeitgleich an den Markt gegeben wird, trennen kann.¹²⁹⁾

Keine der Studien nach Frosta hat eine Antwort auf diese drei Einwände gefunden. Alle bestätigen aber die notwendige Bedingung für das Vorliegen eines Regulierungsbedarfs: Alle Studien finden einen Kursrückgang in Folge des Delistings der zwischen 6 % und 8 % liegt.

Ein möglicherweise unterschätztes Ergebnis aller Studien nach Frosta ist, dass sie alle beobachten, dass nahezu alle Unternehmen, die delisten, einen beherrschenden Aktionär aufweisen.¹³⁰⁾ Die Kontrolle des Managements sollte daher eine eher untergeordnete Rolle spielen. Die Tatsache, dass der Streubesitz von delistenden Unternehmen signifikant kleiner ist als der von vergleichbaren Unternehmen, deutet darauf hin, dass der Konflikt zwischen Hauptaktionär und Minderheitsaktionären die treibende Kraft hinter den Börsenrückzügen nach

122) *Karami & Schuster* (2015).

123) *Karami & Schuster* (2015), S. 25. *Karami* und *Schuster* berechnen in einem zusätzlichen Modell die abnormale Rendite anders als *Doumet, Limbach & Theissen* auch noch als Differenz der Marktrendite und der Rendite der Aktie. Der Nutzen des zusätzlichen Modells, das die Aktie unmittelbar mit dem Markt vergleicht, ist schwer einzusehen. Es verschärft das Problem fehlender Randomisierung und die Annahmen des Modells (ein beta von 1 und ein alpha von null) sind empirisch nicht erfüllt.

124) *Karami & Schuster* (2015), S. 32.

125) *Karami & Schuster* (2015), S. 40.

126) *Karami & Schuster* (2015), S. 51 f.

127) *Aders, Muxfeld & Lill* (2015).

128) *Aders, Muxfeld & Lill* (2015), S. 395.

129) Ein anderes Design könnte diesen Informationseffekt vom eigentlichen Effekt des Delistings trennen. Dieses Design würde den Frosta-Beschluss als Event verwenden und prüfen, wie er sich auf Unternehmen auswirkte deren Eigenschaften ihr Delisting vorhersagten. Zur Bestimmung dieser „Delistingkandidaten“ müsste man allerdings sehr genau verstehen, warum Unternehmen delisten. Ferner wäre nicht auszuschließen, dass der Frosta-Beschluss schon vom Markt antizipiert wurde, so dass solch eine Studie den Delistingeffekt unterschätzen würde.

130) Für Rückzüge vom regulierten Markt auch schon *Bayer & Hoffmann* (2015), R57 f.

Frosta war. Ein Fragezeichen setzen *Karami* und *Schuster* an diese beiden Thesen. Sie bemerken: je größer der Anteil an Aktien im Streubesitz desto größer der Kursrückgang bei Delisting. Deutet das darauf hin, dass die Kontrolle des Managements zwar vielleicht eine untergeordnete Rolle spielt, aber relevant bleibt?

IV. Welches Mittel erfüllt den Regulierungsbedarf?

Damit ist festgestellt, dass man nach bisherigem Erkenntnisstand davon ausgehen musste, dass ein Regulierungsbedarf bestand: *Ex-ante* würden alle Kapitalmarktteilnehmer – Emittenten, Anleger und Großaktionäre – es begrüßen, wenn der Gesetzgeber eine Regelung trafe, die ineffiziente Börsenrückzüge verhinderte und effiziente ermöglichte. Der Gesetzgeber sollte diese Regelung nun so treffen, dass sie so geringe Kosten wie möglich verursacht. Zur Debatte standen im Wesentlichen drei Mittel: die Verpflichtung zum Angebot einer Abfindung, zu der die Minderheitsaktionäre ihre Aktie an den Hauptaktionär abgeben können, eine Entschädigung¹³¹⁾ und/oder ein Hauptversammlungsbeschluss.

1. Abfindungsangebot oder Entschädigung

In einer Welt mit erheblichen Transaktionskosten hat es oft Vorteile, denjenigen, der eine potentiell effiziente Maßnahme plant, voranschreiten zu lassen, unter der Auflage, die Betroffenen zu entschädigen („liability rule“); den Betroffenen Rechte zur Verhinderung („property rule“) des Vorhabens einzuräumen, begründet die Gefahr, dass die freiwillige Einigung über die Maßnahme an den Transaktionskosten scheitert und so effiziente Maßnahmen verhindert werden.¹³²⁾ Sowohl das Abfindungsangebot (Kaufangebot zum Marktpreis vor Delisting) als auch die Entschädigung (Erstattung der Differenz des Werts der Aktie vor und nach Delisting) sind „liability rules“ in diesem Sinne und daher prinzipiell geeignet das Problem zu lösen.

In vereinfachter Betrachtung und insbesondere unter dem Ideal perfekter Feststellbarkeit des Werts der Aktie sind Abfindung und Entschädigung äquivalente Maßnahmen. Wenn der Wert der Aktie vor Delisting 10 ist und durch das Delisting auf 8 sinkt, dann ist der Verlust durch Delisting pro Aktie 2. Bei Annahme eines Barabfindungsangebots würde der Minderheitsaktionär in Form der Aktie 8 hingeben und 10 erhalten (die Abfindung in Höhe des vormaligen Aktienwerts), so dass der Nettotransfer 2 betrüge. Bei einer Entschädigung behielte der Minderheitsaktionär seine Aktie, 8, und erhielte zusätzlich eine Entschädigung von 2. Wieder wäre der Nettotransfer 2.¹³³⁾

1.1 Abfindungsangebot¹³⁴⁾

Der Gesetzgeber hat den Weg eines Abfindungsangebots gewählt. Wenn das Barabfindungsangebot dem Wert der Aktie entspricht, ist gewährleistet, dass der Minderheitsaktionär nichts verliert.

Der Charme der gesetzlichen Abfindungslösung ist, dass sie das Koordinationsproblem der Aktionäre elegant umgeht. Jeder Aktionär entscheidet für sich, ob er annehmen will oder nicht.

Dennoch generiert die Pflicht zum Abfindungsangebot die richtigen Anreize. Die Minderheitsaktionäre sind indifferent zwischen dem Börsenrückzug und dem Verbleib an der Börse. Der Hauptaktionär trägt alle Kosten und wird von der Börse gehen, wenn er daran trotz der Kosten verdient. Damit werden nur werterhöhende Delistings durchgeführt.

Das Abfindungsangebot mildert auch das Problem der Informationsasymmetrie ab. Uninformierte Aktionäre können nicht eine effiziente Allokation verhindern, indem sie einen zu niedrigen bzw. zu hohen Preis fordern.

Drittens erleichtert die Ausrichtung am wirklichen Wert der Aktie vor Ankündigung des Börsenrückzugs dem Gericht, die Abfindungshöhe festzustellen. Man muss nicht in die Zukunft schauen, sondern kann im Ausgangspunkt einen wirklichen Marktpreis zur Orientierung nutzen.

Schließlich ist es nicht ungerecht, dass den Aktionären nicht mehr als ein Ausgleich ihres Nettonachteils gewährt wird (sie partizipieren nicht darüberhinaus am Nettovorteil des Hauptaktionärs), sondern effizient. Den Vorteil des Hauptaktionärs durch ein Gericht zu bemessen, ist praktisch unmöglich. Wenn man den Minderheitsaktionären nicht mehr als ihren Reservationspreis gewährt, stellt man sicher, dass jeder Hauptaktionär, dessen Vorteil über diesem Mindestpreis liegt, auch einen Börsenrückzug betreibt. Das gewährleistet, dass alle effizienten Delistings auch durchgeführt werden.¹³⁵⁾

Das theoretisch gute Institut der Pflicht zum Abfindungsangebot hat natürlich auch Schattenseiten.

Die Abfindungshöhe lässt sich in der Praxis kaum objektiv bestimmen. Das macht die Abfindungslösung grundsätzlich streitgeneigt. Die betriebswirtschaftliche Bestimmung des Unternehmenswerts nach der Ertragswertmethode ist extrem un-

131) Eine solche zieht *Hirte* (2015), S. 4 zumindest in Betracht: „[Das Gesetz] geht aber davon aus, dass eine Abfindung (selbstverständlich) nur insoweit geboten ist, als der Aktionär infolge der zur Abfindung verpflichtenden Maßnahme einen Wertverlust erleidet. [...] Im Falle einer bloßen Teilentschädigung müsste allerdings sichergestellt sein, dass die erhaltene Entschädigung auf etwaige weitere Entschädigungen, insbesondere im Rahmen von Konzernierungsmaßnahmen oder infolge eines Zwangsausschlusses, angerechnet wird.“ Wenn auf die Teilentschädigung noch ein Zwangsausschluss folgen kann, scheint *Hirte* also zu meinen, der entschädigte Aktionär solle die Aktie zunächst noch behalten.

132) *Fischel* (1983), S. 899 f. unter Rückgriff auf die Unterscheidung von *Calabresi & Melamed* (1972).

133) Wenn man dem Emittenten selbst erlaubt die Abfindung zu zahlen, ist ein entscheidender Unterschied zwischen Abfindung und Entschädigung dass die Abfindung Kapital aus der Gesellschaft abzieht. Wenn ein Dritter, z. B. der Hauptaktionär, die Abfindung zahlt, dann ist der wichtigste Unterschied zwischen Entschädigung und Abfindung wohl, dass der Bieter für die Abfindung größere Mengen an Liquidität einsetzen muss – er zahlt in bar, vergrößert sein wahrscheinlich ohnehin schon großes Aktienpaket und macht damit den Markt für die Aktie noch illiquider.

134) Zum Grundgedanken, dass die Abfindung Pareto-Effizienz induziert schon *Easterbrook & Fischel* (1991), S. 715. Zur Funktion der Abfindung als Schutz der Minderheitsaktionäre vor einer Ausnutzung ihrer Koordinationsprobleme durch den Mehrheitsaktionär, die es ihm erlaubt, mehr als den ihm „pro-rata“ zustehenden Vorteil zuzueignen und daher Wohlfahrtssenkende Maßnahmen durchzuführen, *Fischel* (1983), S. 876 f., 879, 883 f.

135) Mit einem ähnlichen Argument *Easterbrook & Fischel* (1991), S. 698, „We argue, in contrast, that those who produce a gain should be allowed to keep it, subject to the constraint that other parties to the transaction be at least as well off as before the transaction. Any attempt to require sharing simply reduces the likelihood that there will be gains to share.“

sicher¹³⁶) und anfällig für Beeinflussung durch den Hauptaktionär. Er kontrolliert durch seine Nähe zum Management die Information und die handelnden Personen, die die Berechnungen determinieren.¹³⁷ Der Börsenwert ist eine problematische Grundlage der Unternehmensbewertung, wenn es, wie so oft im Fall des Börsenrückzugs, um Unternehmen geht, deren Aktien nicht mehr viel gehandelt werden; ein illiquider Markt führt nicht nur zu einem Preisverfall sondern vor allem auch zu einer unsicheren Bestimmung des Börsenpreises; auch wird der Börsenpreis in illiquiden Märkten stärker auf Handelsaktivitäten reagieren als in liquiden.¹³⁸ Wenn die Marktliquidität also niedrig ist, gibt das dem Emittenten oder dem Hauptaktionär die Möglichkeit, den Preis durch Handel mit Blick auf den späteren Börsenrückzug zu beeinflussen.¹³⁹ Dass ein solches Handeln in Vorbereitung eines noch geplanten Börsenrückzugs möglicherweise als Insiderhandel bei Strafe verboten ist (§§ 13, 14 WpHG), wird die Strategie wegen der geringen Entdeckungswahrscheinlichkeit wohl nicht sicher verhindern.¹⁴⁰

Nicht die freiwillige Zustimmung der Aktionäre gewährleistet, dass die Minderheitsaktionäre in Höhe des Werts der Aktie abgefunden werden, sondern – in letzter Instanz – ein Gericht. Das setzt natürlich voraus, dass die Information, die zur Bestimmung der Abfindungshöhe erforderlich ist, über die Minderheitsaktionäre an das Gericht gelangt. Unter Macrotron wurde dies durch die Durchführung einer Hauptversammlung gewährleistet.

Die Neuregelung versucht diese Risiken der Abfindungslösung abzumildern: Die Streitgeneigtheit durch die Anknüpfung an den Aktienkurs; die fehlende Aussagekraft von Aktienkursen auf illiquiden Märkten und die Manipulationsgefahr durch einen Ausgleichsanspruch in diesen Fällen gem. § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG n. F.; die Information der Anleger durch eine Angebotsunterlage nach WpÜG,¹⁴¹ die Minderheitsaktionäre im Grundsatz ebenso wirksam mit Informationen versorgt wie die Hauptversammlung – vielleicht sogar kostengünstiger.¹⁴² Ob das gelingt bleibt abzuwarten.

Doch selbst ohne diese Abmilderung erscheinen die Kosten der Abfindungslösung im Vergleich zu den Koordinations- und Informationskosten, die die Abfindung vermeidet, eher klein. „Streitgeneigtheit“ beschreibt nichts anderes, als dass Minderheitsaktionäre viel Energie in den Versuch investieren, eine Abfindung zu ihrem Vorteil zu erhöhen. Dieser Aufwand schafft ein willkommenes Gegengewicht für die Manipulationsmöglichkeiten des Hauptaktionärs (Beeinflussung der Unternehmensbewertung oder Bewegung des Aktienkurses auf illiquiden Märkten). Solange die Gerichte über viele Verfahren gesehen die Abfindung im Durchschnitt richtig bestimmen – sich also ungefähr so oft und stark zu Gunsten des Hauptaktionärs vertun wie zu Gunsten der Minderheitsaktionäre – beeinflusst diese Unsicherheit die Anreize der Parteien nicht strukturell. Wenn die Fehler sich genau ausgleichen, ist für den Hauptaktionär das Risiko einer übertriebenen Abfindung ebenso groß wie die Chance auf eine zu niedrige. Dann ist der Erwartungswert der Abfindung genauso groß wie die richtige Abfindung. Der Hauptaktionär wird dann den Börsenrückzug nur betreiben, wenn das Delisting effizient ist.

Im Ergebnis lässt sich festhalten, dass die gesetzliche Anordnung eines Abfindungsangebots in Höhe des Werts der Aktie grundsätzlich eine gute Lösung ist. Solange die Fehler des Gerichts zufällig verteilt und nicht zu Gunsten einer Partei verzerrt sind, beeinträchtigen sie die Anreize der Parteien dabei nicht.

1.2 Entschädigung

Eine „liability rule“ in Reinform wäre die Zahlung einer Entschädigung an die Minderheitsaktionäre.¹⁴³ Diese Entschädigung müsste so hoch sein wie der durch das Delisting verursachte Wertverlust der Aktie. Gegen diese Lösung ist in prinzipieller Hinsicht nichts einzuwenden. Sie würde dafür sorgen, dass der Hauptaktionär die Kosten, die er bei den Minderheitsaktionären verursacht, voll internalisiert. Sie hätte gegenüber der Abfindungslösung den Vorzug, dass sie den Bieter weniger Liquidität kosten würde, weil der nicht die Mittel zum Erwerb der ganzen Aktie aufbringen müsste, sondern nur die zur Zahlung der Wertdifferenz.

Gegen diese Lösung sprechen praktische Gründe. Die Berechnung der Entschädigung dürfte aufwändiger sein als die Berechnung der Abfindung. Bei der Entschädigung ist das Unternehmen für zwei Zustände zu bewerten: Mit Delisting und ohne. Erst aus der Differenz dieser beiden Werte ergibt sich die Entschädigungshöhe. Bei der Bewertung des realen Aktienwerts ergeben sich alle Probleme, die schon bei der Abfindung besprochen wurden. Hinzu kommen dann noch die Schwierigkeiten bei der Bestimmung des hypothetischen Werts, den die Aktie hätte, hätte der Börsenrückzug nicht stattgefunden. Auch diese Methode ist unsicher.¹⁴⁴ Man denke nur an die Wahl der Vergleichsgruppe, anhand derer man den Markttrend bestimmt.

Bei der Abfindung ist das Unternehmen dagegen nur einmal für den Zeitpunkt vor Ankündigung des Delistings zu bewerten. Auf dieser Grundlage wird das Abfindungsangebot gemacht. Der richtige Werttransfer von Bieter zu Minderheitsaktionär ergibt sich dann daraus, dass der Bieter die Aktie erhält und dadurch ohne weiteres alle Kosten trägt, die er den Aktionären aufbürdet.

2. Hauptversammlungsbeschluss

Unter den Macrotron-Grundsätzen war auch ein Hauptversammlungsbeschluss erforderlich. Ein Hauptversammlungs-

136) *Fischel* (1983), S. 891 verweist insbesondere auf die Bewertung des Risikos künftiger Cash-Flows. Vgl. auch zur weitgehend beliebigen Abzinsungsrate *Krollus* (2012), S. 68 ff.

137) *Doumet, Limbach & Theissen* (2015), S. 25.

138) *Koch & Harnos* (2015), S. 732 m. w. N.

139) *Doumet, Limbach & Theissen* (2015), S. 25 f.

140) Vgl. etwa die Schilderung des Marseille-Kliniken-Falls bei *Bayer* (2015c), S. 196.

141) Mit einem entsprechenden Vorschlag schon *Koch & Harnos* (2015), S. 734.

142) *Hirte* (Deutscher Bundestag, 2015c), S. 12385.

143) Vorgesprochen bspw. von *Hirte* (2015), S. 4.

144) *Fischel* (1983), S. 894.

beschluss wurde auch bis zuletzt von den Oppositionsparteien im Gesetzgebungsverfahren gefordert.¹⁴⁵⁾ Solch ein Beschluss ist letztlich eine „property-rule“, die den Minderheitsaktionären das Recht verleiht, den Börsenrückzug zu verhindern und ihnen zugleich Mittel an die Hand gibt, die typischen, oben beschriebenen Probleme der „property-rule“ (vor allem Koordinationsprobleme) zu vermeiden.

Im Grundsatz kann auch der Hauptversammlungsbeschluss (ohne Abfindungsangebotspflicht) dazu führen, dass der Hauptaktionär beim Entschluss, das Unternehmen von der Börse zu nehmen, alle Kosten internalisiert. Weil der Hauptaktionär auf die Zustimmung der anderen Aktionäre angewiesen ist, muss er ihnen eine Partizipation am Vorteil des Börsenrückzugs anbieten, um ihre Zustimmung zu erreichen. Zustimmung werden die Minderheitsaktionäre nur, wenn der Hauptaktionär ihnen zumindest den erwarteten Nachteil ausgleicht.

Über seine Informationsfunktion im Zusammenhang mit dem Abfindungsangebot hinaus taugt ein Hauptversammlungsbeschluss zum wirklichen Internalisierungsinstrument nur, wenn der Beschluss ein deutlich höheres Quorum als 50 % der Anteile oder besser eine Mehrheit der Minderheit verlangt.¹⁴⁶⁾ Denn der Hauptaktionär, der den Börsenrückzug betreibt, wird in der Regel¹⁴⁷⁾ eine Mehrheit der Stimmen auf der Hauptversammlung stellen, so dass er einen einfachen Mehrheitsbeschluss zum Börsenrückzug praktisch allein fassen kann.¹⁴⁸⁾

Das Koordinationsproblem der Minderheitsaktionäre wird durch einen Hauptversammlungsbeschluss zum Teil beseitigt. Soweit die Mehrheit der Minderheit den Entschluss fassen muss, besteht die Gefahr eines „hold-outs“ nicht mehr.¹⁴⁹⁾

Schwierig hieran ist, dass solch ein Sonderbeschluss (§ 138 AktG) verlangt, dass man die stimmberechtigten Minderheitsaktionäre sicher bestimmen kann. Im Kontext der § 295 Abs. 2, § 296 Abs. 2, § 297 Abs. 2, § 302 Abs. 3 AktG ist das leicht anhand des entsprechenden Vertragsschlusses möglich, der die „außenstehenden“ Aktionäre klar identifiziert. Im hier betrachteten Kontext gibt es zwar eine konzeptionell klare Definition des Hauptaktionärs, der nicht mitstimmen sollte: Der Aktionär der den Börsenrückzug betreibt, weil damit seine private Kontrollvorteile steigen. Ob dieses Kriterium aber auch justiziabel ist, erscheint weniger sicher. Wie wäre vorzugehen im Falle einer Koalition aus beherrschenden Aktionären – gar einer Koalition, die sich nicht einig wäre oder das zumindest nach außen behaupten könnte?

Auch der Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre und die Treuepflicht des Hauptaktionärs, die eine Gleichbehandlung aller Minderheitsaktionäre gewährleisten sollen, mildern mögliche Konflikte über die Aufteilung etwaiger Vorteile ab. Einerseits vermeiden sie „hold-out“, weil es sich nicht lohnt, zu hoffen, einen besonderen Vorteil herauschinden zu können, wenn alle Vorteile gleich verteilt werden müssen. Und sie vermeiden, dass der Hauptaktionär die Minderheitsaktionäre durch die Bevorzugung weniger in Dilemmata stürzen kann. Doch die Durchsetzung der Grundsätze ist nicht perfekt und daher ebensowenig die Lösung der betreffenden Koordinationsprobleme. Ein Verstoß gegen den Gleichbehandlungsgrund-

satz oder die Treuepflicht löst nur einen Schadensersatzanspruch der Gesellschaft aus, der zwar mit der *actio pro socio* geltend gemacht werden kann.¹⁵⁰⁾ Es ist aber nicht ersichtlich, warum ein Aktionär zu Gunsten aller das Prozessrisiko eingehen wollte. Ferner kann ein Treuepflichtverstoß den auf ihm beruhenden Hauptversammlungsbeschluss anfechtbar machen.¹⁵¹⁾ Selbst wenn hier ein ausreichender Anreiz zur Geltendmachung bestehen würde, würde in solch einem Verfahren je nach Regelungsdetail entweder über die Wirksamkeit eines schon vollzogenen Beschlusses gestritten oder ein Börsenrückzug in kostspieliger Weise aufgehalten. Beidem wäre ein Streit über die bloße Entschädigungshöhe vorzuziehen.

Weitgehend bestehen bleibt der dritte Aspekt des Koordinationsproblems der Minderheitsaktionäre. So wie ein rationaler Aktionär nicht die optimalen Kosten der Verhandlung auf sich nehmen wird, deren Gewinne er nur pro rata abschöpfen kann, so wird er auch die Kosten der Hauptverhandlungsteilnahme und -vorbereitung scheuen, weil es unwahrscheinlich ist, dass seine Stimme das Ergebnis beeinflusst.¹⁵²⁾ Selbst wenn sie es tut, werden die Vorteile seiner Informationssuche und seiner Stimmrechtsausübung allen Aktionären zufließen. Dieses unter dem Schalgwort „rationale Apathie“¹⁵³⁾ bekannt gewordene Argument spricht ganz grundsätzlich dagegen, sich bei der Kontrolle der Insider auf die Hauptversammlung zu verlassen. Man mag der Ansicht sein, das widerspreche der Konzeption des Gesetzes. Aber es ist ein Argument gegen die Übertragung weiterer Kontrollfunktionen auf ein schlecht funktionierendes Organ. Es ist vertreten worden, die Hauptversammlung solle nur über so schwerwiegende Eingriffe entscheiden, dass die Aktionäre angesichts der außergewöhnlichen Konsequenzen ausnahmsweise ihre Apathie überwinden.¹⁵⁴⁾ Ein Delisting ist möglicherweise kein derart schwerwiegender Eingriff. Im Wesentlichen geht es beim Delisting um eine Verschärfung der Informationsasymmetrie am Markt und die Verschlechterung eines Handelsplatzes. Der erste Aspekt wirkt sich vor allem auf die Kontrolle des Hauptaktionärs, der zweite auf die Liquidität des Marktes und beide wirken sich auf die Zuverlässigkeit der Preisbildung aus. Man kann das für graduelle Veränderungen halten. Auch wird ein Delisting häufig im Zuge einer Umgestaltung durchgeführt, die ihrerseits als Strukturmaßnahme der Zustimmung der Hauptversammlung bedarf. Dann sollte man die Hauptversammlungs Zustimmung für die zentrale Maßnahme verlangen und nicht das Problem

145) Deutscher Bundestag (2015a), S. 88; *Troost* (Die Linke) (Deutscher Bundestag, 2015c), S. 12380.

146) *Lutter* (1998), S. 380 f.; *Mülbert* (2001), S. 134; *Thomale* (2013), S. 714.

147) Nach *Doumet, Limbach & Theissen* (2015), S. 18, in 18 von 24 Fällen die Mehrheit, in 16 von 24 Fällen sogar 75 % der Stimmen, vgl. oben Fußn. 23.

148) Vgl. z. B. bei *Groß* (2001), S. 165.

149) Grundlegend *Buchanan & Tullock* (1999 (1962)), Abschnitt 3.8.25. In anderem gesellschaftsrechtlichen Kontext zum selben Phänomen, *Becht, Bolton & Röell* (2007), S. 852.

150) *Janssen* (2014), § 53a AktG Rz. 31.

151) *Janssen* (2014), § 53a AktG Rz. 31.

152) *Berle & Means* (2002), S. 80 ff.; *Choper, Coffee & Gilson* (2000), S. 544 f.; *Easterbrook & Fischel* (1983), S. 402; *Easterbrook & Fischel* (1991), S. 66 f.

153) So z. B. *Choper, Coffee & Gilson* (2000), S. 544 f. Auf Deutsch z. B. m. w. N. *Bechtold* (2010), S. 190 f.

154) *Easterbrook & Fischel* (1983), S. 421.

der rationalen Apathie dadurch verschärfen, dass für ein Bündel von Maßnahmen auch ein Bündel von Hauptversammlungsbeschlüssen nötig wird.

Das Problem der Informationsasymmetrie mildert der Hauptversammlungsbeschluss über die mit ihm einhergehenden Informationspflichten des Vorstands ab. Ganz lösen kann er es nicht. Vor dem Börsenrückzug müssen die Minderheitsaktionäre entscheiden, ob sie dem Börsenrückzug bei der vom Hauptaktionär gewährten Kompensationen zustimmen oder nicht. Das ist ein Zeitpunkt, in dem sie sich notwendig am Erwartungswert orientieren müssen. Das oben beschriebene Problem der Informationsasymmetrie zwischen Haupt- und Minderheitsaktionären kommt daher, wenn nur ein Hauptversammlungsbeschluss als Voraussetzung vorgesehen ist, weiter zum Tragen. Man mag einwenden, wir akzeptierten trotz persistenten Informationsasymmetrien auch in anderen Kontexten die Vertragsfreiheit und sollten entsprechend hier die freie Abstimmung schützen.¹⁵⁵⁾ Gegen diesen Einwand scheint mir zu sprechen, dass hier in Form des Abfindungsangebots ein anderes im Grundsatz ebenso geeignetes Mittel zur Verfügung steht, das mit der Informationsasymmetrie besser umgeht. Und tatsächlich regulieren wir einzelne Gruppen von typisierbaren Verträgen, wenn der Vertragsschluss von Informationsasymmetrie gekennzeichnet ist.¹⁵⁶⁾

3. Diskussion und Zwischenergebnis

Das Mittel, das von den vorgeschlagenen das Regulierungsproblem zu den günstigsten Kosten lösen kann, ist damit wahrscheinlich tatsächlich die Abfindungslösung. Es scheint also, als habe der Gesetzgeber ein grundsätzlich stimmiges Regelungskonzept umgesetzt. Zwei Zusammenhänge könnten in Vorbereitung der anvisierten Überprüfung der Regelung in zwei Jahren¹⁵⁷⁾ mit Gewinn für eine Überarbeitung des Gesetzes genauer analysiert werden.

3.1 Entkopplung des Transparenzregimes vom Handelsplatz?

Es hat sich ergeben, dass im Kern des Konflikts zwischen Hauptaktionär und Minderheitsaktionären wahrscheinlich nicht nur der Verlust des Handelsplatzes steht, sondern auch die durch Publizitätspflichten gewährleistete Transparenz. Interessant wäre das Verhältnis der beiden zu bestimmen. Der Verlust des Handelsplatzes wirkt sich vor allem auf die Liquidität aus. Der Verlust der Transparenz wirkt sich auf die Informationskosten, die Kontrollvorteile und möglicherweise (und je nach Maß) auch auf die Liquidität und damit auf mehr preisbestimmende Parameter aus. *Leuz* und Co-Autoren messen für den Rückzug aus dem SEC-Transparenz-Regime einen größeren Effekt als für den Wechsel des Marktes.¹⁵⁸⁾ Dass *Doumet* et al. keinen Effekt von Downlistings in vom regulierten Markt in den qualifizierten Freiverkehr finden, obwohl die im qualifizierten Freiverkehr gemessene Liquidität geringer ist als die im regulierten Markt, könnte ein (schwaches) Indiz sein, dass die Annäherung an die gesetzlichen Publizitätspflichten einen Schaden für die Minderheitsaktionäre vermeidet.¹⁵⁹⁾ Würde man

herausfinden, dass Transparenz wichtiger ist als die Handelsplattform, würde das eine weniger invasive Regulierung nahelegen. Man könnte Unternehmen ermöglichen, sich zwar von der Börse zurückzuziehen, sich aber weiterhin zu verpflichten, den dort geltenden Publizitätspflichten zu entsprechen. So könnte man ihnen einen Mittelweg eröffnen, der Kosten spart (vor allem die der Barmittelbeschaffung), ohne Kontrollvorteile erheblich zu erhöhen und Transparenz erheblich zu senken. Ob tatsächlich die Publizitätspflichten allein die Minderheitsaktionäre vor ineffizienten Nachteilen schützen können, ist eine empirische Frage, die, bevor sie zur Grundlage einer Regelung werden kann, eingehender Prüfung bedürfte.

Zweifel ergeben sich zum Beispiel daraus, dass auch die Berichterstattung über Unternehmen und ihre Governance durch die Sichtbarkeit bestimmter Handelsplätze mitbestimmt wird. So könnte, nach einem Wechsel des Börsenplatzes die Informationsasymmetrie zunehmen, selbst wenn die Publizitätspflichten weiter gälten. Auch wäre zu prüfen, ob ein solcher Mittelweg noch ausreichendes Potential zu Kosteneinsparungen böte oder das Delisting ohne eine Beendigung der Publizitätspflichten am Ende gar nicht interessant wäre.

3.2 Ausnahme für Unternehmen in Streubesitz?

In Großbritannien verlangt das Delisting aus einem Premium Segment seit einer sorgfältig abgestimmten Neuregelung aus Jahr 2014 offenbar nur dann einen qualifizierten Hauptversammlungsbeschluss, wenn die Gesellschaft einen beherrschenden Aktionär¹⁶⁰⁾ aufweist.¹⁶¹⁾ Auch die vorliegende Untersuchung hat den Eindruck genährt, dass die Anleger über das Delisting vor allem mit dem Ankeraktionär in Konflikt stehen. So stellt sich die Frage, ob man von dem Anlegerschutz absehen kann, wenn es einen Ankeraktionär nicht gibt. Dafür sprechen neben den angestellten abstrakten Überlegungen auch die Studien, die seit Frosta entstanden sind. Sie bestätigen, dass die delistenden Unternehmen praktisch alle von einem Ankeraktionär kontrolliert werden und sich durch eine stärkere Eigentümerkonzentration auszeichnen als andere gelistete Unternehmen. Unternehmen die sich vollständig in Streubesitz befanden, haben sich offenbar allenfalls dann von der Börse zurückgezogen, wenn sie in die Insolvenz gingen, oder wenn sie ander-

155) So einer der anonymen Gutachter.

156) Beispielsweise schränkt die AGB-Kontrolle die Vertragsfreiheit aus Gründen von Informationsasymmetrien ein, vgl. dazu *Schäfer & Ott* (2012), S. 552 ff.

157) Deutscher Bundestag (2015a), S. 87; vgl. auch *Hirte* (Deutscher Bundestag, 2015c), S. 12385.

158) Vgl. oben bei Fußn. 67.

159) *Karami & Schuster* (2015), S. 31 finden zwar eine signifikante durchschnittliche abnormale Rendite (AAR) bei Downlisting in den qualifizierten Freiverkehr. Die kumulative durchschnittliche abnormale Rendite über das gesamte Betrachtungsfenster (-5 Tage/+5 Tage) sinkt allerdings nicht signifikant. Ob der beobachtete Kursverlust von der Liquiditätseinbuße oder von einer gestiegenen Informationsasymmetrie getrieben ist, können sie nicht sagen. Auch das Maß für Liquidität, das *Doumet, Limbach & Theissen* nutzen, der Spread, ist sowohl von Informationsasymmetrien als auch von Liquidität beeinflusst.

160) Als beherrschend gilt ein Aktionär der 30 % der Anteile oder mehr hält, *Maume* (2015), Fußn. 61.

161) *Maume* (2015), Abschnitt 3.2.2., 75 % der Stimmrechte und über 50 % der Minderheit. Eine Abfindung wird offenbar nie verlangt.

weitig an prominenten Handelsplätzen gelistet blieben.¹⁶² Im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbör­se befinden sich etwa 20 % der deutschen Unternehmen in Streubesitz.¹⁶³ Dass es in Deutschland keine Unternehmen in Streubesitz gibt, ist also nicht der Grund, dass sie unter den delistenden Unternehmen praktisch nicht zu finden sind. Das legt nahe, dass das Management in deutschen Unternehmen in Streubesitz offenbar ausreichend kontrolliert ist, um zu verhindern, dass es durch ein Delisting zu Lasten der Aktionäre seine Kontrollvorteile erhöht. Ohne die Quelle dieser Kontrolle genau zu kennen, erscheint es im Vergleich zum Hauptaktionär für das Management auch ungleich schwerer, seine privaten Kontrollvorteile durch ein bloßes Delisting auszubauen: Wenn ein Management einer Gesellschaft in Streubesitz ein Delisting ankündigt, das für die Aktionäre große Kosten generiert aber Kontrollvorteile des Managements erhöht, spricht eigentlich nichts dagegen, dass jemand das Unternehmen kauft, das Management schasst, das Unternehmen wieder an die Börse bringt und den Mehrwert dieses Verfahrens einstreicht.¹⁶⁴ Das Management muss man für die entgangenen Kontrollvorteile nicht mal durch den Kaufpreis entschädigen, denn man kauft die Aktien nicht vom Management. Hieraus könnte man folgern, dass in Deutschland – in Anlehnung an die britische Regel – Unternehmen ohne beherrschenden Aktionär von der Pflicht zum Abfindungsangebot bei Delisting ausgenommen sein sollten.

Unsicherheit scheint in dieser Sache die Studie von *Karami* und *Schuster*, zu sähen. Sie kommt zum Schluss, dass der Kursverfall umso größer ausfällt, je größer der Anteil an Streubesitz, den ein Unternehmen aufweist. Daraus könnte man schließen, dass Minderheitsaktionäre gerade vor Börsenrückzügen von Gesellschaften in Streubesitz geschützt werden müssten, weil ein Börsenrückzug doch die Kontrolle des Managements erschwert, soweit nicht ein beherrschender Aktionär die Aufsicht übernimmt.¹⁶⁵

Nach den hier beschriebenen Überlegungen erscheint eine andere Erklärung naheliegender. Ein Unternehmen in Streubesitz würde, mangels Ankeraktionär, der das Delisting aus Eigennutz betreibt, nur delisten, wenn tatsächlich die Kosten der Notierung ihren Nutzen überwiegen. Das ist allerdings in der Regel nur dann der Fall, wenn es dem Unternehmen sehr schlecht geht. Oben unter II 1.1 wurde behandelt, aus welchen Kostengründen ein Unternehmen delistet. Die wichtigsten waren ein gesunkener künftiger Kapitalbedarf und Umstrukturierungspläne, die leichter abseits der Öffentlichkeit durchzuführen sind. Beide Merkmale sind typische Krisenzeichen: Mangelnder Finanzierungsbedarf heißt oft schlicht, dass man keine Ideen mehr hat für Projekte, die man finanzieren müsste. Man weiß also nicht mehr, womit man morgen Geld verdienen will. Und der Bedarf für grundlegende Umstrukturierungen zeigt an, dass mit der aktuellen Struktur ein grundlegendes Problem besteht. Schließlich erscheinen die oben unter II 1.1 aufgezählten Listingkosten in Deutschland eigentlich moderat (im Wesentlichen knapp 250.000 € direkte Kosten sowie ca. 15 % der Arbeitszeit des gehobenen Managements und das Erfordernis nach IFRS zu bilanzieren). Diese Kosten sollten nur ins Gewicht fallen, wenn das Unternehmen sich in

einer Krise befindet. Je eher sich ein Unternehmen in Streubesitz befindet, so dass ein „privater“ Grund des Hauptaktionärs nicht ersichtlich ist, umso eher enthält ein Börsenrückzug also die Information, dass sich das Unternehmen in Nöten befindet.

Minderheitsaktionäre müssen aber nicht davor geschützt werden, dass sich für ihre Aktie ein Preis bildet, der die Nöte des Unternehmens abbildet. Eine Abfindung könnte aber für eine Gesellschaft in Streubesitz genau das bewirken. Derjenige, der die Abfindung zahlen würde, trüge allein den Kurssturz, der nur auf der Information beruhte, dass das Unternehmen in Nöten ist. Wer sollte – zumal ein solches Unternehmen keinen Ankeraktionär hätte – bereit sein, diesen Kurssturz anstelle der Aktionäre zu tragen? Letztlich liefe die Abfindungsregel hier Gefahr, eine Kostenersparnis für Streubesitz-Unternehmen in prekärer Situation zu verhindern. Eine Sanierung erleichtert das nicht.

V. Ergebnis

Es wurde untersucht, ob die nun gesetzlich eingeführte Pflicht zum Abfindungsangebot als Voraussetzung des Börsenrückzugs unter Effizienzgesichtspunkten empfehlenswert erscheint oder nicht. Im Ergebnis ist das zu bejahen. Damit besteht die begründete Hoffnung, dass die nun gefundene Regelung künftig Bestand haben kann.

Die vorgenommene Analyse zeigt auch, dass die neue Regelung im Kern einen Konflikt zwischen Hauptaktionär und Minderheitsaktionären löst und das Instrument der Abfindung diese Lösung im Grundsatz Transaktionskosten sparend gewährleistet.

Es wurde in einer abstrakten Betrachtung herausgearbeitet, dass der Börsenrückzugsentscheidung ein Konflikt zwischen Hauptaktionär und Minderheitsaktionären zugrunde liegt, weil die Vor- und Nachteile des Börsenrückzugs die beiden Aktionärsgruppen unterschiedlich betreffen. Es wurde weiter dargestellt, dass eine effiziente Lösung des Konflikts aufgrund von Informationsasymmetrien und Koordinationsproblemen durch Verhandlungen nicht gewährleistet werden kann.

Ferner kann die Frage, ob eine Regelung des regulären Delistings aus Effizienz­sicht erforderlich ist, durch die vorliegenden empirischen Studien zu deutschen Börsenrückzügen nach Frosta nicht beantwortet werden. Die Studien vor Frosta sind praktisch unbrauchbar. Und auch die Studien nach Frosta beruhen auf einem verzerrten Sample. Alle Studien blicken allein auf den Aktienkurs, obwohl unklar bleibt, ob er alle Vorteile

162) Vgl. bspw. Archer Daniels Midland, vgl. <https://www.boersen-zeitung.de/index.php?li=39&cl=0&isin=US0394831020&adhocid=768084> (zuletzt abgerufen am 28. 3. 2016) für ein Unternehmen in Streubesitz, das sich von der Frankfurter Börse zurückzog, aber an der NYSE gelistet blieb. MIFA war bspw. in Streubesitz aber insolvent. Aktionärsstrukturen abgefragt am 10. 9. 2015 bei CapitalIQ. Für fachkundige Unterstützung hierbei danke ich *Kevin Dünisch*.

163) Streubesitz hieße dann der größte Aktionär hält weniger als 10 % der Stimmrechte. Das lässt sich überprüfen bspw. auf <https://www.boersen-zeitung.de/index.php?l=4> (zuletzt abgerufen am 28. 3. 2016).

164) Vgl. anders *Bayer* (2015c), S. 209 vor Fußn. 410.

165) In diese Richtung argumentieren etwa *Bayer* & *Hoffmann* (2015), R57 f.

des Börsenrückzugs enthält. Die abstrakten Überlegen sind aber durchaus mit den Ergebnissen der Studien vereinbar.

Beim Vergleich, ob das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses, eine Entschädigung oder das Erfordernis eines Abfindungsangebots eher eine effiziente Lösung des Konflikts herbeiführen kann, schneidet die Abfindung am besten ab. Sie umgeht das Koordinationsproblem der Minderheitsaktionäre und mildert das Informationsproblem ab. Die Entschädigungslösung würde größere Messprobleme mit sich bringen als die Abfindungslösung. Das Hauptversammlungserfordernis könnte zwar grundsätzlich das Koordinationsproblem lösen, soweit es „hold-out“ und Dilemmata um die Aufteilung des Effizienzgewinns betrifft. Den Aspekt des Koordinationsproblems, der mit rationaler Apathie bezeichnet wird, beseitigt die Hauptversammlung dagegen nicht. Das Informationsproblem würde sie durch Informationspflichten abmildern. Es bliebe aber wirksam. Das Abfindungsangebot erscheint daher das überlegene Regulierungsinstrument.

Für die Überprüfung in zwei Jahren böte sich an, zu untersuchen, ob eine Trennung des Publizitätsregimes vom Handelsplatz sinnvoll sein könnte und ob Unternehmen ohne Ankeraktionär von der Pflicht zum Angebot einer Abfindung ausgenommen werden sollten.

Literaturverzeichnis

- Aders, C., Muxfeld, D. & Lill, F.* (2015). Die Delisting-Neuregelung und die Frage nach dem Wert der Börsennotierung. *Corporate Finance*, 11, S. 389 – 399.
- Akerlof, G. A.* (1970). The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), S. 488 – 500.
- Arnold, M. & Rothenburg, V.* (2014). BGH-Entscheidung zum Delisting: Alle Fragen geklärt? *Deutsches Steuerrecht*, S. 150 – 156.
- Auer, M.* (2015). Der Rückzug von der Börse als Methodenproblem – Perspektiven des Anlegerschutzes beim echten Delisting nach „Frosta“. *JuristenZeitung*, 70(2), S. 71 – 79.
- Bajaj, M., Denis, D. J., Ferris, S. P. & Sarin, A.* (2001). Firm Value and Marketability Discounts. *The Journal of Corporation Law*, 27, S. 89 – 115.
- Bayer, W.* (2015a). Aktionärsschutz beim Delisting: Empfehlungen an den Gesetzgeber. *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, S. 853 – 859.
- Bayer, W.* (2015b). Delisting: Korrektur der Frosta-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, S. 1169 – 1178.
- Bayer, W.* (2015c). Die Delisting-Entscheidungen „Macrotron“ und „Frosta“ des II. Zivilsenats des BGH. *Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft*(1), S. 163 – 225.
- Bayer, W. & Hoffmann, T.* (2013). Kapitalmarktreaktionen beim Delisting. *Die Aktiengesellschaft*, R371 – R374.
- Bayer, W. & Hoffmann, T.* (2015). Die Folgen von Frosta: Zur vorläufigen empirischen „Schadensbilanz“ von BGH v. 8. 10. 2013 – II ZB 26/12, AG 2013, 877. *Die Aktiengesellschaft*, R55 – R59.
- Becht, M., Bolton, P. & Röell, A.* (2007). Corporate Law and Governance. In: A. M. Polinsky & S. Shavell (Eds.), *Handbook of Law and Economics Vol. 2*, Elsevier, S. 829 – 943.
- Bechtold, S.* (2010). *Die Grenzen zwingenden Vertragsrechts*. Tübingen: Mohr Siebeck.
- Berle, A. A. & Means, G. C.* (2002). *The Modern Corporation and Private Property – with an Introduction by Murray Weidenbaum and Mark Jensen*. New Brunswick London: Transaction Publishers.
- Boehmer, E. & Ljungqvist, A.* (2004). On the decision to go public: Evidence from privately-held firms. Abrufbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1294437.
- Borges, M. R.* (2010). Efficient Market Hypothesis in European Stock Markets. *The European Journal of Finance*, 16(7), S. 711 – 726.
- Brellocks, M.* (2014). Der Rückzug von der Börse nach „Frosta“ – Rechtsdogmatische Einordnung, Durchführung und Rechtsschutz in zukünftigen Fällen. *Die Aktiengesellschaft*, S. 633 – 647.
- Buchanan, J. M. & Tullock, G.* (1999 (1962)). *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*. Abrufbar unter www.econlib.org/library/Buchanan/buchCv3.html.
- Buckel, J., Glindemann, J. & Vogel, C.* (2015). Delsiting nach „Frosta“ – Eckpunkte für eine gesetzliche Regelung. *Die Aktiengesellschaft*, S. 373 – 381.
- Bungert, H.* (2000). Delisting und Hauptversammlung – zugleich eine Besprechung des Urteils des LG München I BB 1999, 2634. *Betriebsberater*, S. 53 – 59.
- Burkhardt, M., Gromb, D. & Panunzi, F.* (1997). Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(3), S. 693 – 728.
- Calabresi, G. & Melamed, A. D.* (1972). Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral. *Harvard Law Review*, 85(6), S. 1089 – 1128.
- Choper, H. J., Coffee, J. C. & Gilson, R. J.* (2000). *Cases and Materials on Corporations* (5 ed.). Gaithersburg New York: Aspen Publishers.
- Coase, R.* (1960). The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics*, 3, S. 1 – 44.
- Coase, R.* (1988). *The Firm, the Market, and the Law*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Cooter, R. & Ulen, T.* (2008). *Law & Economics* (5 ed.). Boston: Pearson.
- Deutscher Bundestag (2015a). *Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss) zu dem Gesetzent-*

- wurf der Bundesregierung Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie. Abrufbar unter <http://dipbt.bundestag.de/dip21/btd/18/062/1806220.pdf>.
- Deutscher Bundestag (2015b). Stenografischer Bericht 97. Sitzung des Plenums (18/97). Abrufbar unter <http://dipbt.bundestag.de/doc/btp/18/18097.pdf>.
- Deutscher Bundestag (2015c). Stenografischer Bericht 127. Sitzung, 1. 10. 2015. Abrufbar unter <http://dip21.bundestag.de/dip21/btp/18/18127.pdf>.
- Djama, C., Martinez, I. & Serve, S.* (2012). What do we know about delistings? A survey of the literature. Abrufbar unter <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00937899>.
- Doumet, M., Limbach, P. & Theissen, E.* (2015). Ich bin dann mal weg: Werteffekte von Delistings deutscher Aktiengesellschaften nach dem Frosta Urteil. Abrufbar unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2660074.
- Drygala, T.* (2015). Gesetzgeber will Anlegerschutz beim Delisting regeln: Frosta ist für alle da – aber nicht mehr lange. Legal Tribune online v. 10. 2. 2015. Abrufbar unter <http://www.lto.de/recht/hintergruende/h/anlegerschutz-delisting-frosta/>.
- Dyck, A. & Zingales, L.* (2004). Private Benefits of Control: An International Comparison. *Journal of Finance*, 59(2), S. 537 – 600.
- Easley, D. & O'Hara, M.* (2003). Microstructure and Asset Pricing. In: G. M. Constantinides, M. Harris & R. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*: Elsevier, S. 1022 – 1051.
- Easterbrook, F. H. & Fischel, D.* (1981). The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer. *Harvard Law Review*, 94(6), S. 1161 – 1204.
- Easterbrook, F. H. & Fischel, D.* (1983). Voting in Corporate Law. *Journal of Law and Economics*, 26(2), S. 395 – 427.
- Easterbrook, F. H. & Fischel, D.* (1991). *Corporate Control Transactions*. Yale Law Journal, 91, S. 698 – 737.
- Easterbrook, F. H. & Fischel, D.* (1991). *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge London: Harvard University Press.
- Eisele, F.* (2006). Kursreaktionen auf die Ankündigung von Going Private-Transaktionen am deutschen Kapitalmarkt. *Going Private in Deutschland: Eine institutionelle und empirische Analyse des Rückzugs vom Kapitalmarkt* (S. 149 – 175).
- Eisele, F. & Walter, A.* (2006). Motive für den Rückzug von der Börse – Ergebnisse einer Befragung deutscher Going Private-Unternehmen. *Zeitschrift für Betriebswirtschaftliche Forschung*, S. 807 – 833.
- Fama, E. F.* (1965). Random Walks in Stock Market Prices. *Financial Analysts Journal*, S. 55 – 60.
- Fang, V. W., Tian, X. & Tice, S.* (2014). Does Stock Liquidity Enhance or Impede Firm Innovation? *The Journal of Finance*, 69(5), S. 2085 – 2125.
- Farrell, J.* (1987). Information and the Coase Theorem. *Journal of Economic Perspectives*, 1(2), S. 113 – 129.
- Fischel, D.* (1983). The Appraisal Remedy in Corporate Law. *American Bar Foundation Research Journal*, S. 875 – 902.
- Groß, W.* (2001). Rechtsprobleme des Delisting. *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 165, S. 141 – 166.
- Habersack, M.* (2014). Anmerkung. *JuristenZeitung*, 69(3), S. 147 – 149.
- Habersack, M.* (2015). Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Aktiengesetzes. Bundestagsausschuss für Recht und Verbraucherschutz. <http://www.bundestag.de/blob/372592/4fa5dcc6925299639e78e4ee209de2f5/habersack-data.pdf>.
- Hasselbach, K. & Pröhl, M.* (2015). Delisting mit oder ohne Erwerbsangebot nach neuer Rechtslage. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, S. 209 – 215.
- Heldt, C. & Royé, C.* (2012). Das Delisting-Urteil des BVerfG aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive – Empirie und Fragestellungen für den Gesetzgeber. *Die Aktiengesellschaft*, S. 660 – 673.
- Heidel* (Hrsg.) (2014). *Aktienrecht und Kapitalmarktrecht – Kommentar*. Baden Baden: Nomos.
- Hellwig, H.-J.* (1999). Möglichkeiten einer Börsenreform zur Stärkung des deutschen Kapitalmarkts. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, S. 781 – 819.
- Hermalin, B. E., Katz, A. W. & Craswell, R.* (2007). Contract Law. In: A. M. Polinsky & S. Shavell (Eds.), *Handbook of Law and Economics Vol. 2*, Elsevier, S. 3 – 138.
- Hirte, H.* (2015). Änderung im Bereich des Spruchverfahrens. Bundestag. http://www.heribert-hirte.de/images/Standpunkte/Delisting_Stand20150506.pdf.
- Hüffer, U. & Koch, J.* (2014). *Aktiengesetz Kommentar*. München: C. H. Beck Verlag.
- Illing, G.* (1992). Private Information as Transaction Costs: The Coase Theorem Revisited. *Journal of Institutional and Theoretical Economics JITE*, 148(4), S. 558 – 576.
- Karami, B. & Schuster, R.* (2015). Empirische Analyse des Kurs- und Liquiditätseffekts im FRoSTA-Zeitalter. <http://www.bewertung-im-recht.de>.
- Klausner, M.* (2006). The Contractarian Theory of Corporate Laws: A Generation Later. *Journal of Corporation Law*, S. 779 – 797.
- Klöhn, L.* (2006). *Kapitalmarkt, Spekulation und behavioral Finance* (Vol. 6). Berlin: Duncker & Humblot.
- Koch, J.* (2015). Stellungnahme zur Aktienrechtsnovelle 2014 und Änderungsanträgen. Bundestagsausschuss für Recht und Verbraucherschutz. Abrufbar unter <https://www.bundestag.de/blob/373420/7f7973bb06ba786c2060c6795ce4b7d7/koch-data.pdf>.

- Koch, J. & Harnos, R.* (2015). Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktionärsschutz. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, S. 729 – 737.
- Kocher, D. & Widder, S.* (2014). Delisting ohne Hauptversammlungsbeschluss und Abfindungsangebot. *Neue juristische Wochenschrift: NJW*, S. 127 – 129.
- Königsbausen, A. M.* (2013). Anmerkung zu BGH II ZB 26/12. *Betriebsberater*, S. 3020 – 3025.
- Krollus, H.* (2012). Unternehmensbewertung im Sprchverfahren. *Monatsschrift für Deutsches Recht(2)*, S. 66 – 70.
- Kugler, F., Schwerdt, G. & Wößmann, L.* (2014). Ökonometrische Methoden zur Evaluierung kausaler Effekte der Wirtschaftspolitik. *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 15(2), S. 105 – 132.
- Leuz, C., Triantis, A. & Yue Wang, T.* (2008). Why do firms go dark? Causes and economic consequences of voluntary SEC deregistrations. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2 – 3), S. 181 – 208.
- Lutter, M.* (1998). Gesellschaftsrecht und Kapitalmarkt. In: M. Lieb, U. Noack, H. P. Westermann, H. D. Assmann, U. Bälz & T. Baums (Eds.), *Festschrift für Wolfgang Zöllner zum 70. Geburtstag*. Köln: Carl Heymanns, S. 363 – 383.
- Macey, J. R., O'Hara, M. & Pomplio, D.* (2008). Down and Out in the Stock Market: The Law and Economics of the Delisting Process. *Journal of Law and Economics*, 51, S. 683 – 713.
- Malkiel, B. G.* (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(1), S. 59 – 82.
- Maume, P.* (2015). The Parting of the Ways: Delisting Under German and UK Law. *European Business Organization Law Review*, S. 255 – 279.
- Morell, A.* (2015). Demand, Supply, and Markets. In: E. Towfigh & N. Petersen (Eds.), *Economics Methods for Lawyers*: Elgar, S. 32 – 60.
- Mülbert, P. O.* (2001). Rechtsprobleme des Delistings. *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht*, 165, S. 104 – 140.
- Münchener Kommentar zum Aktiengesetz.* (2016). L. Goette, S. Kalss & M. Habersack Eds. 4 ed. Vol. 1. München: C. H. Beck.
- Noack, U.* (2015). Stellungnahme zur Aktienrechtsnovelle 2014 und zu einer Regelung des sog. Delisting. Bundestagsausschuss für Recht und Verbraucherschutz. Abrufbar unter <https://www.bundestag.de/blob/373542/7ca5d39034fa08336cd40001e7ced860/noack-data.pdf>.
- Pasch, L., Schmeling, A.-K. & Starke, D.* (2015). Wechsel vom regulierten Markt in den Freiverkehr in Deutschland – Eine Analyse der Unternehmenscharakteristika und Motive. *Corporate Finance(9)*, S. 295 – 305.
- Rofskopf, G.* (2014). Delsiting zwischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht(4)*, S. 487 – 508.
- Schäfer, H.-B. & Ott, C.* (2012). *Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts* (5 ed.). Berlin Heidelberg: Springer Gabler.
- Schmolke, K. U.* (2015). Contract Theory and the Economics of Contract Law. In: E. Towfigh & N. Petersen (Hrsg.), *Economic Methods for Lawyers*: Edward Elgar, S. 96 – 120.
- Schockenhoff, M.* (2013). Delisting – Karlsruhe locuta, causa finita? *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, S. 2429 – 2435.
- Scholz, P.* (2015). Zurück ins „Macrotron“-Zeitalter durch Satzungsregelung? *Betriebsberater(38)*, S. 2248 – 2252.
- Spremann, K. & Gantenbein, P.* (2014). *Finanzmärkte – Grundlagen, Instrumente, Zusammenhänge* (3 ed.). Konstanz München.
- Steck, K.-U.* (1998). „Going private“ über das UmwG – Das Gesellschaftsrecht des „kalten Delisting“. *Die Aktiengesellschaft*, S. 460 – 466.
- Stoll, H. R.* (2003). Market Microstructure. In: G. M. Constantinides, M. Harris & R. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*: Elsevier, S. 553 – 604.
- Thomale, C.* (2013). Minderheitenschutz gegen Delisting – die MACROTRON-Rechtsprechung zwischen Eigentumsgewähr und richterlicher Rechtsfortbildung. *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, S. 686 – 723.
- Tirole, J.* (2006). *The Theory of Corporate Finance*. Princeton Oxford: Princeton University Press.
- Towfigh, E. & Petersen, N.* (2010). *Ökonomische Methoden im Recht*. Tübingen: Mohr Siebeck.
- von der Linden, K.* (2015). Kann die Satzung eine Börsennotierung vorschreiben? *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, S. 176 – 178.
- Wicke, H.* (2015). Aktionärsschutz beim Delisting – Reformüberlegungen nach der Frosta-Entscheidung des BGH. *Deutsche Notarzeitschrift*, S. 488 – 496.
- Wieneke, L.* (2014). Aktien- und kapitalmarktrechtlicher Schutz beim Delisting nach dem FRoSTA-Beschluss des BGH. *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, S. 22 – 26.
- Wilbelmi, R.* (2014). Entwicklungslinien des europäischen Kapitalmarktrechts – Vom Ende der Nachkriegszeit bis zu den Reaktionen auf die Finanzkrise 2007/08. *JuristenZeitung*, 69(14), S. 693 – 703.
- Worthington, A. & Higgs, H.* (2004). Random Walks and Market Efficiency in European Equity Marketes. *Global Journal of Finance and Economics*, 1(1), S. 59 – 78.