

Einheit 15: Marktaustritt, Delisting

10. Februar 2017



Organisatorisches:

Link zu den Podcasts dieser Vorlesung:

<https://cast.itunes.uni-muenchen.de/vod/playlists/QC1yw0AhTx.html>

Aktueller Veranstaltungs- hinweis:



Freshfields Bruckhaus Deringer



Vortrag und Diskussion zum Thema »Die Energiewende im Lichte des Verfassungsrechts«

13. März 2017 in München

Diskutieren Sie mit uns nach einem Vortrag zum Thema »Die Energiewende im Lichte des Verfassungsrechts« die juristischen Folgen des kürzlich ergangenen Urteils des BVerfG.

Beim anschließenden Dinner haben Sie Gelegenheit, sich mit unseren Anwältinnen und Anwälten persönlich auszutauschen und mehr über Ihre Karrieremöglichkeiten bei Freshfields Bruckhaus Deringer zu erfahren.

Die Veranstaltung richtet sich an wissenschaftliche Mitarbeiter der Lehrstühle, Referendare, Doktoranden und Studierende der Rechtswissenschaften (w/m), die Interesse an wirtschaftsrechtlichen Themen haben. Bitte beachten Sie, dass die Teilnehmerzahl begrenzt ist.

Interessiert? Bitte senden Sie Ihren Lebenslauf unter Angabe aller relevanten Leistungen ab dem Abitur bis zum 26. Februar 2017 an tanja.volland@freshfields.com.

Frau Volland steht Ihnen auch bei Fragen gerne jederzeit unter T +49 69 27 30 84 08 zur Verfügung.

Wir freuen uns auf eine spannende Veranstaltung!

Agenda

Montag, 13. März 2017

18.00 Uhr

Vortrag und Diskussionsrunde
»Die Energiewende im Lichte
des Verfassungsrechts« in
unserem Münchner Büro

Im Anschluss

Gemeinsames Abendessen

karriere.freshfields.de

Gliederung der heutigen Veranstaltung

I. Allgemeines

II. Arten des Delistings

III. Auswirkungen für Aktionäre

IV. Entwicklung

1. BGHZ 153, 47 ff. (Macrotron)

2. BVerfGE 132, 99 ff.

3. BGH, NJW 2014, 146 ff. (Frosta)

V. Gesetzliche (Neu-)Regelung



I. Allgemeines

- Als **Delisting** wird insbesondere der *freiwillige* Rückzug von der Börse, d. h. aus dem amtlichen Handel und dem geregelten Markt, bezeichnet.
- **Gründe** hierfür können u. a. sein:
 - (1) **Notierungsfolgekosten** (u. a. Rechtsberatungskosten für Publizitätspflichten, § 110 III AktG) übersteigen den Nutzen (z. B. das Ziel, den Bekanntheitsgrad der Gesellschaft zu steigern, ist bereits erreicht)
 - (2) **Gefahr einer feindlichen Übernahme**, insbesondere bei niedrigen Börsenpreisen

II. Arten des Delistings

Zu unterscheiden sind folgende **Arten** des Delistings:

- **Freiwilliges (bzw. reguläres) Delisting** auf Antrag des Emittenten, **§ 39 II BörsG**
- **Zwangsdelisting** ohne Antrag des Emittenten nach **§ 39 I BörsG** oder nach §§ 48, 49 (Landes-)VwVfG
- **Kaltes Delisting**, d. h. gesellschaftsrechtliche Maßnahmen (z. B. die Eingliederung oder die Verschmelzung mit einer nicht börsennotierten AG) infolge derer es keine handelbaren Aktien mehr gibt.

II. Arten des Delistings

Von den Formen des vollständigen Delistings sind folgende **Arten des partiellen Delistings**:

- **Börsenpräsenzreduktion**, d. h. das Delisting betrifft nur einen von mehreren Handelsplätzen
- **Marktpräsenzreduktion**, d. h. es werden weniger Marktsegmente (Teilbereiche i.S.d. § 42 BörsG) bedient

Aber: Der Wechsel vom organisierten Markt (§ 2 V WpHG) in den **Freiverkehr** (§ 48 BörsG) ist ein vollständiges Delisting, da der Freiverkehr privat-rechtlich organisiert ist.

III. Auswirkung für Aktionäre

- Das Delisting lässt die **mitgliedschaftlichen Rechte** der Aktionäre **unberührt**.
- Es entfällt lediglich die Möglichkeit, die Aktien an einem staatlich überwachten Markt veräußern zu können.
- **Aber:** Bei Ankündigung und Vollzug eines Delistings ist ein **Preisrückgang** empirisch nachweisbar.
- Daher ist es nicht verwunderlich, dass die Aktionäre die Börsennotierung als geldwerten Vorteil und das Delisting als „Eingriff“ in ihr Recht ansehen.

IV. Entwicklung

1. Vorbemerkung

- Entscheidet sich der Gesetzgeber zum Schutz der Aktionäre, kann der Gesetzgeber zwischen gesellschafts- oder kapitalmarktrechtlichen Schutzinstrumenten wählen.
- Das **AktG** enthält seit jeher keine Regelungen für das Delisting.
- Der **Vorteil kapitalmarktrechtlicher Regelungen** besteht darin, dass sie rechtsformneutral sind, also z. B. auch für eine börsennotierte Ltd. (z. B. Air Berlin) gelten.

IV. Entwicklung

1. Vorbemerkung

- Aber auch das **Kapitalmarktrecht** – namentlich der bis zum 25.11.2015 geltende **§ 39 II BörsG a. F.** – enthielt nur eine rudimentäre Regelung für das freiwillige Delisting.
- Nähere Ausprägung durch Rechtsprechung:
 - a) **BGHZ 153, 47 ff. – Macrotron**
 - b) **BVerfGE 132, 99 ff. – Macrotron**
 - c) **BGH, NJW 2014, 146 ff. – Frosta**

IV. Entwicklung

2. Regelung bis zum 25.11.2015

Nur rudimentäre kapitalmarktrechtliche Regelung in **§ 39 II BörsG a. F.:**

„¹Die Geschäftsführung kann die Zulassung i.S.d. Abs. 1 auch auf Antrag des Emittenten widerrufen. ²Der Widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen. (...) ⁵Nähere Bestimmungen über den Widerruf sind in der Börsenordnung zu treffen.“

IV. Entwicklung

3. BGHZ 153, 47 ff. – Macrotron

Sachverhalt:

- Nur ca. 1 % der Aktien im Streubesitz
- Hauptversammlung beschließt mit Stimm- und Kapitalmehrheit von 90 %, den Vorstand zu ermächtigen, das Delisting zu beantragen.
- Beschlussanfechtung durch Minderheitsaktionär:
 - (1) Delisting sei sachlich nicht gerechtfertigt
 - (2) Zwar hat der Großaktionär (ca. 80 %) ein Kaufangebot unterbreitet; diese sei aber zu niedrig.

Hat die Beschlussanfechtung Erfolg?

IV. Entwicklung

3. BGHZ 153, 47 ff. – Macrotron

Lösungshinweise:

(1) **Beschluss der Hauptversammlung erforderlich?**

- Kein Anwendungsfall des § 119 I AktG.
- In der Rspr. ist *Vorlagepflicht* nach § 119 II AktG anerkannt, wenn der Vorstand nicht davon ausgehen darf, Entscheidung alleine treffen zu dürfen.
- So u. a. für Eingriffe in die innere Struktur der Gesellschaft, Verwässerung der Vermögensrechte und Mediatisierung der Mitwirkungsrechte
➔ Delisting keinen solchen Effekt.

IV. Entwicklung

3. BGHZ 153, 47 ff. – Macrotron

Lösungshinweise:

(1) Beschluss der Hauptversammlung erforderlich?

- Listing gibt jedem *Kleinaktionär* die Möglichkeit, den Wert seiner Beteiligung jederzeit zu realisieren.
- Art. 14 GG schützt nicht nur Aktieneigentum, sondern auch die Möglichkeit, den Wert jederzeit zu realisieren.
- **Erg.:** Der Schutz des verfassungsrechtlich aufgeladenen Vermögenswertes der Aktien obliegt nicht dem Vorstand, sondern der Hauptversammlung.

IV. Entwicklung

3. BGHZ 153, 47 ff. – Macrotron

Lösungshinweise:

(2) Bedarf der HV-Beschluss eines Sachgrundes?

- Bei Ausschluss des Bezugsrechts (§ 186 III AktG) anerkannt (BGHZ 71, 40 – Kali & Salz).
- Entscheidung über Delisting ist unternehmerische Entscheidung.
- Steht im Ermessen der HV-Mehrheit.
- **Erg.:** Der Beschluss bedarf **keines** sachlichen Grundes. Es erfolgt keine materielle Beschlusskontrolle.

IV. Entwurf

3. BGH

Lösung

(2) B

-
-
-
-
-
- **Erg.:** Der Beschluss bedarf **keines** sachlichen Grundes. Es erfolgt keine materielle Beschlusskontrolle.

Als Sachgründe wurden vorgetragen:

1. Die mit dem Listing einhergehenden Aufwendungen stünden in keinem Verhältnis zu dem geringen Streubesitzanteil
2. Der geringe Streubesitzanteil habe sprungartige Kursentwicklungen ermöglicht, die der Reputation des Emittenten geschadet hätten.

IV. Entwicklung

3. BGHZ 153, 47 ff. – Macrotron

Lösungshinweise:

(3) Bewirkt die Entscheidungskompetenz der Hauptversammlung ausreichenden Aktionärsschutz?

- Kein gesellschaftsrechtlicher Minderheitenschutz im BörsG.
- Widerruf darf zwar dem Schutz der Anleger nicht widersprechen, § 39 II 2 BörsG a. F.
- Nähere Ausgestaltung durch jeweilige BörsO, die aber jederzeit von der Geschäftsführung abgeändert werden kann.
- Geboten ist es, den (Minderheits-)Aktionären den Wert ihrer Aktien zu ersetzen.

IV. Entwicklung

3. BGHZ 153, 47 ff. – Macrotron

Lösungshinweise:

(3) Bewirkt die Entscheidungskompetenz der Hauptversammlung ausreichenden Aktionärsschutz?

- Umsetzung: **(Pflicht-)Angebot** der Gesellschaft (i.R.d. §§ 71 f. AktG) oder des Großaktionärs zum Kauf der Aktien
- Kaufpreis muss dem **Anteilswert** entsprechen.
- Aktionäre können Höhe des Angebots im **Spruchverfahren** (analog §§ 304 III 2, 305 V 2, 327f S. 2 AktG, §§ 15, 34, 196, 212 UmwG) überprüfen lassen.

IV. Entwicklung

4. BVerfGE 132, 99 ff. – Macrotron

- Verfassungsbeschwerde der Macrotron AG
- Art. 14 I GG in Bezug auf Aktien schützt die Substanz in mitgliedschaftsrechtlicher und vermögensrechtlicher Ausgestaltung
- Art. 14 I GG schützt nicht gegen u. U. wertbeeinträchtigende Vorschriften (z. B. Publizitätsvorschriften)
- Mit der Zulassung der Aktie erwirbt der Aktionär kein subjektives öffentliches Recht.
- Daher ist die durch das Listing **gesteigerte Verkehrsfähigkeit** ebenfalls **kein Schutzgegenstand von Art. 14 I GG**

IV. Entwicklung

4. BVerfGE 132, 99 ff. – Macrotron

- Verfassungsbeschwerde der Macrotron AG
- Art. 14 I GG in Bezug auf Aktien schützt die Sub-

Aber:

Rechtsfortbildung des BGH, namentlich im Spruchverfahren nachprüfbares Pflichtangebot (analog §§ 305, 320b, 327f AktG, §§ 29, 207 UmwG), bewegt sich in den Grenzen des verfassungsrechtlich Zulässigen.

- kein subjektives öffentliches
- Daher ist die durch das Listing gesteigerte **Verkehrsfähigkeit** ebenfalls **kein Schutzgegenstand von Art. 14 I GG**

IV. Entwicklung

5. BGH, NJW 2014, 146 ff. – Frosta

- Vorstand hat mit Zustimmung des Aufsichtsrats – aber *ohne* Beschluss der **Hauptversammlung** – beschlossen, das Listing der Aktien im regulierten Markt zu beenden.
- Der Widerruf ist wirksam geworden. Seither sind die Aktien nur in den **Freiverkehr** einbezogen.
- Ein Pflichtangebot wurde *nicht* unterbreitet.
- Die Kläger, Minderheitsaktionäre der AG, haben **analog § 1 SpruchG** beantragt, eine angemessene Barabfindung festzustellen.

Hat der Antrag Erfolg?

IV. Entwicklung

5. BGH, NJW 2014, 146 ff. – Frosta

Lösungshinweise:

- Der Macrotron-Rechtsprechung wurde durch das BVerfG „**die Grundlage entzogen**“, d. h. Delisting ohne die Rspr.-Grundsätze des BGH ist kein Verstoß gegen Art. 14 I GG.
- **Konsequenzen:**
 - (Minderheits-)Aktionäre haben **keinen Anspruch auf (Pflicht-)Angebot**; keine analoge Anwendung von § 1 SpruchG.
 - **Kein Beschluss der Hauptversammlung** erforderlich; Maßnahme der Geschäftsführung.

V. Gesetzliche (Neu-)Regelung

- Neuregelung des Listing in § 39 BörsG (Hand-out) ist am **26.11.2015** in Kraft getreten.
- Keine sog. gesellschaftsrechtliche Lösung, sondern sog. **kapitalmarktrechtliche Lösung**:
 - (1) Keine gesellschaftsrechtlichen Vorgaben im AktG, insbesondere **Beschluss der Hauptversammlung** nicht erforderlich
 - (2) BörsenO dürfen **keine zusätzlichen Voraussetzungen** für Delisting vorsehen
 - (3) Vorgaben gelten auch für **andere Rechtsformen als AG**

V. Gesetzliche (Neu-)Regelung

1. Erwerbsangebot

- Nach § 39 II 3 Nr. 1 BörsG muss **grds.** ein Erwerbsangebot unterbreitet werden.
- **Wer ist Angebotsverpflichtet?** Keine Aussage bzw. Einschränkung in § 39 BörsG.
 - Gesellschaft? → § 71 II AktG steht wohl entgegen.
 - In der Praxis wohl i.d.R. ein **Großaktionär.**
- Angebot ist **bedingungsfeindlich** (§ 39 III 1 BörsG), d. h. kann insbesondere nicht von einer Mindestannahmequote abhängig gemacht werden.

V. Gesetzliche (Neu-)Regelung

1. Erwerbsangebot

- Höhe der Gegenleistung ist gemäß § 39 III 2 BörsG **entsprechend § 31 WpÜG** zu bestimmen, d. h. *mindestens* gewichteter durchschnittlicher Börsenkurs.
- Aber **anderer Referenzzeitraum**: nicht drei Monate (§ 31 VII WpÜG i.V.m. § 5 I WpÜG-AngV), sondern sechs Monate, § 39 III 2 BörsG.
- **Rückwirkend** ab Veröffentlichung der Angebotsabgabe (§ 10 WpÜG) oder Veröffentlichung der Kontrollerlangung (§ 35 I 1 WpÜG).

V. Gesetzliche (Neu-)Regelung

1. Erwerbsangebot

- Untergrenze ist **grds.** der gewichtete durchschnittliche **Börsenkurs**.
- **Ausnahmen:**
 - (1) Verstoß gegen § 15 oder § 20a WpHG
→ § 39 III 3 BörsG: Nachzahlung des Unterschiedsbetrags zum Unternehmenswert
 - (2) Kein repräsentativer Börsenkurs
→ § 39 III 4 BörsG: Höhe bestimmt sich unmittelbar nach dem Unternehmenswert

V. Gesetzliche (Neu-)Regelung

1. Erwerb

- Unter
schri
- **Aus**

Wie der **Unternehmenswert** ermittelt werden soll, lässt das BörsG offen. Es liegt nahe, dass hier auf die bekannten und bewährten Methoden (z. B. IDW S1) zurückgegriffen wird.

- (1) Verlust gegen § 15 oder § 16 BörsG
→ § 39 III 3 BörsG: Nachzahlung des Unterschiedsbetrags zum Unternehmenswert
- (2) Kein repräsentativer Börsenkurs
→ § 39 III 4 BörsG: Höhe bestimmt sich unmittelbar nach dem Unternehmenswert

V. Gesetzliche (Neu-)Regelung

1. Erwerbsangebot

Ausnahmen von Erwerbsangebot in § 39 II 3 Nr. 2 BörsG. Drei Konstellationen:

lit. a: Aktien werden (noch) an einer anderen inländischen Börse im regulierten Markt gehandelt

lit. b: Aktien sind weiterhin an einem organisierten Markt im europäischen Ausland zugelassen

ungeschrieben: Wurden die Aktien (nur) im Freiverkehr gehandelt, findet § 39 II-VI BörsG keine Anwendung.

V. Gesetzliche (Neu-)Regelung

2. Rechtsschutz

- Durch § 39 **VI** BörsG soll klargestellt werden, dass die Höhe des Erwerbsangebots nicht Gegenstand des (Anfechtungs-)Verfahrens vor den Verwaltungsgerichten sein sollen.
- Statt dessen **zivilrechtlicher Rechtsschutz**.
- Materiell-rechtliche Anspruchsgrundlage ist § 39 III 3 BörsG, d. h. Klage auf **Unterschiedsbetrag**.
- Kein Spruchverfahren, sondern Erweiterung des KapMuG, siehe **§ 1 I Nr. 3 KapMuG**.

Lesehinweise zur Vertiefung:

- BT-Drucks. 18/6220 (RegBegr. der Neuregelung)
- *Bungert/Leyendecker-Langner*, ZIP 2016, 49 ff.
- *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750 ff.
- *Thomale/Walter*, ZGR 2016, 679 ff.
- *Wackerbarth*, WM 2016, 385 ff.
- *Zimmer/van Imhoff*, NZG 2016, 1056 ff.



LUDWIG-
MAXIMILIANS-
UNIVERSITÄT
MÜNCHEN

PD Dr. Timo Fest, LL.M. (Pennsylvania)
Börsen- und Kapitalmarktrecht

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

timo.fest@jura.uni-muenchen.de

