

Gesetzliche Neuregelung des Rückzugs von der Börse (sogenanntes „Delisting“)

Der Gesetzgeber hat für den Rückzug von der Börse und den Wechsel aus dem regulierten Markt in den Freiverkehr ein zwingendes Abfindungsangebot für alle Aktionäre eingeführt. Die Entscheidung über diese Maßnahmen unterliegt aber weiterhin nicht der Zustimmung der Hauptversammlung.

Ausgangslage

Eine börsennotierte Gesellschaft kann durch Ausschluss der Minderheitsaktionäre (sogenannter „Squeeze-out“) oder eine Verschmelzung auf eine nicht börsennotierte Gesellschaft ihre Börsennotierung beenden. Man spricht in diesen Fällen von einem sogenannten „kalten Delisting“, bei dem die Aktionäre durch ein Abfindungsangebot entschädigt werden. Es besteht dann die Möglichkeit, die Höhe der Entschädigung in einem sogenannten „Spruchverfahren“ auf ihre Angemessenheit überprüfen zu lassen.

Daneben gibt es die Möglichkeit, die Börsenzulassung durch einen entsprechenden Antrag bei der Börse zu beenden (sogenanntes „reguläres Delisting“). Dazu hatte der BGH in seiner sogenannten „Macrotron-Entscheidung“ aus dem Jahre 2002 die Zustimmung der Hauptversammlung und ein Abfindungsangebot, das in einem Spruchverfahren überprüft werden konnte, für alle Aktionäre verlangt. Nachdem das Bundesverfassungsgericht im Jahre 2012 festgestellt hatte, dass die Börsenzulassung nicht durch Artikel 14 Abs. 1 GG geschützt sei, da diese Regelung zwar die rechtliche, nicht aber die tatsächliche Verkehrsfähigkeit der Aktien als schlichte Ertrags- und Handelschance schütze, änderte der BGH in der sogenannten „FRoSTA-Entscheidung“ vom 8. Oktober 2013 (Az.: II 26/12) seine bisherige Rechtsprechung. In dem „FRoSTA-Fall“ ging es zwar nur um einen Segmentwechsel vom regulierten Markt in den Freiverkehr (sogenanntes „Downlisting“) und nicht um einen kompletten Rückzug von der Börse (sogenanntes „Delisting“). Der BGH entschied jedoch über den vorliegenden Fall hinaus, dass sowohl beim Down- als auch beim Delisting weder eine Entscheidung der Hauptversammlung noch ein Abfindungsangebot an die Aktionäre notwendig sind.

Diese Entscheidung hatte erhebliche wirtschaftliche Bedeutung, da für die Gesellschaften bzw. ihre Hauptaktionäre eine hohe Liquiditätsbelastung durch eine zwingende Abfindung von Minderheitsaktionären wegfiel. Für die Aktionäre bedeutete es jedoch in aller Regel einen erheblichen Vermögensverlust, da mit Wegfall der Börsennotierung nicht nur die Fungibilität entfiel, sondern auch der Wert der Aktien deutlich zurückging. In der Folge führte die geänderte Rechtsprechung zu einer Vielzahl von Delistings. So gab es im Jahre 2014 alleine über 20 Anträge bei den verschiedenen Börsen.

Gesetzliche Neuregelung

Aus Kreisen der Aktionärsschützer und Teilen der Wissenschaft wurde die bestehende Rechtslage nach der Änderung der Rechtsprechung kritisiert. Man sah einen unzureichenden Schutz der Aktionäre. Der BGH hatte die Aktionäre in seiner FRoSTA-Entscheidung auf den kapitalmarktrechtlichen Schutz durch die jeweilige Börse verwiesen. Nach § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG ist die Geschäftsführung einer Börse berechtigt, die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt auf Antrag der Emittentin zu widerrufen, sofern der Schutz der Anleger dem nicht entgegensteht. Die entsprechende Antragstellung liegt als Geschäftsführungsmaßnahme beim Vorstand der Emittentin, der dazu ggf. die Zustimmung des Aufsichtsrates einholen muss. Je nach Börse ist der Schutz unterschiedlich ausgestattet. So reicht es teilweise aus, wenn den Aktionären nach Bekanntgabe der Widerrufsentscheidung der Börse bis zum Wirksamwerden der Widerrufs hinreichend Zeit verbleibt, ihre Aktien über die Börse zu veräußern. So sieht es beispielsweise das Regelwerk der Frankfurter Wertpapierbörse (§ 46 Abs. 1 S. 2 Nr. 2, Abs. 2 S. 3 BörsO) vor.

Der Gesetzgeber hat die umfangreiche Kritik aufgenommen und eine komplette Neuregelung des Anlegerschutzes beim De- und Downlisting vorgenommen. Durch

Änderung des § 39 Abs. 2 BörsG ist ein Widerruf der Zulassung auf Antrag der Emittentin nur noch zulässig, wenn zuvor ein öffentliches Erwerbsangebot nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) unterbreitet wurde, sofern nicht an einem anderen regulierten Markt einer anderen Börse die Notierung fortbesteht. Bei einem vollständigen Börsenrückzug ist daher allen Aktionären ein Abfindungsangebot auf Basis des gewichteten Durchschnittskurses der letzten sechs Monate vor der Veröffentlichung der Angebotsabsicht nach § 10 WpÜG zu unterbreiten. Eine zwingend durchzuführende Unternehmensbewertung, deren Angemessenheit durch ein Spruchverfahren überprüft werden könnte – wie es zum Beispiel beim Ausschluss der Minderheitsaktionäre vorgesehen ist –, hat der Gesetzgeber jedoch nicht aufgenommen. Eine Ausnahme gilt nur dann, wenn aufgrund von Insiderinformationen, Marktmanipulationen oder sonstigen Gründen ein aussagekräftiger Börsenkurs fehlt. In diesen Fällen hat eine Unternehmensbewertung stattzufinden, die dann die Basis für die Entschädigung der Aktionäre darstellt.

Bewertung

Es ist zu begrüßen, dass der Gesetzgeber schnell reagiert und eine Regelung gefunden hat, die den Unternehmen, die ein De- oder Downlisting beabsichtigen, ein vergleichsweise einfaches Verfahren eröffnet, bei dem die finanzielle Belastung durch Abfindungen klar ist. Umgekehrt haben die Aktionäre die Möglichkeit, auf den Wegfall der Börsenzulassung zu reagieren und ihre Aktien dem Bieter – in der Regel wird es der Hauptaktionär sein – zu einem angemessenen Preis zu verkaufen.

Insgesamt handelt es sich wirtschaftlich um eine ausgewogene Lösung. Zu kritisieren ist allerdings, dass eine so weitgehende Strukturmaßnahme ohne Mitwirkung der Aktionäre erfolgen kann.

www.deloitte-tax-news.de

Diese Mandanteninformation enthält ausschließlich allgemeine Informationen, die nicht geeignet sind, den besonderen Umständen eines Einzelfalles gerecht zu werden. Sie hat nicht den Sinn, Grundlage für wirtschaftliche oder sonstige Entscheidungen jedweder Art zu sein. Sie stellt keine Beratung, Auskunft oder ein rechtsverbindliches Angebot dar und ist auch nicht geeignet, eine persönliche Beratung zu ersetzen. Sollte jemand Entscheidungen jedweder Art auf Inhalte dieser Mandanteninformation oder Teile davon stützen, handelt dieser ausschließlich auf eigenes Risiko. Deloitte GmbH übernimmt keinerlei Garantie oder Gewährleistung noch haftet sie in irgendeiner anderen Weise für den Inhalt dieser Mandanteninformation. Aus diesem Grunde empfehlen wir stets, eine persönliche Beratung einzuholen.

This client information exclusively contains general information not suitable for addressing the particular circumstances of any individual case. Its purpose is not to be used as a basis for commercial decisions or decisions of any other kind. This client information does neither constitute any advice nor any legally binding information or offer and shall not be deemed suitable for substituting personal advice under any circumstances. Should you base decisions of any kind on the contents of this client information or extracts therefrom, you act solely at your own risk. Deloitte GmbH will not assume any guarantee nor warranty and will not be liable in any other form for the content of this client information. Therefore, we always recommend to obtain personal advice.

