

Nach der Delisting- Entscheidung des BGH: Anlegerschutz durch Börsenordnungen?

Dr. Lutz Krämer

Thomas Dierkes

White & Case

Börse Düsseldorf

Voraussetzungen des Delisting (Überblick)

- **Widerruf der Börsenzulassung auf Antrag des Emittenten**
 - **Gesellschaftsrechtliche Anforderungen – der „U-Turn“ des BGH**
 - Ursprünglich: „Macrotron“-Entscheidung des BGH (25.11.2002)
 - Warnung: „MVS“/„Lindner“-Entscheidung des BVerfG (11.7.2012)
 - Aktuell: „FRoSTA“-Entscheidung des BGH (8.10.2013)
 - **Kapitalmarktrechtliche Anforderungen**
 - Anforderungen des Börsengesetzes: § 39 II BörsG
 - Anforderungen der Börsenordnungen: Frankfurt vs. Düsseldorf („Fristenregelung“ vs. „Angebotsregelung“)

Delisting nach “Macrotron”

BGH v. 25.11.2002 – II ZR 133/01 („Macrotron“)

- Schaffung einer „Schranken-Trias“
 - Hauptversammlungsbeschluss mit einfacher Mehrheit
 - Keine Vorlagepflicht nach Holz Müller-Doktrin
 - Aber HV-Beschluss, weil auch Verkehrsfähigkeit der Aktien durch Eigentumsgarantie des Art. 14 I GG geschützt sei → Schutz des Vermögenswertes liegt bei HV
 - „Pflichtangebot“ durch Gesellschaft oder Großaktionär
 - Überprüfung der Barabfindung im Spruchverfahren

Kritik an „Macrotron“

- Besonderheiten des Falles nicht hinreichend beachtet
 - Börsenhandel war faktisch zum Erliegen gekommen
 - an 92 Börsentagen wurden nur 69 (!) Aktien gehandelt
 - Free Float extrem gering
 - Hauptaktionärin war im Besitz von 99,29% der Stammaktien und 94% der Vorzugsaktien
 - Hauptaktionärin hatte freiwilliges Kaufangebot unterbreitet
- Berufung auf Art. 14 GG durch BGH als Zivilgericht praeter legem „bemerkenenswert“

Kritik an „Macrotron“

- Kritik am Erfordernis HV-Beschluss
 - HV-Beschluss schützt Minderheit nicht (bloße Förmerei)
 - Mangels Berichtspflicht keine Transparenzverbesserung
 - Nachteile durch zeitl. Verzögerung des Delisting (Einberufung HV)

- Kritik an Erfordernis „Pflichtangebot“ mit Spruchverfahren
 - Rechtsnatur und Rechtsgrundlage völlig unklar (nicht WpÜG)
 - Preisfindungsmechanismus fraglich (Unternehmensbewertung?)
 - Wertungswiderspruch zu Squeeze Out (§§ 327a ff. AktG)
 - Spruchverfahren systemfremd (≠ struktureller Eingriff)

Korrektur durch BVerfG – MVS/Lindner

BVerfG v. 11.7.2012 – 1 BvR 3142/02, 1 BvR 1569/08 („MVS“/“Lindner“)

- Ausgangspunkt des BGH bereits unzutreffend
 - Delisting kein Eingriff in Art. 14 I GG
 - Eingriff in Eigentum bei Verlust der Rechtsposition oder Substanzänderung
 - Delisting berührt nur „faktische“ Verkehrsfähigkeit (als reine Ertrags- und Handelschance), nicht aber „rechtliche“ Verkehrsfähigkeit (als Befugnis zur Veräußerung der Aktie)
 - Widerruf der Börsenzulassung für Anteilseigner u.U. positiv (mit Verweis auf Krämer/Theiß, AG 2003, S. 225) → geringer Streubesitz verzerrt u.U. Börsenwert, Sanierung außerhalb Börse „geräuschloser“, vereinfachter Bezugsrechtsausschluss gemäß § 186 III S. 4 AktG
 - Aber: „Macrotron“ sei als richterliche Rechtsfortbildung (noch) zulässig

Revision von „Macrotron“ – „FRoSTA“

BGH v. 8.10.2013 – II ZB 26/12 („FRoSTA“)

- BGH gibt alle gesellschaftsrechtlichen Anforderungen auf!
 - „Macrotron“-Anforderungen folgen nicht Art. 14 I GG
- Auch keine „Schranken-Trias“ aus einfachem Recht
 - Keine Analogie zu § 29 I S. 1 UmwG (Barabfindung bei Verschmelzung auf nicht börsennotierte Gesellschaft)
 - Gesetzgeber wollte ausdrücklich keinen allg. Rechtsgrundsatz schaffen
 - Kapitalmarktrechtlicher Schutz greift hier gerade nicht (kein § 39 II 2 BörsG)
(„Der Widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen.“)

Revision von „Macrotron“ – „FRoSTA“

BGH v. 8.10.2013 – II ZB 26/12 („FRoSTA“)

- Keine Anwendung von § 243 II 2 AktG
 - Delisting führt nicht zwingend zu Sondervorteilen für Großaktionär
- Keine Analogie zu § 207 UmwG (Barabfindung bei Formwechsel)
 - Delisting betrifft weder Organisations- noch Beteiligungsstruktur und ist anders als Formwechsel auch gegen die Gesellschafter möglich
- Keine Gesamtanalogie zu aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen
 - Delisting greift weder in Binnenstruktur der AG noch in Mitverwaltungsrechte der Aktionäre ein (mit Verweis auf Kiefner/Gillessen, AG 2012, 645)

Anlegerschutz ohne „Macrotron“

- BGH hatte in „Macrotron“ Anleger- und Minderheiten-schutz einseitig im Gesellschaftsrecht verortet
- Nun Rückkehr zur kapitalmarktrechtl. Betrachtung (BörsenG, Börsenordnungen)
 - § 39 II BörsenG: „Die Geschäftsführung **kann** die Zulassung [...] auch auf Antrag des Emittenten widerrufen. Der Widerruf darf nicht dem **Schutz der Anleger** widersprechen. [...] Nähere Bestimmungen über den Widerruf sind in der **Börsenordnung** zu treffen.“

- § 56 IV: Beantragt ein Emittent den Widerruf der Zulassung und findet kein Handel an inländischem oder ausländischem organisiertem Markt mehr statt, *darf* ein Widerruf *nur* erfolgen, wenn
 - - die **HV den Vorstand ermächtigt** hat, den Widerruf zu beantragen und
 - - der Mehrheitsaktionär den Inhabern der Wertpapiere ein **Kaufangebot** unterbreitet hat, das den Anforderungen des § 31 WpÜG genügt.



Börsenordnung

Stand: 6. Dezember 2013



Hier wird gehandelt.

- § 46 I: Die GF *kann* die Zulassung auf Antrag des Emittenten widerrufen, wenn der Schutz der Anleger nicht entgegensteht. Der Schutz der Anleger steht insb. nicht entgegen, wenn (1) der Handel an einem organisierten Markt gewährleistet erscheint, oder
- (2) den Anlegern **ausreichend Zeit** verbleibt, die Wertpapiere **zu veräußern** (§ 46 II S. 3: maximal **6 Monate**).
- III: **Verkürzung auf 3 Monate** möglich, wenn Kaufangebot und Spruchverfahren.

Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse

Inhaltsübersicht

Begriffsbestimmungen	6
Abschnitt Organisation	13
Geschäftszweig, Sitz	13
Träger der FWB	13
Abschnitt Börsenorgane und ihre Aufgaben	13
Teilabschnitt Börsenrat	13
Aufgaben des Börsenrats	13
Vorsitz im Börsenrat; Stellvertretung	14
Beschlussfähigkeit und Beschlussfassung des Börsenrats	15
Teilabschnitt Geschäftsführung	15
Börsenleitung	15
Aufgaben und Befugnisse der Geschäftsführung	15
Weisungsbefugnis der Geschäftsführung	16
Teilabschnitt Handelsüberwachungsstelle	17
Einrichtung und Betrieb	17
Teilabschnitt Sanktionsausschuss	17
Sanktionsausschuss	17
Abschnitt Börsenbesuch und Börsenhandel	17
Teilabschnitt Zulassung zum Börsenbesuch und zur Teilnahme am Börsenhandel	17
Antrag auf Zulassung	17
Zulassung mit dem Recht zur Teilnahme am Börsenhandel	18
Zulassungsvoraussetzungen	18
Zugang zur Börsen-EDV und zu den Börsensälen	20
Nachweis der Zulassungsvoraussetzungen	20
Zulassung zum Börsenbesuch ohne das Recht zur Teilnahme am Handel	21
Ruhen der Unternehmenszulassung und der Börsenhändlerzulassung; Orderlöschung	22
Teilabschnitt Sicherheitsleistungen	22
Sicherheitsleistung	22
Gesamtrisiko	23
Kapital	23

Teildelisting regelmäßig unproblematisch

Teildelisting gemäß § 57 III BörsO Düsseldorf möglich, wenn

Zulassung und Notierung an inländischem oder ausländischem organisiertem Markt i.S.v. § 2 Abs. 5 WpHG bestehen bleibt

und

der Vorstand erklärt, dass innerhalb von einem Jahr nichts „unternommen“ wird, dies zu ändern.

Ähnlich, wenn nach dem Widerruf Notierung im Primärmarkt oder **mittelstandsmarkt** aufgenommen wird



Hier wird gehandelt.

	Frist ab Veröffentlichung der Widerrufsentscheidung
Teildelisting mit verbleibender Zulassung an inländischem organisierten Markt	sofort
Teildelisting mit verbleibender Zulassung an ausländischem organisierten Markt	3 Monate
Totaldelisting mit gleichzeitigem Wechsel in den Primärmarkt oder mittelstandsmarkt	3 Monate
Totaldelisting mit HV-Beschluss und Kaufangebot	6 Monate

Totaldelisting - Synopse

Börsenplatz	Regelung Totaldelisting	Fristen bei Totaldelisting	Privilegierung
Düsseldorf (neu)	HV - Beschluss und Kaufangebot erforderlich	6 Monate (nach Veröffentlichung des Widerrufs)	keine
Berlin	kein HV – Beschluss erforderlich; Totaldelisting insbesondere bei Kaufangebot möglich	k. A.	Widerruf sofort wirksam, wenn Ausgleich für Wertpapiere erfolgt
Frankfurt	kein HV - Beschluss und kein Kaufangebot erforderlich	6 Monate (nach Veröffentlichung des Widerrufs)	Frist auf max. 3 Monate verkürzbar bei Kaufangebot/Barausgleich
Hamburg / Hannover	kein HV – Beschluss erforderlich; Anlegerschutz als Voraussetzung für Totaldelisting in der Regel bei Kaufangebot gewahrt	2 Jahre (ab Veröffentlichung des Widerrufs)	Fristverkürzung durch Geschäftsführung möglich
München	kein HV - Beschluss und kein Kaufangebot erforderlich	höchstens 2 Jahre (ab Veröffentlichung des Widerrufs)	keine
Stuttgart	kein HV - Beschluss und kein Kaufangebot erforderlich	6 Monate (ab Veröffentlichung des Widerrufs)	keine
Tradegate	kein HV - Beschluss und kein Kaufangebot erforderlich	1 Jahr (ab Veröffentlichung des Widerrufs)	keine



Hier wird gehandelt.

Anlegerschutz durch Börsenordnungen

- Delisting nur mit HV-Beschluss, Kaufangebot und Spruchverfahren (BörsenO Ddf)?!
 - HV-Beschluss als Förmerei?
 - Stellt Kaufangebot zum Durchschnittspreis bei vorher geringem Börsenhandel Anleger besser als sie ohne Delisting stünden?
 - Spruchverfahren ohne gesetzliche Ermächtigung?

Anlegerschutz durch Börsenordnungen

- Materielle Schrankentrias würde im Falle eines Spruchverfahrens um „prozessuale Trias der Gerichtsbarkeiten“ ergänzt
 - Drei Instanzen Zivilgerichtsbarkeit zur „Prüfung“ des HV-Beschlusses (allerdings keine Inhaltskontrolle)
 - Drei Instanzen Verwaltungsgerichtsbarkeit zur Überprüfung der Bestimmungen des § 39 II BörsG
 - Spruchverfahren der Freiwilligen Gerichtsbarkeit

Anlegerschutz durch Börsenordnungen

- Reicht ein Delisting mit Fristenlösung (z.B. BörsenO FFM)?
 - Ausreichende Zeit für Anleger, Aktien am Markt zu platzieren?
 - Ermessensentscheidung iSd § 39 II BörsG bleibt möglich, um Anleger in Sonderkonstellationen hinreichend zu schützen (z.B. bei personellen Verflechtungen zw. Vorstand und Hauptaktionär)
 - Aber: Gefahr des Kursverfalls durch Delisting-Ankündigung?

Fazit und offene Fragen

- Die „neue große Freiheit“ beim Delisting
 - keine gesellschaftsrechtlichen Beschränkungen außerhalb der §§ 93, 116 AktG mehr
 - Regel- und Ausnahmefälle bei reiner Fristenregelung in BörsenO idR

- Manche Fragen bleiben offen
 - Schutz ausreichend auch in Sonderkonstellationen?
 - Delisting künftig vor Squeeze Out, um Börsenkurs als Untergrenze für Barabfindung zu vermeiden?
 - Führt Ankündigung idR bereits zu Kursverfall?

Referent



Dr. Lutz Krämer
Partner, Frankfurt
Leiter Corporate & Capital Markets

Tel.: + 49 69 29994 1132

Fax: + 49 69 29994 1444

E-Mail: lutz.kraemer@whitecase.com

Dr. Lutz Krämer ist Leiter der Bereiche Corporate und Capital Markets von White & Case in Deutschland und berät Emittenten und Investmentbanken auf der gesamten Bandbreite des Aktien- und Kapitalmarktrechts.

Besondere Schwerpunkte bilden dabei Kapitalerhöhungen und Börsengänge, Unternehmensübernahmen und Wandelanleihen. Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder berät er zudem bei aktienrechtlichen Fragestellungen, insbesondere in den Bereichen Corporate Governance und Compliance.

Sein Tätigkeitsgebiet umfasst des weiteren Rechtsfragen des Ratings und der Derivate.



Thomas Dierkes

Mitglied des Vorstands

Börse Düsseldorf AG

Ernst-Schneider-Platz 1

D-40212 Düsseldorf

Tel: 0211 1389 243

dierkes@boerse-duesseldorf.de

www.boerse-duesseldorf.de

www.dermittelstandsmarkt.de

www.quotrix.de

Berlin

Kurfürstendamm 32
10719 Berlin
Tel.: + 49 30 880911 0
Fax: + 49 30 880911 297
berlin@whitecase.com

Düsseldorf

Graf-Adolf-Platz 15
40213 Düsseldorf
Tel.: + 49 211 49195 0
Fax: + 49 211 49195 100
duesseldorf@whitecase.com

Frankfurt

Bockenheimer Landstraße 20
60323 Frankfurt am Main
Tel.: + 49 69 29994 0
Fax: + 49 69 29994 1444
frankfurt@whitecase.com

Hamburg

Valentinskamp 70
20355 Hamburg
Tel.: + 49 40 35005 0
Fax: + 49 40 35005 111
hamburg@whitecase.com

München

Maximilianstraße 35
80539 München
Tel.: + 49 89 206043 500
Fax: + 49 89 206043 510
muenchen@whitecase.com