

➔ Rechtsprechung zum Delisting

Hartmut Göddecke und Sebastian Hofauer

WECHSEL DES AKTIENHANDELS IN EIN FREIVERKEHRSEGMENT

Wenn AGs das Börsensegment wechseln, müssen Kleinaktionäre um ihre Rechte fürchten. Beim gängigen Delisting einer Aktie wechselt diese vom regulierten Markt in den Freiverkehr. Aktuelle Beispiele bieten die Lindner Holding KGaA und die MVS Miete Vertrieb Service AG.

Für Großaktionäre bietet ein Delisting regelmäßig Vorteile. Sie haben am Handel der Aktie am regulierten Markt oft kein Interesse. So führt der Wechsel in ein weniger reguliertes Börsensegment dazu, dass beispielsweise Schutzvorschriften aus dem Wertpapiererwerbs- und -übernahmegesetz (WpÜG) entfallen. Damit kann ein Großaktionär seine Aktien in kleinen Tranchen an einen einzigen Investor veräußern, ohne dass dieser ein Pflichtangebot an die Kleinaktionäre unterbreiten müsste, was bei einem Verbleib im regulierten Markt erforderlich wäre. Das Nachsehen haben die Kleinaktionäre. Ihre Handlungsmöglichkeiten werden beim Delisting eingeschränkt. Genau das hat vor Gericht längst die Frage nach einer Entschädigung für die Kleinaktionäre aufgeworfen. Eine lückenlose Klärung dieser Rechtsfrage ist den Gerichten jedoch immer noch nicht gelungen. Entsprechend uneinheitlich fällt die Rechtsprechung aus.

Rechtsprechung zum Delisting als endgültiger börslicher Rückzug

Der Streit um die Rechte der Minderheitsaktionäre bei einem Delisting erreichte Ende 2002 seinen vorläufigen Höhepunkt. Damals stellte sich der Bundesgerichtshof (BGH) mit einem Grundsatzurteil auf die Seite der Minderheitsaktio-

näre (Urteil vom 25.11.2002, Aktenzeichen II ZR 133/01). Im so genannten Macrotron-Urteil ging es um den Ausgleich von Minderheitsaktionären beim „regulären Delisting“ der Aktien der Macrotron AG aus dem damaligen amtlichen Markt (heute: regulierter Markt). In der Entscheidung stellten die Karlsruher Richter klar, dass eine Aktie zwei zentrale Eigenschaften hat: erstens ihren Verkehrswert und zweitens die Chance, diesen Verkehrswert an der Börse jederzeit zu realisieren. Diesen beiden Eigenschaften einer Aktie haben die Richter den gleichen verfassungsrechtlichen Schutz zugeordnet, wie ihn das Eigentum an der Aktie genießt. Basis für diese Wertschätzung war die Altana-Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts (Beschluss vom 27.04.1999, Aktenzeichen 1 BvR 1613/94). Die Folge: beteiligt sich ein Aktionär an einer Aktiengesellschaft, die im amtlichen Markt notiert wird, darf dem Aktionär dieser Markt für seine Papiere nicht genommen werden. Dass die betroffenen Aktien später in den Freiverkehr einbezogen werden, hielten die obersten Zivilrichter ausdrücklich für keinen adäquaten Ausgleich für den Verlust des amtlichen Handelssegments.

Den Ausführungen des BGH schlossen sich die Richter des Oberlandesgerichts

(OLG) Düsseldorf für den Fall des „kalten Delistings“ ausdrücklich an (Beschluss vom 30.12.2004, Aktenzeichen I-19 W 3/04 AktE). Bei einem kalten Delisting wird die Aktiengesellschaft mit Notierung am geregelten Markt in zwei nicht börsennotierte Aktiengesellschaften gespalten. Der Schutz des Eigentums an den Aktien gebietet in derartigen Fällen laut OLG Düsseldorf den angemessenen Wertausgleich zugunsten der Aktionäre.

Rechtsprechung zum Wechsel vom regulierten Markt in ein Freiverkehrsegment

Abweichend vom BGH urteilen die Obergerichte, sobald der Aktienhandel vom regulierten Markt in den Freiverkehr verlagert wird. Die Wertausgleichspflicht bei einem Soft-Delisting haben zwei Obergerichte verneint. Bei einem „Soft-Delisting“ wechselt der Handel einer Aktie vom regulierten Markt in „spezialisierte“ Segmente des Freiverkehrs.

Das OLG München hat im Fall der Lindner Holding KGaA beschlossen, dass den Minderheitsaktionären kein Pflichtangebot unterbreitet werden müsse, wenn ein Wechsel in das Segment m:access der Börse Bayern erfolgt (Beschluss vom 21.05.2008, Aktenzeichen 31 Wx



62/07). Bei m:access handelt es sich um ein besonderes Qualitätssegment innerhalb des Freiverkehrs. Sowohl das für die erste Instanz zuständige Landgericht (Beschluss vom 30.08.2007, Aktenzeichen 5 HK O 7195/06) als auch das Berufungsgericht hielten das Segment m:access mit seinen Vorschriften für ausreichend, um den Minderheitsaktionären einen adäquaten Marktplatz für den Wertpapierhandel zu bieten. Der m:access sei mit dem „reinen“ Freiverkehr zum Zeitpunkt der Macrotron-Entscheidung nicht vergleichbar. Darüber hinaus seien die Aktien der in den Freiverkehr wechselnden Gesellschaft bereits vor dem Soft-Delisting in einem viel höheren Maße dort gehandelt worden als im regulierten Markt.

Zu dem gleichen Ergebnis kommt das Kammergericht Berlin beim Wechsel vom

amtlichen Markt der Börsen Frankfurt am Main und Berlin-Bremen in den Entry Standard der Frankfurter Börse sowie den Freiverkehr der Börse Berlin-Bremen (Beschluss vom 30.04.2009, Aktenzeichen 2 W 119/08). Weil Preisbildung und Transparenzpflichten mit denen im regulierten Markt vergleichbar seien, liege keine relevante Beeinträchtigung vor. Auf den Wechsel des Aktienhandels in den Freiverkehr der Börse Berlin-Bremen gingen die Richter nicht ein, da ihnen die Handelbarkeit in den Entry Standard als genügend erschien.

Auch wenn diese beiden Gerichte es nicht ausdrücklich formuliert haben, dürften sie nach Einschätzung der Autoren der Macrotron-Rechtsprechung folgen, sobald es um den Wechsel einer Aktie in das normale Freiverkehrssegment geht. Denn auch diese Gerichte sehen nur eine

ausreichende Verkehrsfähigkeit der Aktien für das „obere“ Element des Freiverkehrs als gegeben an.

Gravierender ist ein Urteil des Bayerischen Obersten Landesgerichts (Bay-ObLG). Dieses urteilte in einem Fall, dass kein Eingriff in das verfassungsrechtlich geschützte Eigentum der Aktie vorliege, wenn das vollständige Delisting vom regulierten Markt in den Freiverkehr lediglich 4,5 Monate dauere (Beschluss vom 28.07.2004, Aktenzeichen 3Z BR 087/04).

Kritik an der bisherigen Rechtsprechung

Der Freiverkehr ist kein organisierter Markt mit ausschließlich staatlicher Regulierung. Somit finden das WpÜG und zahlreiche Anlegerschutzvorschriften des WpHG keine Anwendung. Das bestätigt auch die Deutsche Börse Group in der Beschreibung des Entry Standard (FAQ-Katalog, S. 2).

Zu diesen Vorschriften gehören die Meldepflichten wesentlicher Beteiligungen sowie von „Directors' Dealings“ nach dem WpHG. Folglich mindert ein Delisting aus rechtlicher Sicht die Verkehrsfähigkeit der Aktien erheblich. Im regulierten Markt kann eine Änderung des Börsenverkehrs nur aufgrund demokratischer Legitimation erfolgen. Dagegen kann ein Freiverkehr weitgehend autonom gestaltet werden. Somit findet im Freiverkehr schon per se weniger staatliche Kontrolle statt.

Darüber hinaus gilt das Unternehmen bei Notierung seiner Aktien im Freiverkehr

nicht mehr als börsennotierte Gesellschaft im Sinne des Aktiengesetzes (§ 3 Abs. AktG), mit der Folge, dass organrechtliche Vorschriften zu Aufsichtsrat, Hauptversammlung und Rechnungslegung funktionslos werden. Da das Soft-Delisting faktisch ohne entscheidenden Einfluss der Minderheitsaktionäre erfolgt, müssen ihnen genau diese Rechte verbleiben, damit sie nicht in eine fremdbestimmte Informationsasymmetrie hineingetrieben werden.

Auch der in die Vergangenheit gerichtete Blick des BayObLG auf die angeblich nicht beeinträchtigte Kursentwicklung eines marktengen Wertpapiers vor, während und nach dem Delisting überzeugt nicht, wenn es um die Frage nach einem Eingriff in die Verkehrsfähigkeit einer Aktie geht. Denn der Kursverlauf einer Aktie ist von vielen Faktoren abhängig, die nicht zwangsweise die Verkehrsfähigkeit einer Aktie betreffen. Dass ein Aktienkurs nach einem Delisting über einen relativ kurzen Zeitraum von wenigen Monaten stabil bleibt, kann folglich auch auf andere Faktoren zurückzuführen sein, etwa auf einen kleineren Kreis der Kleinanleger, die außer dem Großaktionär nunmehr keinen anderen Aufkäufer finden könnten.

Noch deutlicheren Widerspruch verdienen die Richter, wenn sie den Wechsel in den Freiverkehr als prinzipiell ausreichend ansehen, um den Interessen der Minderheitsaktionäre beim Delisting Rechnung zu tragen. Dagegen spricht das niedrigere Schutzniveau des Freiverkehrs. Dieses drückt sich im Regelfall

schon bei Bekanntgabe eines geplanten Delistings in einem niedrigeren Kurs aus.

Entwicklungstendenzen

Die jüngsten Urteile zum Soft-Delisting fallen bislang zu Lasten der Kleinanleger aus. Ob diese Entscheidungen, die den Anwendungsbereich der Macrotron-Rechtsprechung des BGH wieder einschränken, dauerhaft Bestand haben, bleibt abzuwarten. Denn die Entscheidungen zur Lindner Holding und MVS AG kommen auf den Prüfstand des Verfassungsgerichts.

Die Richter müssen sich mit Blick auf Aktien erneut mit der Eigentumsgarantie auseinandersetzen. Das gleiche gilt für die Frage, welche Anforderungen an die Verkehrsfähigkeit von Aktien zu stellen sind. Die Antwort für den Übergang in spezialisierte Freiverkehrssegmente ist nicht vorhersehbar. Für das normale, gesetzlich ausgestaltete Börsensegment des Freiverkehrs jedoch dürfte die ausrei-

chende Verkehrsfähigkeit der Aktie zu verneinen sein (so Landgericht Köln, Beschluss vom 24.07.2009, Aktenzeichen 82 O 10/08) und eine illegitime Eigentumsbeeinträchtigung vorliegen. In der Folge wären dann die Macrotron-Grundsätze anzuwenden.

Offen bleibt zunächst, wie in den Fällen des „gestuften Delistings“ zu verfahren ist, also wenn eine Gesellschaft zunächst in ein besonderes Freiverkehrssegment wechselt und sich später auch aus diesem bewusst zurückzieht. Eine Gesellschaft könnte z.B. zunächst in den m:access Standard wechseln (nach der Rechtsprechung der Obergerichte entschädigungslos), später die Regeln dieses Segments bewusst ignorieren und so einen Ausschluss provozieren. In diesen Fällen spricht viel für die Anwendbarkeit der Macrotron-Rechtsprechung. Ansonsten hätten es die Gesellschaften in der Hand, die vom BGH aufgestellten Grundsätze einfach zu umgehen.

Autoren:

Hartmut Göddecke, Rechtsanwalt, Fachanwalt für Steuerrecht, Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht (Siegburg)

Sebastian Hofauer, Rechtsanwalt (Siegburg)

Kanzlei Göddecke

Die Kanzlei Göddecke widmet sich bank- und kapitalmarktrechtlichen Themen auf Seite privater und gewerblicher Investoren. Sie vertritt Anlegerinteressen im Gesellschafterkreis als auch vor Zivil- und Finanzgerichten. Außerdem bezieht sie bei Fehlverwendung von Kapitalressourcen Stellung, sie ist bei der Sanierung von Kapitalanlagen tätig und informiert über ihre Internetseite www.kapital-rechtinfo.de. Die Kanzleiführer „JUVE Handbuch der Wirtschaftskanzleien“ sowie „NOMOS Kanzleien in Deutschland“ als auch maßgebliche Wirtschaftszeitungen zählen die Kanzlei Göddecke zu den Anwaltskanzleien in Deutschland, die von Kapitalgebern regelmäßig beauftragt werden.