

Downlisting und Delisting – Die Rechte der Aktionäre

Von Hartmut Götdecke, Fachanwalt für Steuerrecht und Bank- und Kapitalmarktrecht, Kanzlei Götdecke, Sieburg

Grundlagen / Terminologie

Die Begriffe Downlisting und Delisting stehen im Zusammenhang mit den verschiedenen Handelssegmenten der Wertpapierbörsen. Nach aktueller Gesetzeslage ist zunächst zwischen dem regulierten Markt und dem Freiverkehr bzw. Open Market zu unterscheiden.

Für die Aufnahme von Wertpapieren in den regulierten Markt ist grundsätzlich eine Zulassung oder Einbeziehung durch die Börsengeschäftsführung erforderlich (§ 32 Abs. 1 BörsG). Der regulierte Markt zeichnet sich hierbei dadurch aus, dass für eine Zulassung die Anforderungen verschiedener spezialgesetzlicher Vorschriften erfüllt sein müssen (vgl. § 32 Abs. 3 BörsG, welcher auf Art. 35 der Verordnung (EG) Nr. 1287/2006 sowie die BörsZulV verweist).

Für Wertpapiere außerhalb des regulierten Marktes kann die jeweilige Börse den Betrieb eines Freiverkehrs zulassen (§ 48 Abs. 1 BörsG). Voraussetzung für einen Freiverkehr ist, dass eine Handelsordnung sowie Geschäftsbedingungen des Börsenträgers, die von der Geschäftsführung gebilligt wurden, eine ordnungsmäßige Durchführung des Handels und der Geschäftsabwicklung gewährleisten.

Innerhalb des regulierten Marktes existieren wiederum abgestufte Qualitätssegmente. So wird zum Beispiel an der Frankfurter Wertpapierbörse zwischen dem General Standard und dem Prime Standard unterschieden. Dabei unterliegt die Aufnahme in den Prime Standard höheren Anforderungen (z.B. Publizitätspflichten). Die Aufnahme in den Prime Standard ist unter anderem Voraussetzung für eine Aufnahme in den DAX.

Auch innerhalb des Freiverkehrs wurden zur Steigerung der Akzeptanz besondere Qualitätssegmente eingeführt. So gibt es zum Beispiel im Freiverkehr der Frankfurter Wertpapierbörse den Entry-Standard und an der Börse München den Standard m:access.

Die Begriffe Down- und Delisting betreffen den Fall, wenn Aktiengesellschaften vom regulierten Markt in den Freiverkehr wechseln oder innerhalb eines Marktes (reguliert oder Freiverkehr) ein Qualitätssegment herabgestuft werden. Die Begriffe werden in Rechtsprechung und Literatur nicht immer einheitlich gebraucht. Im Folgenden soll unter Delisting der Fall verstanden werden, wenn eine Gesellschaft vom regulierten Markt in den Freiverkehr wechselt. Unter Downlisting

ist dann der Fall zu verstehen, wenn innerhalb eines Marktes von einem höheren in ein niedrigeres Qualitätssegment gewechselt wird.

Beweggründe

Die Beweggründe für ein Down- oder Delisting sind verschieden.

Beispielsweise führt ein Wechsel vom Prime Standard in den General Standard zum Wegfall weiterer Zulassungsfolgepflichten, die sich aus der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse ergeben. Quartalsfinanzberichte etwa müssen nur innerhalb des Prime Standards erstellt werden.

Ein Delisting führt dazu, dass verschiedene gesetzliche Vorschriften für börsennotierte Gesellschaften keine Anwendung mehr finden. So ist zum Beispiel das gesamte Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) nur für Wertpapiere anwendbar, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, worunter der Freiverkehr nicht fällt (§§ 1 Abs. 1, 2 Abs. 7 WpÜG). Die Befreiung von Bürokratie, die mit einem Wechsel in den Freiverkehr verbunden ist, führt also auch zu einem Attraktivitätsverlust der Aktien, da Schutzvorschriften nicht mehr greifen.

Konsequenzen

Gerade ein Delisting kann für die Aktionäre einer Gesellschaft zu gravierenden Konsequenzen führen. So kann der Wechsel vom regulierten Markt in den Freiverkehr wegen des Attraktivitätsverlustes die Handelbarkeit der Aktien einschränken. Minderheitsaktionäre sind bei einem Delisting insbesondere davon betroffen, dass der Schutzbereich des WpÜG verlassen wird. So wäre es beispielsweise einem Großaktionär nach Verlassen des regulierten Marktes möglich, seine Aktien in kleinen Tranchen an einen einzigen Investor zu veräußern, ohne dass dieser ein Pflichtangebot (§ 35 WpÜG) unterbreiten müsste, wonach er innerhalb des regulierten Marktes verpflichtet wäre.

Für Minderheitsaktionäre stellt sich deshalb bei einem Down- bzw. Delisting die Frage, ob eine solche Maßnahme eines Beschlusses der Hauptversammlung bedarf oder ob gegebenenfalls eine Abfindung beansprucht werden kann.

Rechtsprechung

Die Macrotron-Entscheidung des BGH

Ein Grundsatzurteil zum Delisting fällt für das Gesellschaftsrecht zuständige II. Zi-

vilsenat des Bundesgerichtshofes in der so genannten Macrotron-Entscheidung (Urteil vom 25.11.2002, II ZR 133/01). Der Entscheidung lag ein Delisting vom amtlichen Markt zu Grunde, hierbei handelt es sich faktisch um den Vorgänger des regulierten Marktes. Die Richter aus Karlsruhe entschieden, dass hierzu ein Hauptversammlungsbeschluss erforderlich ist.

Der BGH begründet dieses Erfordernis im Wesentlichen unter Verweis auf die Eigentumsgarantie in Art. 14 des Grundgesetzes. Durch das regulierte Delisting werde die Verkehrsfähigkeit der Aktien erheblich beeinträchtigt, was auch eine Beeinträchtigung des (Aktien)eigentums darstelle. Die Eigentumsgarantie sei auch im Verhältnis der Gesellschaft zu den Aktionären zu beachten. Der Schutz des Aktienerigentums liege nicht in den Händen der Geschäftsführung, sondern in den Händen der Hauptversammlung. Damit sei auch nur letztere legitimiert, über ein reguläres Delisting zu entscheiden.

Der BGH räumt Minderheitsaktionären in der Macrotron-Entscheidung allerdings noch weitere Rechte ein. Der Umstand, dass die Entscheidung über ein Delisting der Hauptversammlung vorbehalten ist, vermittelt nach Ansicht der Richter nämlich keinen hinreichenden Schutz der Minderheitsaktionäre. Ein hinreichender Schutz sei nur dann sichergestellt, wenn den Minderheitsaktionären der Wert ihrer Aktien ersetzt wird und ihnen die Möglichkeit offensteht, die Richtigkeit der Wertbemessung in einem gerichtlichen Verfahren überprüfen zu lassen. Demnach muss den Minderheitsaktionären mit Beschlussantrag ein Pflichtangebot über den Kauf der Aktien durch die Gesellschaft selbst oder durch den Großaktionär unterbreitet werden.

Entscheidung des OLG Düsseldorf vom 30.12.2004

Das Oberlandesgericht Düsseldorf übertrug in einem Beschluss vom 30.12.2004 (I-19 W 3/04 AktE) die Grundsätze der Macrotron-Rechtsprechung auf Fälle des so genannten „kalten Delisting“. Hierunter war im Falle der Düsseldorfer Entscheidung die Aufspaltung einer börsennotierten Aktiengesellschaft in zwei nicht börsennotierte Aktiengesellschaften zu verstehen (vgl. §§ 123ff. UmwG). Auch in diesen Fällen gebiete es der Schutz des Eigentums, den Aktionären die Möglichkeit einzuräumen, vor einer derartigen Strukturveränderung gegen Abfin-

dung aus der Gesellschaft auszuschneiden. Die Rechtsgrundlage ergebe sich hierfür bereits aus den §§ 125, 29, 34 UmwG.

Entscheidung des OLG München vom 21.05.2008

Mit Beschluss vom 21.05.2008 (31 Wx 62/07) hatte das OLG München über ein Delisting einer Gesellschaft vom amtlichen Markt in das Segment m:access, ein besonderes Qualitätssegment innerhalb des Freiverkehrs an der Börse München, entschieden. Das Oberlandesgericht war der Auffassung, dass im entschiedenen Fall kein Pflichtangebot nach der Macrotron-Entscheidung des Bundesgerichtshofes erforderlich war.

Zur Begründung führten die Münchener Richter aus, eine Beeinträchtigung des Aktieneigentums sei bei einem Wechsel in das Segment m:access nicht gegeben. Es liege insbesondere keine Beeinträchtigung der Verkehrsfähigkeit der Aktien vor. Mit der Einbeziehung in den m:access-Standard der Börse München sei nach wie vor ein funktionierender Markt vorhanden, über den die Minderheitsaktionäre die gehaltenen Aktien veräußern könnten.

Das Segment m:access besitze wegen der tatsächlichen Ausgestaltung eine andere Qualität als der allgemeine Freiverkehr, welcher der Macrotron-Entscheidung zu Grunde lag. So bestünden hinsichtlich der Preisfeststellung keine wesentlichen Unterschiede zum regulierten Markt.

Auch die Tatsache, dass der Handel nunmehr in einem privatrechtlich organisierten Markt und nicht wie vorher in einem öffentlich-rechtlich organisierten Markt erfolgt, bewirke für die Verkehrsfähigkeit der Aktie keinen bedeutsamen Unterschied. Denn beide Organisationsformen seien grundsätzlich geeignet, einen funktionierenden Markt zu gewährleisten.

Entscheidung des KG Berlin vom 30.04.2009

Ähnlich wie das OLG München entschied das Kammergericht Berlin in seinem Be-

schluss vom 30.04.2009 (2 W 119/08). Der Entscheidung lag ein Wechsel vom amtlichen Markt der Börsen Frankfurt und Berlin-Bremen in den Entry-Standard der Börse Frankfurt sowie den Freiverkehr der Börse Berlin-Bremen zu Grunde.

Das Kammergericht nahm ausdrücklich auf die Entscheidung des OLG München Bezug und führte aus, das Segment Entry-Standard der Wertpapierbörse Frankfurt sei dem m:access-Standard im Wesentlichen vergleichbar, so dass die Ausführungen der Münchener Kollegen auf den behandelten Fall übertragbar seien. Sowohl die Preisbildung als auch die Transparenzpflichten innerhalb des Entry-Standards seien mit dem regulierten Markt vereinbar. Insoweit liege keine relevante Beeinträchtigung des Verkehrswertes der Anteile von Minderheitsaktionären vor.

Der Umstand, dass an der Börse Berlin-Bremen ein Wechsel in den allgemeinen Freiverkehr erfolgte, war nach Ansicht des Kammergerichts unschädlich, da durch die parallele Aufnahme in den Entry-Standard der Börse Frankfurt ein hinreichender Rahmen für die Handelbarkeit der Aktien geschaffen worden sei. Insofern mussten die Berliner Richter überhaupt nicht dazu Stellung nehmen, ob sie bei einem Wechsel in den Freiverkehr an den Grundsätzen der Macrotron-Entscheidung festhalten.

Entscheidung des BGH vom 07.12.2009

Ende 2009 bekräftigte der Bundesgerichtshof noch einmal die Macrotron-Rechtsprechung (Beschluss vom 07.12.2009, II ZR 239/08). In dieser Entscheidung stellten die Richter zusätzlich klar, dass die Voraussetzungen des Hauptversammlungsbeschlusses mit der Macrotron-Entscheidung abschließend geklärt seien. Demnach sei weder ein Vorstandsbericht noch ein Bericht eines Mehrheitsaktionärs noch eine Prüfung des Abfindungsangebots durch einen Sachverständigen erforderlich.

Fazit

Die obergerichtlichen Entscheidungen unterscheiden bislang danach, ob ein Wechsel in ein besonderes Qualitätssegment des jeweiligen Freiverkehrs (z.B. Entry-Standard, m:access) erfolgt oder lediglich in den „allgemeinen“ Freiverkehr. Im ersten Fall sollen die Grundsätze der Macrotron-Entscheidung nicht zur Anwendung kommen.

Das OLG München und das KG Berlin berufen sich hierfür maßgeblich auf die gehobenen Voraussetzungen der besonderen Qualitätssegmente innerhalb des Freiverkehrs. Dies erscheint zunächst nachvollziehbar; jedoch werden andere Konsequenzen, die sich beim Verlassen des regulierten Marktes ergeben, nicht ausreichend berücksichtigt.

So erkennt das OLG München zwar selbst, dass ein Wechsel in den Freiverkehr, egal ob in ein besonderes Qualitätssegment oder nicht, zur Nichtanwendbarkeit des gesamten WpÜG und zahlreicher Vorschriften des WpHG führt. Trotzdem sieht das OLG hierin keine derartige Beeinträchtigung des Aktieneigentums, welche Pflichten nach der Macrotron-Entscheidung auslöst. Dies erscheint vor dem Hintergrund der oben beschriebenen Konsequenzen, die sich aus der Nichtanwendbarkeit des WpÜG ergeben, bedenklich.

Die Unterscheidung zwischen allgemeinem Freiverkehr und besonderer Qualitätssegmente innerhalb desselben wirft zudem die Frage auf, wie zu verfahren ist, wenn eine Gesellschaft zunächst in ein besonderes Qualitätssegment (Entry-Standard, m:access) wechselt und dieses später verlässt. Soll hier die Macrotron-Rechtsprechung nachträglich zur Anwendung kommen, wenn die Gesellschaft nachträglich in den allgemeinen Freiverkehr wechselt?

All dies zeigt, dass pauschale Aussagen über die Zulässigkeit bzw. Voraussetzungen eines Down- oder Delistings nicht möglich sind.

Weitere Informationen im Kanzleiprofil am Ende des Handbuchs.



Hartmut Götdecke

Kanzlei Götdecke

Seit 1995 widmet sich die Kanzlei Götdecke speziell bank- und kapitalmarktrechtlichen Themen auf Seite privater und gewerblicher Investoren. Sie berät auch zu den damit zusammenhängenden Fragestellungen im Gesellschafts- und Steuerrecht. Dabei vertritt sie Anlegerinteressen im Gesellschafterkreis als auch vor Zivil- und Finanzgerichten. Sie bezieht bei Fehlverwendung von Kapitalressourcen Stellung in der Öffentlichkeit, sie ist bei der Sanierung von Kapitalanlagen tätig und informiert über ihre Internetseite www.kapital-rechtinfo.de. JUVE als auch maßgebliche Wirtschaftszeitungen zählen die Kanzlei Götdecke zu den etablierten Anwaltskanzleien in Deutschland, die von Kapitalgebern beauftragt werden.

Hartmut Götdecke

Als gelernter Bankkaufmann und Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht liegt der Tätigkeitsfokus auf Rechtsfragen sowohl im privaten als auch öffentlichen Bankrecht. Als Referent zu Finanzmarktthemen spricht er regelmäßig vor juristischem Fachpublikum als auch vor interessierten Finanzinvestoren. Außerdem ist er Fachanwalt für Steuerrecht.