

Delisting von börsennotierten Gesellschaften

Mögliche gesetzliche Neuregelung als Herausforderung für Unternehmen und Beratungspraxis

Börsennotierte Gesellschaften können ihre **Börsennotierung** durch Strukturmaßnahmen, wie z.B. einen Squeeze-Out oder eine Verschmelzung auf eine nicht-börsennotierte Gesellschaft, beenden (sog. kaltes Delisting). Dies ist eine in der Beratungspraxis spannende und komplexe Aufgabe.

Der Rückzug einer Gesellschaft von der Börse (regulierter Markt) kann aber auch durch einen Antrag der

DIE AUTOREN



Dr. Eva Nase ist Partnerin der Kanzlei P+P Pöllath + Partners. Von 2005 bis 2009 war sie Rechtsanwältin in einer bedeutenden US-Kanzlei. Sie berät seit mehr als zehn Jahren auf dem gesamten Gebiet des Gesellschaftsrechts, insbesondere im Aktien- und Konzernrecht, und bei öffentlichen Übernahmen mit anschließendem Taking Private.



Philipp Opitz ist seit 2013 Associate bei P+P Pöllath + Partners. Er berät auf dem gesamten Gebiet des Gesellschaftsrechts, insbesondere in streitigen Verfahren.

Gesellschaft auf Widerruf der Zulassung durch die Börse (sog. reguläres Delisting) erfolgen. Wohl selten hatte eine Entscheidung des Bundesgerichtshofs so einschneidende Auswirkungen auf die deutsche Börsenlandschaft wie der FRoSTA-Beschluss im Oktober 2013 (BGH v. 08.10.13 – II ZB 26/12), in dessen Folge eine wahre „Delisting-Welle“ dutzende Unternehmen von der Börse spült, wie z.B. die Celesio AG.

Aufgabe der Macrotron-Rechtsprechung durch die FRoSTA-Entscheidung

Das reguläre Delisting war über ca. zehn Jahre von der Macrotron-Rechtsprechung des BGH bestimmt. Wegen der darin aufgestellten gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen eines zustimmenden Beschlusses der Hauptversammlung und eines im Spruchverfahren überprüfbaren

Angebots an die außenstehenden Aktionäre, deren Aktien zum vollen Wert zu kaufen, schreckte manche Gesellschaft vor einem regulären Delisting zurück.

Diese gesellschaftsrechtlichen Anforderungen an ein Delisting hat der BGH durch den Beschluss in Sachen FRoSTA AG wieder aufgehoben und allein auf den bestehenden kapitalmarktrechtlichen **Anlegerschutz** verwiesen. Danach ist die Geschäftsführung einer Börse berechtigt, die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt auf Antrag des Emittenten zu widerrufen, sofern der Schutz der Anleger nicht entgegensteht, § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG. Die Stellung eines solchen Antrags liegt als Geschäftsführungsmaßnahme im Verantwortungsbereich des Vorstands der Gesellschaft, ggf. mit Aufsichtsratszustimmung.

Da das Gesetz den jeweiligen **Börsenordnungen** die Konkretisierung der Vorgabe des Anlegerschutzes überantwortet, § 39 Abs. 2 S. 5 BörsG, kommt es hier auf die Regelungen der einzelnen Börsen an.

Die Anlegerschutzkonzepte der Börsen gewinnen an Bedeutung

Die Mehrzahl der Börsen wahrt den Anlegerschutz mit einer **Fristenlösung**. Danach soll es zum Schutz der Anleger genügen, wenn ihnen nach Bekanntgabe der **Widerrufsentscheidung** durch die Börse bis zum Wirksamwerden des Widerrufs hinreichend Zeit verbleibt, ihre Aktien über die Börse zu veräußern (vgl. bspw. § 46 Abs. 1 S. 2 Nr. 2, Abs. 2 S. 3 BörsO Frankfurter Wertpapierbörse).

Im Gegensatz dazu hält die Börse Düsseldorf bewusst an einem Schutzkonzept in Anlehnung an die Macrotron-Rechtsprechung fest. Der Widerruf erfordert im Falle eines vollständigen Delistings weiterhin einen Hauptversammlungsbeschluss sowie ein § 31 WpÜG entsprechendes Kaufangebot (§ 56 Abs. 4 BörsO Börse Düsseldorf). Handelt es sich jedoch um einen Rückzug aus dem regulierten Markt bei gleichzeitiger Einbeziehung der Aktien

P+P Pöllath + Partners
Rechtsanwälte | Steuerberater



in das Qualitätssegment des Freiverkehrs (sog. Downlisting), belässt es auch die Börse Düsseldorf bei einer bloßen Fristenlösung.

Rechtsschutzmöglichkeit der Anleger aktuell fraglich

Ungeklärt ist dabei, ob einem Anleger Rechtsschutzmöglichkeiten gegen die Entscheidung der Börse, die Zulassung von Aktien zum Handel im regulierten Markt zu widerrufen, offenstehen. Zwar verwies der BGH in seiner FRoSTA-Entscheidung die vom Widerruf betroffenen Aktionäre auf den Verwaltungsrechtsweg (Widerspruch und Anfechtungsklage). Allerdings hatte das Verwaltungsgericht Frankfurt a. M. (Beschluss vom 25.03.13, 2 L 1073/13) zuvor einen Eilantrag zur Sicherung eines Widerspruchs eines Aktionärs als unzulässig verworfen. U.a. gestützt auf diese Entscheidung haben jüngst auch einige Börsen den Drittschutz von Anlegern im Verfahren über den Widerruf der Zulassung verneint. Es bleibt abzuwarten, wie die Verwaltungsgerichte zukünftig entscheiden.

Unabhängig davon nutzt die Praxis den durch die FRoSTA-Entscheidung entstandenen Spielraum. Im Jahr 2014 erfolgten mehr als 20 Delistings aus dem regulierten Markt, daneben eine bedeutende Zahl von Rückzügen aus dem Freiverkehr. Weitere Delistings sind angekündigt. Die Frage ist allerdings, wie lange abfindungsfreie Delistings noch möglich bleiben.

Gesetzliche Neuregelung?

So mehren sich die Stimmen, die angesichts der Kursverluste, die in den Delisting-Fällen seit der FRoSTA-Entscheidung unmittelbar nach Ankündigung des Delisting zu beobachten waren, einen Ausbau des Anlegerschutzes fordern. Der Gesetzgeber hat diese Anregungen aufgegriffen und prüft zurzeit eine gesetzliche Neuregelung des Delistings.

Die vom Gesetzgeber zu beachtenden Problemkreise betreffen dabei in erster Linie die Fragen eines Abfindungs-

anspruchs der von einem Delisting betroffenen Aktionäre, einer etwaigen Hauptversammlungszuständigkeit und der Gewährleistung angemessenen Rechtsschutzes. Hinsichtlich einiger Themen zeichnen sich bereits Tendenzen ab. So besteht weitgehender Konsens, dass ein Delisting zukünftig nur gegen Barabfindung gewährt werden sollte. Bzgl. der Bemessung der Abfindung stehen allerdings noch unterschiedliche Regelungsmodelle zur Debatte. Ein Hauptversammlungsbeschluss über ein Delisting wird ganz überwiegend als ebenso kostspieliger wie überflüssiger Formalakt abgelehnt.

Unternehmen, die ein Delisting ins Auge gefasst haben, sollten in jedem Fall den weiteren Gesetzgebungsprozess genauestens verfolgen. Die zuständigen Organe müssen Chancen und Risiken umfassend abwägen. Die anwaltliche Beratung befindet sich angesichts der sich wandelnden rechtlichen Rahmenbedingungen in einer spannenden Phase.

Anlegerschutz
Börsennotierung
Börsenordnungen
Widerrufsentscheidung
Fristenlösung

P+P Pöllath + Partners

ist eine international tätige deutsche Wirtschafts- und Steuerkanzlei mit mehr als 100 Anwälten und Steuerberatern in Berlin, Frankfurt und München.

Die Sozietät berät umfassend und transaktionsbezogen in den Bereichen Corporate/M&A, Private Equity, Fonds, Immobilien, Vermögens- und Nachfolgeplanung sowie Steuerrecht. P+P-Partner sind regelmäßig in internationalen Rankings als führende Experten in ihren jeweiligen Fachgebieten gelistet.

Ansprechpartner:
Dr. Eva Nase
Rechtsanwältin, Partner | München
Telefon +49 (89) 24240-280
Fax +49 (89) 24240-999
eva.nase@pplaw.com

P+P Pöllath + Partners
Rechtsanwälte und Steuerberater mbB
Hofstatt 1
80331 München
www.pplaw.com

Philipp Opitz
Rechtsanwalt, Associate | München
Telefon +49 (89) 24240-280
Fax +49 (89) 24240-999
philipp.opitz@pplaw.com