

# Update Kapitalmarktrecht

4. November 2015

**Mit der Einführung einer gesetzlichen Regelung zum *Delisting* stoppt der Gesetzgeber die seit der *Frosta* - Entscheidung des BGH vom 8. Oktober 2013 zu beobachtende *Delisting*-Welle.**

Seit der BGH am 8. Oktober 2013 in seinem so genannten *Frosta* - Beschluss entschied, dass beim regulären *Delisting* weder ein Hauptversammlungsbeschluss noch ein Abfindungsangebot an die außenstehenden Aktionäre erforderlich ist, haben über 60 Unternehmen die Möglichkeit zum unkomplizierten Rückzug von der Börse genutzt. Dies wurde vielfach seitens der betroffenen Streubesitzaktionäre kritisiert, da nach Ankündigung eines *Delistings* sowohl die Liquidität in der betroffenen Aktie als auch der Aktienkurs deutlich zurückgingen und nach dem Wirksamwerden des *Delistings* so kaum noch Möglichkeiten für einen angemessenen Verkauf der Aktien bestanden.

Am 1. Oktober 2015 hat der Bundestag nun eine gesetzliche Regelung zum *Delisting* in § 39 Abs. 2 - 6 BörsG beschlossen. Zunächst sollte eine Regelung im Rahmen der Aktienrechtsnovelle 2014 aufgenommen werden, jedoch wurde die neue *Delisting* Regelung nun kurzfristig im Wege eines informellen Ergänzungsantrags im Rahmen des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie - Änderungsrichtlinie geschaffen. Das Gesetz tritt am Tag nach seiner Verkündung in Kraft. Da die Frist für die Umsetzung der Transparenzrichtlinie - Änderungsrichtlinie am 27. November 2015 abläuft, ist mit einer zeitnahen Verkündung zu rechnen.

## **Neue Gesetzgebung zum *Delisting***

Michael Neises (Frankfurt)

Dr. Mirko Sickinger, LL.M. (Köln)

## **Rechtslage seit der *Frosta* - Entscheidung des BGH**

## **Änderung des § 39 BörsG**

## **Inkrafttreten der Änderung**

Das Update Kapitalmarktrecht beinhaltet keinen Rechtsrat. Die enthaltenen Informationen sind sorgfältig recherchiert, geben die Rechtsprechung und Rechtsentwicklung jedoch nur auszugsweise wieder und können eine den Besonderheiten des einzelnen Sachverhaltes gerecht werdende individuelle Beratung nicht ersetzen.

§ 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG n.F. schreibt vor, dass beim Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung ein Angebot zum Erwerb aller Wertpapiere gemacht werden muss. Dieses Angebot darf keine Bedingungen enthalten und muss eine Gegenleistung in Euro anbieten. Aktientauschangebote sind damit nicht möglich. Auch Teilangebote sind unzulässig. Ein Angebot ist nur dann entbehrlich, wenn die Wertpapiere entweder weiterhin an einer inländischen Börse im regulierten Markt oder in einem anderen Mitgliedsstaat der EU oder des Europäischen Wirtschaftsraums zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, sofern dort ähnliche Voraussetzungen für ein *Delisting* wie nach der neuen deutschen Regelung gelten. Die neue Regelung gilt damit auch für ein sogenanntes *Downlisting*, also für den Wechsel vom regulierten Markt (*Prime* oder *General Standard*) in den Freiverkehr, einschließlich des *Entry Standards* der Frankfurter Wertpapierbörse.

Die Gegenleistung muss gemäß § 39 Abs. 3 BörsG n.F. grundsätzlich mindestens anhand des gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurses der Wertpapiere während der letzten *sechs* Monate vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots nach § 10 Abs. 1 Satz 1 WpÜG oder der Kontrollerlangung nach § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG bemessen werden. Ausnahmsweise kann jedoch auch der Unternehmenswert maßgeblich sein:

- Wenn während eines Zeitraums von sechs Monaten vor der Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots oder der Kontrollerlangung an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt wurden und mehrere nacheinander festgestellte Kurse um mehr als 5% voneinander abgewichen sind, ist die Gegenleistung auf Basis einer Unternehmensbewertung zu ermitteln.
- Der Emittent ist zur Zahlung des Unterschiedsbetrags zwischen der im Angebot genannten Gegenleistung und der anhand einer Unternehmensbewertung errechneten Gegenleistung verpflichtet, wenn der Emittent während des genannten Zeitraums eine Insiderinformation nicht unverzüglich oder eine

## **Angebotspflicht**

## **Grundsätzlich Börsenkurs für Gegenleistung maßgeblich**

## **Ausnahmsweise Berechnung anhand des Unternehmens- wertes**

unwahre Insiderinformation veröffentlicht hat. Dies gilt jedoch nicht, wenn der Verstoß gegen § 15 WpHG nur unwesentliche Auswirkungen auf den errechneten Durchschnittskurs hatte. Auch bei zulässiger Selbstbefreiung von der Ad hoc – Mitteilungspflicht nach § 15 Abs. 3 WpHG greift diese Zahlungspflicht nicht.

- Hat der Emittent während dieses Zeitraums gegen § 20a WpHG verstoßen, ist er ebenfalls zur Zahlung des Unterschiedsbetrags verpflichtet, sofern sich der Verstoß nicht nur unwesentlich auf den errechneten Durchschnittskurs ausgewirkt hat.

Die neue Regelung erfasst das *Delisting* im engeren und im weiteren Sinne. Der Begriff des *Delistings* bezeichnet auch den Wechsel vom regulierten Markt in den Freiverkehr, da der Freiverkehr (einschließlich seiner Qualitätssegmente) keinen regulierten Markt i.S.d. §§ 32 ff BörsG darstellt und die Emittenten auch durch diese Maßnahme ihre Börsenzulassung verlieren (*Downlisting*). Nicht anwendbar ist die neue Regelung hingegen auf den reinen Segmentwechsel im regulierten Markt, also etwa vom *Prime Standard* in den *General Standard*.

Nach § 52 Abs. 9 BörsG n.F. ist die neue Regelung bereits dann anwendbar, wenn nach dem 7. September 2015, aber vor dem Tag des Inkrafttretens des Gesetzes ein Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung gestellt wurde, über den am Tag des Inkrafttretens noch nicht rechts- oder bestandskräftig entschieden wurde. An sich muss das Erwerbsangebot nach der neuen Gesetzeslage bei Einreichung des Antrags auf Widerruf der Zulassung bereits veröffentlicht sein. Da Emittenten, die in der Übergangszeit seit dem 7. September 2015 bereits einen Antrag gestellt haben, aber regelmäßig nicht zeitgleich eine Angebotsunterlage veröffentlicht haben werden, gilt für sie die Besonderheit, dass das Erwerbsangebot ausnahmsweise noch nach der Antragstellung veröffentlicht werden kann bzw. muss.

**Fazit:** Die neue gesetzliche Regelung erscheint geeignet, die *Delisting* - Welle seit der Frosta – Entscheidung zu stoppen. Es bleibt zwar dabei, dass kein Hauptversammlungs-

### **Anwendung auch auf *Downlisting***

### **Zeitliche Rückwirkung der Gesetzesänderung**

### **Bedarf zur Nachbesserung**

beschluss für ein *Delisting* erforderlich ist, ein Abfindungsangebot muss jedoch zwingend erfolgen. Gleichwohl bleiben einige dogmatische Fragen, die bereits in Folge der Macrotron – Entscheidung des BGH zum Börsenrückzug offen waren, nach wie vor ungeklärt. So stellt sich zum Beispiel die Frage, wer das Angebot zum Erwerb der Aktien überhaupt unterbreiten muss, wenn kein Hauptaktionär der betroffenen Gesellschaft vorhanden ist und die Gesellschaft selbst keine Ermächtigung zum Rückkauf eigener Aktien hat, die im Übrigen grundsätzlich ohnehin auf maximal 10% des Grundkapitals beschränkt ist. In der Praxis wird ein *Delisting* in solchen Fällen daher überhaupt nicht mehr möglich sein, selbst wenn das betroffene Unternehmen keinen Nutzen mehr - sondern nur noch Kosten - aus der Börsennotierung hat.



Rechtsanwalt, Partner  
Michael Neises  
Tel. +49 69 97561 303  
Fax +49 69 97561 200  
[m.neises@heuking.de](mailto:m.neises@heuking.de)



Rechtsanwalt, Partner  
Dr. Mirko Sickinger, LL.M.  
Tel. +49 221 2052 596  
Fax +49 221 2052 1  
[m.sickinger@heuking.de](mailto:m.sickinger@heuking.de)

## Ihre Ansprechpartner

Abonnentenservice: Update Kapitalmarktrecht

bestellen (kostenlos, unverbindlich, jederzeit kündbar)

abbestellen

Fax-Antwort an: +49 69 97561 200

E-Mail-Antwort an: [j.petri@heuking.de](mailto:j.petri@heuking.de)

## Versandservice und Kontakt

Ihr Name: .....

.....

Ihre Email-Adresse: .....

.....

Ihre Adresse: .....

.....

Diese und alle weiteren Ausgaben des Update Kapitalmarktrecht finden Sie im Internet unter <http://www.heuking.de/ueber-uns/newsletter.html>

## Download

[www.heuking.de](http://www.heuking.de)

Berlin

Chemnitz

Düsseldorf

Frankfurt

Hamburg

Köln

München

Stuttgart

Brüssel

Zürich