

ILF-Kapitalmarktkonferenz 2017

Delisting nach neuem Recht

Dr. Lutz Angerer, LL.M. (University of Virginia)
Partner bei Hogan Lovells in München

23. Februar 2017

A close-up photograph of a person in a blue suit and striped tie, holding a silver pen in their right hand. The person is looking down at a document on a table. The background is slightly blurred, showing an office setting. A blue triangular graphic is overlaid on the left side of the image.

Geschichte

Macrotron und das Bundesverfassungsgericht

- **Macrotron-Entscheidung des BGH (2002)**

- Angemessener Schutz der (Minderheits-)Aktionäre beim Delisting erforderlich, und zwar durch
 - Hauptversammlungsbeschluss
 - Angebot des Hauptaktionärs oder (soweit gemäß § 71 AktG möglich) des Emittenten zum Erwerb der Aktien der (Minderheits-)Aktionäre (WpÜG nicht anwendbar)
 - Überprüfung des vollen Wertersatzes entsprechend den Regeln des Spruchverfahrens im Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit

- **BVerfG-Urteil (2012)**

- Verfassungsrechtliche Eigentumsgarantie wird durch Delisting nicht berührt
- Macrotron-Rechtsprechung hält sich im Rahmen zulässiger Rechtsfortbildung

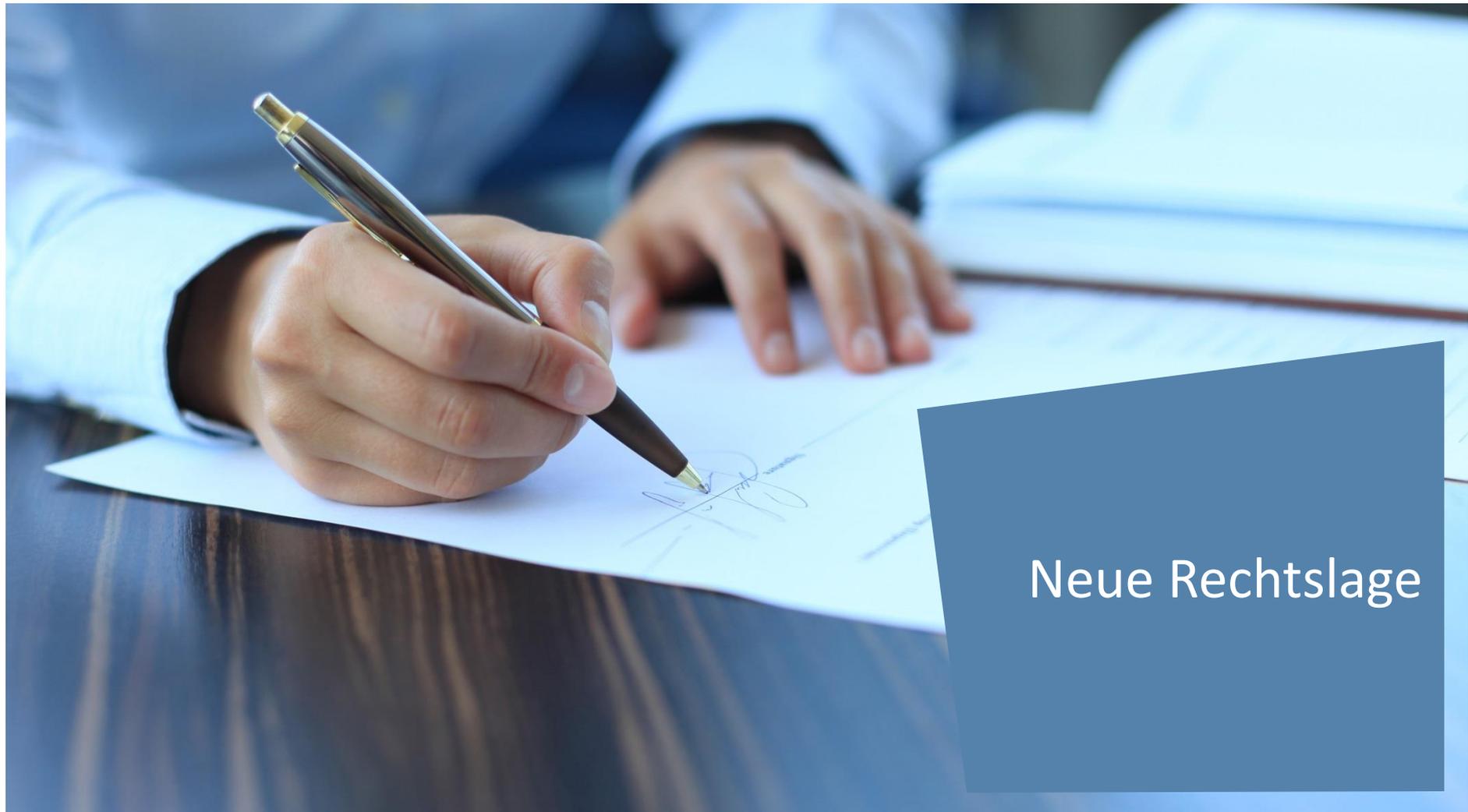
Frosta und der Gesetzgeber

- **Frosta-Beschluss des BGH (2013)**

- Das BVerfG habe der Macrotron-Rechtsprechung die Grundlage entzogen
- Kein Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses oder eines Abfindungsangebots, weil es dafür an der gesetzlichen Grundlage fehle
- Ausschließlich die börsenrechtlichen Regelungen seien anzuwenden (§ 39 Abs. 2 Satz 2 BörsG "Der Widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen" und die Börsenordnungen)

- **Reaktion des Gesetzgebers (2015)**

- Kodifizierung des Aktionärsschutzes in § 39 BörsG im Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie-Umsetzungsgesetz (BGBl. I 2015 Seite 2029)
- Ergänzung des § 39 Abs. 2 BörsG durch § 39 Abs. 2 Satz 3, Abs. 3, 4 und 6 BörsG
- Keine gesellschaftsrechtliche, sondern eine kapitalmarktrechtliche Lösung



Neue Rechtslage

Überblick

- Es gibt keine **gesellschaftsrechtlichen** Schutzinstrumente mehr:
 - Kein Hauptversammlungsbeschluss (anders als nach der Macrotron-Entscheidung)
 - Kein Spruchverfahren (anders als nach der Macrotron-Entscheidung)
- Schutz der Aktionäre durch das **Erfordernis eines öffentlichen Angebots** durch den Großaktionär, die Gesellschaft (soweit gemäß § 71 AktG möglich) oder einen Dritten zum Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des Delisting-Antrags sind, nach den Vorschriften des WpÜG (das nach der Macrotron-Entscheidung erforderliche Angebot unterlag nicht dem WpÜG)
- Bisher **4 Delisting-Angebote** nach neuem Recht (alle ohne Bedingungen): Isaria Wohnbau AG, Sachsenmilch AG, BDI-BioEnergy International AG und i:FAO AG

Wann ist ein Delisting-Angebot erforderlich? (1)

- Beim vollständigen Rückzug vom regulierten Markt (**echtes Delisting**)
- Auch beim Rückzug in den einfachen oder qualifizierten Freiverkehr (**Downlisting** – teilweise anders als nach der Macrotron-Entscheidung)
- Auch von **ausländischen** Emittenten, deren Aktien an einer deutschen Börse zugelassen sind (§ 39 Abs. 4 BörsG) – Beispiel: BDI-BioEnergy International AG
- Nicht, wenn die Wertpapiere weiterhin zugelassen sind
 - an einer anderen **inländischen** Börse zum Handel im regulierten Markt oder
 - in einem anderen Mitgliedstaat der **EU** **oder** des **EWR** an einem organisierten Markt, sofern für einen Widerruf der Zulassung zum Handel an diesem Markt entsprechende Voraussetzungen gelten wie in § 39 BörsG

Wann ist ein Delisting-Angebot erforderlich? (2)

- Nicht beim Rückzug aus dem einfachen oder qualifizierten **Freiverkehr**
- Nicht beim **kalten** Delisting
- Nicht für deutsche Emittenten, wenn das Delisting von Wertpapieren, die ausschließlich an einer Börse **außerhalb Deutschlands** zugelassen sind, angestrebt wird

Ablauf des Delistings (1)

- Prüfung durch den Vorstand des Emittenten, ob ein Delisting im **Interesse des Emittenten** ist
- **Vorstandsbeschluss** über das Delisting und den **Aufschub** der Ad-hoc-Veröffentlichung gemäß Art. 17 Abs. 4 MAR
- Abschluss einer **Delisting-Vereinbarung** mit dem Bieter, worin sich u.a. der Emittent verpflichtet, den Delisting-Antrag zu stellen, und dem Bieter zusichert, nicht gegen die Artt. 15 und 17 MAR verstoßen zu haben
- **Veröffentlichung** der **Absicht** oder **Verpflichtung** zur Abgabe eines Delisting-Angebots durch den Bieter (§ 10 Abs. 1 Satz 1 bzw. 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG, vgl. § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG) – ein Hinweis auf das Delisting ist bereits hier erforderlich

Ablauf des Delistings (2)

- Übermittlung einer **Angebotsunterlage** für das Delisting-Angebot durch den Bieter an die **BaFin** (§ 14 Abs. 1 Satz 1 WpÜG)
- **Veröffentlichung** der **Angebotsunterlage** nach Gestattung durch die BaFin unter Hinweis auf den Delisting-Antrag und seine möglichen Folgen (§ 14 Abs. 2 Satz 1 WpÜG, §§ 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG, § 2 Nr. 7a WpÜG-AngV)
- **Stellungnahme** von Vorstand und Aufsichtsrat des Emittenten (§ 27 WpÜG)
- **Delisting-Antrag** des Emittenten unter Bezugnahme auf das Angebot
- Ablauf der **Annahmefrist** – vor dem Delisting-Antrag abgeschlossene Angebotsverfahren sind nicht ausreichend

Anforderungen an das Delisting-Angebot

- Das Angebot darf nicht von **Bedingungen** abhängig gemacht werden (§ 39 Abs. 3 Satz 1 BörsG) – das gilt auch für vor dem Delisting-Antrag eingetretene Bedingungen, Bedingungen betreffend behördliche Erlaubnisse und die Bedingung, dass ein Delisting Antrag gestellt wird
- Mindestangebotspreis: Börsenkurs während der letzten **sechs** (nicht drei) Monate vor Veröffentlichung der Absicht oder Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebots (§ 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG, § 31 WpÜG, §§ 3–5 WpÜG-AngV) – somit ggf. Erhöhung der Gegenleistung bei **Vor-, Parallel-** und **Nacherwerb** von Aktien
- Kombination mit **Übernahmeangebot** also zulässig – Beispiel: Isaria Wohnbau AG
- **Barangebot** zwingend, Tauschangebote sind unzulässig (§ 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG)

Wann ist der Angebotspreis anders zu bestimmen?

- Eine Unternehmensbewertung ist erforderlich (§ 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG), wenn während des Sechs-Monats-Zeitraums
 - der Emittent gegen Veröffentlichungspflichten gemäß **Art. 17 MAR** oder
 - der Emittent oder Bieter gegen das Verbot der Marktmanipulation gemäß **Art. 15 MAR** verstoßen hat
- **Rückausnahme:** Verstoß hatte nur **unwesentlichen Einfluss** auf den Durchschnittskurs (§ 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG)
- Eine Unternehmensbewertung ist außerdem erforderlich (§ 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG), wenn während des Sechs-Monats-Zeitraums
 - eine Feststellung des Börsenkurses an **weniger als 1/3 der Börsentage** erfolgte und
 - mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse **um mehr als 5 %** voneinander abweichen



Rechtsschutz

Behördliche Kontrolle

- Prüfung der Angebotsunterlage durch die **BaFin**
- **Untersagung des Delisting-Angebots** durch die BaFin unter den in § 15 WpÜG geregelten Voraussetzungen möglich
- Die **Börse** prüft nur das Vorliegen einer Angebotsunterlage (§ 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1) und die anderweitige Börsenzulassung und gegebenenfalls das Schutzniveau bei einer Auslandszulassung (§ 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2)
- Keine **inhaltliche** Kontrolle durch die Börse
- Auch bei Vorliegen der Voraussetzungen von § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG hat die Börse bei der Delisting-Entscheidung ein **Ermessen** (§ 39 Abs. 2 Satz 1 BörsG: "kann") – in der Regel dürfte aber eine Ermessensreduzierung auf Null vorliegen

Gerichtliche Kontrolle (1)

- Möglichkeit der **Anfechtung** des **Delisting-Verwaltungsakts der Börse** durch Aktionär im verwaltungsgerichtlichen Verfahren zweifelhaft (Regelung nur im öffentlichen Interesse?), aber ohne große praktische Relevanz (vgl. § 39 Abs. 6 BörsG: Gegenleistung wird von der Börse nicht geprüft)
- **Verpflichtungsklage** des Emittenten gegen die Börse auf Erlass des Verwaltungsakts denkbar
- Bei Untersagung des Delisting-Angebots durch die BaFin **Anfechtungsbeschwerde** des Bieters gemäß § 48 Abs. 1 WpÜG gegen die BaFin möglich, wenn zuvor erhobenem Widerspruch gemäß § 41 WpÜG nicht abgeholfen wurde (aber keine aufschiebende Wirkung)

Gerichtliche Kontrolle (2)

- **Nachzahlungsanspruch** des Aktionärs, der das Angebot angenommen hat, gegen den Bieter bei zu niedrigem Angebotspreis vor den **Zivilgerichten** einklagbar
- Dabei kann der Aktionär sowohl argumentieren, dass der für den Mindestpreis maßgebliche durchschnittliche **Börsenpreis** falsch berechnet wurde, als auch, dass eine **Unternehmensbewertung** erforderlich war und sich daraus ein höherer Angebotspreis ergeben hätte
- Der Bieter haftet also für ein Fehlverhalten des Emittenten (Verstoß gegen Art. 16 oder 17 MAR)
- Spruchverfahren nicht mehr statthaft und damit nur **Urteilswirkung** zwischen den Parteien des Gerichtsverfahrens
- **Kapitalanleger-Musterverfahren** gemäß dem neuen § 1 Abs. 1 Nr. 3 KapMuG möglich



www.hoganlovells.com

"Hogan Lovells" or the "firm" is an international legal practice that includes Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP and their affiliated businesses.

The word "partner" is used to describe a partner or member of Hogan Lovells International LLP, Hogan Lovells US LLP or any of their affiliated entities or any employee or consultant with equivalent standing. Certain individuals, who are designated as partners, but who are not members of Hogan Lovells International LLP, do not hold qualifications equivalent to members.

For more information about Hogan Lovells, the partners and their qualifications, see www.hoganlovells.com.

Where case studies are included, results achieved do not guarantee similar outcomes for other clients. Attorney advertising. Images of people may feature current or former lawyers and employees at Hogan Lovells or models not connected with the firm.