10. November 2015

Münchner M&A Forum

Taking Private – die Neuregelung des Delisting

Dr. Michael Brellochs, LL.M. (Harvard)

ALICANTE
BERLIN
BRATISLAVA
BRÜSSEL
BUDAPEST
BUKAREST
DRESDEN
DÜSSELDORF
FRANKFURT/M.
LONDON
MOSKAU
MÜNCHEN
NEW YORK
PRAG
WARSCHAU

NOERR.COM

Noerr

Hintergrund

- 2002: Macrotron-Entscheidung des BGH
  - Hauptversammlungsbeschluss und Abfindungsangebot
  - Überprüfung im Spruchverfahren
- 2012: Delisting-Entscheidung des BVerfG
  - Börsenhandelbarkeit der Aktie nicht nach Art. 14 GG geschützt
  - aber einfachrechtliche Lösung durch Rechtsprechung möglich
- 2013: Frosta-Entscheidung des BGH
  - Aufgabe von Macrotron => Delisting setzt weder HV-Beschluss noch Abfindungsangebot voraus
  - im Anschluss verstärkt Delistings, z.T. mit Auswirkungen auf den Börsenkurs
- 2014 - 2015: Anlegerschützer drängen auf gesetzliche Regelung
  - gesellschaftsrechtliche vs. kapitalmarktrechtliche Lösung
  - rechtspolitische Diskussion insb. zur Abfindung (Ertragswert oder Börsenkurs)

Eckpunkte der Neuregelung (1/2)

- Grundsatz: Abfindung zum Börsenkurs (6 Monatsdurchschnitt)
- Keine Regelung wer Angebot abgeben muss
- Ausnahmen:
  - Abfindung zum „Unternehmenswert“ bei Marktenge
  - Zahlung des Differenzbetrags zw. „Unternehmenswert“ und Börsenkurs bei Ad-hoc Verstoß oder Marktmanipulation
- Kein Hauptversammlungsbeschluss
- Nur im regulierten Markt, nicht im Freiverkehr
  - damit auch Downlisting in den qualifizierten Freiverkehr erfasst
  - anders derzeit z.T. Börsenordnungen
- Auch bei Emittenten mit Sitz im Ausland (§ 39 Abs. 4 BörsG) → eines der Hauptargumente für eine Regelung im Börsengesetz

Noerr

Eckpunkte der Neuregelung (2/2)

- Rückwirkende Geltung wenn
  - Antrag auf Widerruf der Zulassung nach dem 7. September 2015 gestellt wurde und über Antrag bei Inkrafttreten der Neuregelung noch nicht bestands- oder rechtskräftig entschieden worden ist
  - aber Abfindungsangebot nach Antragstellung ausreichend
  - Arg.: seit öffentlicher Anhörung im Finanzausschuss kein Vertrauensschutz
- Fazit:
  - „kapitalmarktrechtliche Lösung“
  - Begründung des Gesetzgebers: keine Strukturveränderung, Aktionäre verlieren nicht ihre Aktien => Hauptversammlungsbeschluss und Ertragswertverfahren unangemessene Belastung für Gesellschaften

Noerr

Aber…Praxistauglichkeit muss sich erst noch erweisen

- Vollständiges WpÜG-Angebot bei Stellung des Delisting-Antrags zu veröffentlichen
  - Angebotsunterlage nach WpÜG-AngebotsVO mit Finanzierungsbestätigung
  - von BaFin zu prüfen
  - aufwändiger als nach Macrotron!
- Restriktive Ausnahmen:
  - Abfindungsangebot nur bei anderweitiger Zulassung zum regulierten Markt im Inland oder im EU-Ausland wenn dort „entsprechende“ Schutzregeln gelten
  - keine Ausnahme für vorangegangenes Übernahmeangebot, auch wenn in der Regel Strukturmaßnahme folgt (z.B. Unternehmensvertrag, Squeeze-Out)
    - Begründung: kein Druck auf Aktionäre, das Angebot anzunehmen
    - anders noch Formulierungshilfe im Finanzausschuss
  - keine Ausnahme für Aktienrückkäufe durch den Emittenten

Noerr

Rechtsschutz

- Verwaltungsrechtlicher Rechtsschutz
  - nicht bei Verstoß gegen § 39 Abs. 3 BörsG (vgl. § 39 Abs. 6 BörsG)
  - aber bei Verstoß gegen § 39 Abs. 2 BörsG?
  - Hintergrund: Börsengeschäftsführung soll lediglich formale Prüfung vornehmen müssen, d.h. Angemessenheit der Gegenleistung und sonstige Anforderungen nach Abs. 3 sollen nicht Gegenstand eines verwaltungsrechtl. Verfahrens sein
- Zivilrechtlicher Rechtsschutz orientiert am WpÜG
  - wg. Abfindung zum Börsenkurs grds. KapMuG <-> Spruchverfahren
  - KapMuG jedoch nicht unproblematisch
  - nur für diejenigen Aktionäre, die das Angebot angenommen haben?

… Überprüfungsvorbehalt: Bundesregierung soll Finanzausschuss über Erfahrungen mit Neuregelung bis Ende 2017 berichten

Noerr

Vielen Dank!

Dr. Michael Brellochs

Noerr LLP
Brienner Str. 28
80333 München
michael.brellochs@noerr.com
Tel.: +49 89 286 283603

Tätigkeitsschwerpunkte:

- Aktien- und Kapitalmarktrecht
- Gesellschaftsrecht / M&A
- Finanzinstitute