

Im Interview

Rechtsanwälte

Dr. Thomas Heidel
und Dr. Daniel Lochner

MEILICKE HOFFMANN & PARTNER
RECHTSANWÄLTE | STEUERBERATER



Dr. Thomas Heidel ist Rechtsanwalt, Fachanwalt für Steuerrecht sowie für Handels- und Gesellschaftsrecht und geschäftsführender Partner bei Meilicke Hoffmann & Partner Rechtsanwälte Steuerberater mbB, Bonn. Herr Heidel ist seit vielen Jahren anwaltlich insbesondere im Aktienrecht und Kapitalmarktrecht tätig und u. a. Herausgeber eines namenhaften Kommentars zum Aktienrecht (Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Auflage 2020) sowie Autor zahlreicher Veröffentlichungen in diesem Bereich.



Dr. Daniel Lochner ist Rechtsanwalt, Fachanwalt für Handels- und Gesellschaftsrecht sowie geschäftsführender Partner bei Meilicke Hoffmann & Partner Rechtsanwälte Steuerberater mbB, Bonn. Auch er berät seit vielen Jahren insbesondere im Aktien- und Kapitalmarktrecht. Ein Schwerpunkt seiner zahlreichen Veröffentlichungen als Fachautor liegt im Bereich des Going Private, wozu auch das Delisting zählt.

Seit einiger Zeit häufen sich Delisting-Fälle.

Worauf führen Sie das zurück?

Lochner: Dass sich Delisting-Fälle im zeitlichen Zusammenhang mit der Corona-Pandemie mehren, war zu erwarten. Der Kurssturz z.B. des DAX war zunächst immens; von fast 14.000 auf unter 9.000. Gerade in Situationen, in denen Märkte allgemein unter Druck geraten, Kurse infolgedessen auch unabhängig von der Lage des Unternehmens einbrechen und sich dadurch besonders starke Verwerfungen zwischen dem aktuellen Börsenkurs und dem inneren Wert einer Aktie bilden, ist ein Delisting für die Betreibenden besonders attraktiv, um das Unternehmen zu einem günstigen Abfindungswert von der Börse zu nehmen. Ähnlich ist das auch bei anderen Konzernierungsmaßnahmen, bei denen zur Abfindungsbestimmung jedenfalls auch der Börsenkurs maß-

gebend ist. Da beim Delisting gemäß § 39 Abs. 3 Börsengesetz (BörsG) aber grundsätzlich allein auf den Börsenkurs abgestellt wird, verstärkt sich hier dieser Effekt.

Ist die Orientierung am 6 Monats-Durchschnittskurs ausreichend?

Lochner: Wenn man eine Abfindung am Börsenkurs als Indikator des Verkehrswerts der Aktie orientiert, ist es grundsätzlich sinnvoll, nicht auf den Börsenkurs zu einem bestimmten Stichtag abzustellen, sondern auf den gewichteten Börsenkurs in einem größeren Betrachtungszeitraum. Dies nimmt dem für die Abfindung herangezogenen Aktienkurs die Zufälligkeit und Abhängigkeit von einzelnen Tagesereignissen. Der für das Delisting maßgebende § 39 Abs. 3 S. 2 BörsG stellt auf einen Sechs-Monats-Zeitraum ab. Das

weicht z.B. ab von den Vorschriften zur Gegenleistung bei verpflichtenden Angeboten nach dem Übernahmegesetz (§ 31 Abs. 1 Wertpapierübernahmegesetz [WpÜG] i.V.m. § 5 WpÜG-Angebotsverordnung). Aber z.B. auch von der Rechtsprechung des BGH zu anderen Abfindungsfällen. Dort wird jeweils auf einen Drei-Monats-Zeitraum abgestellt.

Heidel: Nehmen Sie mal den nicht ganz zufällig gewählten Stichtag 1. September 2020: Der DAX lag in den drei Monaten vorher im Schnitt bei 12.650 Punkten, in den sechs Monaten vorher aber nur bei 11.900 Punkten. Der längere Zeitraum birgt die Gefahr, dass jüngere positive Entwicklungen nicht mehr richtig abgebildet werden. Etwa die nachhaltige Erholung von einem Kurssturz, wie 2020. Ein wie auch immer gebildeter Durchschnittskurs schützt die außenstehenden Aktionäre aber ohnehin nicht wirksam vor erheblichen Verwerfungen zwischen dem Börsenkurs einerseits und dem inneren Wert andererseits. Gerade die Corona-Krise zeigt wieder, dass es sich dabei um Ereignisse handeln kann, die sich über einen deutlich längeren Zeitraum als einem halben Jahr hinziehen. Auch ein 6-Monats-Zeitraum schützt daher Anleger nicht davor, dass der Betrachtungszeitraum zur Bestimmung des Durchschnittskurses womöglich sogar vollständig in einer Phase der Unterbewertung liegt.

Halten Sie den Börsenkurs als geeigneten Maßstab?

Lochner: Ja, der Börsenkurs ist grundsätzlich ein sehr guter Maßstab, um den Wert einer Beteiligung zu bemessen. Er ist ein wesentlicher Maßstab – aber nicht der einzige. Deswegen hatten vor ca. 20 Jahren erst das Bundesverfassungsgericht und dann der Bundesgerichtshof in ihren DAT-Altana-Entscheidungen vollkommen zu Recht festgestellt, dass eine angemessene Abfindung nicht unter dem Börsenkurs liegen darf. Der Orientierung einer Abfindung am Börsenkurs liegt die Annahme zugrunde, dass der hinreichend über das Unternehmen informierte Markt den Unternehmenswert grundsätzlich richtig abbilden wird. Jedoch versagt die Orientierung am Börsenkurs gerade dann, wenn dieser auch über einen längeren Zeitraum aufgrund außerhalb des Unternehmens liegender allgemeiner wirtschaftlicher Verwerfungen unter Druck ist und daher den Unternehmenswert nicht richtig abbildet. Daher darf der Börsenkurs

nicht der einzige Maßstab zur Bestimmung der Abfindung sein, wenn zum Schutz der Anleger die tatsächlich angemessene Abfindung das Ziel ist. Die Neufassung von § 39 BörsG zum Anlegerschutz beim Delisting stammt aus dem Jahr 2015. Daher ist die Corona-Pandemie die erste Krise, bei der sich dieser gesetzliche Mangel zeigt. Der war aber vorhersehbar.

Welche Möglichkeit gäbe es, den Schutz der Minderheitsaktionäre zu erhöhen?

Heidel: Einen wichtigen Schritt hat schon das Börsengesetz selbst getan. Hat das Unternehmen eine kursrelevante Info nicht offengelegt, also die sog. Insiderinformationen, dann kommt es auf den inneren Wert des Unternehmens an. Das Gesetz sagt, entscheidend ist dann der „anhand einer Bewertung des Emittenten ermittelte Wert des Unternehmens“. Das ist aber nur ein erster, ein sehr wichtiger Schritt. Effektiver Anlegerschutz muss weiter gehen, der darf nicht nur in Fällen gelten, in denen Insiderinformationen geheim bleiben. Denn das bekannte Phänomen der Informations-Asymmetrie zwischen einerseits Management sowie stark beteiligten Aktionären, die typischerweise ein Delisting betreiben, wann's ihnen gefällt und für sie (kosten-)günstig ist, und andererseits den normalen Anlegern besteht immer, nicht nur bei Verstößen gegen Informationspflichten.

Lochner: Wie so oft hilft ein Blick in die Vergangenheit: Seit der sog. Macrotron-Entscheidung des BGH haben von 2003 bis 2013 (unter heftigem Protest unternehmensnaher Juristen) Rechtsprechung und Lehre Minderheitsaktionären garantiert, als Abfindung bei einem Delisting jeweils das zu bekommen, was höher ist: entweder den gewichteten, über einige Monate ermittelten Börsenkurs oder aber den gutachterlich bestimmten Anteil am Unternehmenswert. Diese Rechtsprechung hatte Anleger damals mit allem Recht gut davor geschützt, z.B. in allgemeinen Wirtschaftskrisen durch Ausnutzung gesunkener Börsenkurse billig aus der Gesellschaft gedrängt zu werden.

Heidel: Für viele Anleger ist das Delisting wirtschaftlich ja dasselbe wie ein Squeeze-out – sie sind gezwungen, aus dem Unternehmen auszuscheiden. Z.B. haben viele Fonds



Kanzleigebäude Meilicke Hoffmann & Partner, Bonn

Anlagerichtlinien, wonach sie nur in börsennotierte Gesellschaften investieren dürfen. Das können diejenigen, die ein Delisting betreiben wollen, natürlich geschickt ausnutzen. 2013 kam dann leider die sog. Frosta-Entscheidung des BVerfG, der BGH folgte dem leider. Sie kippten vollständig die gute vorherige Rechtsprechung, basierend auf falschen rechtstatsächlichen Informationen aus unternehmensnahen Kreisen. Einige Zeit gab es dann überhaupt keine Abfindung mehr beim Delisting. Zu Recht wurde dies als ein nicht hinnehmbarer Missstand erkannt; der Gesetzgeber griff das auf. Dies führte Ende 2015 zur Regelung im Börsengesetz, dass grundsätzlich nach dem Aktienkurs abzufinden ist (§ 39 Abs. 3 BörsG).

Lochner: Die durch den Gesetzgeber geschaffene Regelung ist aber unzureichend. Das zeigt sich wie beschrieben gerade in allgemeinen Wirtschaftskrisen wie der Corona-Krise. Die aktuelle Gesetzeslage verleitet herrschende Unternehmen dazu, dies als Chance zu nutzen, um eine Minderheit günstig, d.h. unter dem wahren wirtschaftlichen Wert der Beteiligung aus der Gesellschaft zu drängen. Zwar sieht § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG als Ausnahmefall auch die Bestimmung der Abfindung nach dem Unternehmenswert vor; dies jedoch nur in seltenen, für einen Minderheitsaktionär praktisch nicht nachweisbaren Ausnahmefällen der Marktmanipulation und der Verletzung von Ad hoc-Mitteilungspflichten. Liegt die Unterbewertung der Aktie aber nicht an einer Manipulation des Börsenkurses oder aber einer fehlenden oder falschen Information des Kapitalmarktes, sondern an einer allgemeinen Krise, versagt diese gesetzliche Kontrolle.

Heidel: Daher muss der Gesetzgeber nachbessern und gewissermaßen die Rechtslage vor der Frosta-Entscheidung wiederherstellen. Das heißt, der Börsenkurs als Richtwert der Abfindung ist stets anhand des Unternehmenswerts zu kontrollieren. Für diese Zwecke gibt es in Deutschland das Spruchverfahren, das bis zur Frosta-Rechtsprechung für Delistings eröffnet war. Dies sollte zum Schutz von Minderheitsaktionären auch künftig wieder so sein.

Ist der Handel nach dem Delisting noch möglich?

Lochner: Aktionäre sind auch nach dem Delisting weiterhin in der Lage, ihre Aktien zu verkaufen. Jedoch fehlt dann, wenn die Aktie auch nicht mehr im Freiverkehr notiert ist, der durch die Börsennotierung leichte Zugang zu einer unbestimmten Vielzahl potenzieller Käufer. Sofern Aktionäre nicht zufällig einen Dritten kennen, der an ihrer Beteiligung interessiert ist, steht ihnen regelmäßig nur der Großaktionär als potenzieller Käufer gegenüber, der ihnen einen Preis diktieren kann. Dass die durch die Börsennotierung weit größere Fungibilität eine ganz wesentliche Eigenschaft einer Aktie ist, hatten BVerfG und BGH in Zusammenhang mit der Frosta-Entscheidung verkannt. Alternativ ist an einen Handel über börsenunabhängige Wertpapierhandelshäuser zu denken, wie z.B. die Valora Effekten Handel AG. Das setzt aber natürlich voraus, dass die entsprechenden Papiere dort gehandelt werden.

Sehr geehrte Herren, herzlichen Dank für das Gespräch!

(Das Interview führte Mark Kahlenberg, Scherzer & Co. AG)