

GIBSON DUNN

LMU

LUDWIG-
MAXIMILIANS-
UNIVERSITÄT
MÜNCHEN

MUNICH CENTER FOR CAPITAL MARKETS LAW

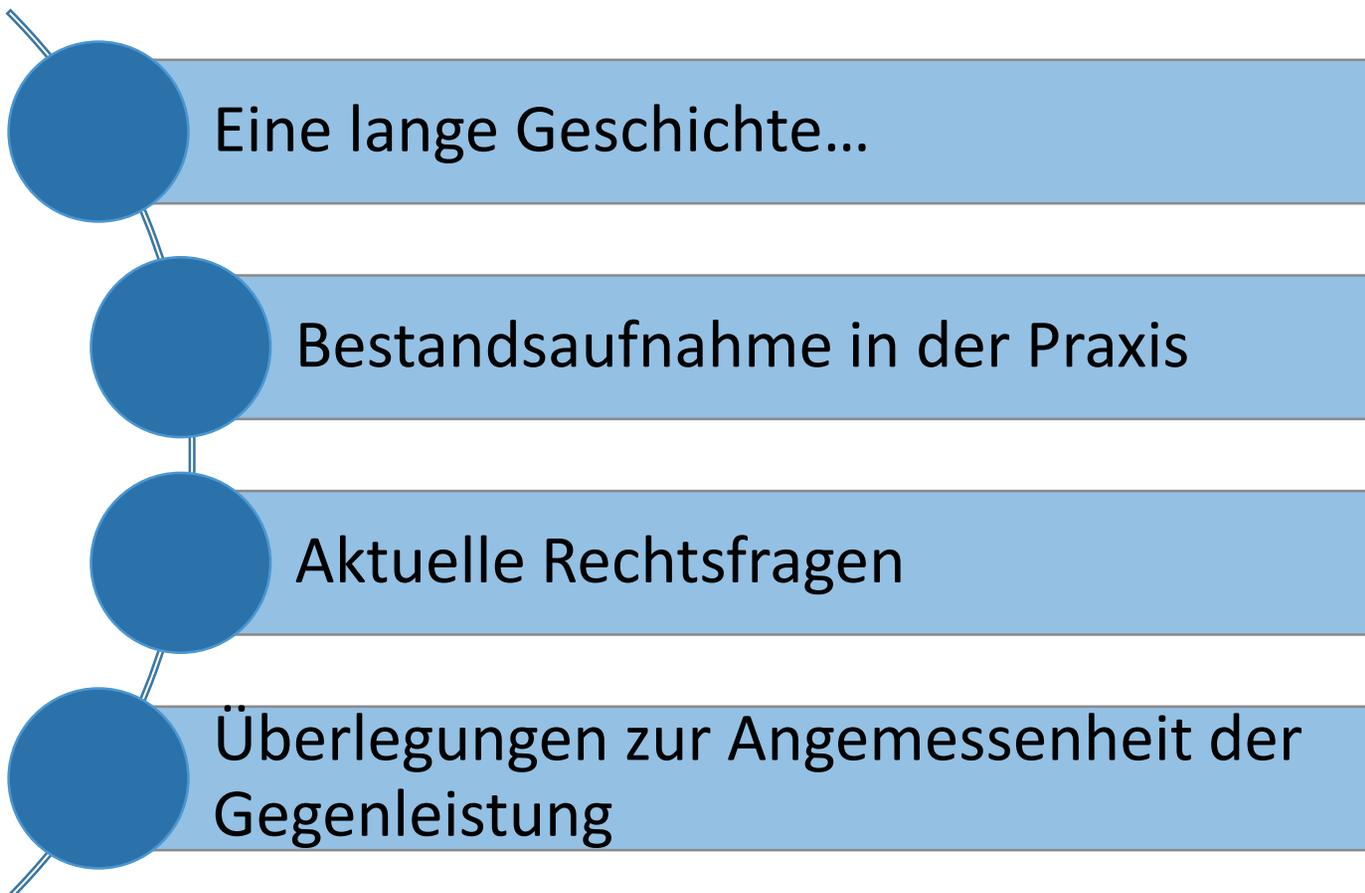
Symposium
Öffentliche
Unternehmensübernahmen
20 Jahre nach Mannesmann/Vodafone

Aktuelle Fragen des
Delisting

Dr. Ferdinand Fromholzer

22. April 2021

Inhalt



Eine lange Geschichte...

Bestandsaufnahme in der Praxis

Aktuelle Rechtsfragen

Überlegungen zur Angemessenheit der
Gegenleistung

1. Eine lange Geschichte... von Macroton zu § 39 BörsG (1/3)

BGH 2002 (Macrotron) (BGH, Urt. v. 25. 11. 2002 - II ZR 133/01)

- Zustimmung der Hauptversammlung und Erwerbsangebot an die Minderheitsaktionäre
- Ersetzung des tatsächlichen Wertes der Aktien (d.h. Unternehmensbewertung)
- Möglichkeit zur Überprüfung der Angemessenheit des Angebotspreises entsprechend den Regeln des Spruchverfahrens erforderlich

BVerfG 2012 (BVerfG, Urt. v. 11. 7. 2012 – 1 BvR 3142-07, 1569-08)

- Widerruf der Börsenzulassung im regulierten Markt KEIN Eingriff in das Eigentum: Verkehrsfähigkeit einer Aktie lediglich Ertrags- und Handelschance

BGH 2013 (Frosta) (BGH, Urt. v. 8.10.2013 – II ZB 26/12)

- Keine HV-Zustimmung und keine Barabfindung/Abfindungsangebot erforderlich
- Ankündigung des Delistings mit Vorlauffrist genügt für den Schutz („führt nicht regelmäßig zu Kursverlusten“)
- Sofern kein Abfindungsangebot gemacht wird, muss nach Ankündigung des Widerrufs genügend Zeit verbleiben, um die Aktien an der Börse verkaufen zu können.

1. Eine lange Geschichte... von Macroton zu § 39 BörsG (2/3)

Neuregelung § 39 BörsG (2015): Kapitalmarktrechtliche Lösung

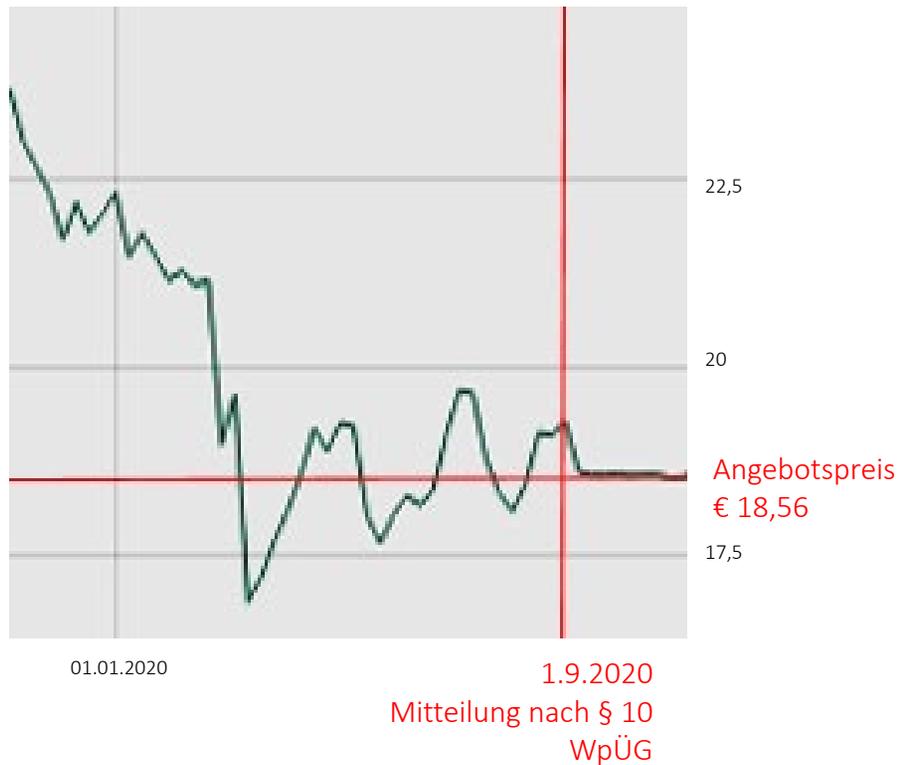
(Gesetz v. 20.11.2015 (BGBl. I S. 2019), mWv 26.11.2015))

- Grundsatz (unverändert) in § 39 II 2: „Der Widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen.“
- Angebot nach WpÜG (ohne Bedingungen, Gegenleistung in bar; § 39 II 3 Nr. 1, III 1)
- Mindestpreis nach § 31 WpÜG, aber: gewichteter durchschnittlicher Börsenkurs der letzten 6 Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung (statt 3 Monate nach § 5 WpÜG Angebots VO) bzw. Vorerwerbspreis (6 Monate vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage, „higher of“)
- Ausnahme: Unternehmensbewertung statt durchschnittlicher Börsenkurs
 - Falsche Kapitalmarktinformation: Nicht nur unwesentlicher Verstoß gegen Ad Hoc-Pflicht oder Marktmanipulation
 - Nicht aussagekräftiger Börsenhandel: an weniger als 1/3 der Börsentage Kurse festgelegt und Abweichung >5% mehrerer nacheinander festgestellter Kurse

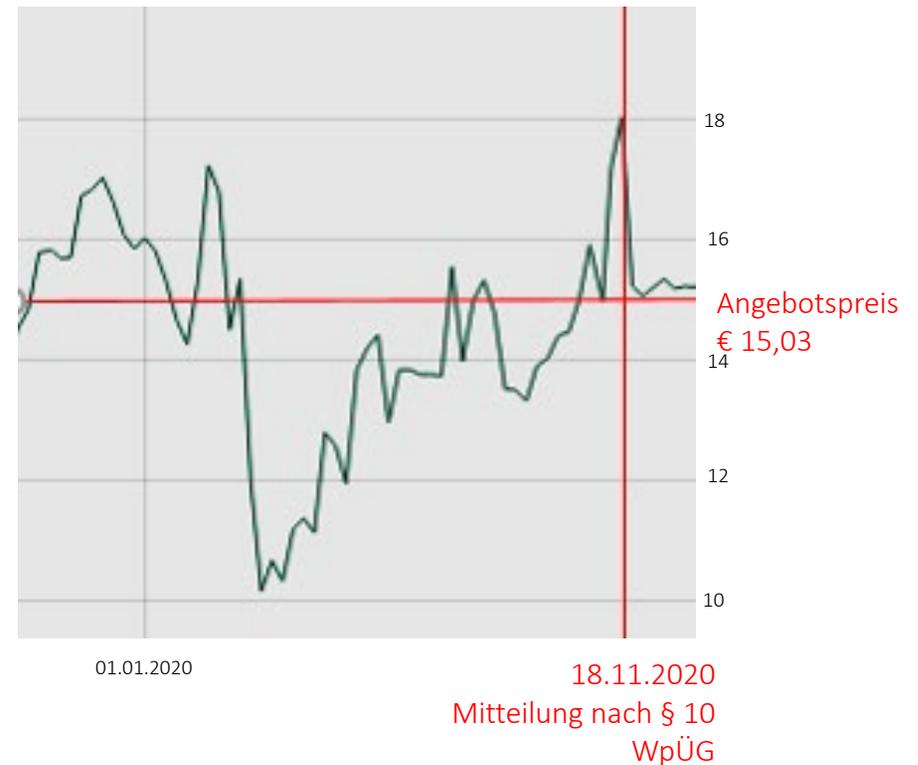
1. Eine lange Geschichte... und ein aktuelles Problem? (3/3)

Einfluss der Pandemie 2020 auf den Börsenpreis

Rocket Internet



Centrotec SE

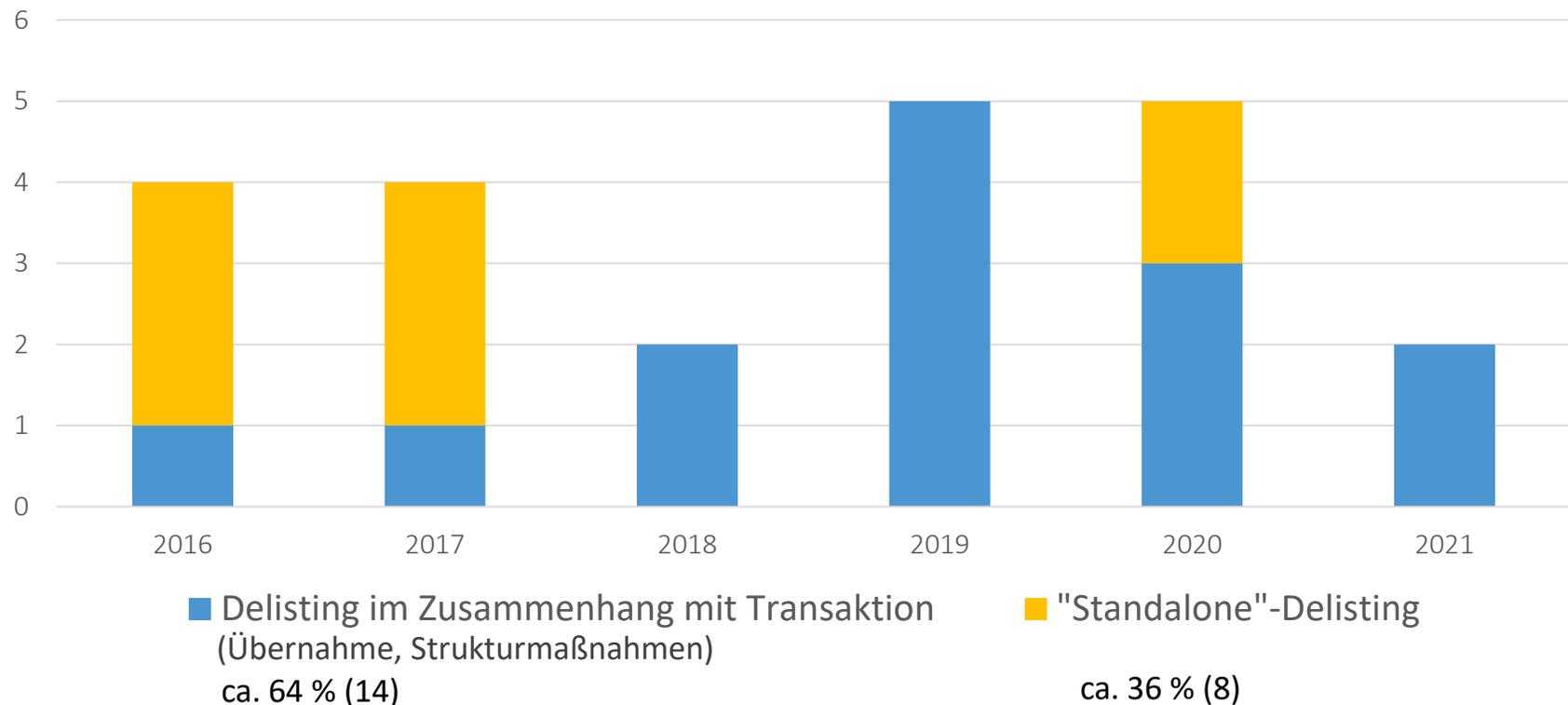


➔ Ermöglicht die gesetzliche Lösung *“legalen Betrug”* (Marc Tüngler) an den Aktinären?

2. Bestandsaufnahme in der Praxis (1/4) – Delisting-Erwerbsangebote seit 2016

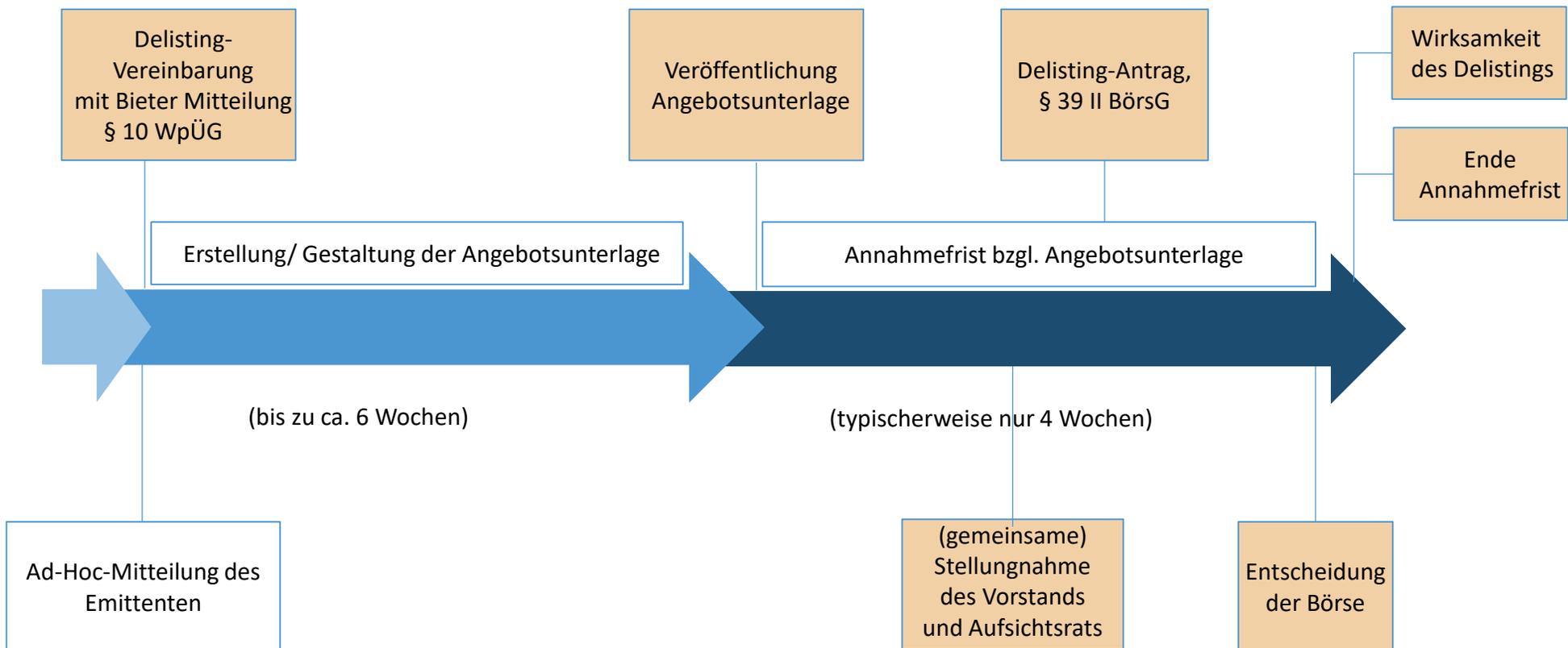
22 Widerrufe der Zulassung seit 2016

(nach Veröffentlichungsdaten der Angebotsunterlage)



2. Bestandsaufnahme in der Praxis (2/4) - Typischer Ablauf

Wesentliche Schritte des Delistings



2. Bestandsaufnahme in der Praxis (3/4) – Freiverkehr (Regelungen)

Ein Leben nach dem Delisting – Einbeziehung in den Freiverkehr

- An den meisten Börsen Einbeziehung in den Freiverkehr nur mit Einwilligung des Emittenten, für nicht im regulierten Markt gehandelte Aktien
- Ausnahme: Einbeziehung in den Freiverkehr auch ohne Einwilligung des Emittenten, Beispiel Hamburg
 - Aber: bei Einbeziehung ohne Zustimmung keine Anwendbarkeit der MAR, insbesondere Ad Hoc Pflicht - vgl. BaFin-Emittentenleitfaden Modul C S. 26: „*wissentlich und willentlich dem Handel zugestimmt haben*“

 **Es gibt regelmäßig auch nach Delisting eine Einbeziehung in den Freiverkehr**

2. Bestandsaufnahme in der Praxis (4/4) – Freiverkehr (Kursentwicklung)

Kursentwicklung im Freiverkehr nach dem Delisting

Rocket Internet



Centrotec SE



3. Aktuelle Rechtsfragen (1/3) - Widerrufsentscheidung der Börse

Grundsatz (§ 39 II 2 BörsG): „Der Widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen.“

- Ermessensentscheidung
- Prüfung, ob Delisting-Angebot abgegeben wurde
- Prüfung ob Ausnahmefälle, insbes. *venire contra factum proprium* nach kurz vorher erfolgtem IPO oder Kapitalerhöhung

Angemessenheit des Preises wird von der Börse nicht geprüft

- § 39 Abs. 6: Keine Prüfung der Anforderungen an das Delisting-Angebot nach § 39 III (keine Bedingung, Gegenleistung); Prüfung der Angebotsunterlage erfolgt durch die BaFin

Anordnung der sofortigen Vollziehung (besonders öffentliches Interesse)

- Anlagerschutz durch Delisting-Angebot würde konterkariert, wenn Handel zeitweise wieder aufgenommen wird
- Gefahr Einstieg neuer Investoren ohne Ausstiegsmöglichkeit bei endgültigem Delisting

3. Aktuelle Rechtsfragen (2/3) - Rechtsschutz der Aktionäre

Widerspruch gegen die Entscheidung der Börse

- Klagebefugnis (drittschützende Wirkung von § 39 BörsG)?
 - Strittig/Börse Frankfurt (FWB) lehnte bisher ab (vgl. auch VG Frankfurt/M. v. 25.03.2013 – 2L 1073/13.F)
 - jetzt aber VGH Hessen v. 22.02.2021 (6B 2656/20)
- Aber: nicht Angemessenheit der Gegenleistung (§ 39 VI, III BörsG)

Ggf. Anspruch gegen den Bieter auf Anpassung der Gegenleistung aus Kaufvertrag

- ggf. auch Musterverfahren (KapMUG)

3. Aktuelle Rechtsfragen (3/3) – Haftung von Vorstand und Aufsichtsrat

Haftungsgrundlagen

- Grundsatz: Haftung gegenüber der Gesellschaft (§§ 93, 116 AktG)
- Haftung gegenüber Dritten/Aktionären nur im Ausnahmefall
 - Vorsätzliche sittenwidrige Schädigung (§ 823 II BGB, § 826 BGB),
 - Anlog zivilrechtliche Prospekthaftung
 - § 117 AktG Vorsätzlicher Einfluss Dritter (Haftung des Vorstands auch für Fahrlässigkeit!)

Entscheidung über Delisting/Delistingvereinbarung

- Ermessensentscheidung (*business judgment rule*, vgl. § 93 AktG)
- Ggf. Sonderinteressen im Aufsichtsrat (Vertreter des Mehrheitsaktionärs/Bieters)

Stellungnahme zum Delisting-Angebot

- Aussage zur Angemessenheit der Gegenleistung
 - Absicherung durch Fairness Opinion/externe Beratung etc.
 - Darstellung angewandter Bewertungsmethoden, auch bei abweichenden Ergebnissen

4. Überlegungen zur Angemessenheit der Gegenleistung (1/3)

Argumente für die Kapitalmarktrechtliche Lösung

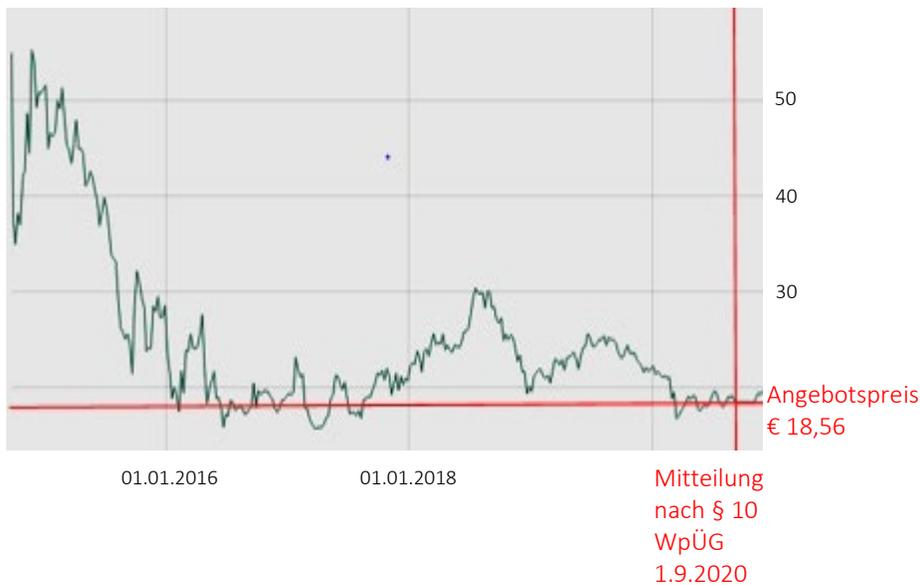
- Unterschied zur Übertragung des Eigentums/Steuerung (Beherrschungsvertrag)
 - insbesondere Veräußerungsmöglichkeit im Freiverkehr!
- Orientierung an der Veräußerungsmöglichkeit am Kapitalmarkt grundsätzlich sinnvolle Kompensation für Fungibilität
- Allgemeines Problem des „wirklichen Wertes“:
 - Ist eine Unternehmensbewertung basierend auf einer Planung (IDWS 1) dem Börsenpreis wirklich überlegen (vgl. Spruchverfahren)?
- Rechtssicherheit

4. Überlegungen zur Angemessenheit der Gegenleistung (2/3)

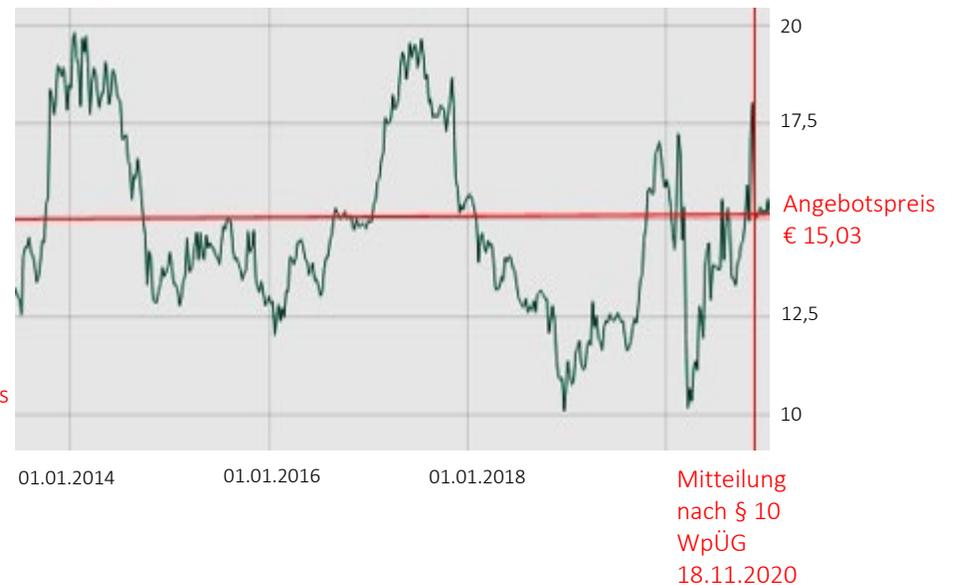
Rechtfertigt die Pandemie im März 2020 eine Ausnahme?

Ein breiterer Blick auf den Börsenkurs

Rocket Internet



CENTROTEC SE



4. Überlegungen zur Angemessenheit der Gegenleistung (3/3)

Ausnahmen von der kapitalmarktrechtlichen Lösung

- Regelungen in § 39 BörsenG:
 - Falsche Kapitalmarktkommunikation
 - nicht aussagekräftige Preisbildung
- Individuelle Preisverzerrung/Manipulationen
 - vgl. GameStop,
 - Shortseller, etc.

GIBSON DUNN

Herzlichen Dank!