

Downlisting und Delisting – Die Rechte der Aktionäre

Die Begriffe *Downlisting* und *Delisting* stehen im Zusammenhang mit unterschiedlichen Segmenten einer Wertpapierbörse. Möchte eine Aktiengesellschaft von einem Börsensegment in ein anderes oder innerhalb eines Segments wechseln, stellt sich die Frage, ob Aktionäre hierzu Mitspracherechte oder Abfindungsansprüche haben.

Beim Börsenhandel (z.B. Börse Frankfurt) wird in Deutschland zwischen dem regulierten Markt und dem so genannten Freiverkehr bzw. Open Market unterschieden.

Eine Zulassung zum regulierten Markt einer Börse ist an bestimmte gesetzliche Vorschriften geknüpft und zieht besondere Transparenzpflichten nach sich. Innerhalb des regulierten Marktes gibt es an der Frankfurter Wertpapierbörse zwei Qualitätssegmente, den General Standard und den Prime Standard. Die Aufnahme in den Prime Standard unterliegt dabei höheren Anforderungen und ist z.B. Voraussetzung für die Aufnahme in den DAX.

Der Freiverkehr bzw. Open Market ist dagegen ein privatrechtlich organisierter, außerbörslicher Markt. Er unterliegt im Gegensatz zum regulierten Markt weniger Regeln und bietet damit einen geringeren Anlegerschutz. Seit 2005 gibt es auch innerhalb des Freiverkehrs besondere Qualitätssegmente, z.B. den Entry-Standard (Börse Frankfurt) oder m:access (Börse München).

DOWNLISTING UND DELISTING

Nicht selten wechseln Aktiengesellschaften vom regulierten Markt in den Freiverkehr (Delisting) oder von einem höheren Qualitätssegment in ein niedrigeres, z.B. vom Prime Standard in den General Standard (Downlisting). Die Begriffe werden selbst von Fachleuten dabei nicht immer einheitlich verwandt.

Die Gründe für einen solchen Wechsel sind verschieden. Häufig erhoffen sich Aktiengesellschaften durch ein Down- oder Delisting weniger Verwaltungsaufwand und geringere Kosten. Andererseits ist ein solcher Wechsel mit einem gewissen Attraktivitätsverlust verbunden, da bestimmte Schutzvorschriften nicht mehr gelten, z.B. das gesamte Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG).

MITSPRACHERECHTE UND ABFINDUNGSANSPRÜCHE DER AKTIONÄRE?

Soll ein Down- oder Delisting durchgeführt werden, ist für die Aktionäre interessant, inwieweit diese darüber abstimmen und ggf. eine Abfindung beanspruchen können. Der Bundesgerichtshof stellte in seiner „Macrotron“-Entscheidung fest, dass ein Rückzug aus dem (damaligen) amtlichen Handel und geregelten Markt die Handelbarkeit der Aktien einschränke und daher eines Mehrheitsbeschlusses der Hauptversammlung bedarf. Zudem stehe den Minderheitsaktionären ein Abfindungsanspruch zu.

Später entschied das Oberlandesgericht München, dass ein Wechsel vom regulierten Markt in den m:access-Standard der Börse München die Verkehrsfähigkeit der Aktien nicht beeinträchtige. Den Minderheitsaktionären müsse in diesem Fall auch kein Abfindungsangebot unterbreitet werden. Ähnlich entschied das Kammergericht Berlin über einen Wechsel vom regulierten Markt in den Entry-Standard der Börse Frankfurt. Wird allerdings direkt in den „einfachen“ Freiverkehr gewechselt, ist nach Ansicht des Landgerichts Köln ein Abfindungsangebot wieder erforderlich.

Die Entscheidungen zeigen, dass die Frage, ob ein Down- oder Delisting eines Hauptversammlungsbeschlusses bzw. eines Abfindungsangebots bedarf, nicht pauschal beantwortet werden kann. Es muss immer genau betrachtet werden, ob den Aktionären durch den Wechsel zwischen Börsensegmenten konkrete, realistische Nachteile entstehen.

01. Juni 2010 (Rechtsanwalt Sebastian Hofauer)