

„Delisting betrifft nicht die Aktionärsrechte“

Der Konzernrechtler über den geplanten Rückzug von Rocket Internet aus dem regulierten Markt und die Folgen für die Anteilseigner

Das angekündigte Delisting von Rocket Internet sorgt für Unruhe unter Investoren. Der renommierte Gesellschaftsrechtler Nikolaos Paschos, Partner im Düsseldorfer Büro der Kanzlei Latham & Watkins, erläutert im Interview den rechtlichen Rahmen des Börsenrückzugs und die Optionen der außenstehenden Aktionäre.

Börsen-Zeitung, 22.9.2020

- Herr Dr. Paschos, Rocket Internet hat das Delisting angekündigt und bietet den außenstehenden Aktionären selbst den Aktienrückkauf an. Auf welcher rechtlichen Grundlage?

Der Widerruf der Zulassung von Aktien zum Handel an einer deutschen Börse im regulierten Markt setzt nach § 39 Börsengesetz voraus, dass den Aktionären im Vorfeld ein Angebot auf den Erwerb ihrer Anteile gemacht wird. Dieses Angebot richtet sich nach den allgemeinen Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG); es darf allerdings keine Bedingungen enthalten. Die Besonderheit hier ist, dass die börsennotierte Gesellschaft selbst das Angebot unterbreiten will – üblicherweise übernimmt dies ein Großaktionär. Da eine Aktiengesellschaft ihre eigenen Aktien jedoch nur in den vom Aktiengesetz in § 71 zugelassenen Ausnahmefällen selbst erwerben darf, sind hier zusätzliche Voraussetzungen zu erfüllen.

- Welche sind das? Insbesondere ist ein Beschluss der Hauptversammlung notwendig. Die dafür erforderliche einfache Stimmenmehrheit ist angesichts der Aktionärsstruktur von Rocket Internet freilich sicher.

- Könnte ein Delisting-Angebot finanziert aus der Kasse des Emittenten bei hohem Streubesitz dem Unternehmensinteresse zuwiderlaufen?

Denkbar ist dies schon. Allerdings wird die BaFin ein entsprechendes Angebot nur genehmigen, wenn die

Finanzierung sichergestellt ist, wobei das Delisting-Angebot auch fremdfinanziert sein kann. Der Bieter muss zu diesem Zweck eine Finanzierungsbestätigung vorlegen. Ob das Delisting, zu dessen Vorbereitung das Delisting-Angebot dient, im Unternehmensinteresse liegt, müssen die Organe beurteilen; sie genießen hierbei einen relativ weiten Beurteilungsspielraum. Hinzu kommt, dass die Hauptversammlung zwar nicht dem Delisting als solchem, aber zumindest dem Rückkauf eigener Aktien im Rahmen des Delisting-Angebots zustimmen muss; dabei hat sie einen noch größeren Beurteilungsspielraum als die Verwaltung.

- Gibt es für die außenstehenden Aktionäre die Möglichkeit, die Angemessenheit der gebotenen Gegenleistung überprüfen zu lassen?

Anders als etwa bei einem zwangsweisen Ausschluss von Minderheitsaktionären ist beim Delisting-Angebot, dessen Annahme freiwillig ist, die Möglichkeit eines Spruchverfahrens zur Überprüfung der Angemessenheit der Gegenleistung nicht eröffnet. Die Aktionäre sind aber durch zwingende Mindestpreisvorschriften des WpÜG geschützt, die auch für ein Delisting-Angebot gelten. Insbesondere ist mindestens der volumengewichtete Durchschnittskurs der Aktien im Zeitraum der letzten sechs Monate vor der Angebotsankündigung zu zahlen. Selbst wenn dieser Kurs zwar Covid-19-bedingt beeinflusst ist, gibt dies den Aktionären keinen Anspruch auf einen höheren Angebotspreis. Zudem darf die Gesellschaft im Rahmen des Delisting-Angebots nicht weniger anbieten, als sie im Rahmen anderweitiger Aktienrückkäufe in den letzten sechs Monaten vor Angebotsveröffentlichung gezahlt hat.

- Die Hauptversammlung soll über Aktienrückkauf und Herabsetzung des Grundkapitals beschließen. Kann der Rückzug aus dem regulierten Markt vollzogen werden, wenn diese Beschlüsse angefochten werden?



Nikolaos Paschos

Die bloße Anfechtung lässt den Bestand der betroffenen Beschlüsse unberührt. Sofern die Verwaltung auf der Basis eines externen Expertenrats der Auffassung ist, dass die Klagen keine Aussicht auf Erfolg haben, darf sie den Aktienrückkauf und in dessen Folge das Delisting umsetzen.

- Also wenige Hürden?

Es ist freilich anzumerken, dass die Hauptversammlung formal nur dem Aktienrückkauf, nicht aber dem eigentlichen Delisting zustimmt. Diesbezüglich könnten Aktionäre unabhängig von einer Anfechtung auf anderem Wege geltend zu machen versuchen, dass das Delisting pflichtwidrig ist. Dies hätte sich nur dadurch vermeiden lassen, dass der Vorstand den Delisting-Antrag als Geschäftsführungsmaßnahme freiwillig der Hauptversammlung zur Zustimmung vorgelegt hätte. Das Erfordernis eines zwingenden Hauptversammlungsbeschlusses für das eigentliche Delisting wurde diskutiert, als im Jahre 2015 das Delisting gesetzlich im Börsengesetz verankert wurde; der Gesetzgeber hat aber letztendlich davon abgesehen und die Entscheidung der Geschäftsführungsverantwortung der Verwaltung überlassen.

- Macht es einen Unterschied, dass die Beschlussfassung zu Coronazeiten stattfindet, wo die gesetzlichen Vorgaben für Hauptversammlungen gelockert wurden?

Auf die Anforderungen, denen das Delisting-Angebot und die notwendigen Beschlüsse genügen müssen, haben die Maßnahmen-Gesetze keinen Einfluss. Allerdings haben die zeitlichen Erleichterungen, die unter dem Covid-Maßnahmen-Gesetz für die Einberufung der Hauptversammlung gelten, die Strukturierung der Transaktion insoweit begünstigt, dass die Hauptversammlung die für den Rückkauf eigener Aktien notwendigen Beschlüsse ohne Weiteres vor Beginn der Angebotsfrist fassen kann. Anderenfalls wäre fraglich, ob die Frist zur Erstellung der Angebotsunterlagen hätte verlängert werden können. Aufgrund der Bedingungsfeindlichkeit des Delisting-Angebots wäre ein Angebot in Abhängigkeit von der nachfolgenden Beschlussfassung nicht zulässig gewesen.

- Muss eine Kapitalherabsetzung vor einem Delisting ins Handelsregister eingetragen sein?

Nein, die Kapitalherabsetzung durch Einziehung der unter dem Delisting-Angebot erworbenen Aktien hängt mit dem Delisting nur insoweit zusammen, als sie der Gesellschaft den Erwerb eigener Aktien erlaubt. Der Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung kann nach Verwaltungspraxis der BaFin gegen Ende der Annahmefrist gestellt werden. Für den unwahrscheinlichen Fall, dass die Kapitalherabsetzung erfolgreich angefochten wird, müsste die Kapitalherabsetzung in einer der folgenden Hauptversammlungen bestätigt werden. Diese Bestätigung wirkt auf den ursprünglichen Zeitpunkt zurück.

- Welche Aktionärsrechte haben die Anteilseigner nach dem Wechsel in den Freiverkehr noch?

Der Rückzug aus dem regulierten Markt betrifft grundsätzlich nicht die Mitgliedschaft und damit die Rechte der Aktionäre, sondern nur die Handelbarkeit der Aktien. Für die Gesellschaft, die dann nicht mehr börsennotiert ist, gelten nach dem Delisting allerdings zum Teil erleichterte Regeln. Zum Beispiel finden die Vorschriften zu sogenannten Rela-

ted Party Transactions nur auf börsennotierte Gesellschaften Anwendung. Auch andere Publizitätsregeln oder der Deutsche Corporate Governance Kodex sind dann nicht mehr anwendbar.

- Lässt sich ein Squeeze-out im Freiverkehr einfacher durchziehen als im regulierten Markt?

Für einen Squeeze-out gelten bei börsennotierten wie bei nichtbörsennotierten Gesellschaften im Grundsatz die gleichen Regeln. Insbesondere bleibt es bei denselben Schwellenwerten – für einen aktienrechtlichen Squeeze-out bedarf es eines Anteilsbesitzes von mindestens 95%. Allerdings kann ein vorhergehendes Delisting eine große Anzahl an Aktionären dazu bewegen, aus der Gesellschaft auszuscheiden. Werden diese Aktien dann im Rahmen der Kapitalherabsetzung eingezogen, so erhöht sich der relative Anteilsbesitz vorhandener Großaktionäre und die 95-Prozent-Schwelle ist leichter zu erreichen. Überdies kann unter bestimmten Voraussetzungen der Börsenkurs im Freiverkehr bei der Bestimmung der angemessenen Abfindung außer Acht gelassen werden.

- Dürfen die Großaktionäre auf der HV überhaupt ihr Stimmrecht ausüben? Sie könnten sich ja einen Sondervorteil verschaffen, da der Aktienwert über dem Rückkaufpreis liegen dürfte.

Einen Stimmrechtsausschluss für Fälle, in denen ein Sondervorteil gewährt wird, kennt das Aktienrecht nicht. Wohl aber wäre ein Hauptversammlungsbeschluss anfechtbar, wenn hierdurch einzelnen Aktionären ein Sondervorteil gewährt wird. Allerdings liegt ein solcher hier nicht vor. Das Delisting-Angebot richtet sich an alle Aktionäre gleichermaßen, und seine Annahme ist freiwillig. Wer der Auffassung ist, der Aktienwert sei höher als der Rückkaufpreis, kann ohne weiteres in der Gesellschaft verbleiben und im Rahmen eines etwaigen Squeeze-outs auf eine höhere Barabfindung spekulieren.

Die Fragen stellte Sabine Wadewitz.