

Mandantenbrief

Kapitalmarktrecht | Bank- und Finanzrecht | Gesellschaftsrecht | M&A

Der Wechsel vom regulierten Markt in den Entry Standard stellt kein Delisting dar

Von Dr. Alfred Krammer | Die stetig steigenden kapitalmarktrechtlichen Pflichten erweisen sich für viele kleinere Aktiengesellschaften, deren Aktien im regulierten Markt notiert sind, als zunehmend problematisch. Ein Rückzug von der Börse kommt für viele aber wegen der einhergehenden Verpflichtung, ein Abfindungsangebot zu machen, nicht in Betracht.

Das Kammergericht Berlin (KG) hat nunmehr entschieden, dass ein Wechsel einer im amtlichen Markt notierten Aktiengesellschaft in den Entry Standard des Freiverkehrs (Open Market) an der Frankfurter Wertpapierbörse kein zu einem Abfindungsangebot verpflichtendes Delisting darstellt.

Ein reguläres Delisting erfordert nach der Rechtsprechung des BGH wegen der damit verbundenen Beeinträchtigung der Verkehrsfähigkeit der Aktien einen Beschluss der Hauptversammlung und ein Abfindungsangebot durch die Gesellschaft oder den Großaktionär. Unter dem regulären Delisting versteht der BGH den Rückzug der Gesellschaft aus dem Amtlichen Handel und dem geregelten Markt (inzwischen: regulierter Markt) an allen Börsen.

Das KG hat in seiner Entscheidung nunmehr angeführt, dass im Hinblick auf die Verkehrsfähigkeit der Aktien keine derart gravierenden Nachteile entstehen, da durch die Aufnahme der Aktien in den Entry Standard des Open Market an der Frankfurter Wertpapierbörse und in den Freiverkehr an der Börse Berlin die Verkehrsfähigkeit in ausreichendem Umfang aufrecht er-

halten worden ist. Das Gericht hat sich damit der Rechtsprechung des OLG München zum Wechsel vom amtlichen Markt in das Segment M:access der Börse München angeschlossen. Das Segment Entry Standard im Open Market der Frankfurter Börse ist diesem Segment in den wesentlichen Punkten vergleichbar.

Die Preisbildung unterscheidet sich beim Freiverkehr nicht wesentlich vom regulierten Markt. Die Preise sind Börsenpreise im Sinne von § 57 Abs. 2 BörsG, wie auch im sonstigen Freiverkehr. Sie müssen daher nach § 57 Abs. 2 S. 2 BörsG den börsenrechtlichen Anforderungen des § 24 Abs. 2 BörsenG genügen.

Die kapitalmarktrechtlichen Verhaltenspflichten sind im Freiverkehr zwar insgesamt geringer als beim regulierten Markt. Die Verbote von Insidergeschäften (§ 14 WpHG) und von Marktmanipulationen (§ 20a WpHG) gelten allerdings auch für den Freiverkehr. § 19 der Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse sieht mit § 16 Mitteilungspflichten jedes Teilnehmers gegenüber der Deutsche Börse AG und darüber hinaus in § 19 Abs. 2 lit. a weit reichende Veröffentlichungspflichten jedes Teilnehmers im hier interessierenden Segment Entry Standard bezüglich kursrelevanter Informationen vor. Dies umfasst die unverzügliche Veröffentlichung von Tatsachen, die geeignet sind, den Börsenpreis erheblich zu beeinflussen. Zudem ist gemäß § 19 Abs. 2 lit. b der AGB ein geprüfter Konzernjahresabschluss samt Konzernlagebericht zu veröffentlichen; dies ent-

spricht dem Jahresfinanzbericht nach § 37v WpHG. Die Pflicht aus § 19 Abs. 2 lit. c der AGB zur Veröffentlichung eines Zwischenberichts innerhalb von drei Monaten nach dem Ende des ersten Halbjahres korrespondiert mit § 37w WpHG und geht weiter als das Regelwerk des Segments M:access an der Münchener Börse. Die § 19 Abs. 2 lit. d und e der AGB enthalten weitere Publikationspflichten im Hinblick auf ein Unternehmensportrait und einen aktuellen Unternehmenskalender. Die Transparenzvorschriften des Entry Standard sehen demnach vor, dass dem Markt in einem Umfang Informationen zur Verfügung gestellt werden, der dem des regulierten Marktes zumindest angenähert ist.

Dass der Freiverkehr einschließlich des Entry Standard der Frankfurter Börse privatrechtlich organisiert ist, während die Aktien zuvor im staatlich regulierten Markt gehandelt wurden, führt nach Auffassung des KG Berlin nicht zu einer Verminderung der Verkehrsfähigkeit. Wesentlich ist nicht die rechtliche Organisation, sondern die – durch den Wechsel des Börsensegments nicht beeinträchtigte – Liquidität des Handels. Zudem bedarf auch der Betrieb des Freiverkehrs nach § 48 Abs. 3 BörsG einer Erlaubnis der staatlichen Börsenaufsicht und er unterliegt deren Kontrolle. Hinzu kommt, dass die Sichtbarkeit der Aktie nicht geringer wird, da der Entry Standard eine geringere Zahl von notierten Aktien aufweist als der General Standard des regulierten Marktes.

Auch eine Missbrauchsgefahr steht der Einordnung des Entry Standard als hinreichende Aufrechterhaltung der Verkehrsfähigkeit nicht entgegen. Die Gefahr einer unangemessenen Belastung der Aktionäre durch das Delisting besteht namentlich dann, wenn der Emittent das Interesse an der Börsennotierung verloren hat. In solchen Fällen wird er auch nicht an einem

Wechsel in den Freiverkehr interessiert sein. Einem drohenden Missbrauch des Wechsels in den Freiverkehr als Zwischenstadium zu einem völligen Börsenrückzug ohne Abfindung wiederum lässt sich dadurch vorbeugen, dass der anschließende Rückzug aus dem Freiverkehr ein Abfindungsangebot an die Minderheitsaktionäre nach sich ziehen muss.

Fazit

Es dürfte angesichts der in den letzten Jahren doch erheblich zugenommenen Pflichten, der hieraus resultierenden erheblichen Kosten und des Zeitaufwands für am regulierten Markt zugelassene Aktiengesellschaften für einige Emittenten, insbesondere für kleinere Mittelständler interessant sein, den konstant hohen Aufwand für die Aufrechterhaltung der Börsennotierung durch einen Wechsel in den Entry Standard oder auch den M:Access zu reduzieren. Ein Abfindungsangebot wäre in diesem Fall nicht erforderlich und für Anleger ein im Verhältnis zum Open Market hohes Transparenzniveau gegeben.

Ansprechpartner:

Dr. Alfred Krammer
Rechtsanwalt

Büro München
Tel.: 089 – 360 490 66
E-Mail: krammer@krammerjahn.de



Krammer Jahn Rechtsanwaltsgesellschaft mbH

Dr. Alfred Krammer
Dipl.-Kfm. Jochen Jahn
Dr. Hagen Christmann
Stefan Behrendt
Dr. Sebastian Krug
Andreas Vogtmann

Büro München:
Schackstraße 1
80539 München
Tel.: (089) 360 490 66
Fax: (089) 360 490 61

Büro Bayreuth:
Alexanderstraße 1
95444 Bayreuth
Tel.: (0921) 507 201 0
Fax: (0921) 507 201 11

E-Mail: info@krammerjahn.de

Der vorliegende Mandantenbrief richtet sich an Geschäftsfreunde und Bekannte der Krammer Jahn Rechtsanwaltsgesellschaft mbH. Sein Inhalt ist nicht als Rechtsrat zu verstehen und ohne vorherige Beratung auch nicht als Entscheidungsgrundlage geeignet. Eine Haftung für den Inhalt des Mandantenbriefs kann trotz gewissenhafter Bearbeitung nicht übernommen werden.

Bei weitergehendem Bedarf an Ausführungen oder Beratung über ein hier dargestelltes Thema wenden Sie sich bitte an den oben angegebenen Autor oder Ihren üblichen Ansprechpartner in unserem Hause.

Informieren Sie sich auf unserer Internetseite:
<http://www.krammerjahn.de>