

## Staller Investments GmbH

1010 WIEN  
HABSBURGERGASSE 1

M + 43 699 1432 4420  
E r-h@staller.net

FN 276784 k, HG Wien  
UID ATU63370006

Frau  
Präsidentin des Nationalrates  
Parlament  
1017 Wien  
Per E-Mail: [begutachtungsverfahren@parlament.gv.at](mailto:begutachtungsverfahren@parlament.gv.at)

Wien, 24.4.2017/st

cc [e-recht@bmf.gv.at](mailto:e-recht@bmf.gv.at) Bundesministerium für Finanzen  
[thomas.schmid@bmf.gv.at](mailto:thomas.schmid@bmf.gv.at) Kabinett des Finanzministers  
[sonja.bydlinski@bmi.gv.at](mailto:sonja.bydlinski@bmi.gv.at) BMJ, Abteilung für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht  
[wolfgang.nolz@bmf.gv.at](mailto:wolfgang.nolz@bmf.gv.at) BMF, Österr. Arbeitskreis für Corporate Governance

### **GZ. BMF-090101/0002-III/5/2017**

### **Börsegesetz 2018, Wertpapieraufsichtsgesetz 2018 (MiFID II Umsetzung) Stellungnahme zum Begutachtungsentwurf**

Die Staller Investments GmbH ist eine unabhängige private Investmentgesellschaft mit Beteiligungen an Aktiengesellschaften, die vornehmlich an der Wiener Börse notieren.

Als ehemaliges Mitglied des Investorenbeirates der Wiener Börse gehöre Ich dem Österreichischen Arbeitskreis für Corporate Governance seit seiner Gründung, als Beirat dem Österreichischen Schutzverband der Wertpapierbesitzer, einer Interessenvereinigung institutioneller Anleger, und als Mitglied dem Interessenverband für Anleger an.

Schwerpunkte meines Investmentstils sind Fragen der guten Corporate Governance, der Fairness am Kapitalmarkt sowie der systemimmanenten Informationsasymmetrie bei Konflikten zwischen Mehr- und Minderheitsaktionären. Dabei sind mir über die Jahre die Sorgen und Nöte des durchschnittlichen österreichischen Aktiensparers ans Herz gewachsen.

In diesem Sinne erlaube Ich mir zum Begutachtungsentwurf des Börsegesetzes Stellung zu beziehen.

### **Delisting versus Anlegerschutz**

Unter dem Gesichtspunkt des zitierten Anlegerschutzes sollen nunmehr Delisting Regelungen eingeführt werden. Selbige sind zwar im Grundsatz ausdrücklich zu begrüßen, aber so wie diese im Entwurfstext formuliert sind, würden sie in Hinblick auf Größe und spezifische Eigenschaften des österreichischen Kapitalmarktes zu großen Problemen führen. In der Praxis würden sie zudem die Standards des Anlegerschutzes nachhaltig verschlechtern.

### **Sinnvolle Preisuntergrenzen - unzureichendes Mehrheitserfordernis**

Während das verpflichtende Delisting-Angebot nach ÜbG vier strenge, kumulative Preisuntergrenzen (12 Monate Vorerwerbe, gewichteter 6 Monats-Durchschnittskurs, gewichteter 5 Tages-Durchschnittskurs und - in Sonderfällen sicher notwendig - ein approximatives Bewertungsverfahren) durchaus im Sinne des Anlegerschutzes vorsieht, genügt bereits eine 50% plus 1 Aktie Kapitalmehrheit bzw. ein einfacher Hauptversammlungsbeschluss, um ein solches Delisting einzuleiten!

Im Hinblick auf die in Österreich sehr geringe Präsenz der Aktionäre in Hauptversammlungen würde daher ein Delisting mit einfacher Hauptversammlungsmehrheit bereits für einen Aktionär mit einem Stimmenanteil von in der Praxis weit (!) unter 50% möglich sein.

Da üblicherweise kaum je die Hälfte des Streubesitzes in einer Hauptversammlung vertreten ist und bei der Annahme von eigenen Aktien im gesetzlichen Höchstmaß, in der Regel der erste Schritt bei Gesellschaften mit Börsenrückzugsabsicht, würde schon eine etwas über 50% Kapitalmehrheit genügen, um eine 75% Beschlussmehrheit zu erreichen.

Selbst an der London Stock Exchange wird ein Hauptversammlungsbeschluss mit mehr als 75% gefordert, um ein Delisting („cancellation of admission of securities“) einzuleiten. Dabei ist in Großbritannien allerdings zu berücksichtigen, dass effiziente OTC Networks existieren, auf denen Broker-Dealer nicht gelistete Aktien direkt handeln und es unzählige darauf spezialisierte Investoren gibt. In Österreich ist dergleichen völlig unbekannt.

### **Delisting als Drohung führt zum Bewertungsabschlag**

Die vorgesehene geringe Kapital- bzw. Beschlussmehrheit von 50% würde in der Praxis dazu führen, dass im Hinblick auf die bei uns spezifischen Eigentümerstrukturen das Delisting als Drohung über einer großen Mehrheit der an der Wiener Börse notierten Unternehmen schwebt. Dies führt zweifelsohne zu einem allgemeinen Bewertungsabschlag und schwächt die Attraktivität der Wiener Börse.

Investmentfonds dürfen aufgrund ihrer strengen Regulatorien fast ausschließlich nur in amtlich gelistete Aktien investieren. Sie würden daher das mögliche Delisting durch die extrem niedrige Schwelle von 50% als Bedrohung für ihr Investment wahrnehmen und müssten im Falle eines Delisting-Angebotes ihre Aktienbestände sofort verkaufen, um nicht in die Liquiditätsfalle einer nicht gelisteten Aktie zu tappen.

### **„Kaltes Delisting“ führt zum Missbrauch - Praxisbeispiel**

Das „kalte Delisting“ durch Verschmelzungsmaßnahmen mag zwar analog eine Angebotspflicht erfahren, ist aber grundsätzlich abzulehnen, da es geradezu zu Missbrauch anregt, wie der aktuelle Fall BWT AG zeigt.

Bei der BWT (Market-Cap 2016: 410 Mio EUR) wurde 2015 eine solche Verschmelzungsmaßnahme - unternehmerisch völlig sinnentleert - nur zum Zwecke des versuchten Delistings (durch ein schwebendes OGH Verfahren unwirksam) von der Mehrheitsaktionärin gegen den gesamten Streubesitz beschlossen. Was wirklich bezweckt wurde, zeigt das Ergebnis. Die Mehrheitsaktionärin hat vor kurzem einen Squeeze-out beantragt, nachdem durch das angedrohte Delisting vor allem Fonds ihre Aktien im Rahmen diverser freiwilliger Kaufangebote der Mehrheitsaktionärin an diese verkaufen mussten. Delisting als Drohung: q.e.d.

### **Delisting-Drohung im Übernahmefall**

Das neue Börsegesetz würde die Drohung mit einem Delisting grundsätzlich erleichtern und könnte dies daher im Übernahme-Fall zu Marktverzerrungen führen.

Es drängt sich der Gedanke auf, dass ein Übernahmeangebot im Erfolgsfall von zumindest 50% und 1 Aktie unmittelbar zu einem nachfolgenden Delisting-Angebot führen wird, um die Aktionäre mit dem „Argument“ eines drohenden Delistings aus ihrem Investment zu zwingen.

### **Delisting als Mittel zum Zweck - Praxisbeispiel**

Ein weiteres Praxisbeispiel aus dem Jahr 2016 (Frauenthal Holding AG, Umsatz 2016 ca. 800 Mio EUR, Mehrheitsaktionärin <75%) verdeutlicht die eigentlichen Absichten, die oft hinter einer Delisting-Ankündigung stecken. Im Rahmen eines Pflichtangebotes nach einem Kontrollwechsel schließt die Bieterin (mittelbar die Mehrheitsaktionärin) ein Delisting ausdrücklich aus, nachdem zuvor bereits der Aufsichtsratsvorsitzende der Gesellschaft ein solches notariell protokolliert ausgeschlossen hat.

Während der Nachfrist und offenbar unter dem Eindruck der Erfolglosigkeit des Pflichtangebotes kündigt die Zielgesellschaft per Ad-hoc Meldung an, man hätte nunmehr doch ein mögliches Delisting durch Verschmelzung beschlossen. Zugleich wird unverhohlen gedroht, diese neuen „Aktien wären nicht zum Handel an einer Börse zugelassen, weshalb die Liquidität des Handels eingeschränkt wäre“ und darauf hingewiesen, die Aktionäre können ja das laufende Pflichtangebot annehmen. Delisting einmal mehr als Drohung.

### **EWR Zweitlisting als Einladung zur Umgehung**

Nicht erforderlich würde ein Delisting-Angebot gemäß Begutachtungsentwurf dann sein, wenn die Gesellschaft ein EWR-Zweitlisting hat und Aktionäre dort im Fall eines Delistings ebenfalls eine Abfindung verlangen könnten. Diese Bestimmung ist aus Sicht des österreichischen Kapitalmarktes völlig abzulehnen und lädt geradezu zum Missbrauch und zur Umgehungskreativität ein.

Praktisch jede an der Wiener Börse gelistete Gesellschaft hat irgendwo an einer deutschen Kleinbörse ein Zweitlisting und wird man in der Praxis dort die Attraktivität der Börsennotierung solange seelenruhig über die Jahre schmälern, bis auf einem dann zu erwartenden niederen Niveau ein Delisting-Angebot in nota bene fremder Jurisdiktion opportun und billig erscheint.

### **Gesellschafterausschluss mit Delisting erfordert 90% Mehrheit**

Der Gesellschafterausschluss erfordert in Österreich eine 90% Mehrheit und führt neben der Enteignung der Minderheitsaktionäre zu einem Delisting von der Börse. In Deutschland beispielsweise beträgt diese wichtige Schwelle 95% und sorgt für die notwendige Marktdynamik. Zudem gibt es dort Handelsplattformen abseits der amtlichen Börsen, die z.B. den Handel mit Nachbesserungsrechten ermöglichen. In Österreich haben wir dergleichen nichts.

### **Fehlen von alternativen Handelsplattformen**

Die Handelbarkeit der Aktie ist für den Minderheitsaktionär, und ihn vor allem gilt es im Sinne des Anlegerschutzes zu schützen, ein gerade in Österreich hohes Gut. Hierzulande gibt es weder eigene Handelsplattformen für nicht notierte Aktien noch darauf spezialisierte Investoren wie Hedge-Fonds. Man braucht sich also nur zwei Fragen zu stellen: An wen soll ein langjähriger Streubesitz-Aktionär seine dann nicht mehr notierten Aktien verkaufen? Welchen Preis wird er bekommen? Oder anders gefragt: Cui bono?

### **Conclusio: Kapital- bzw. Beschlussmehrheit von 90% für Delisting**

Börsenlisting und Handelbarkeit einer Aktie sind keineswegs nur Folge eines Finanzierungsschrittes einer Gesellschaft, sondern wesentliches Merkmal von im Rahmen eines Börsengangs veräußerten Eigenkapital-Anteilen. Dieses aus Sicht des Mehrheitsaktionärs - im Praxisfall wird nur er ein Interesse am Delisting haben - fremde Eigenkapital verdient sohin besonderen Schutz.

Aus Anlegerschutz- und Kapitalmarkt-Interessen erscheint es daher sinnvoll, eine Kapital- bzw. Beschlussmehrheit von 90% für jene Gesellschaften vorauszusetzen, die zwar nicht mehr an der Börse gelistet sein, aber durchaus noch Minderheitsaktionäre behalten wollen. Dies allein entspricht dem Wesen eines Delistings als ehrlichen Rückzug von der Börse im Sinne eines entwickelten Kapitalmarktes.

Delisting als Drohung zum Zweck, damit der Mehrheitsaktionär günstiger an das fremde Eigenkapital herankommt, widerspricht dem Gedanken des Anlegerschutzes, aber bedient möglicherweise die Gier einiger weniger. Ob dadurch Unternehmen für einen Börsengang motiviert werden können, bleibt dahin gestellt.

Sollte das Börsegesetz mit den Delisting Regelungen wie im Begutachtungsentwurf kommen, werden wir ab 2018 einen Kahlschlag erleben, von dem sich die (kleine) Wiener Börse wohl nie mehr erholen wird.

Für Fragen im Laufe des Diskussionsprozesses stehe Ich naturgemäß zur Verfügung!

Staller Investments GmbH  
GF Rupert-Heinrich Staller