

**ZUSAMMENFASSUNG**

*Sedes materiae des „Delisting“ ist § 39 des Börsengesetzes (BörsG)<sup>1</sup> n.F. der bis zu seiner Neuregelung innerhalb von 18 Jahren fünf unterschiedlichen Regelungsregimen unterlag. Geprägt ist die Neufassung vom Zwiespalt des Gesetzgebers, die deutsche Börse im europäischen Wettbewerb weiterhin attraktiv zu gestalten, ohne gleichzeitig Anlegerinteressen zu konterkarieren.<sup>2</sup> Dabei versucht er in einer einheitlichen Regelung stringent seiner Grundentscheidung für eine börsenrechtliche Verortung treu zu bleiben und regelt die Voraussetzungen konsequent – mit wenigen Ausnahmen – nach der kapitalmarktrechtlichen Lösung. Der vorliegende Beitrag untersucht die Neuregelung insbesondere unter Anlegergesichtspunkten und unterzieht diese einer kritischen Würdigung.*

**Schlüsselwörter:** Delisting; Neuregelung; § 39 BörsG; Anlegerschutz

**ABSTRACT**

*Sedes materiae of the "Delisting" is § 39 of the German Stock Exchange Act (BörsG)<sup>3</sup> new version which had been subject to five different regulatory regimes within 18 years of its revision. The new version is shaped by the conflict of the legislative to increase the attractiveness of the German stock exchange in the European competition, without at the same time counteracting investors' interests. Thereby, the legislative strives to remain faithful to its basic decision to settle the new regulation in the German Stock Exchange Act and regulates the requirements consequent – with few exceptions – according to the capital market solution. The present article examines the new regulation, especially by considering the interests of investors and undertakes it a critical evaluation.*

**Keywords:** Delisting, New Regulation, § 39 German Stock Exchange Act, Investors' Interests

\* Juristin/Lawyer (e-mail: ebru\_yildirim@hotmail.com) (Geliş Tarihi : 13.10.2017 / Kabul Tarihi : 02.01.2018)

<sup>1</sup> Börsengesetz vom 16.07.2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), zuletzt geändert durch Artikel 5 des Gesetzes vom 30.06.2016 (BGBl. I S. 1514).

<sup>2</sup> Siehe hierzu: Groß, ZHT 165 (2001), 141 (143); Bt-Drucks. 13/8933, S. 74.

<sup>3</sup> Stock Exchange Act of 16.07.2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), last change by Article 5 of the Act dated 30.06.2016 (BGBl. I page 1514).

## I. EINFÜHRUNG

Nach § 39 BörsG a.F. orientierte sich der Schutz der Anleger nur an der in § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG a.F. aufgestellten Voraussetzung, wonach ein Delisting dem Anlegerschutz nicht widersprechen durfte. Inhaltlich wurde dieser allerdings in § 39 Abs. 2 S. 5 BörsG den einzelnen Börsenordnungen<sup>4</sup> zugewiesen. Da sie in den einzelnen Ausgestaltungen voneinander abwichen<sup>5</sup>, trugen sie dem Anlegerschutzbedürfnis nicht ausreichend Rechnung.<sup>6</sup> Die Börsenordnungen sahen häufig eine mehrmonatige Karenzfrist zwischen Verkündung und Wirksamwerden des Delistings vor, die durch ein Barabfindungsangebot an die Minderheitsaktionäre verkürzt werden konnte.<sup>7</sup> Diese unzufriedene Rechtslage versuchte die Rechtsprechung durch Rechtsfortbildung zu schließen. Obwohl das Bundesverfassungsgericht<sup>8</sup> die Macrotron-Trias als zulässig bewertete, vollzog der BGH mit seiner „Frosta“-Entscheidung aus dem Jahr 2013 eine Kehrtwende, indem er das Delisting nicht mehr an einen Hauptversammlungsbeschluss<sup>9</sup> sowie an ein im

Rahmen eines Spruchverfahrens<sup>10</sup> überprüfbares Barabfindungsangebot<sup>11</sup> koppelte.<sup>12</sup> Daraufhin folgte eine Welle an abfindungsfreien Börsenrückzügen,<sup>13</sup> wie beispielsweise die Kabel Deutschland Holding AG mit Ad-hoc-Mitteilung vom 03. September 2015<sup>14</sup>. Die erheblichen Kursverluste in der Zeit zwischen der Ankündigung und dem Wirksamwerden des Delistings wirkten sich auf Kosten privater oder unter Verkaufsdruck stehender institutioneller Anleger vorteilhaft für Großaktionäre aus<sup>15</sup>, die zum Zwecke einer vollständigen Übernahme der Gesellschaft die Aktien günstig „einsammeln“ konnten.<sup>16</sup> Nach Aufgabe der Macrotron-Rechtsprechung durch den BGH<sup>17</sup> sah sich der Gesetzgeber nach einer zweijährigen Phase des abfindungsfreien Delistings durch europarechtliche Vorgaben und unzureichende gesetzliche Regelungen veranlasst, § 39 BörsG in der Fassung vom 16. Juli 2007<sup>18</sup> neu zu regeln.<sup>19</sup>

<sup>4</sup> Vgl. etwa die Börsenordnungen der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse, der Frankfurter Wertpapierbörse, der Hanseatischen Wertpapierbörse Hamburg, der Börse Düsseldorf, der Börsenordnung Berlin sowie der Börse München.

<sup>5</sup> BGH, Urteil v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47 (56). Die Börsenordnungen sahen lediglich eine gewisse Veräußerungsspanne vor; beispielhaft: § 22 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. Abs. 2 S. 3 BörsO BW (mindestens sechs Monate); § 46 Abs. 1 Nr. 2 i.V.m. Abs. 2 S. 3 BörsO FFM (sechs Monate); § 42 Abs. 7 S. 3 BörsO Hamburg (2 Jahre); § 51 Abs. 2 Nr. 4 i.V.m. Abs. 3 S. 3 BörsO München (2 Jahre). In Düsseldorf waren ein zusätzlicher Hauptversammlungsbeschluss sowie ein Abfindungsangebot nach § 56 Abs. 4 BörsO notwendig, in Berlin ein Pflichtangebot (§ 51 Abs. 2 BrsO Berlin).

<sup>6</sup> Habersack, JZ 2014, 147 (148); a.A. Thomale, ZGR 2013, 686 (718).

<sup>7</sup> So beispielsweise § 46 Abs. 3 BörsO FFM; § 51 Abs. 3 BörsO München.

<sup>8</sup> BVerfG, Urteil vom 11. Juli 2012, 1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08.

<sup>9</sup> Ungeschriebene Voraussetzung entsprechend der Holz-müller-Doktrin: BGH, Urteil v. 25.2.1982 – II ZR 174/80, BGHZ 83, 122; BGH, Urteil v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47 (55).

<sup>10</sup> Siehe zur Anwendung des Spruchverfahrens vor der Neuregelung: Hoffmann, in: FS für Eberhard Stitz, S. 267 (279 f.).

<sup>11</sup> Sogenannte „Bedingungsloslösung“, Kubis in MüKo AktG, Band 3, § 119, Rn. 88; Spindler/Stilz-Hoffmann, AktG, § 119, Rn. 43.

<sup>12</sup> Siehe hierzu Koch/Widder, NJW 2014, 127.

<sup>13</sup> So etwa Jetter AG mit Ankündigung vom 17.10.2013 (vollständiges Delisting), n.runs AG mit Ankündigung vom 17.02.2014 (vollständiges Delisting), centrotherm photovoltaics AG mit Ankündigung vom 26.03.2014 (Wechsel vom regulierten Markt in den Freiverkehr), Loewe AG mit Ankündigung vom 08.04.2014 (vollständiges Delisting), Marseille-Kliniken AG mit Ankündigung vom 10.06.2014 (vollständiges Delisting); siehe zum Kursverlust nach Frosta Bayer, AG 2015, R55; derselbe, AG 2015, R307; Karami/Schuster, Empirische Analyse, abrufbar unter: www.bewertung-im-recht.de (zuletzt abgerufen am 22.03.2018); Pils/Knoll, Der Betrieb 2016, 181 ff.

<sup>14</sup> Abrufbar unter www.kabeldeutschland.com. Ein Antrag nach dem 07.09.2015 über den bis zum 26.11.2015 wahrscheinlich nicht bestandskräftig entschieden worden wäre, hätte nach § 52 Abs. 9 BörsG n.F. die Anwendung der neuen strengeren Regelungen zur Folge gehabt.

<sup>15</sup> Zimmer/von Imhoff, NZG 2016, 1056 (1057).

<sup>16</sup> BRAK, Stellungnahme, S. 3.

<sup>17</sup> BGH, Urteil v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47 (56); ausführliche Darstellung der Diskussion in Literatur und Rechtsprechung, Thomas, Delisting und Aktienrecht, S. 128; sowie ausführliche Darstellung zur Problematik um Art. 14 GG: Mülbart, FS für Klaus J. Hopt, S. 1039 ff.; Mülbart/Leuschner, ZHR 170 (2006), S. 614 ff.

<sup>18</sup> BGBl. I S. 1330 (1351).

Den Gesetzgebungsprozess stieß der Bundesrat mit seiner Stellungnahme zur Aktienrechtsnovelle 2014<sup>20</sup> an, in der er eine gesellschaftsrechtliche Lösung zugunsten des Anlegers favorisierte.<sup>21</sup> Die Fraktionen der CDU/CSU und SPD plädierten in ihrem Änderungsantrag<sup>22</sup> für die kapitalmarktrechtliche Lösung. Nach einer intensiven Diskussion in der Finanzausschusssitzung am 07. September 2015 wurde schließlich nach nur einem sieben-monatigen Gesetzgebungsprozess durch Art. 2 des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie<sup>23</sup> vom 20. November 2015<sup>24</sup> das Delisting neu geregelt; weitere Anpassungen an europarechtliche Regelungen folgten durch Gesetz vom 30. Juni 2016<sup>25</sup> sowie am 23. Juni 2017<sup>26</sup>. Der Gesetzgeber entschied sich gegen die Einordnung des Delistings als gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahme und optierte stattdessen für die kapitalmarktrechtliche Lösung im Börsengesetz. Damit beabsichtigte der Gesetzgeber die 1998<sup>27</sup> begonnene legislative Initiative und die zwischen der Rechtsprechung, Vertretern von Anlegerschutzverbänden, der Wissenschaft sowie Praxis geführte Diskussion zu beenden. § 39 BörsG n.F. sollte einen angemessenen Ausgleich zwischen den Interessen des Emittenten, der sich aus der Börse zurückzieht und dem Anlegerschutz darstellen.<sup>28</sup>

## II. DELISTING

### A. KAPITALMARKTRECHTLICHER SCHLUSSPUNKT DURCH DIE NEUREGELUNG

#### 1. Sachlicher Anwendungsbereich des § 39 BörsG n.F.

##### a. Definition

Das sogenannte „De-Listing“<sup>29</sup> kennzeichnet den Widerruf der Börsenzulassung durch den Rückzug eines Emittenten aus dem regulierten Markt<sup>30</sup> und ist als *actus contrarius* zum Listing einer Gesellschaft ein Verwaltungsakt, der durch die Börse als teilrechtsfähige Anstalt des öffentlichen Rechts erlassen wird.<sup>31</sup> Es kann nach § 39 Abs. 1 BörsG in der Form eines „Zwangsdelisting“ oder nach § 39 Abs. 2 BörsG freiwillig auf Antrag des Emittenten erfolgen. Ein Zwangsdelisting erfolgt von Amts wegen bei Verstoß des Emittenten gegen börsenrechtliche Vorschriften auf Initiative der Börse, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel mit Wertpapieren auf Dauer nicht mehr gewährleistet ist und die Geschäftsführung die Notierung im regulierten Markt eingestellt oder der Emittent seine Zulassungspflicht nach einer angemessenen Frist nicht erfüllt hat.

Ein „reguläres oder freiwilliges Delisting“<sup>32</sup> kann unterschiedliche Gründe haben. Ein Listing, für das sich Unternehmen u. a. entscheiden, um Eigenkapital aufzunehmen, ist für Gesellschaften mit einer geringen Marktkapitalisierung und einer geringen Handelsaktivität mit unverhältnismäßigen Kosten verbunden, denen keine erstrebenswerten Vorteile gegenüberstehen.<sup>33</sup> Illiquide Aktien sowie die damit verbundenen Kursschwankungen spiegeln nicht die tatsächliche Unternehmensentwicklung wider und führen unter Umständen zu einer negativen Wahrnehmung in der Öffentlichkeit.<sup>34</sup> Durch ein freiwilliges Delisting von Wertpapieren gemäß § 39

<sup>19</sup> Bayer, ZfPW 2015, S. 163 (223); Habersack, JZ 2014, S. 147 (149); Kalls, EuZW 2016, S. 321 (322); siehe hierzu Dygala/Peres, LTO, abrufbar unter <http://www.lto.de/recht/hnterg-ruende/h/boersenrueckzug-delistinggesetzentwurf-aion-aere-hauptversammlung-beschluss-gegenleistung/zuletzt-abgerufen-am-22.03.2018>.

<sup>20</sup> RegE. vom 07.01.2015.

<sup>21</sup> Br-Drucks. 22/15 (B), S. 7 ff.; Siehe zur Äußerung und zustimmenden Gegenäußerung BT-Drucks. 18/4349, S. 42 f. Der Bundesrat schlug einen zivilrechtlichen Schutz der Aktionäre beispielsweise im Aktiengesetz oder im Umwandlungsgesetz vor.

<sup>22</sup> Änderungsantrag zum Gesetzentwurf der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie, abgedruckt Spruchverfahren aktuell v. 3.9.2015 Nr. 13, S. 280 ff. vom 22.10.2013 – RL 2013/50/EU.

<sup>24</sup> BGBl. I S. 2029.

<sup>25</sup> BGBl. I S. 1514.

<sup>26</sup> BGBl. I S. 1693.

<sup>27</sup> Drittes Finanzmarktförderungsgesetz vom 24.03.1998, BGBl. 1998 I, S. 529 ff.

<sup>28</sup> Bt-Drucks. 18/6220, S. 84 (86).

<sup>29</sup> Bt-Drucks. 13/8933, S. 74.

<sup>30</sup> Habersack in Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung, § 40 Rn. 1.

<sup>31</sup> Koch/Harnos, NZG 2015, 729; Bt-Drucks. 18/6220, S. 84.

<sup>32</sup> Habersack in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung, § 40 Rn. 1.

<sup>33</sup> Aders/Muxfeld/Lill, CF 2015, 389 (399).

<sup>34</sup> Kastl, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, S. 386.

Abs. 2 S. 1 BörsG auf Antrag des Emittenten können umfangreiche mit der Zulassung zum Handel im regulierten Markt verbundene Pflichten im Aktien-, Bilanz- und Wertpapierrecht (§ 3 Abs. 2 AktG<sup>35</sup>, § 264d HGB<sup>36</sup>, § 2 Abs. 5 WpHG<sup>37</sup>, § 1 Abs. 1 WpÜG<sup>38</sup>)<sup>39</sup> und die damit einhergehenden Kosten umgangen werden.<sup>40</sup>

### b. Downlisting gleich Delisting?

Der vollständige Rückzug („Going Private“<sup>41</sup>) einer börsennotierten Aktiengesellschaft i.S.v. § 3 Abs. 2 AktG vom staatlich überwachten regulierten Markt ist von einem „Downlisting“ abzugrenzen. Dieses findet als Wechsel von einem höheren in ein niedrigeres Marktsegment statt.<sup>42</sup> Nach der früheren Rechtslage war im Rahmen eines Downlisting kein Erwerbsangebot notwendig. Der Wortlaut der Neuregelung spricht zwar nicht von einer Gleichstellung des Downlisting mit einem Delisting. In den Gesetzesmaterialien zieht der Gesetzgeber eindeutig ein Downlisting in den Schutzbereich des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG ein.<sup>43</sup>

### c. Downlisting für den Anlegerschutz

Ein Downlisting wäre einem Delisting mit der Pflicht eines Erwerbsangebots zulasten des Emittenten

nur gleichzustellen, wenn der Anlegerschutz dies gebieten würde.<sup>44</sup> Im Rahmen eines Downlisting werden die Aktien nicht mehr an einem öffentlich-rechtlich organisierten Markt zugelassen, sondern nur noch im privatrechtlich organisierten Freiverkehr<sup>45</sup> gehandelt.<sup>46</sup> Ein gesetzlich geregelter Schutz wäre nicht notwendig, wenn die privatrechtlichen Satzungen den Emittenten Publizitätspflichten auferlegen, die eine verlässliche Preisbildung gewährleisten und die Fungibilität der Aktien nicht eingeschränkt wird.<sup>47</sup> Die Erfahrungen in der Vergangenheit haben gezeigt, dass die uneinheitlichen Börsenordnungen einen variierenden Schutzstandard aufstellen.<sup>48</sup> Der Schutz des einzelnen Anlegers kann nicht davon abhängen, an welcher Börse die Aktien notiert sind. Durch das Downlisting wird wie bei einem Delisting dem Aktionär einer börsennotierten Gesellschaft eine Rechtsstellung, die er im Vertrauen auf deren Fortbestand erworben hat, ohne seine Mitwirkung und ohne eine entsprechende Entschädigung genommen.<sup>49</sup> Da zahlreiche anlegerschützende Vorschriften<sup>50</sup> an eine Zulassung zum Handel an einem regulierten Markt anknüpfen, fallen nicht nur Teile des kapitalmarktrechtlichen Schutzes weg, sondern der Aktionär findet sich in einem Typus der Aktiengesellschaft wieder, für den zahlreiche zwingende Regelungen des Aktiengesetzes nicht mehr gelten<sup>51</sup>. Würde man trotz der vergleichbaren Lage ein Downlisting ohne ein Erwerbsangebot zulassen, könnte dies als Vorstufe für ein abfindungsfreies Delisting missbraucht werden.

<sup>35</sup> Aktiengesetz vom 06.09.1965 (BGBl. I S. 1089), zuletzt geändert durch Gesetz vom 11.04.2017 (BGBl. I S. 802).

<sup>36</sup> Handelsgesetz vom 10.05.1897 (RGBl. I S. 219), zuletzt geändert durch Gesetz vom 11.04.2017 (BGBl. I S. 802).

<sup>37</sup> Wertpapierhandelsgesetz vom 09.09.1998 (BGBl. I S. 2708), zuletzt geändert durch Gesetz vom 11.04.2017 (BGBl. I S. 802).

<sup>38</sup> Wertpapier- und Übernahmegesetz vom 20.12.2001 (BGBl. I S. 3822), zuletzt geändert durch Gesetz vom 20.11.2015 (BGBl. I S. 2029, 2040).

<sup>39</sup> Siehe zum Anlegerschutz durch Informationspflichten Mülbart, ZHR 177 (2013), 184 ff.

<sup>40</sup> Bt-Drucks. 18/5010, S. 3.

<sup>41</sup> Vgl. Habersack in Habersack/Mülbart/Schlitt, Unternehmensfinanzierung, § 40 Rn. 3; siehe zu den unterschiedlichen Bezeichnungen: Groß, Kapitalmarktrecht § 39 BörsG Rn. 11.

<sup>42</sup> Groß, Kapitalmarktrecht § 39 BörsG Rn. 16.

<sup>43</sup> Bt-Drucks. 18/6220, S. 84; zustimmend: Bayer, ZfPW 2015, 163 (223), Brellocks, AG 2014, 633 (645); Buckel/Glindemann/Vogel, AG 2015, 373 (376); Habersack, Stellungnahme, S. 7; ZHR 176 (2012) 463 (465); Koch/Harnos, NZG 2015, 729 (732).

<sup>44</sup> Vgl. zum Downgrading nach altem Recht: BVerfG v. 11.07.2012 – 1 BvR 3142/07 und 1 BvR 1569/08; ebenso Habersack ZHR 176 (2012), 463 (465).

<sup>45</sup> Freiverkehrsegment an der Börse München „M:access“, Börse Düsseldorf „Primärmarkt“, Frankfurter Börse „Entry-Standard“, Börse Stuttgart „Gate-M“.

<sup>46</sup> Groß, Kapitalmarktrecht § 39 BörsG Rn. 16.

<sup>47</sup> Dieser Ansicht: Bungert/Leyendecker-Langner, Der Betrieb 2015, 2251 (2256).

<sup>48</sup> Siehe hierzu A.II.

<sup>49</sup> Bayer, ZIP 2015, 853 (858).

<sup>50</sup> So z.B. des AktG, §§ 21 ff. WpHG, WpÜG.

<sup>51</sup> Bayer, ZIP 2015, 853 (858); Harnos, ZHR 179 (2015), 751 (754); Koch/Harnos, NZG 2015, 729 (731).

## 2. Regelung im Börsengesetz

Der gesetzlichen Neuregelung zum Delisting ging eine Debatte über den Standort der Neuregelung voraus. Dem Gesetzgeber standen zwei<sup>52</sup> Möglichkeiten zur Lösung des Problems zur Verfügung; die sogenannte bereits durch die Macroton-Rechtsprechung vertretene gesellschaftsrechtliche Regelung<sup>53</sup> oder die kapitalmarktrechtliche<sup>54</sup> Lösung. Die formale Verortung der Norm stellt die Weichen für alle Voraussetzungen eines zulässigen Delisting und ist somit von signifikanter Bedeutung.

### a. Gesellschaftsrechtliches Lager

Die Befürworter der gesellschaftsrechtlichen Lösung sahen den Aktionär in seiner mitgliederschaftlichen Gesellschafterstellung betroffen und forderten eine Gesamtanalogie zu gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen (§§ 305, 320b, 327b AktG, §§ 29, 207 UmwG).<sup>55</sup> Entsprechend der Macroton-Trias sollten für ein Delisting ein Hauptversammlungsbeschluss sowie eine Barabfindung notwendig sein, deren Angemessenheit sich nach dem Unternehmenswert bemisst und unter Geltung des Amtsermittlungsgrundsatzes<sup>56</sup> im Spruchverfahren<sup>57</sup> überprüft werden

kann.<sup>58</sup> Nach dieser Auffassung ist der Anleger durch ein Delisting und dem damit einhergehenden Wegfall der Handelbarkeit der Aktie zur Veräußerung gezwungen, so dass ihm die Chance auf einen zukünftigen höheren Ertrag und einen höheren Börsenkurs entgehe.<sup>59</sup> Der Gesellschafter könne sich vor diesem Wertverlust lediglich durch die Aufgabe seiner Gesellschafterposition schützen, so dass das Delisting den gesellschaftsrechtlichen Anforderungen unterliegen müsse.

### b. Kapitalmarktrechtliches Lager

Nach dieser Ansicht, der letztendlich sich der Gesetzgeber durch die Neuregelung der Voraussetzungen für den Widerruf der Zulassung von Wertpapieren in § 39 Abs. 2 bis Abs. 6 BörsG angeschlossen hat, wird der Aktionär allein als Kapitalanleger geschützt. Nach einem Delisting falle nur die Handelbarkeit der Aktie weg. Der Anleger verliere die Möglichkeit seine Anteile an der Aktiengesellschaft auf einem organisierten Markt zu dem jeweilig aktuell geltenden Marktpreis zu verkaufen, bleibe aber weiterhin Inhaber des Wertpapiers und somit Mitglied des Unternehmens.<sup>60</sup> Der Wertverlust richte sich nach dem Börsenkurs, dessen Angemessenheit vor den Zivilgerichten angefochten werden könne.

### c. Schutz des Anlegers durch einen weiten Anwendungsbereich

Ausgehend von der Natur des Delisting, muss es als *actus contrarius* zur ursprünglichen Zulassung den Charakter als einen kapitalmarktrechtlichen Vorgang teilen.<sup>61</sup> Ziel der Regelung ist es einen gerechten Kompromiss zwischen den widerstreitenden Interessen der Börse, des Emittenten und der Anleger zu finden. Eine

<sup>52</sup> Eine Mindermeinung plädierte für eine Verankerung im Spruchgesetz: *Hirte*, Vorschlag vom 06.05.2015, S. 2, abrufbar unter: [http://www.heriberthirte.de/images/Standpunkte/Delisting\\_Stand20150506.pdf](http://www.heriberthirte.de/images/Standpunkte/Delisting_Stand20150506.pdf) (zuletzt abgerufen am 22.03.2018); kritisch dazu: *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (375); andere sprachen sich dafür aus, Einzelheiten in den Börsenordnungen zu regeln, siehe *Bellochs*, AG 2014, 633 (645).

<sup>53</sup> BRAK, Stellungnahme, S. 7; DSW, Stellungnahme, S. 5 ff.; Goetz, BB 2015, 2691 (2693); Wicke, DNotZ 2015, 488 (494 ff.).

<sup>54</sup> Bayer, ZIP 2015, S. 853 (857); *Brellochs*, AG 2014, S. 633 (645 f.); *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, S. 373 (378 f.); *Groß*, Kapitalmarktrecht § 39 BörsG Rn. 25; *Habersack*, Stellungnahme, S. 7; *Koch*, Stellungnahme, S. 8; *Koch/Harnos*, NZG 2015, S. 729 (735), *Mülbert*, ZHR 165 (2001), 104 ff.); *Noack*, Stellungnahme, S. 8.

<sup>55</sup> Siehe Fn. 40.

<sup>56</sup> *Koch* in Hüffer/Koch, AktG, § 1 SpruchG Rn. 3; Siehe zur Anwendbarkeit des Spruchverfahrens im Rahmen des Delistings ausführlich: *Kubis* in MüKo zum Aktiengesetz, Band 5, § 1 SpruchG, Rn. 20 ff.

<sup>57</sup> Siehe zur Unternehmensbewertung als klassischen Verfahrensgegenstand: *Kubis* in: MüKo AktG, Band 5, Vorb. SpruchG, Rn. 6 ff.

<sup>58</sup> Bayer, ZIP 2015, 853 (857).

<sup>59</sup> Bayer, ZIP 2015, 853 (857); *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (730).

<sup>60</sup> *Harnos*, ZHR 179, 750 (758).

<sup>61</sup> So Bt-Drucks. 18/6220, S. 84.

gesellschaftsrechtliche Anknüpfung hätte zur Folge, dass ein Hauptversammlungsbeschluss notwendig wäre. Ein solcher ist als erschwerende Bedingung zulasten des Emittenten nur zu rechtfertigen, wenn er einen besonderen Schutz des Anlegers garantiert. Das Abstimmungsergebnis in einer Hauptversammlung wird durch die Mehrheitsverhältnisse geprägt. Ein starker Hauptaktionär könnte das von ihm erwünschte Abstimmungsergebnis erzielen, auf das der Kleinanleger keinen Einfluss hätte.<sup>62</sup> Im Rahmen der Macrotron-Rechtsprechung diente der Hauptversammlungsbeschluss als Grundlage für eine zukünftige Desinvestitionsentscheidung, in dessen Rahmen der Anleger die notwendigen Informationen erhielt. Diese Entscheidungsgrundlage wird dem Anleger durch die Erwerbsangebotsunterlage geliefert, so dass es nach Sinn und Zweck der Regelung keiner gesellschaftsrechtlichen Anforderung in Form eines Hauptversammlungsbeschlusses bedarf.

Ausländische Emittenten unterliegen nicht dem deutschen Gesellschaftsrecht und waren bis zur Neuregelung nicht verpflichtet, eine Abfindung zu zahlen, da sie nicht die im Wege richterlicher Rechtsfortbildung aufgestellten Macrotron-Trias erfüllen mussten.<sup>63</sup> Durch die kapitalmarktrechtliche Anknüpfung werden alle Unternehmen erfasst, deren Wertpapiere im Sinne des § 2 Abs. 2 WpÜG an einer deutschen Börse zum regulierten Markt zugelassen sind. Der gesellschaftsrechtliche Sitz des Emittenten ist irrelevant.<sup>64</sup>

## B. DELISTING MIT ERWERBSANGEBOT<sup>65</sup>

Zusätzlich zu den alten Regelungen führte der Gesetzgeber in § 39 Abs. 2 S. 3 BörsG abschließend konkrete Anforderungen für ein Delisting für

Wertpapiere i.S.d. § 2 Abs. 2 WpÜG<sup>66</sup> ein.<sup>67</sup> Die Regelungen zu einem Delisting mit einem Erwerbsangebot nach § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG stellen den Dreh- und Angelpunkt der Neuregelung dar. Das Erwerbsangebot bildet das Fundament für die Bewertung der Angemessenheit des Angebots und die darauf folgende Desinvestitionsentscheidung des Anlegers.<sup>68</sup> Durch die abschließende Regelung im Gesetz verbleibt kein Raum mehr für weitere materielle Ergänzungen durch die Geschäftsordnungen der regionalen Börsen.<sup>69</sup>

### 1. Erwerbsangebot nach § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG

In § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG hat der Gesetzgeber die im Rahmen der Macrotron-Rechtsprechung im Wege richterlicher Rechtsfortbildung aufgestellte Abfindungspflicht gesetzlich manifestiert. Die Börse kann die Zulassung der Wertpapiere zum Handel im regulierten Markt auf Antrag des Emittenten widerrufen, wenn „bei Antragstellung unter Hinweis auf den Antrag eine Unterlage über ein Angebot zum Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des Antrags sind, nach den Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes veröffentlicht wurde“.

#### a. Selbstständiges Erwerbsangebotsverfahren

In einem ersten Schritt ist die der Börsengeschäftsführung und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) mitgeteilte Entscheidung zur Abgabe eines Angebots zu veröffentlichen.<sup>70</sup> Die Veröffentlichung richtet sich aufgrund der Verweisung in § 39 Abs. 3 S. 2 BörsG nach § 10 und § 35 Abs. 1 S. 1 WpÜG. Nach der gesetzgeberischen Begründung sind nur die Vorschriften über ein einfaches Erwerbsangebot

<sup>62</sup> *Kastl*, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, S. 311.

<sup>63</sup> *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (375); *Kastl*, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, S. 297.

<sup>64</sup> Bt-Drucks. 18/6220, S. 86.

<sup>65</sup> Zur Bedeutung eines Erwerbsangebots ausführlich *Haselbach/Pröhl*, NZG 2015, S. 209.

<sup>66</sup> Gesetz vom 20.12.2001 (BGBl. I S. 3822), zuletzt geändert durch Gesetz vom 18.07.2016 (BGBl. I S. 1666).

<sup>67</sup> Siehe zu den gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Pflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Gesellschaft: *Wieneke/Schulz*, AG 2016, 809.

<sup>68</sup> *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750 (756).

<sup>69</sup> *Bungert/Leyendecker-Langner*, ZIP 2016, 49 (50).

<sup>70</sup> Dieser Zeitpunkt ist maßgeblich für die Berechnung der Sechsmonatsfrist.

nach dem WpÜG anzuwenden.<sup>71</sup> Innerhalb von vier Wochen muss die erstellte Angebotsunterlage nach § 14 Abs. 1 WpÜG der BaFin zur materiellen Prüfung übermittelt werden.<sup>72</sup> Die BaFin überprüft, ob die zu gewährende Gegenleistung nicht offensichtlich unangemessen ist, eine entsprechende Finanzierungsbestätigung vorliegt und der Börsenkurs zutreffend berechnet wurde.<sup>73</sup> Die Kontrolle der BaFin beschränkt sich auf eine Evidenzkontrolle.<sup>74</sup> Erst nach ihrer Gestattung oder dem Ablauf der 10-Tagesfrist<sup>75</sup> ist die Angebotsunterlage in einem zweiten Schritt als Ausfluss des Ad-hoc-Prinzips zu veröffentlichen.<sup>76</sup> Danach kann der Delisting-Antrag bei der Börsengeschäftsführung gestellt werden. Nach der Intention des Gesetzgebers führt die Börse lediglich eine formale Prüfung des Erwerbsangebots durch, dessen Prüfungsumfang sich auf die Veröffentlichung eines Angebots nach dem WpÜG beschränkt.

Dieser zweigliedrige Aufbau verdeutlicht, dass es sich hierbei um zwei selbstständige Verfahren handelt. Der Gesetzgeber ordnet in § 39 Abs. 6 BörsG an, dass die Rechtmäßigkeit des Widerrufs im Hinblick auf das Erwerbsangebot unberührt bleibt. Falls die Voraussetzungen des § 39 Abs. 3 BörsG entgegen der Entscheidung der BaFin doch nicht vorliegen, hat dies somit keinen Einfluss auf die Entscheidung der Rechtmäßigkeit des Widerrufs der Börsenzulassung durch die Geschäftsführung. Dieser Grundentscheidung des Gesetzgebers folgend, gestaltet sich der Rechtsschutz auch zweigleisig.<sup>77</sup> Da die Börsengeschäftsführung über den Widerruf der Zulassung zum Handel am regulierten Markt

mittels Verwaltungsakt entscheidet, ist für Verfahren der Verwaltungsrechtsweg eröffnet.<sup>78</sup> Die Überprüfung der Angemessenheit der Höhe der Abfindung bleibt den Zivilgerichten vorbehalten.<sup>79</sup>

#### b. Zeitlicher Abstand zwischen Delisting-Angebot und Delisting-Antrag

Der Wortlaut trifft zwar eine Aussage darüber, dass das Erwerbsangebot vor dem Delisting-Antrag vorliegen muss. Nicht vom Wortlaut erfasst ist jedoch die Frage, in welchem zeitlichen Abstand vor der Antragstellung das Erwerbsangebot veröffentlicht werden muss.<sup>80</sup> Zieht man die Gesetzesbegründung<sup>81</sup> als Auslegungsgrundlage heran, definiert diese den zeitlichen Rahmen: Es muss ein „aktuelle[s] Erwerbsangebot als Zulässigkeitsvoraussetzung“ vorliegen.<sup>82</sup> Als Erwerbsangebot könnte durch eine weite Auslegung des Begriffs ein vorhergehendes Übernahmeangebot unter den Begriff des „Angebots“ nach § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG subsumiert werden. Sinn und Zweck der Norm, das Delisting für den Emittenten nicht unnötig zu erschweren, spricht für eine weite Auslegung des Begriffs, wohingegen wiederum Anlegerschutzgesichtspunkte dagegen sprechen. Der mit dem Delisting-Angebot bezweckte Schutz der Aktionäre kann nicht erreicht werden, wenn das Delisting-Angebot mit einem freiwilligen Übernahme- oder

<sup>71</sup> Bt-Drucks. 18/6220, S. 84 ff.

<sup>72</sup> Kocher/Seiz, Der Betrieb 2016, 1053 (1054).

<sup>73</sup> Bt-Drucks. 18/6220, S. 86.

<sup>74</sup> Krause, in: Assmann/Pötzsch/Schneider, § 31 WpÜG Rn. 163.

<sup>75</sup> § 14 Abs. 1 WpÜG.

<sup>76</sup> Zimmer/von Imhoff, NZG 2016, 1056 (1057).

<sup>77</sup> Gessler, BKR 2016, 273; Groß, Kapitalmarktrecht, § 39 Rn. ; Koch/Harnos, in: NZG 2015, 729 (730).

<sup>78</sup> Vgl. hierzu und zur problematischen Antragsbefugnis des Aktionärs ausführlich Groß, AG 2015, 812 (818 f.), ZHR 2001, 157; sowie Bayer, ZIP 2015, 853 Fn. 86 und 87. Für eine dritt-schützende Wirkung der § 39 Abs. 2 S. 2, Absatz 3 bis 5 BörsG: Groß, Kapitalmarktrecht § 39 BörsG Rn. 15; Kumpan in: Baumbach/Hopt, HGB, § 39 BörsG Rn. 6.

<sup>79</sup> Zur Leistungsklage entsprechend der Postbank-Entscheidung des BGH: BGH, Urteil v. 29.07.2014 – II ZR 353/12; siehe hierzu ausführlich Verse, Der Konzern 2015, 1 ff. Problematisch bleibt der Rechtsschutz im Hinblick auf die Entscheidungen der BaFin über die Finanzierungsbestätigung, die Bedingungsfreiheit des Angebots und die Gegenleistung in Euro; siehe hierzu ausführlich Koch/Harnos, NZG 2015, 729 (735 ff.).

<sup>80</sup> Bungert/Leyendecker-Langner, ZIP 2016, 49 (52).

<sup>81</sup> Bt-Drucks. 18/6220, S. 84.

<sup>82</sup> Bungert/Leyendecker-Langner, ZIP 2016, 49 (52).

Pflichtangebot kombiniert oder durch ein solches ersetzt wird. Legt man die Norm historisch aus und zieht den Gesetzgebungsprozess heran, erschließt sich die eindeutige Entscheidung des Gesetzgebers Übernahmeangebote nicht unter den Anwendungsbereich zu fassen. Der Änderungsantrag der Fraktionen der CDU/CSU und SPD zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie<sup>83</sup> enthielt in Nr. 2 die Regelung, dass Aktionären im Falle der Ablehnung eines nicht länger als sechs Monate zurückliegenden Übernahme- oder Pflichtangebots kein Anspruch auf eine Delisting-Abfindung zustehe.<sup>84</sup> Als tragendes Argument wurde angeführt, dass wer sich für den Verbleib in der Gesellschaft entscheide, das Risiko eines vorhersehbaren späteren Delistings tragen müsse und nicht gegenüber risikoaversen Anlegern begünstigt werden dürfe.<sup>85</sup> Der Gesetzgeber entschied sich in seiner finalen Version jedoch gegen die Anwendung der geringeren Anforderungen des § 31 WpÜG und stattdessen für den Anlegerschutz.<sup>86</sup> Daher ist *Bungert/Leyendecker-Langer*<sup>87</sup> nicht darin zuzustimmen, dass ein Übernahmeangebot ausreichend ist, wenn die gesamten Voraussetzungen der Nummer 1 erfüllt sind. Obwohl *Zimmer/von Imhoff*<sup>88</sup> dieser Auslegung u.a. aufgrund der verursachten Doppelkosten zustimmen, kommen sie zu dem Ergebnis, dass eine derartige Ausnahme gegen den Tatbestand des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG verstoßen und der gesetzgeberischen Wertung widersprechen würde.<sup>89</sup> Der Vorschlag der

Fraktionen hätte zur Folge gehabt, dass auf die Gesamtheit der Aktionäre ein Verkaufsdruck bei Übernahme- und Pflichtangeboten ausgeübt worden und somit der angestrebte Anlegerschutz leergelaufen wäre.<sup>90</sup> Der Gesetzgeber betont die Besonderheiten eines Delisting-Verfahrens im Vergleich zum Übernahmerecht<sup>91</sup> und modifiziert den Anwendungsrahmen des § 31 WpÜG für ein Delisting<sup>92</sup>. Nach § 39 Abs. 2 S. 2 Nr. 1 BörsG muss die Angebotsunterlage einen Hinweis auf das Delisting enthalten,<sup>93</sup> so dass nicht jedes in der Vergangenheit liegende und abgeschlossene Angebot ausreicht.<sup>94</sup>

#### c. Ausnahmslose Bedingungsfeindlichkeit

Nach dem ausdrücklichen Wortlaut des § 39 Abs. 3 S. 1 BörsG darf das Angebot nicht von Bedingungen abhängig gemacht werden.<sup>95</sup> Im Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage müssen alle gesetzlichen Voraussetzungen an das Delisting erfüllt sein. Das Angebot darf weder unter der Bedingung eines Beschlusses der Gesellschafterversammlung des Bieters gestellt werden, noch vom Erreichen einer bestimmten Mindestannahmequote abhängig gemacht werden.<sup>96</sup>

#### d. Zulassung regulatorischer Bedingungen

*Mense/Klie*<sup>97</sup> sowie *Kocher/Seiz*<sup>98</sup> schlagen eine erweiternde Auslegung der Norm dahingehend vor, dass entsprechend der im Übernahmerecht getroffenen Regelung das Erwerbsangebot von regulatorischen Zustimmungen abhängig gemacht werden kann. Dieses Ergebnis ist jedoch mit der gesetzgeberischen Intention unvereinbar. Nach der

<sup>83</sup> Bt-Drucks. 18/5010; *Zimmer/Imhoff*, NZG 2016, 1056 (1060); siehe zu den Änderungen durch die Transparenzrichtlinie III ausführlich: *Söhner*, ZIP 2015, 2451 ff.

<sup>84</sup> *Kastl*, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, S. 308.

<sup>85</sup> Zustimmend: *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (732); *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (377).

<sup>86</sup> *Kastl*, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, S. 308.

<sup>87</sup> ZIP 2016, 49 (53); bezeichnet ein zusätzlicher Erwerbsangebot als „unnötigen Formalismus“.

<sup>88</sup> NZG 2016, 1056 (1060).

<sup>89</sup> NZG 2016, 1056 (1061).

<sup>90</sup> *Kastl*, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, S. 308.

<sup>91</sup> Bt-Drucks. 18/6220, S. 84.

<sup>92</sup> *Wackerbarth* spricht von einer „neuen Angebotsart im WpÜG“, WM 2016, 385 (388).

<sup>93</sup> *Zimmer/Imhoff*, NZG 2016, 1056 (1059 Fn. 41).

<sup>94</sup> *Bungert/Leyendecker-Langner* sehen ein kombiniertes Angebot als zulässig an, ZIP 2016, 49 (52).

<sup>95</sup> Wie zum Beispiel einer Kartellfreigabe.

<sup>96</sup> *Kocher/Seiz*, Der Betrieb 2016, 1053 (1056).

<sup>97</sup> *Mense/Klie*, DStR 2014, 2782 (2784); *Zimmer/Imhoff*, NZG 2016, S. 1056 (1058).

<sup>98</sup> *Kocher/Seiz*, Der Betrieb 2016, 153 (156).



Gesetzesbegründung hat der Gesetzgeber die Bedingungsfeindlichkeit des Erwerbsangebots insbesondere für die Fälle eingeführt, in denen zum Zeitpunkt der Widerrufsentscheidung das Angebotsverfahren nicht abgeschlossen ist.<sup>99</sup> Aus Rechts-sicherheitsgesichtspunkten sollte sichergestellt werden, dass das einmal veröffentlichte Angebot erfüllt werden kann. Zu diesem Zweck hat der Gesetzgeber die §§ 18 und 25 WpÜG für unanwendbar erklärt.<sup>100</sup> Der Anleger solle nicht Gefahr laufen, die Aufgabe der Börsennotierung hinnehmen zu müssen, ohne die Möglichkeit gehabt zu haben, seine Anteile zu einem angemessenen Preis abgeben zu können.<sup>101</sup> Alle mit dem Erwerbsangebot verbundenen Risiken soll der Bieter tragen.<sup>102</sup> Zieht man den beispielhaften Fall heran, dass eine Bedingung zugelassen wird, wie zum Beispiel die Kartellrechtsfreigabe, und die Börse gestattet das Delisting, die Kartellrechtsfreigabe wird jedoch verweigert, dann würde dem Anleger kein Abfindungsanspruch und auch keinen Schadensersatzanspruch zustehen. Sollte man somit eine Bedingung zulassen, wenn auch nur eine regulatorische, wäre der Anleger rechtsschutzlos gestellt.<sup>103</sup> Dies würde dem angestrebten Anlegerschutz zuwiderlaufen.

## 2. Bemessung der Abfindungshöhe

Auf das Erwerbsangebot nach § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG ist nach der gesetzgeberischen Intention in Absatz 3 Satz 2 grundsätzlich § 31 WpÜG über einfache Erwerbsangebote anwendbar, mit der Modifikation, „dass die Gegenleistung in einer Geldleistung in Euro bestehen und mindestens dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs der Wertpapiere während der letzten sechs Monate vor der Veröffentlichung [der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots] nach § 10 Absatz 1 Satz 1 oder [der Kontrollerrlangung nach] § 35 Absatz 1 Satz 1 WpÜG entsprechen muss“. Bereits vor dem

Gesetzgebungsprozess war es stark umstritten, an welche Kriterien die Bestimmung der Gegenleistungshöhe knüpfen sollte. Es standen zwei Möglichkeiten zur Auswahl.

### a. Bemessung am durchschnittlichen Börsenkurs

Einige Stimmen sprachen sich für eine Bemessung am durchschnittlichen Börsenkurs in Anlehnung an § 31 WpÜG aus.<sup>104</sup> Begründet wurde diese Ansicht damit, dass entsprechend der kapitalmarktrechtlichen Lösung der Verlust der Fungibilität der Aktie kompensiert werde, die Mitgliedschaft der Aktionäre als solche aber nicht berührt werde.<sup>105</sup> Der Verlust des bisherigen Marktes für einen Handel lasse sich anhand des Börsenkurses leicht beziffern.<sup>106</sup> Aufwendige Gutachten zur Ermittlung des Unternehmenswerts und ihre Überprüfung im Spruchverfahren würden vermieden werden.<sup>107</sup>

### b. Bemessung am Unternehmenswert

Die Gegenansicht befürwortete entsprechend der Macroton-Entscheidung die Bemessung der Abfindung anhand einer ertragsorientierten Unternehmensbewertung<sup>108</sup>. Der Börsenkurs unterliege äußeren Faktoren und spiegele somit nicht wertmäßig exakt den Verlust der Fungibilität wider. Das Delisting werde verstärkt von Gesellschaften durchgeführt, deren Börsenwert unter dem wahren Unternehmenswert liege.<sup>109</sup>

<sup>99</sup> Bt-Drucks. 18/6220, S. 85.

<sup>100</sup> Bt-Drucks. 18/6220, S. 85.

<sup>101</sup> Bt-Drucks. 18/6220, 62; Zimmer/Imhoff, NZG 2016, 1056 (1058).

<sup>102</sup> Zimmer/Imhoff, NZG 2016, 1056 (1058).

<sup>103</sup> Zimmer/Imhoff, NZG 2016, 1056 (1058).

<sup>104</sup> So: Buckel/Glindemann/Vogel, AG 2015, S. 373 (379); Bungert/Leyendecker-Langner, Der Betrieb 2015, 2251 (254); Habersack, Stellungnahme, S. 6; Noack, Stellungnahme, S. 8.

<sup>105</sup> BVerfG, Urteil v. 11.07.2012, 1 BvR 3242/07, 1 BvR 1569/08.

<sup>106</sup> Koch/Harnos, NZG 2015, 729 (730); Habersack, Stellungnahme, S. 6; Noack, Stellungnahme, S. 8; Bungert/ Leyendecker-Langner, Der Betrieb 2015, 2251 (2254); Buckel/Glindemann/Vogel, AG 2015, 373 (375).

<sup>107</sup> Buckel/Glindemann/Vogel, AG 2015, 373 (379).

<sup>108</sup> So: Bayer, ZfPW 2015, 163 (221 f.); ZIP 2015, 853 (857); BRAK, Stellungnahme, S. 4 f.; Brellochs, AG 2014, 633; DSW, Stellungnahme, S. 8; Koch, Stellungnahme, S. 7; Koch/Harnos, NZG 2015, 729 (732 f.) (Bewertung nach dem Börsenkurs mit der Modifikation einer Unternehmensbewertung in Sonderfällen).

<sup>109</sup> Bayer, ZIP 2015, 553 (857).

### c. Grundsatzlösung des Gesetzgebers

Dogmatisch stringent folgte der Gesetzgeber seiner Grundentscheidung das Delisting als einen kapitalmarktrechtlichen Vorgang einzuordnen und bestimmte die Abfindung anhand des durchschnittlichen Börsenkurses.<sup>110</sup> Dabei wählte er für die Wertermittlung einen Referenzzeitraum von sechs Monaten. Zur Diskussion stand zudem ein Dreimonatszeitraum, der näher am aktuellen Wert der Aktien ist.<sup>111</sup> Der Gesetzgeber entschied sich für den längeren Zeitraum, da es für den Emittenten schwieriger ist bei einem verlängerten Zeitraum von drei auf sechs Monate, durch die gezielte Wahl des Delisting-Zeitpunkts Einfluss auf die Abfindungshöhe zu nehmen, indem sofort in Zeiten einer Unterbewertung der Aktien das Delisting vollzogen wird.<sup>112</sup> Der maßgebliche Börsenkurs wird nach § 5 WpÜG-AngVO nach Umsätzen gewichteten Durchschnittskurs aller der BaFin nach § 9 WpHG „als börslich gemeldeten Geschäfte“ nach § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO berechnet.<sup>113</sup> Der Gesetzgeber wollte durch die Festlegung auf den Börsenkurs dem von Übernahmesituationen abweichenden Börsenumfeld in Delisting-Fällen besser Rechnung tragen.<sup>114</sup> Im Rahmen eines Delistings wird die Führungsebene der emittierenden Gesellschaft mit dem beherrschenden Großaktionär kooperieren, während sich bei einer Übernahme das Management der Zielgesellschaft regelmäßig für die Interessen der Aktionäre einsetzt.<sup>115</sup>

### d. Kleinanlegerinteressen für die Unternehmensbewertung

Sinn und Zweck der Abfindungsregelung ist es, dem Anleger einen geldwerten Ersatz für den Verlust der Handelbarkeit an einem regulierten Markt zu bieten. Nach der vom Gesetzgeber

getroffenen kapitalmarktrechtlichen Entscheidung kann dieser Verlust effektiv und zeitnah anhand des Börsenkurses ermittelt werden. Der Anleger soll finanziell nach einem Delisting nicht besser dastehen, als er zu Zeiten uneingeschränkter Handelbarkeit der Aktien stand.<sup>116</sup> Die Entscheidung des Aktionärs<sup>117</sup>, sein Geld als Kapitalanlage in die Aktie als liquide Geldquelle zu investieren, ist stets mit Risiken verbunden. Der Börsenwert wird neben der wirtschaftlichen Prosperität des Unternehmens vom Angebot und der Nachfrage nach den Aktien geprägt. Der Kleinaktionär hat während eines Listings die Möglichkeit seine Aktien auf dem Börsenplatz zu handeln, während der Großaktionär meistens außerbörslich seine Aktienpakete handelt. Für den Verkauf ist der Kleinanleger auf andere Kleinanleger angewiesen, die am Erwerb zu Anlagezwecken interessiert sind.<sup>118</sup> Die nach der Frosta-Rechtsprechung des BGH gewonnenen Erkenntnisse zu den Folgen einer Delisting-Entscheidung verdeutlichen, dass verstärkt ein Kursverfall eintritt.<sup>119</sup> Kleinaktionäre sind in der Regel nicht an einer langfristigen Beteiligung am Unternehmen interessiert, die gegebenenfalls zu einer Steigerung des Börsenwerts führen könnte.<sup>120</sup> Der Erwerb einer Aktie, für die ein Delisting angekündigt wurde, stellt sich regelmäßig für andere Kleinaktionäre ebenfalls unattraktiv dar. Die Nachfrage lässt nach und somit sinkt tendenziell der Wert der Aktien. Die Delisting-Entscheidung des Emittenten ist größtenteils überraschend für

<sup>110</sup> Siehe zur Wertermittlung bei KMU: *Zwirner/Kähler*, BB 2016, 171 (172).

<sup>111</sup> *Probst*, Rechtsfragen des regulären Börsenrückzugs, S. 292.

<sup>112</sup> BRAK, Stellungnahme, S. 5; DSW, Stellungnahme, S. 9.

<sup>113</sup> *Bayer*, NZG 2015, 1169 (1174).

<sup>114</sup> Bt-Drucks. 18/6220, S. 84.

<sup>115</sup> *Bayer*, NZG 2015, 1169 (1175).

<sup>116</sup> So auch *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (379); *Bungert/Leyendecker-Langner*, Der Betrieb 2015, 2251 (2254).

<sup>117</sup> Siehe zur Anlageentscheidung des Aktionärs *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160 (165).

<sup>118</sup> *Kastl*, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, S. 390.

<sup>119</sup> Der Bericht an den Finanzausschuss über die Erfahrungen mit der Neuregelung wurde erst für Ende 2017 abgesetzt, Bt-Drucks. 18/6220, S. 79; *Karami/Schuster*, Epirische Analyse, abrufbar unter: [www.bewertung-im-recht.de](http://www.bewertung-im-recht.de) (zuletzt abgerufen am 22.03.2018).

<sup>120</sup> *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (379) sowie *Bungert/Leyendecker-Langner*, Der Betrieb 2015, 2251 (2254) argumentieren, dem Anleger stehe es frei, auf eine spätere lukrativere Veräußerung zu spekulieren.

den Anleger, da es sich dabei nicht um die typische Laufrichtung der Aktiengesellschaft handelt.<sup>121</sup> Sie beruht auf dem Entschluss des Großaktionärs, auf den er keinen Einfluss ausüben kann.<sup>122</sup> Im Rahmen des Anlegerschutzes ist zwischen den Interessen des Großaktionärs und den Bedürfnissen der Kleinanleger als widerstreitende Parteien zu differenzieren. Der Bieter, bei dem es sich regelmäßig um den Großaktionär handeln wird, kann durch die gezielte Wahl eines geeigneten Zeitpunktes auf den Mindestpreis Einfluss nehmen.<sup>123</sup> Darauf hat ein verlängerter Referenzzeitraum von sechs Monaten keinen Einfluss. Das Unternehmen, für das ein Delisting angekündigt wurde, wird mit Sicherheit die regulierte Börse verlassen. Kleinanleger sind aufgrund dieses Wissens geneigter, ein unangemessenes Angebot anzunehmen.<sup>124</sup>

Bei einer Verschmelzung einer börsennotierten auf eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft, das auch kaltes Delisting genannt wird, erfolgt die Wertermittlung anhand einer Unternehmensbewertung nach § 29 Abs. 1 S. 1 Hs. 1 Fall 2 UmwG.<sup>125</sup> Nach Absatz 3 der Regelung soll durch die getroffenen Modifikationen nach der gesetzgeberischen Intention den Besonderheiten des Delisting-Umfelds im Vergleich zu einer Übernahmesituation Rechnung getragen.<sup>126</sup> Daher ist es nur stringent, dem auch für die Ermittlung des Abfindungswertes gerecht zu werden. Der Bieter als außenstehender Dritter<sup>127</sup> hat in dem engen zeitlichen Rahmen zur Abgabe des Angebots im Rahmen eines Übernahmeverfahrens nicht die Möglichkeit, an die für eine Unternehmensbewertung nach der Ertragswerttheorie erforderlichen

Informationen zu gelangen.<sup>128</sup> Dies kann jedoch nicht im Falle eines Delistings gelten, da der Emittent als Antragsteller in das Delisting-Verfahren miteinbezogen ist.<sup>129</sup> Aufgrund der vergleichbaren Situation, insbesondere im Hinblick auf die Interessen der Kleinaktionäre, erscheint eine unterschiedliche Behandlung nicht gerechtfertigt. Bereits *Habersack* qualifizierte beide Arten des Delistings als „austauschbare Instrumente“.<sup>130</sup>

#### e. Ausnahmelösung des Gesetzgebers

Der Gesetzgeber hat erkannt, dass eine Ermittlung ausschließlich am Börsenkurs nach § 31 WpÜG an seine Grenzen gelangen kann. Der Börsenkurs unterliegt äußeren Faktoren, die zu einer Verfälschung des wahren Werts der Aktien führen können. Deshalb hat er die Ermittlung der Abfindungshöhe anhand des Unternehmenswerts in § 39 Abs. 3 S. 3 und S. 4 BörsG zugelassen. Es handelt sich um abschließend enumerativ aufgezählte Ausnahmetatbestände, die keine weiteren Ausnahmen einer Unternehmensbewertung entsprechend der Regelung einer angemessenen Gegenleistung in § 31 Abs. 1 S. 1 WpÜG zulassen.<sup>131</sup>

#### i. Kapitalmarktverstoß nach § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG

Der Wert des Erwerbsangebots wird anhand des Unternehmenswerts ermittelt, wenn der Emittent keine oder eine fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilung über Insiderinformationen veröffentlicht oder wenn er bzw. der Bieter in Bezug auf die Wertpapiere, die das Erwerbsangebot betreffen, gegen das Verbot der Marktmanipulation verstoßen hat, §§ 15 und 20a WpHG bzw. Artt. 17, 12 und 15 MAR<sup>132</sup>. Mangels

<sup>121</sup> *Kastl*, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, S. 390.

<sup>122</sup> *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (374).

<sup>123</sup> *Kocher/Seiz*, Der Betrieb 2016, 1053 (1055).

<sup>124</sup> *Kastl*, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, S. 316.

<sup>125</sup> So auch *Bayer*, NZG 2015, 1169 (1173).

<sup>126</sup> Bt-Drucks. 18/6220, S. 84.

<sup>127</sup> Mit Ausnahme von freundschaftlichen Übernahmen.

<sup>128</sup> *Kastl*, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, S. 320; *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (733); *Habersack*, ZIP 2003, 1123 (1126).

<sup>129</sup> *Kastl*, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, S. 320.

<sup>130</sup> *Habersack*, ZHR 176 (2012), 463 (465); a.A. OLG Düsseldorf, Beschluss v. 19.11.2015 – I-26 W 4/15 (AktE).

<sup>131</sup> Abschließende Aufzählung in Bt-Drucks. 18/6220, S. 84 ff.

<sup>132</sup> Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmiss-

Informationseffizienz bietet in diesen Fällen der Börsenkurs keine verlässliche Grundlage für die Wertermittlung. Der Angebotspreis bemisst sich nach dem anteiligen Unternehmenswert des Emittenten. Dies gilt nicht, soweit die Verstöße unwesentliche Auswirkungen auf den errechneten Durchschnittsbörsenkurs hatten. Zur Konkretisierung der Wesentlichkeit, dessen Beweislast der Bieter trägt, liefert das Gesetz keine Anhaltspunkte.<sup>133</sup>

## ii. Untergrabung des Kleinanlegerschutzes

Der Gesetzgeber hat aus Anlegerschutz Gesichtspunkten die Wertermittlung anhand des Unternehmenswerts ausnahmsweise zugelassen. Die fehlende oder fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilung und die Marktmanipulation müssen nach der Gesetzesbegründung durch die BaFin als zuständige Behörde rechts- oder bestandskräftig festgestellt werden, um die Ausnahme zu rechtfertigen. *Harnos*<sup>134</sup> sowie *Wackerbarth*<sup>135</sup> plädieren dafür, dass mangels Aufnahme in den Wortlaut der Verstoß lediglich objektiv vorliegen und durch den Anleger nur nachgewiesen werden muss. Die gesetzliche Begründung sei für den Richter nicht bindend. Indem der Gesetzgeber die Voraussetzung aufstellt, dass der jeweilige Verstoß rechts- oder bestandskräftig festgestellt werden muss, untergräbt er seinen angestrebten Kleinanlegerschutz.<sup>136</sup> Die BaFin wird nur im öffentlichen Interesse tätig, so dass der einzelne Anleger keinen Einfluss auf die Einleitung eines Verfahrens hat.<sup>137</sup>

Ferner nimmt die Gesetzesbegründung eine Manipulation, die auf dem Verhalten eines Dritten beruht und dem Emittenten nicht zugerechnet werden kann, aus dem Anwendungsbereich der

Ausnahmeregelung heraus.<sup>138</sup> Dies scheint zwar auf Seiten des Emittenten gerechtfertigt, aus Anlegerschutz Gesichtspunkten kann diese Regelung jedoch nicht begrüßt werden, da der verfälschte Börsenwert trotzdem den (Klein-)Anleger benachteiligt.<sup>139</sup>

## iii. Markteng nach § 39 Abs. 3 S. 4 BörsG

Die Gegenleistung kann nach Satz 4 ausnahmsweise anhand einer Unternehmensbewertung in Anlehnung an § 5 Absatz 4 der WpÜG-Angebotsverordnung<sup>140</sup> bestimmt werden, wenn der Durchschnittsbörsenkurs nach übernahmerechtlichen Maßstäben aufgrund mangelnder Liquidität der Aktien nicht aussagekräftig ist.<sup>141</sup>

## iv. Zu geringer Anwendungsbereich der Ausnahmeregelung

Dieser Sachverhalt umfasst insbesondere Unternehmen mit einem geringen Streubesitz und einem geringen Handel.<sup>142</sup> Ein künstlich niedriger Börsenkurs soll nicht ausgenutzt werden können, um ein billiges Delisting zu ermöglichen.<sup>143</sup> Dabei handelt es sich jedoch um Gesellschaften mit geringem Handelsumsatz, für die ein Delisting aus unternehmerischer Sicht typischerweise am meisten Sinn macht. Sie müssen ein Abfindungsangebot nach dem Unternehmenswert vorlegen, während Unternehmen mit großem Handelsvolumen nur eine Abfindung anhand des Börsenkurses leisten müssen. Bieter könnten vorübergehende Krisenzeiten abpassen, in denen der echte Unternehmenswert nicht korrekt an der Börse abgebildet wird und so die Aktien günstig einsammeln.<sup>144</sup>

brauch und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission.

<sup>133</sup> *Kocher/Seiz*, Der Betrieb 2016, 1053 (1055).

<sup>134</sup> *Harnos*, ZHR 176 (2015), 750 (767 f.).

<sup>135</sup> *Wackerbarth*, WM 2016, 385 (387).

<sup>136</sup> Bt-Drucks. 18/6220, S. 85.

<sup>137</sup> *Kastl*, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, S. 327.

<sup>138</sup> Bt-Drucks. 18/6220, S. 85.

<sup>139</sup> *Kastl*, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, S. 324.

<sup>140</sup> Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots vom 27.12.2001, BGBl I S. 4263.

<sup>141</sup> Bt-Drucks. 18/6220, S. 85.

<sup>142</sup> *Kastl*, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse, S. 324.

<sup>143</sup> *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750 (760).

<sup>144</sup> *Bayer*, NZG 2015, 1169 (1175).

## C. Persönlicher Anwendungsbereich

### 1. Verpflichtete Emittenten

Die Neuregelung des Delisting umfasst sowohl inländische als auch ausländische Emittenten, die an einem deutschen regulierten Markt zugelassen sind. Dies wird durch § 39 Abs. 4 BörsG bestätigt, der das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz entsprechend für ausländische Emittenten für anwendbar erklärt. Eine analoge Anwendung ist notwendig, da das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz lediglich uneingeschränkt auf inländische Emittenten anwendbar ist.<sup>145</sup>

Der aus Anlegerschutzgesichtspunkten weit gefasste Verpflichtetenkreis hat zur Auswirkung, dass auch ausländische Emittenten im Falle eines Delisting ein Erwerbsangebot vorlegen müssen. Negative Auswirkungen auf die Attraktivität des deutschen Kapitalmarkts im europäischen Wettbewerb müssen dabei aufgrund des bedeutenderen Gesichtspunkts des Kleinanlegerschutzes außer Acht bleiben.

### 2. Schuldner des Anspruchs

Die Neuregelung lässt offen, wer Schuldner der Abfindung ist. Nach dem Telos der Abfindungsregelung ist es unerheblich, wer den Abfindungsbetrag zahlt, solange der Anleger abgefunden wird.<sup>146</sup> In Betracht kommen die emittierende Gesellschaft, der Hauptaktionär oder ein externer Investor, solange er nach § 13 WpÜG seine Liquidität nachweist. Der Emittent unterliegt dabei den zusätzlichen Voraussetzungen über den Erwerb eigener Aktien gemäß § 71 AktG, so dass er über eine erforderliche Ermächtigung und Rücklagen verfügen muss.<sup>147</sup>

<sup>145</sup> Bt-Drucks. 18/6220, S. 86.

<sup>146</sup> Buckel/Glindemann/Vogel, AG 2015, 374 (380); Goetz, BB 2015, 2691 (2692).

<sup>147</sup> Brellochs, AG 2014, 633 (644 ff.); Bungert/Leyendecker-Langner, ZIP 2016, 349 (350); Brellochs, AG 2014, 633 (644 ff.).

## D. GESETZLICH NORMIERTE AUSNAHMETATBESTÄNDE

Ein Erwerbsangebot entfällt bei einem Teildelisting nach § 39 Abs. 2 S.3 Nr. 2 lit. a BörsG sowie bei einem Delisting nach § 39 Abs. 2 S.3 Nr. 2 lit. b BörsG unter Beibehaltung des Listings an einer ausländischen Börse innerhalb eines anderen Mitgliedsstaats der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum mit einem § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG entsprechenden Schutzstandard. Inländische anlegerschützenden Voraussetzungen des § 39 BörsG sollen über eine Zweitzulassung an einem ausländischen organisierten Markt nicht umgangen werden.<sup>148</sup> Es muss konstatiert werden, dass gleichzeitig Unternehmen benachteiligt werden, die ihre (Haupt-)Zulassung an einer US-amerikanischen Börse haben. Durch die Festlegung des räumlichen Anwendungsbereichs auf die Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum finden die strengeren Regelungen der Nummer 1 auf diese Anwendung, obwohl das Schutzniveau in diesen Fällen regelmäßig mit dem einer deutschen Börse vergleichbar ist.<sup>149</sup>

## E. WEITERE NEUREGELUNGEN IM DELISTING

Der Widerruf der Börsenzulassung ist nach § 39 Abs. 5 BörsG durch die Geschäftsführung unverzüglich im Internet zu veröffentlichen. Der Zeitraum zwischen der Veröffentlichung und der Wirksamkeit des Widerrufs darf zwei Jahre nicht überschreiten. Nähere Bestimmungen über den Widerruf sind in der Börsenordnung zu treffen.

Nach § 52 Abs. 9 BörsG findet die strengere Neuregelung des Delisting rückwirkend Anwendung auf Anträge, die nach dem 7. September 2015 gestellt wurden und über die bis zum 1. Oktober 2015 noch nicht bestands- oder rechtskräftig entschieden

<sup>148</sup> Bt-Drucks. 18/6220, S. 86.

<sup>149</sup> Koch/Harnos, NZG 2015, 729 (731).

wurde.<sup>150</sup> In diesen Fällen kann das Erwerbsangebot nach dem Gesetzeswortlaut nach Antragstellung veröffentlicht werden.<sup>151</sup> Die Neuregelung des § 39 Abs. 2 S. 3 BörsG fand rückwirkend auf laufende Delisting-Verfahren Anwendung, die nach dem Tag der öffentlichen Anhörung vor dem Finanzausschuss des Deutschen Bundestages am 07. September 2015 eingeleitet worden waren, da nach diesem Zeitpunkt nach der Gesetzesbegründung kein Vertrauensschutz mehr auf den Erhalt der Rechtslage durch Frosta bestand.<sup>152</sup>

## II. ZUSAMMENFASSUNG

1. Die Neuregelung des Delisting begründet für ein Downlisting eine Abfindungspflicht nach § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG. Der gesetzlich geregelte Schutz fällt im unterschiedlich geregelten Freiverkehr ohne eine Einflussmöglichkeit des Anlegers auf die Downlisting-Entscheidung weg. Der Anleger besitzt nun Aktien einer Gesellschaft, für die zahlreiche zwingende Regelungen des Aktiengesetzes nicht mehr gelten. Ein abfindungsfreies Downlisting könnte als Vorstufe für ein Delisting missbraucht werden.

2. Als *actus contrarius* zum Listing teilt das Delisting den Charakter als einen kapitalmarktrechtlichen Vorgang. Ein Hauptversammlungsbeschluss ist nicht erforderlich, da dieser keinen weitergehenden Schutz des Anlegers garantiert. Ein Hauptaktionär kann durch sein Stimmengewicht das Abstimmungsergebnis vorgeben. Der Anleger erhält die Informationen für seine Desinvestitionsentscheidung durch die neu eingeführte Erwerbsunterlage.

3. Die BaFin führt eine Evidenzkontrolle in Bezug auf das Erwerbsangebot durch, während die Börsengeschäftsführung lediglich formell überprüft, ob das Angebot nach dem WpÜG veröffentlicht

wurde. Bereits in diesem Stadium muss der Anlegerschutz verstärkt werden, da das Erwerbsangebot das Fundament für die Bewertung der Angemessenheit des Angebots und die darauf folgende Desinvestitionsentscheidung darstellt.

4. Ein vorhergehendes Übernahmeangebot, das die Anforderungen der Nr. 1 erfüllt, ist nach der gesetzgeberischen Intention nicht einem Erwerbsangebot gleichzustellen. Eine Gleichstellung hätte zur Folge, dass auf die Gesamtheit der Aktionäre ein Verkaufsdruck bei Übernahme- und Pflichtangeboten ausgeübt werden würde.

5. Regulatorische Bedingungen sind nicht zuzulassen, da ansonsten für den Fall, dass sie nicht erfüllt werden, dem Anleger trotz wirksamen Delisting kein Entschädigungsanspruch zustehen würde. Für den Fall eines undurchführbaren bedingungsfeindlichen Erwerbsangebots kann der Anleger einen Schadensersatzanspruch geltend machen.

6. Im Rahmen der Interessenabwägung sollte zwischen den Mehrheitsaktionären, Minderheitsaktionären sowie dem Emittenten differenziert werden. Die Belange der regionalen Börsen, insbesondere die Attraktivität des deutschen Kapitalmarkts im europäischen Wettbewerb, sind außer Acht zu lassen. Auf die Bedürfnisse des Kleinanlegers ist besonderer Wert zu legen, da er die geringste Einflussmöglichkeit auf die Delisting-Entscheidung hat und auf die Handelbarkeit der Aktien über die Börse angewiesen ist.

7. Die Bestimmung der Gegenleistungshöhe sollte aus (Klein-) Anlegerschutzgesichtspunkten am Unternehmenswert bemessen werden, bei dem der Durchschnittsbörsenkurs den Mindestwert darstellt.

8. Der Gesetzgeber untergräbt seinen angestrebten Anlegerschutz, in dem er fordert, dass ein Verstoß nach § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG rechts- oder bestandskräftig festgestellt werden muss. Die BaFin wird lediglich im öffentlichen Interesse tätig, so dass der einzelne Anleger keinen

<sup>150</sup> Siehe zum Problem des nachträglichen Erwerbsangebots beispielhaft „Sachsenmilch“, Bayer, AG 2016, R3-R4; kritisch zur Rückwirkung: *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (378).

<sup>151</sup> Bt-Drucks. 18/6220, S. 84 f.

<sup>152</sup> Bt-Drucks. 18/6220, S. 87.

Einfluss auf die Einleitung eines Verfahrens hat. Zudem nimmt er das dem Emittenten nicht zurechenbare Verhalten Dritter aus dem Anwendungsbereich der Norm heraus, obwohl ein verfälschter Börsenwert zulasten des (Klein-)Anlegers vorliegt.

9. Unternehmen mit geringem Streubesitz und einem geringen Handel müssen nach § 39 Abs. 3 S. 4 BörsG ein Erwerbsangebot nach dem Unternehmenswert vorlegen, während Emittenten mit großem Handelsvolumen nur eine Abfindung anhand des Börsenkurses leisten müssen.

10. Aus Kleinanlegersgesichtspunkten scheint daher trotz einer einheitlichen Regelung der Schlusspunkt noch nicht gesetzt zu sein. Vielmehr muss eine Lösung angestrebt werden, die den Besonderheiten des Delisting-Verfahrens durch eine eigenständige teleologische Beantwortung der Fragen gerecht wird und gesellschaftsrechtliche- und kapitalmarktrechtliche Voraussetzungen interessensgerecht aus Kleinanlegersgesichtspunkten kombiniert. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die Bemessung der Abfindungshöhe sowie dem damit einhergehenden Rechtsschutz. Dieser sollte grundsätzlich und nicht ausnahmsweise anhand des Unternehmenswerts ermittelt werden und kohärent dazu in einem Spruchverfahren überprüft werden können.

#### **Auszug aus dem Börsengesetz (BörsG): § 39 Widerruf der Zulassung bei Wertpapieren**

(1) Die Geschäftsführung kann die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt außer nach den Vorschriften des Verwaltungsverfahrensgesetzes widerrufen, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel auf Dauer nicht mehr gewährleistet ist und die Geschäftsführung die Notierung im regulierten Markt eingestellt hat oder der Emittent seine Pflichten aus der Zulassung auch nach einer angemessenen Frist nicht erfüllt.

(2) Die Geschäftsführung kann die Zulassung im Sinne des Absatzes 1 auch auf Antrag des Emittenten widerrufen. Der Widerruf darf nicht dem

Schutz der Anleger widersprechen. Bei Wertpapieren im Sinne des § 2 Absatz 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes ist ein Widerruf nur zulässig, wenn

1. bei Antragstellung unter Hinweis auf den Antrag eine Unterlage über ein Angebot zum Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des Antrags sind, nach den Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes veröffentlicht wurde oder

2. die Wertpapiere weiterhin zugelassen sind

a) an einer anderen inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt oder

b) in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt, sofern für einen Widerruf der Zulassung zum Handel an diesem Markt Nummer 1 entsprechende Voraussetzungen gelten.

(3) Im Fall des Absatzes 2 Satz 3 Nummer 1 darf das Angebot nicht von Bedingungen abhängig gemacht werden. Auf das Angebot ist § 31 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes mit der Maßgabe entsprechend anzuwenden, dass die Gegenleistung in einer Geldleistung in Euro bestehen und mindestens dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs der Wertpapiere während der letzten sechs Monate vor der Veröffentlichung nach § 10 Absatz 1 Satz 1 oder § 35 Absatz 1 Satz 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes entsprechen muss. Hat während dieses Zeitraums

1. der Emittent entgegen Artikel 17 Absatz 1 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder einer entsprechenden Vorschrift des anwendbaren ausländischen Rechts eine Insiderinformation, die ihn unmittelbar betrifft, nicht so bald wie möglich veröffentlicht oder in einer Mitteilung nach Artikel 17 Absatz 1 dieser Verordnung oder einer entsprechenden Vorschrift des anwendbaren ausländischen Rechts eine unwahre Insiderinformation, die ihn unmittelbar betrifft, veröffentlicht, oder

2. der Emittent oder der Bieter in Bezug auf die Wertpapiere, die Gegenstand des Antrags sind, gegen das Verbot der Marktmanipulation nach Artikel 15 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 verstoßen,

so ist der Bieter zur Zahlung des Unterschiedsbetrags zwischen der im Angebot genannten Gegenleistung und der Gegenleistung verpflichtet, die dem anhand einer Bewertung des Emittenten ermittelten Wert des Unternehmens entspricht; dies gilt nicht, soweit die in den Nummern 1 und 2 bezeichneten Verstöße nur unwesentliche Auswirkungen auf den nach Satz 2 errechneten Durchschnittskurs hatten. Sind für die Wertpapiere des Emittenten, auf die sich das Angebot bezieht, während der letzten sechs Monate vor der Veröffentlichung nach § 10 Absatz 1 Satz 1 oder § 35 Absatz 1 Satz 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden und weichen mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 Prozent voneinander ab, so ist der Bieter zur Zahlung einer Gegenleistung verpflichtet, die dem anhand einer Bewertung des Emittenten ermittelten Wert des Unternehmens entspricht.

(4) Auf Emittenten mit Sitz im Ausland finden im Hinblick auf das Angebot nach Absatz 2 die Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes nach Maßgabe des Absatzes 3 entsprechende Anwendung.

(5) Die Geschäftsführung hat einen Widerruf nach Absatz 2 unverzüglich im Internet zu veröffentlichen. Der Zeitraum zwischen der Veröffentlichung und der Wirksamkeit des Widerrufs darf zwei Jahre nicht überschreiten. Nähere Bestimmungen über den Widerruf sind in der Börsenordnung zu treffen.

(6) Im Hinblick auf die Anforderungen des Absatzes 3 bleibt die Rechtmäßigkeit des Widerrufs unberührt.

## **§ 52 Übergangsregelungen**

[...]

(9) Auf Anträge auf Widerruf der Zulassung von Wertpapieren im Sinne des § 2 Absatz 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes zum Handel im regulierten Markt, die nach dem 7. September 2015 und vor dem 26. November 2015 gestellt worden sind und über die am 26. November 2015 noch nicht bestands- oder rechtskräftig entschieden worden ist, ist § 39 Absatz 2 bis 6 in der ab dem 26. November 2015 geltenden Fassung mit der Maßgabe anzuwenden, dass abweichend von § 39 Absatz 2 Satz 3 Nummer 1 in der ab dem 26. November 2015 geltenden Fassung ein Erwerbsangebot auch nach Antragstellung veröffentlicht werden kann.



## LITERATURVERZEICHNIS

- Aders, Christian/ Muxfeld, Dennis/ Lill, Felix, Die Delisting-Neuregelung und die Frage nach dem Wert der Börsennotierung, CF 2015, 389.
- Asmann, Heinz-Dieter/ Pötzsch, Thorsten/ Schneider, Uwe H., Wertpapier- und Übernahmegesetz (WpÜG), 2. Auflage, Köln 2013.
- Auer, Marietta, Der Rückzug von der Börse als Methodenproblem, JZ 2015, 71.
- Baumbauch, Adolf/ Hopt, Klaus J., Handelsgesetzbuch mit GmbH & Co., Handelsklauseln, Bank- und Börsenrecht, Transportrecht (ohne Seerecht), 37. Auflage, München 2016.
- Bayer, Walter, Aktionärsschutz beim Delisting: Empfehlungen an den Gesetzgeber, ZIP 2015, 853.
- Bayer, Walter, Delisting: Korrektur der Frosta-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber, NZG 2015, 1169.
- Bayer, Walter, Die Folgen von Frosta: Zur vorläufigen empirischen „Schadensbilanz“ von BGH v. 8.10.2013 – II ZB 26/12, AG 2013, 877, AG 2015, R55.
- Bayer, Walter, Die Delisting-Entscheidungen „Macrotron“ und „Frosta“ des II. Zivilsenats des BGH, Ein Lehrstück für die Suche nach der „richtigen“ Problemlösung und zugleich die Analyse einer unzulänglichen Gesetzgebung und einer gescheiterten Rechtsfortbildung, ZfPW 2015, 163.
- Bayer, Walter, Rechtsschutz gegen Delisting nach der Übergangsregelung in § 52 Abs. 9 BörsG n.F. im Fall Sachsenmilch, AG 2016, R3.
- Bayer, Walter/ Hoffmann, Thomas, Das „Forsta“-Zeitalter ist zu Ende – ein rechtstatsächlicher Nachruf, AG 2015, R307.
- Brellocks, Michael, Der Rückzug von der Börse nach "Frosta", AG 2014, 633.
- Buckel, Jochen/ Glindemann, Jan/ Vogel, Christian, Delisting nach „Frosta“ – Eckpunkte für eine gesetzliche Regelung, AG 2015, 373.
- Bundesrechtsanwaltskammer, Stellungnahme Nr. 37/2015 vom Oktober 2015 zum Änderungsantrag vom 31.08.2015 zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie (Delisting) – BT-Drucks. 18/5010 –, abrufbar über [www.brak.de](http://www.brak.de).
- Bungert, Hartwin/ Leyendecker-Langner, Benjamin E., Unternehmensbewertung oder Durchschnittsbörsenkurs beim Delisting? Der Betrieb 2015, 2251.
- Bungert, Hartwin/ Leyendecker-Langner, Benjamin E., Die Neuregelung des Delisting, ZIP 2016, 49.
- Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V., Stellungnahme vom 03.09.2015 für die Anhörung im Finanzausschuss am 07.09.2015, abrufbar über [www.dsw-info.de](http://www.dsw-info.de).
- Gegler, Felix, Die Neuregelung des Delistings – Angemessener Aktionärsschutz oder „Dolchstoß“?, BKR 2016, 273.
- Goetz, Axel, Fragwürdige Neuregelung des Börsenrückzugs, BB 2015, 2691.
- Groß, Wolfgang, Rechtsprobleme des Delisting, ZHR 165 (2001), 141.
- Groß, Wolfgang, Die Neuregelung des Anlegerschutzes beim Delisting, AG 2015, 812.
- Groß, Wolfgang, Kapitalmarktrecht, Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungsverordnung und zum Wertpapierprospektgesetz, 6. Auflage, München 2016.
- Habersack, Mathias, „Macrotron“ – was bleibt?, ZHR 176 (2012), 463.
- Habersack, Mathias, Anmerkung zum BGH Urteil vom 8.10.2013, II ZB 26/12, JZ 2014, 147.

Habersack, Mathias, Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Aktiengesetzes (Aktienrechtsnovelle 2014), abrufbar über [www.bundestag.de](http://www.bundestag.de).

Habersack, Mathias/ Mülbert, Peter/ Schlitt, Michael, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 3. Auflage, München 2013.

Harnos, Rafael, Aktionärsschutz beim Delisting, ZHR 179 (2015), 750.

Hasselbach, Kai/ Pröhl, Maike, Delisting mit oder ohne Erwerbsangebot nach neuer Rechtslage, NZG 2015, 209.

Hirte, Heribert, Gesetzesvorschlag zum Delisting in der Beratung um die Aktienrechtsnovelle, abrufbar über [www.heribert-hirte.de](http://www.heribert-hirte.de).

Hoffmann, Jochen, Möglichkeiten und Grenzen einer analogen Anwendung des Spruchverfahrens, in: Festschrift für Eberhard Stilz zum 65. Geburtstag, hrsg. von Habersack, Mathias u.a., München 2014, 267.

Hüffer, Uwe/ Koch, Jens, Aktiengesetz, 12. Auflage, München 2016.

Kalss, Susanne, Geregelte Märkte dürfen keine Einbahnstraße sein!, EuZW 2016, 321.

Karami, Behzad/ Schuster, René, Eine empirische Analyse des Kurs- und Liquiditätseffekts auf die Ankündigung eines Börsenrückzugs am deutschen Kapitalmarkt im Lichte der „Frosta“-Entscheidung des BGH, abrufbar über [www.bewertung-im-recht.de](http://www.bewertung-im-recht.de).

Kastl, Stephanie, Der Rückzug kapitalmarktfähiger Unternehmen von der Börse (diss. iur.), Baden-Baden 2016.

Koch, Jens, Stellungnahme zur Aktienrechtsnovelle 2014 und Änderungsanträgen vom 03.05.2015, abrufbar über [www.bundestag.de](http://www.bundestag.de).

Koch, Jens/ Harnos, Rafael, Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktionärsschutz, NZG 2015, 729.

Koch, Heiko/ Widder, Oliver, Delisting ohne Hauptversammlungsbeschluss und Abfindungsangebot, NJW 2014, 127.

Kocher/Seiz, Das neue Delisting nach § 39 Abs. 2-6 BörsG, Der Betrieb 2016, 153.

Mense, Christian/ Klie, Marcus, Neues zum Going Private – Praxisfragen zur aktuellen Rechtslage zum Delisting, DStR 2015, 2782.

Mülbert, Peter O., Rechtsprobleme des Delisting, ZHR 165 (2001), 104.

Mülbert, Peter O., Grundsatz und Praxisprobleme der Einwirkungen des Art. 14 GG auf das Aktienrecht, in: Festschrift für Kalus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, hrsg. Mülbert, Peter O./ Wellenhofer, Marina u.a., Band I, Berlin 2010, 1039.

Mülbert, Peter O., Anlegerschutz und Finanzmarktregulierung – Grundlagen – , ZHR 177 (2013), 160.

Mülbert, Peter O. Die verfassungsrechtlichen Vorgaben der Art. 14 GG und Art. 2 Leuschner, Lars Abs. 1 GG für die Gesellschaftsstellung – wo bleibt die Privatautonomie?, ZHR 170 (2006), 614.

Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, hrsg. von Wulf Goette/Mathias Habersack, Band 3, §§ 118-178 AktG, 3. Auflage, München 2013.

Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, hrsg. von Wulf Goette/Mathias Habersack, Band 5, §§ 278-328 AktG, SpruchG, Österreich, 4. Auflage, München 2015.

Noack, Ulrich, Stellungnahme zur Aktienrechtsnovelle 2014 und zu einer Regelung des sog. Delisting, abrufbar über [www.bundestag.de](http://www.bundestag.de).

Pils, Ludwig/ Konoll, Leonhard, Delisting und Börsenkurs, Der Betrieb 2016, 181.

Probst, Melanie, Rechtsfragen des regulären Börsenrückzugs (diss. iur.), Baden-Baden 2013.

Söhner, Matthias, Die Umsetzung der Transparenzrichtlinie III, ZIP 2015, 2451.

Spindler, Gerald/ Stilz, Eberhard, Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Auflage, München 2015.

Thomale, Chris, Minderheitenschutz gegen den Widerruf der Börsenzulassung– die Macrotron-Rechtsprechung zwischen Eigentumsgewähr und richterlicher Rechtsfortbildung“, ZGR 2013, 686.

Thomas, Gunther, Delisting und Aktienrecht: Verfassungs- und gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen des Rückzugs einer Aktiengesellschaft von der Börse (diss. iur.), Berlin 2009.

Verse, Dirk, Neues zum Rechtsschutz der Aktionäre im Übernahmerecht, Der Konzern 2015, 1.

Wackerbarth, Ulrich, Das neue Delisting-Angebot nach § 39 BörsG oder: Hat der Gesetzgeber hier wirklich gut nachgedacht?, WM 2016, 385.

Wieneke, Laurenz/Schulz, Stephan, Durchführung eines Delistings, Gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Pflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Gesellschaft, AG 2016, 809.

Zimmer, Lutz/Von Imhoff, Julian, Die Neuregelung des Delisting in § 39 BörsG, Zur Bedingungsfeindlichkeit des Delisting-Angebots und dem zeitlichen Zusammenhang zwischen Erwerbsangebot und Delisting-Antrag, NZG 2016, 1056.

Zwirner, Christian/ Kähler, Malte, (Unternehmens-) Bewertung beim Delisting: Auswirkungen der Neuregelung des § 39 BörsG auf KMU, BB 2016, 171.