



# Stellungnahme

des Deutschen Anwaltvereins durch  
den Ausschuss Bank- und Kapitalmarktrecht

zu dem Änderungsantrag der Fraktionen der CDU/CSU und  
der SPD zum Entwurf des Gesetzes zur Umsetzung der  
Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie,

hier: **Delisting**

Stellungnahme Nr.: 49/2015

Berlin, im September 2015

## Mitglieder des Ausschusses

- Rechtsanwalt Dr. Andreas Fandrich, Stuttgart  
(Vorsitzender und Berichterstatter)
- Rechtsanwältin Daniela Bergdolt, München (Berichterstatterin)
- Rechtsanwalt Dr. Stephan Heinze, LL.M.oec., Magdeburg
- Rechtsanwalt Klaus Rotter, Grünwald
- Rechtsanwalt Hartmut Strube, Düsseldorf
- Rechtsanwalt Andreas Werner Tilp, Kirchentellinsfurt

## Zuständig in der DAV-Geschäftsführung

- RAin Christine Martin, DAV-Berlin

### **Deutscher Anwaltverein**

Littenstraße 11, 10179 Berlin  
Tel.: +49 30 726152-0  
Fax: +49 30 726152-190  
E-Mail: [dav@anwaltverein.de](mailto:dav@anwaltverein.de)

### **Büro Brüssel**

Rue Joseph II 40  
1000 Brüssel, Belgien  
Tel.: +32 2 28028-12  
Fax: +32 2 28028-13  
E-Mail: [bruessel@eu.anwaltverein.de](mailto:bruessel@eu.anwaltverein.de)  
Transparenz-Registernummer:  
87980341522-66

## **Verteiler**

---

- Bundesministerium der Justiz und Verbraucherschutz
- Bundesministerium der Finanzen
- Vorsitzender des Rechtsausschusses des Bundestages
- Fraktionen der im Deutschen Bundestag vertretenen Parteien
- Vorstand und Geschäftsführung des Deutschen Anwaltvereins
- Landesgruppen und -verbände des DAV
- Vorsitzende der Gesetzgebungsausschüsse des DAV
- Vorsitzende der Arbeitsgemeinschaften des DAV
- Bundesrechtsanwaltskammer
- Bundesnotarkammer
- Deutscher Notarverein
- Institut der Wirtschaftsprüfer (IdW)
- Deutscher Richterbund
- Deutscher Juristinnenbund
- Frauen in die Aufsichtsräte e.V. (FidAR)
- Bundesverband der Freien Berufe
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)
- Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)
- Deutscher Steuerberaterverband
- Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI)
- Deutscher Industrie- und Handelskammertag (DIHK)
- Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft
- Bundesverband Deutscher Banken
- Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. (SdK) - Die Aktionärsvereinigung –
- Die Aktiengesellschaft
- GmbH-Rundschau
- NZG Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
- WM Wertpapiermitteilungen
- ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
- Börsenzeitung
- Betriebs-Berater
- NJW Neue Juristische Wochenschrift
- Handelsblatt
- Frankfurter Allgemeine Zeitung
- Financial Times Deutschland

Der Deutsche Anwaltverein (DAV) ist der freiwillige Zusammenschluss der deutschen Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälte. Der DAV mit derzeit rund 66.000 Mitgliedern vertritt die Interessen der deutschen Anwaltschaft auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene.

---

### **Zusammenfassung**

Die Fraktionen von CDU/CSU und SPD gehen in ihrem Delisting-Entwurf davon aus, dass „gesetzliche Verbesserungen des Anlegerschutzes beim Widerruf der Zulassung eines Wertpapiers zum Handel am regulierten Markt“ erforderlich sind. Zudem wird richtig erkannt, dass aktuell eine zu schließende Lücke im Anlegerschutz besteht. Diese Lücke hat sich nach der Frosta-Entscheidung des Bundesgerichtshofs aufgetan (s.u. I.). Nach Auffassung des Deutschen Anwaltvereins (DAV) vermag der vorliegende Entwurf es nicht, diese Lücke mit einem angemessenen Schutz für die Anleger zu schließen. Im Gegenteil: das Schutzniveau würde durch die Einführung des neu vorgesehenen § 39 Abs. 2 S. 3 BörsG-E sogar zusätzlich gemindert (s.u. II.). Der DAV schlägt vor (s.u. III.), die im Rahmen der früheren Macrotron-Entscheidung des BGH aufgestellten Anforderungen an ein Delisting nunmehr in Gesetzesform zu gießen. So würde der über Jahre vorhandene Mechanismus zum fairen Interessenausgleich beibehalten und dem Anleger mit dem Spruchverfahren eine bewährte Möglichkeit zur Verfügung gestellt, um ein rechtsstaatliches Überprüfungs-Verfahren abzuhalten.

.....

### **Vorbemerkung**

Die vorgeschlagene Änderung des Börsengesetzes würde es nach dem neuen § 39 Abs. 2 S. 3 BörsG-E gestatten, ein Delisting innerhalb von sechs Monaten nach einem Übernahme- oder Pflichtangebot gemäß den Vorschriften des WpÜG durchzuführen, ohne hieran weitere Voraussetzungen wie etwa einen Hauptversammlungsbeschluss oder ein im Spruchverfahren überprüfbares Barabfindungsangebot zu knüpfen. Maßgeblich für die Höhe der anzubietenden Abfindung soll nach § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 BörsG-E i.V.m. § 31 Abs. 7 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung der gewichtete durchschnittliche inländische Börsenkurs während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 1

S. 1 oder der Kontrollerlangung nach § 35 Abs. 1 WpÜg sein. Eine gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung ist nicht vorgesehen.

Dies steht im Widerspruch zum ausdrücklich geäußerten Willen der beiden Regierungsfractionen, den Anlegerschutz zu verbessern. Die Regierungsfractionen stellen zwar zurecht fest, dass die Frosta-Entscheidung des Bundesgerichtshofs (II ZB 26/12) den durch das Macrotron-Urteil (II ZR 133/01) eingeführten Anlegerschutz aufgehoben hat. Die von ihnen vorgeschlagene Regelung würde indes rechtshistorisch ein deutlich niedrigeres Schutzniveau für Anleger mit sich bringen, als dass es vor der Frosta-Entscheidung des Bundesgerichtshofs bereits elf Jahre lang vorhanden war.

Mit den im Rahmen der Macrotron-Rechtsprechung im Wege der richterlichen Rechtsfortbildung geschaffenen Voraussetzungen liegt ein bewährtes Modell vor, das auch vom Bundesverfassungsgericht nicht beanstandet wurde (1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08). Eine gesetzliche Regelung im Geiste der Macrotron-Entscheidung des Bundesgerichtshofs würde daher einer bereits etablierten und gerade auch im Interesse des Anlegerschutzes bewährten Vorgehensweise erneut Geltung verschaffen, die einen fairen Interessenausgleich zum Inhalt hat und keine Seite einseitig bevorzugt.

## **I. Rechtsprechungs-Entwicklung zum Delisting**

Um die aktuelle Regelungssituation einordnen zu können, ist es erforderlich, einen Blick auf die Entwicklung der Rechtsprechung zum Thema Delisting zu werfen.

### **1. Die Macrotron-Entscheidung des Bundesgerichtshofs**

Das Delisting war und ist nicht ausdrücklich gesetzlich geregelt. Daher entschied der Bundesgerichtshof zunächst grundsätzlich im Rahmen der Macrotron-Entscheidung (25.11.2002, II ZR 133/01), dass

*„....das reguläre Delisting wegen der damit verbundenen erheblichen Beeinträchtigung der Verkehrsfähigkeit der Aktien das Aktieneigentum [beeinträchtigt]...“.*

Weiter konkretisierte der Bundesgerichtshof:

*„Es bedarf eines Beschlusses der Hauptversammlung sowie eines Pflichtangebotes der Aktiengesellschaft oder des Großaktionärs über den Kauf der*

*Aktien der Minderheitsaktionäre. Der Beschluss bedarf keiner fachlichen Rechtfertigung. Der Vorstand braucht dazu keinen Bericht zu erstatten.“*

*„Ein adäquater Schutz der Minderheit beim regulären Delisting ist nur dann gewährleistet, wenn Inhalt des Pflichtangebotes die Erstattung des vollen Wertes des Aktieneigentums ist und die Minderheitsaktionäre diesen Umstand in einem gerichtlichen Verfahren überprüfen lassen können. Die Überprüfung hat entsprechend den Regeln des Spruchverfahrens im Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit zu erfolgen.“*

Der Bundesgerichtshof begründete dies damit, dass dem

*„...Aktionär mit dem Rückzug der Gesellschaft aus dem amtlichen Handel oder vom geregelten Markt der Markt genommen wird, der ihn in die Lage versetzt, den Wert seiner Aktien jederzeit durch Veräußerung zu realisieren. [...] Dieser Verkehrsfähigkeit der Aktien einer an der Börse zugelassenen Aktiengesellschaft sei mit der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts für die Wertbestimmung der Anteile eine besondere Bedeutung beizumessen. [...] Der Verkehrswert und die jederzeitige Möglichkeit seiner Realisierung sind danach Eigenschaften des Aktieneigentums (BVerfGE 100, 289, 305 ff. – DAT/Altana), die – wie das Aktieneigentum selbst – verfassungsrechtlichen Schutz genießen. [...] Allerdings [vermag] der Umstand, dass die Entscheidung über ein Delisting der Hauptversammlung vorbehalten ist, [...] allein keinen hinreichenden Schutz der Minderheitsaktionäre zu gewährleisten. Ein solcher ist nur dann sichergestellt, wenn den Minderheitsaktionären der Wert ihrer Aktien ersetzt wird und wenn die Möglichkeit offensteht, die Richtigkeit der Wertbemessung in einem gerichtlichen Verfahren überprüfen zu lassen (BVerfGE 100, 289, 303; BVerfGE, Beschluss vom 23.08.2000, a.a.O., S. 1672 ff.).“*

## **2. Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts**

### **a) Kein Eingriff in Art. 14 GG**

Das Bundesverfassungsgericht hat am 11.07.2012 entschieden, dass der Widerruf der Börsenzulassung für den regulierten Markt auf Antrag des Emittenten grundsätzlich nicht den Schutzbereich des Eigentumsgrundrechts des Aktionärs aus Art. 14 Abs. 1 GG berührt (1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08).

Grund hierfür sei, dass von Art. 14 GG der

*„...bloße Vermögenswert des Aktieneigentums und der Bestand einzelner wertbildender Faktoren, insbesondere solcher, die die tatsächliche Verkehrsfähigkeit einer Aktie steigern, [nicht geschützt werden]...“.*

Daher umfasse der

*„...verfassungsrechtliche Schutz des Eigentums grundsätzlich nicht den wertbildenden Effekt marktregulierender und unternehmensbezogener Vorschriften des Aktien- und Börsenrechts, die nach Zielsetzung des Gesetzgebers Transparenz schaffen und in Ansehung der wirtschaftlichen Macht großer börsennotierter Aktiengesellschaften sowie ihrer volkswirtschaftlichen Bedeutung auch der Missbrauchsprävention und dem Wohl der Allgemeinheit dienen sollen...“*

Daher berührt der Widerruf der Börsenzulassung für den regulierten Markt nicht den Schutzbereich des Art. 14 GG.

#### **b) Regelung entsprechend Mactroton zulässig**

Das Bundesverfassungsgericht hat in seiner Entscheidung allerdings auch festgestellt, dass der Annahme, die der Bundesgerichtshof in der Macrotron-Entscheidung im Sinne einer Gesamtanalogie getroffen hat, verfassungsrechtlich *„nichts entgegensteht“*.

Ebenso sieht das Bundesverfassungsgericht keinen Grund, die Anwendung der Vorschriften des Spruchverfahrens auf ein Delisting für verfassungswidrig zu halten.

Es bestehe

*„...kein Anhalt dafür, dass der Gesetzgeber eine Überprüfung des Pflichtangebots beim freiwilligen Delisting im Rahmen des Spruchverfahrens hätte ausschließen wollen. Aus den Gesetzesmaterialien ergibt sich vielmehr, dass der Rechtsausschuss des Bundestages im Zusammenhang mit der Neuordnung des gesellschaftsrechtlichen Spruchverfahrens ausdrücklich darauf hingewiesen hat, die Auflistung zum Anwendungsbereich in § 1 SpruchG sei nicht abschließend und stehe der Anwendung auf andere Fälle, wie dem Delisting, nicht entgegen (BT-Drucks 15/838, S. 16)...“*

## **2.c) Fazit aus der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts**

Somit stellen nach dem Bundesverfassungsgericht die im Rahmen der Macrotron-Entscheidung entwickelten Anforderungen an das Delisting eine zwar nicht durch Art. 14 GG gebotene, aber durchaus zulässige Vorgehensweise dar.

## **3. Die Frosta-Entscheidung des Bundesgerichtshofs**

Dennoch gab der Bundesgerichtshof in seinem Beschluss vom 08.10.2013 (II ZB 26/12 – „Frosta“) ausdrücklich sein Urteil vom 25.11.2002 (Macrotron) auf. Er war nun der Ansicht, dass die Aktionäre

*„...bei einem Widerruf der Zulassung der Aktie zum Handel im regulierten Markt auf Veranlassung der Gesellschaft [...] keinen Anspruch auf eine Barabfindung [haben]. Es bedarf weder eines Beschlusses der Hauptversammlung noch eines Pflichtangebotes.“*

und, dass durch die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts der Macrotron-Rechtsprechung die Grundlage genommen ist. Er führte hier aus, dass

*„...der Widerruf der Börsenzulassung [...] keine Strukturmaßnahme [ist] und er ihr auch nicht ähnelt. [...] Die aktienrechtlichen Vorschriften, die auf die Börsennotierung abstellen, dienen nur mittelbar dem Vermögen und den Mitgliedsinteressen des einzelnen Aktionärs.“*

Festgestellt wurde auch, dass der Schutz der Anleger, der in § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG geregelt ist, nicht unzureichend ist. Der Bundesgerichtshof war der Auffassung, dass

*„...wenn die Anleger in der Verwaltungspraxis nicht ausreichend geschützt werden, [ist] einer unzutreffenden Anwendung von § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsenG mit den verwaltungsrechtlichen, auch aufsichtsrechtlichen Mitteln zu begegnen.“*

## **4. Zusammenfassung der Rechtsprechungs-Historie**

Zusammenfassend zur Rechtsprechungsentwicklung lässt sich somit konstatieren, dass die von der Macrotron-Entscheidung vorgeschriebene Vorgehensweise zwar verfassungsrechtlich nicht erforderlich ist, aber verfassungsrechtlich auch keine Bedenken nach sich zieht.

## **II. Der Gesetzentwurf und seine Auswirkungen**

Die Fraktionen von CDU/CSU und SPD gehen in ihrem Entwurf davon aus, dass „gesetzliche Verbesserungen des Anlegerschutzes beim Widerruf der Zulassung eines Wertpapiers zum Handel am regulierten Markt“ erforderlich sind. Zudem wird richtig erkannt, dass aktuell eine zu schließende Lücke im Anlegerschutz besteht. Diese Lücke hat sich nach der Frosta-Entscheidung des Bundesgerichtshofs aufgetan. Der vorliegende Entwurf vermag es nicht, diese Lücke mit einem angemessenen Schutz für die Anleger zu schließen.

Der momentane Schutz der Anlegerinteressen wird nur über § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG i.V.m. den jeweiligen Börsenordnungen gewährleistet. Dieses bereits relativ niedrige Schutzniveau würde durch die Einführung des neu vorgesehenen § 39 Abs. 2 S. 3 BörsG-E eine zusätzliche Minderung erfahren.

### **1. Zu § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 BörsG-E (neu)**

#### **a) Fristen werden verkürzt**

Die meisten Börsenordnungen schaffen für die Aktionäre im Falle eines Delistings über eine Fristenregelung eine ausreichende Zeitspanne, die diese nutzen können, um ihre Aktien über den Markt zu veräußern. Wenn nun, wie durch den neuen § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 BörsG-E geplant, ein Delisting zeitlich bereits unmittelbar nach einem Übernahmeangebot erfolgen kann, werden diese Fristen faktisch verkürzt. Die Situation wird nicht mehr einschätzbar. In der Realität wird auch ohne Annahme des Übernahmeangebots durch die Aktionäre bzw. auch bei einer sehr geringen Beteiligungsquote ein Delisting möglich sein.

#### **b) Entstehen einer Druck-Situation**

Der Entwurf der Regierungsfractionen stellt in § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 BörsG-E einen unmittelbaren Zusammenhang zwischen dem Übernahmeangebot und dem Delisting her. Wird den freien Aktionären zukünftig ein Übernahmeangebot unterbreitet, so werden die freien Aktionäre immer damit rechnen müssen, dass innerhalb der nächsten sechs Monate ein Delisting bevorsteht. Die Reaktion auf das Übernahmeangebot findet damit unter dem Eindruck des nahenden Delistings statt. Da Anleger gerade auch nach der Einschätzung der Regierungsfractionen damit rechnen müssen, erhebliche



Kursverluste zu erleiden, ist eine freie Entscheidung, die auf einer von äußeren Einflüssen unabhängigen Bewertung der Situation beruht, so nicht mehr möglich.

Die Folge wäre somit nicht eine Erhöhung, sondern eine Reduktion des Anlegerschutzes, womit das von den Regierungsfractionen in der Begründung des Entwurfs ausdrücklich gewünschte Ziel ins Gegenteil verkehrt würde.

### **c) Aktionärsentscheidungen brauchen Transparenz**

Für viele Aktionäre stellt die Investition in Aktien einen wichtigen Baustein ihrer privaten Vermögens- und Altersvorsorge dar. Eine mündige Anlegerentscheidung muss daher in einem Umfeld stattfinden, in dem sich der Aktionär möglichst frei und umfassend über die Aktiengesellschaft informieren und vor diesem Hintergrund eine Entscheidung treffen kann. Zu beachten ist, dass die Veröffentlichungspflichten des jeweiligen Börsensegmentes mit einem Wirksamwerden des Delistings wegfallen. Wird die Börsenzulassung widerrufen, geht diese Transparenz verloren und mit ihr die Vergleichbarkeit des Unternehmens mit börsennotierten Gesellschaften. Eine ausreichende Kontrolle wird so verhindert; eine freie Anlageentscheidung eines mündigen Aktionärs kann unter diesen Bedingungen nur unzureichend stattfinden. Damit die Aktionäre in dieser Situation nicht auf das Wohlwollen der Aktiengesellschaften angewiesen sind, ist es entscheidend, dass zu diesem Zeitpunkt eine Transparenz nicht völlig aufgegeben wird.

## **2. Zur ausschließlichen Orientierung am Börsenkurs**

### **a) Widerspruch gegen Schutzrichtung des Aktienrechts**

Die Einschränkung des Anfechtungsrechts der freien Aktionäre wurde mit einer Reduktion des Aktionärsinteresses auf das Vermögensinteresse begründet. Dies hat seinerzeit zu einer Einschränkung der Kontrollrechte geführt.

Das der gesetzlichen Regelung zugrunde liegende Vermögensinteresse des Aktionärs muss auch beim Delisting geschützt werden. In seiner Entscheidung vom 11.06.2012 (1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08) stellt das Bundesverfassungsgericht fest, dass es sich

*„im Blick auf das vermögensrechtliche Element des Aktieneigentums bei der Börsenzulassung im regulierten Markt um einen wertbildenden Faktor [handelt]“,*

auch wenn das Bundesverfassungsgericht diesen wertbildenden Faktor nicht als von Art. 14 GG geschützt ansieht.

Bei der angestrebten Neuregelung des Delistings kann der angebotsempfangende Aktionär das Angebot in Höhe der Untergrenze der „*wirtschaftlich vollen Entschädigung*“ annehmen oder eben nicht. Er muss in jedem Fall damit rechnen, dass ihm die Vermögensposition verlustig geht. Die Zielsetzung „Anlegerschutz“ müsste nach Ansicht des DAV einen gerechteren Ausgleich der Interessen im Blick haben und daher hier den Verlust der Vermögensposition mit deren angemessenen Ausgleich in Höhe des wahren Wertes der Aktienbeteiligung bedenken.

#### **b) Börsenkurs entspricht nicht dem fairen Wert der Aktie**

Eine ausschließliche Orientierung am Börsenkurs stellt keine gerechte Wertfindung für die Unternehmensbeteiligung der freien Aktionäre dar.

Der Börsenkurs wird von vielen Faktoren beeinflusst. Dazu gehören dem Unternehmen direkt entspringende Daten und Fakten. Dazu gehören aber auch Umstände, die außerhalb des Unternehmens liegen. So haben Börsenschwankungen in den USA oder in Asien oftmals einen direkten Einfluss auf die Aktienkurse deutscher börsennotierter Gesellschaften.

Insofern spiegelt der Börsenwert nicht mehr den tatsächlichen Wert des Unternehmens wieder. Demnach wird auch der Wert des in den Aktien des Unternehmens liegenden Kapitals verzerrt dargestellt.

Fehlt eine Möglichkeit zur gerichtlichen Überprüfung, so sind die Aktionäre möglicherweise gezwungen, ihre Aktien zu einem Wert abzugeben, der dem eigentlichen Wert ihrer Beteiligung nicht entspricht.

Nicht ohne Grund bildet im aktienrechtlichen Spruchverfahren der Börsenkurs nur die Untergrenze einer angemessenen Abfindung. Er stellt auch nach Auffassung des Bundesverfassungsgerichts die Untergrenze der „*wirtschaftlich vollen Entschädigung*“ dar, die Art. 14 Abs. 1 GG für die Entwertung oder Aufgabe der Anteilsrechte fordert (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999, Az. 1 BvR 1613/94). Beim Delisting wäre diese Untergrenze der maßgebliche und zudem nicht überprüfbare Wert, der gesetzlich festgeschrieben wird.

### **3. Zum Fehlen der Überprüfungsmöglichkeit i.R.d. Spruchverfahrens**

#### **a) Bestehen eines Kontrollgefälles**

Die neue Regelung würde ein Gefälle hinsichtlich der Ausübung von Kontrolle über das Aktieneigentum zwischen Aktiengesellschaft bzw. Großaktionär und freien Aktionären festschreiben.

Das Ungleichgewicht besteht schon darin, dass der Anbietende für das Übernahmeangebot den Zeitpunkt frei wählen kann; er kann den für die Höhe maßgeblichen Börsenkurs zu seinen Gunsten nutzen. Somit hat der Anbietende die Möglichkeit, die Höhe des Preises zu steuern. Diese Möglichkeit haben die Angebotsadressaten durch das Fehlen einer Überprüfungsmöglichkeit des Angebotes nicht.

Wenn durch den neuen § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 BörsG-E die Möglichkeit eröffnet wird, das Delisting bis zu sechs Monate nach dem Übernahme- bzw. Pflichtangebot umzusetzen, wird der Aktienkurs zusätzlich in seiner Wertentwicklung beschränkt. Die Formulierung „bis zu“ birgt wie beschrieben die Gefahr, dass innerhalb des Zeitrahmens von 6 Monaten jederzeit mit einem Delisting gerechnet werden muss und das schon ab dem Zeitpunkt des Angebots.

#### **b) Überprüfung für Aktionäre muss möglich sein**

Zukünftig soll es nicht mehr möglich sein, ein Spruchverfahren über die Höhe des im Übernahmeangebot genannten Aktienpreises anzustrengen.

Dabei wäre die Möglichkeit, ein Spruchverfahren nach dem SpruchG durchzuführen, eine einfach zu regelnde und wenig belastende Möglichkeit, einen fairen Interessenausgleich zu schaffen. Laut Bundesverfassungsgericht (s.o.) ergibt sich

*„...aus den Gesetzesmaterialien [...], dass der Rechtsausschuss des Bundestages im Zusammenhang mit der Neuordnung des gesellschaftsrechtlichen Spruchverfahrens ausdrücklich darauf hingewiesen hat, dass die Auflistung zum Anwendungsbereich in § 1 SpruchG nicht abschließend ist und der Anwendung auf andere Fälle nicht entgegen steht (BT-Drucks 15/838, S. 16). Diese Position ist im weiteren Verlauf des Gesetzgebungsverfahrens unwidersprochen geblieben.“*

Auch für die Fälle des Delistings stünde diese Möglichkeit offen. Dies wurde im Nachgang der Macrotron-Rechtsprechung auch so praktiziert.

Das Delisting könnte während des Laufs des Spruchverfahrens weiter durchgeführt werden. Das Spruchverfahren hat keine aufschiebende oder hemmende Wirkung für die dadurch überprüfte Maßnahme. Es läge damit auch keine einschneidende Beeinträchtigung der Interessen des Emittenten vor, der die Aktie vom börsennotierten Handel widerrufen will.

#### **4. Volkswirtschaftliche Folgen**

Dadurch, dass dem Delisting sehr niedrige Hürden gesetzt werden, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die Zahl der börsennotierten Unternehmen abnimmt. Die Attraktivität des deutschen Finanzplatzes – der aus einer Vielzahl von börsennotierten Unternehmen besteht – wird dadurch reduziert. Dies ist sicherlich nicht das Ziel des Gesetzgebers.

#### **5. Die Rechts-Realität**

Letztlich muss auch die rechtsreale Situation betrachtet werden: Das Delisting wird regelmäßig der erste Schritt auf dem Weg zu einem Squeeze-Out sein. So liegt es für Großaktionäre nahe, sofern sie die für einen Squeeze-Out erforderlichen Mehrheiten von 95% oder 90% des Anteils am Aktieneigentum nicht über den freien Markt erreichen können, diesen Weg über ein Delisting zu beschreiten. Durch diese Maßnahme kann versucht werden, weitere Aktien-Stücke einzusammeln, um dann die relevanten Gesetzes-Schwellen zu erreichen.

Aktionäre, deren Unternehmen nicht mehr börsennotiert sind, können ihre Aktien praktisch nur noch an den verbliebenen Großaktionär verkaufen. Dabei gestaltet sich für den freien Aktionär die Wertfeststellung schwierig. Es kann praktisch nicht nachvollzogen werden, ob das Angebot eines Großaktionärs angemessen ist oder nicht.

Beim Squeeze-Out der Minderheitsaktionäre aus einer Aktiengesellschaft wird verlangt, dass der wahre Unternehmenswert gefunden wird. Berücksichtigt man, dass in der Rechts-Realität das Delisting oftmals der erste Schritt auf dem Weg zu einem Squeeze-Out sein wird, ist nur schwer begründbar, warum die Minderheitsaktionäre in beiden Fällen unterschiedlich behandelt bzw. abgefunden werden sollen. Letztlich verlassen beide das Unternehmen in einer ähnlichen Situation. Diese ist charakterisiert dadurch, dass es in beiden Fällen ein Interesse daran gibt, die freien Aktionäre nicht mehr als Eigentümer des Unternehmens haben zu wollen. Dabei dürfen die freien Aktionäre nicht

nur deswegen unterschiedlich behandelt werden, weil ihre Gruppe einen bestimmten Prozentsatz am Anteil des Aktieneigentums darstellt. Genau dies wäre aber die Folge des vorliegenden Änderungsvorschlags.

### **III. Vorschlag zur Umsetzung**

Nach der Macrotron-Entscheidung des Bundesgerichtshofs ist eine gesetzliche Regelung zum Delisting bis heute unterblieben. Diese war allerdings bis zur Frosta-Entscheidung auch nicht erforderlich, da durch die Umsetzung dieser Rechtsprechung ein ausreichendes Schutzniveau für Anleger bestand.

Der Schutz, der von dieser Entscheidung für die freien Aktionäre ausging, ist nach der Rechtsprechungsänderung des Bundesgerichtshofs nicht mehr vorhanden.

Dieses Schutzniveau ist nach Überzeugung des DAV wieder anzustreben. Wir schlagen daher vor, die im Rahmen der Macrotron-Entscheidung aufgestellten Anforderungen an ein Delisting nunmehr in Gesetzesform zu gießen. So würde der über Jahre vorhandene Mechanismus zum Interessenausgleich beibehalten und dem Anleger mit dem Spruchverfahren eine bewährte Möglichkeit zur Verfügung gestellt, um ein rechtsstaatliches Überprüfungs-Verfahren abzuhalten.

Nur über ein ertragswertorientiertes, der Höhe nach gerichtlich überprüfbares Abfindungsangebot ist es möglich, einen sachgerechten und auch verfassungsrechtlich gebotenen Ausgleich der verschiedenen Interessenlagen von Übernehmer und freien Aktionären zu schaffen.

Eine gesetzliche Regelung sollte unserer Meinung nach daher für das Delisting einen Beschluss der Hauptversammlung voraussetzen sowie ein Angebot der Aktiengesellschaft oder des Großaktionärs über den Kauf der Aktien der Minderheitsaktionäre. Dieses Angebot muss dabei auf die Erstattung des vollen Werts des Aktieneigentums ausgerichtet sein. Die Angemessenheit der Höhe der angebotenen Abfindung muss zudem für die Minderheitsaktionäre in einem gerichtlichen Verfahren überprüfbar sein. Es bietet sich an und ist rechtlich nicht zu beanstanden, hier das Spruchverfahren zu verwenden.