



# Deutscher Notarverein

## Der Präsident

Deutscher Notarverein, Kronenstraße 73, 10117 Berlin

Mitgliedern des  
Ausschusses für Recht und Verbraucher-  
schutz- und Mitgliedern des  
Finanzausschusses des  
Deutschen Bundestages

Kronenstraße 73  
10117 Berlin  
Tel: 030 / 20 61 57 40  
Fax: 030 / 20 61 57 50  
E-Mail: o.vossius@dnotv.de  
<http://www.dnotv.de>

Berlin, 28. September 2015

### **BT-Drucks. 18/5010**

### **hier: Änderung von § 39 Abs. 2 BörsenG**

Sehr geehrte Ausschussvorsitzende,  
sehr geehrte Damen und Herren Abgeordnete,

der Deutsche Anwaltverein hat in seiner Stellungnahme gegen die geplante Regelung des Delisting in § 39 Abs. 2 BörsG in den Änderungsanträgen der CDU/CSU und der SPD zum Entwurf des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie gewichtige Bedenken geltend gemacht. Der Deutsche Notarverein teilt diese Bedenken und bittet Sie, die Vorschläge des Deutschen Anwaltvereins (Stellungnahme Nr. 49/2015, September 2015) aufzugreifen.

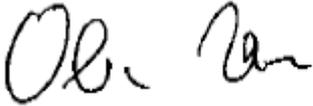
In der gebotenen Kürze dürfen wir auf Folgendes hinweisen:

1. Wie alle Märkte, sind auch Börsen nicht effizient in dem Sinne, dass dort stets und unter allen erdenklichen Umständen Preise gebildet werden, die den objektiven Wert des gehandelten Gutes zutreffend abbilden. Schon deshalb ist das Aufstellen einer Vermutung in dem Sinne, dass ein bestimmter Durchschnittskurs über einen bestimmten Zeitraum den richtigen Wert gibt, zumindest gewagt. Nur wenige Börsenwerte haben die erforderliche Liquidität, um die Theorie in hinreichender Näherung abzubilden.

2. Mechanismen, die den Anleger zwingen, ohne effektiven Rechtsschutz sein Eigentum zu einem bestimmten Preis zu verkaufen, bedürfen im Lichte der Eigentumsgarantie des Art. 14 GG einer besonderen Rechtfertigung. Auch die Freiheit eines Aktionärs, auf bessere Kurse zu warten, ist schutzwürdig. Zudem mahnen ökonomische Erwägungen ebenfalls zur Vorsicht. Man sollte nicht, aus Angst davor, dass die Kurse noch schlechter werden könnten, zusätzliche Anreize schaffen, Aktien zu verkaufen, weil dann die Kurse auch schlechter werden. Das aber wird die Folge sein, wenn das Delisting zu einfach gemacht wird – das Anlegerrisiko wird einfach in den Kurs eingepreist. Der Kleinanleger, der schon bisher die Finger von der Aktie gelassen hat, wird sich bestätigt fühlen.
3. Die in dem Vorschlag eingeräumte Möglichkeit eines abfindungsfreien Inlandsdelisting mit einem nachgeschalteten Auslandsdelisting läuft zum einen den Wertungen des § 122i UmwG zuwider. Bei der grenzüberschreitenden Verschmelzung ist eine angemessene Barabfindung anzubieten, beim Verlegen des Börsenplatzes ins Ausland nicht. Die zugrunde liegende These, dass jeder ausländische Börsenplatz einem inländischen gleichwertig ist, erstaunt. Das Kriterium der „Vergleichbarkeit“ eines Börsenplatzes ist nicht justiziabel. Zum anderen schafft der deutsche Gesetzgeber einen legalen Weg aus Art. 14 GG und aus dem deutschen Rechtssystem heraus. Vergleichbar wäre nur eine Bereichsausnahme im Außensteuerrecht im Sinne eines gesetzlich geregelten Steuerschlupflochs. Gerade in seiner Entscheidung zum Erbschaftsteuerrecht hat das BVerfG die Gestaltungsanfälligkeit als Kriterium für die Verfassungswidrigkeit herangezogen.
4. Als schärfsten Eingriff in das Eigentumsrecht des Aktionärs kennt das deutsche Recht den aktienrechtlichen und den übernahmerechtlichen Squeeze-out (§ 327a ff. AktG, § 39a ff. WpÜG). Als wesensgleiches Minus kommt das „cold delisting“ in § 29 UmwG hinzu (vgl. auch oben 3. zu § 122i UmwG). Nunmehr wird das „hot delisting“ in § 39 BörsG geregelt. Die Rechtsfolgen der einzelnen Wege, sich unliebsamer Mitaktionäre zu entledigen, weichen jeweils voneinander ab. Das macht die verschiedenen Modelle ebenfalls gestaltungsanfällig. Diese Modelle sollten daher harmonisiert werden.
5. Wir halten den Ansatz der „angemessenen Barabfindung“ in §§ 29, 122i UmwG, § 327a AktG in Verbindung mit dem Spruchverfahren für zielführend. Das Spruchverfahren hält die Feststellung der „angemessenen Abfindung“ aus der Preisbildung auf dem Markt heraus. Weder beeinflusst das Spruchverfahren das Marktgeschehen noch das Marktgeschehen das gerichtliche Verfahren, Das ist gut so. Sonst könnte der Teilnehmer mit der größten Marktmacht das Ergebnis des Gerichtsverfahrens bestimmen. Die Alternative zum Spruchverfahren, die zivilrechtliche Schadensersatzklage, wird, wie der Entwurf wahrscheinlich voraussetzt, an der rationalen Apathie des Kleinanlegers scheitern. Folge wäre der Ruf nach amerikanischen Konzepten wie Sammelklagen oder *punitive damages*. Das wäre ein tiefer Eingriff in unser Rechtssystem. Ansonsten bleibt daher nur die Möglichkeit, gegen den Vorstand strafrechtlich vorzugehen (§ 266

StGB). Die Pönalisierung des Gesellschaftsrechts können wir jedoch nicht wollen. Eine weitere Möglichkeit wäre, § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsG als Amtspflicht im Sinne des § 839 BGB auszulegen. Dann haftet der Staat als Träger der teilrechtsfähigen Anstalt Börse. So hätte man letztlich wie in der Eurokrise den Steuerzahler in der Haftung.

Mit freundlichen Grüßen

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Oliver Vossius', written in a cursive style.

Dr. Oliver Vossius