BUNDESRECHTSANWALTSKAMMER

Stellungnahme Nr. 37/2015
Oktober 2015

zum Änderungsantrag vom 31.08.2015 zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie (Delisting) – BT-Drucks. 18/5010 –

Mitglieder des Ausschusses Gesellschaftsrecht

Rechtsanwalt Dr. Fritz-Eckehard Kempter, Vorsitzender (Berichterstatter)
Rechtsanwalt Dr. Hans-Joachim Fritz
Rechtsanwalt Dr. Jens Eric Gotthardt
Rechtsanwalt Dr. Peer Koch
Rechtsanwalt Rolf Koerfer
Rechtsanwalt Olaf Kranz
Rechtsanwalt Rüdiger Ludwig
Rechtsanwältin Dr. Barbara Mayer
RAuN Wulf Meinecke
Rechtsanwalt Jürgen Wagner, LL.M.
Rechtsanwalt Dr. Stephan Zilles

RAin Eva Melina Bauer, BRAK

Anlage: Änderungsantrag vom 31.08.2015

Verteiler:
Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz
Landesjustizminister/ Justizsenatoren der Länder
Rechtsausschuss des Deutschen Bundestages
Arbeitskreis Recht der Bundestagsfraktionen
Rechtsanwaltskammern
Bundesnotarkammer
Bundessteuerberaterkammer
Steuerberaterverband
Wirtschaftsprüferkammer
Deutscher Anwaltverein
Deutscher Richterbund
Deutsche Rechtspflegervereinigung
Deutscher Juristinnenbund
Deutscher Notarverein
Bundesvorstand Neue Richtervereinigung

Patentanwaltskammer
Bundesverband der Freien Berufe
Institut der Wirtschaftsprüfer
Redaktion Neue Juristische Wochenschrift
ZAP Verlag
Redaktion Anwaltsblatt
Beck aktuell
Lexis Nexis Rechtsnews
Otto Schmidt Verlag
Jurion Expertenbriefing
juris Nachrichten
Redaktion Juristenzeitung
Redaktion Monatsschrift für Deutsches Recht
Legal Tribune ONLINE
JUVE Verlag für juristische Information GmbH
Richard Boorberg Verlag GmbH & Co KG

Die Bundesrechtsanwaltskammer (BRAK) ist die Dachorganisation der anwaltlichen Selbstverwaltung. Sie vertritt die Interessen der 28 Rechtsanwaltskammern und damit der gesamten Anwaltschaft in der Bundesrepublik Deutschland mit etwa 164.000 Rechtsanwältinnen und Rechtsanwälten gegenüber Behörden, Gerichten und Organisationen – auf nationaler, europäischer und internationaler Ebene.

Die BRAK nimmt hiermit Stellung zum Änderungsantrag vom 31.08.2015 zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie (Delisting) - BT-Drucks. 18/5010.

I. Hintergrund

Durch die Macrotron-Entscheidung des Bundesgerichtshofs (BGH) vom 25.11.2002[1] war ein Delisting nur möglich, wenn die Aktionäre diesem per Hauptversammlungsbeschluss zustimmen und den Aktionären ein angemessenes Abfindungsangebot für ihre Aktien unterbreitet wurde. Effektiver Rechtsschutz wurde gewährleistet, indem das Angebot im Spruchverfahren auf seine Angemessenheit voll überprüft werden konnte.

Diese Rechtsprechung hatte der BGH mit der Frosta-Entscheidung vom 08.10.2013 überraschend mit der Konsequenz aufgehoben, dass die Vorstände vieler börsennotierter Aktiengesellschaften deren Börsenzulassung widerriefen. Die entsprechenden Bekanntmachungen derartiger Delistings erzeugten bei den Anlegern erheblichen Verkaufsdruck, weil die Handelbarkeit ihrer Aktien nicht mehr gewährleistet war. Folge: Die Börsenkurse dieser Gesellschaften brachen in der Regel ein und die Aktien konnten von den auf eine vollständige Übernahme der Gesellschaft bedachten Großaktionären günstig „eingesammelt“ werden.

Dass vor diesem Hintergrund ein Bedürfnis nach „einer Verbesserung des Anlegerschutzes beim Widerruf der Zulassung eines Wertpapiers zum Handel beim regulierten Markt“[2] - so die Gesetzesbegründung - besteht, entspricht allgemeiner Meinung.[3]

II. Zum Gesetzesentwurf

Der Gesetzesentwurf ist entgegen seinem selbst erklärten Ziel nicht geeignet, den Anlegerschutz beim Widerruf der Börsenzulassung zu verbessern. Im Gegenteil verschlechtert er die Position der Anleger in wesentlichen Punkten, da er es Großaktionären (nachfolgend auch „Bieter“, „Hauptaktionär“ oder „Übernehmer“ genannt) ermöglicht, die Aktien der Anleger vor allem im Rahmen von Unternehmensübernahmen günstig zu erwerben, ohne den Anlegern effektiven Rechtsschutz zu gewähren. Es bedarf daher einer Nachbesserung des Gesetzesvorhabens.

---

1 Vgl. BGH NZG 2003, 280 ff.

2 So der Änderungsvorschlag vom 31.08.2015, S. 3 unten.

3 Vgl. http://www.brak.de/zur-rechtspolitik/stellungnahmen-pdf/stellungnahmen-deutschland/2014/juli/stellungnahme-der-brak-2014-33.pdf, S. 8

Zu den Regelungen im Einzelnen:

1. § 39 Absatz 2 Satz 3 Nr. 1 Börsengesetz-Entwurf (Änderungsantrag)

Nach dieser Bestimmung soll ein Delisting zulässig sein, wenn den Anlegern ein am Börsenkurs orientiertes Kaufangebot (maßgeblich ist ein zurückliegender dreimonatiger Durchschnittskurs) nach den Bestimmungen von § 31 WpÜG unterbreitet wird.

a) Die Ermittlung des Kauf- bzw. Abfindungsangebots alleine am Börsenkurs ist unzureichend. Einzig und alleine Unternehmen, welche daran interessiert sind, deutsche Aktiengesellschaften günstig zu übernehmen, wird diese Regelung - allerdings nur kurzfristig - nutzen. Mittel- und langfristig werden Aktieninvestments riskanter und Börsengänge schwieriger, so dass sich deutsche Aktiengesellschaften weniger gut über die Börse finanzieren können.

Nach der ständigen Rechtsprechung des BGH müssen die Aktionäre bei Strukturmaßnahmen (z. B. bei Squeeze-out, Unternehmensvertrag oder Umwandlung) den „anteiligen Unternehmenswert“[4] bzw. den „wahren Wert“[5] bzw. „inneren Geschäftswert“[6] erhalten. Daher wird die Abfindung bei Strukturmaßnahmen regelmäßig über ein Ertragswert- oder DCF-Verfahren ermittelt, auf dessen Grundlage die Anleger schließlich auch ihre Aktien beim Börsengang zeichnen. Lediglich in Sondersituationen kann es angemessen sein, auf den Börsenkurs als Wertermittlungsmaßstab (und nicht nur als Untergrenze) abzustellen. Die grundsätzliche Abfindungsermittlung anhand des „inneren Geschäftswerts“ und daher des Ertragswert- oder DCF-Verfahrens muss auch bei einem Delisting gelten, welches zwar nicht unmittelbar in die Gesellschafterstellung der Anleger eingreift, jedoch wegen der Einschränkung der Veräußerungsmöglichkeit der Aktien ebenfalls zu Vermögensnachteilen führen kann.

Die vorgeschlagene ausschließliche Orientierung am Börsenkurs könnte dem Finanzplatz Deutschland schaden. Anleger (ob Privatanleger, institutionelle Anleger, Pensionskassen oder Versicherungen) müssten vor allem in schlechten Börsenzeiten damit rechnen, dass die Börsenzulassung ihrer Aktien widerrufen und die Handelbarkeit ihrer Aktien entfallen wird, die Anleger aber lediglich ein Abfindungsangebot zum Börsenkurs erhielten. Dieses Damoklesschwert eines Delistings, nämlich zur Vermeidung von Vermögensnachteilen zum jeweiligen Börsenkurs auszuscheiden, müssten die Anleger bei ihrem Anlegerverhalten in Betracht ziehen. Die Anleger wären gerade bei sich abzeichnenden Börsenkrisenszenarien (z. B. beim Eintritt in schwierige Börsenzeiten) gehalten, ihre Aktien schnell zu verkaufen, um diesen Vermögensnachteil zu vermeiden, so dass sich die Volatilität der Märkte verstärken und sich das Risiko eines Aktieninvestments generell erhöhen würde. Aktieninvestments würden nicht langfristiger, sondern kurzfristiger werden, ein Szenario, wie es seit der Finanzmarktkrise 2008 nicht gewollt ist. Dies könnte gerade die Finanzierung kleinerer, zukunftsträchtiger Unternehmen schwächen, die häufiger Ziel von Übernahmen und Strukturmaßnahmen sind, weshalb Investments in derartige Unternehmen nur noch bedingt sinnvoll wären.

---

[4] BGH NZG 2010, 939, 942, Rn. 27: „Vor Manipulationsmöglichkeiten durch Auswahl eines besonders günstigen Zeitpunktes sind die Minderheitsaktionäre nach § 327 b AktG ohnehin dadurch geschützt, dass die Barabfindung nie geringer sein kann als der Anteil des Minderheitsaktionärs am Unternehmenswert.“

[5] BVerfG NJW 1999, 3769, 3770, 3771.

[6] BVerfG a. a. O.

Die Heranziehung des Börsenkurses als vermeintliche Wertermittlungsmethode setzt effiziente Kapitalmärkte voraus, woran es - so auch das fachkundige Institut der Wirtschaftsprüfer e. V. in seiner Stellungnahme vom 14.09.2015[7] - nicht nur bei Strukturmaßnahmen, sondern auch bei Übernahmen[8] regelmäßig fehlt. Denn während dem Übernehmer, dem Hauptaktionär und dem Management das Unternehmen bestens bekannt ist, sie aber kein Interesse haben, den Kapitalmarkt darüber zu informieren und sie durch Insiderrecht oft daran gehindert[9] sind, haben die Aktionäre / Anleger nicht diesen Informationsstand. Hauptaktionär und Übernehmer könnte es ermöglicht werden, ihren Informationsvorsprung auszunutzen und die Höhe des Abfindungsangebots zu steuern, indem sie sich für das Delisting ein für sie günstiges Zeitfenster mit niedrigerem Börsenkurs aussuchen. Der Hauptaktionär müsste also nur zuwarten, bis sich der Börsenkurs der betroffenen Zielgesellschaft aufgrund von Krisenszenarien - wie sie sich beispielsweise kurzfristig im ersten Halbjahr 2011 ereigneten[10] - auf einem Tiefpunkt befindet, um dann über das im Zuge des Delisting unterbreitete Kaufangebot die Aktien der übrigen Anleger günstig und losgelöst vom inneren Geschäftswert zu erwerben. Ob der innere Geschäftswert höher als der Börsenkurs ist, weiß der Großaktionär aufgrund seines Informationsvorsprungs. Da der Zeitpunkt des Delisting vom Hauptaktionär beeinflusst werden kann (kein Vorstand wird ohne Abstimmung mit seinem Großaktionär ein Delisting durchführen), nutzt auch bei fallenden Kursen keine Ausdehnung des Zeitraums für den Referenzbörsenkurs.

b) Darüber hinaus haben die Anleger keinen effektiven Rechtsschutz. Denn anstatt - wie dies im Zeitraum 2002 bis 2013 praktiziert wurde - die Angemessenheit des Abfindungsangebots im zur Klärung von Fragen der Unternehmensbewertung vorgesehenen Spruchverfahren unter Geltung des (eingeschränkten) Amtsermittlungsgrundsatzes nach dem FGG-Verfahren zu überprüfen, müssten die Anleger ein „normales“ Zivilverfahren[11] einleiten, in welchem die Anleger mangels einer Bewertungsgrundlage regelmäßig nicht darlegen können, dass der angemessene Abfindungswert höher ist. Dafür wäre es grundsätzlich notwendig, dass die Unternehmensplanung des Vorstands offengelegt wird, was bei Strukturmaßnahmen nur wegen der obligatorischen Unternehmensbewertung stattfindet und im Spruchverfahren überprüft wird, vorliegend aber ausfällt.

Auch das KapMuG kann hier nicht weiter helfen, zumal alle KapMuG-Verfahren länger als die Spruchverfahren seit Geltung des SpruchG dauern (z. B. Deutsche Telekom seit 2006, Daimler seit 2006, Hypo Real Estate seit 2010). Das Oberlandesgericht als Eingangszuständigkeit jener Verfahren stellt nur eine Tatsacheninstanz dar. Die Verfahren gehen regelmäßig zum BGH, dann wieder zurück an das Oberlandesgericht und wieder zum BGH etc. (z. B. Musterverfahren Daimler). Die finanzstarken Großaktionäre beauftragen eigene Gutachter, zahlreiche Rechtsberater, reichen Widerklagen ein, verkünden Organmitgliedern den Streit und zwingen so die Anleger in ein unkalkulierbares Kostenrisiko. Bei geringen Investments lohnt sich ein Rechtsschutz für die Anleger von vornherein nicht. Dennoch könnten hier neue KapMuG-Massenverfahren auf die Oberlandesgerichte zukommen, welche die Länder finanziell belasten würden.

---

7 Vgl. http://www.idw.de/idw/portal/d655818

8 Hier findet oftmals eine Due Diligence statt oder die Übernehmer haben aufgrund Business-Combination-Agreements Einblick in das Unternehmen.

9 http://www.idw.de/idw/portal/d655818

10 Im ersten Halbjahr 2011 kam es zu erheblichen Kurseinbrüchen um ca. 50 %

11 So auch der Änderungsantrag vom 31.08.2015, S. 5 unter Hinweis auf BGH v. 29.07.2014, Az. II ZR 353/12.

Allenfalls bei Festlegung einer inter-omnes-Wirkung (im Spruchverfahren gilt die Entscheidung des Spruchgerichts für alle Aktionäre, so dass nicht jeder Aktionär zwingend selbst klagen muss), eines gemeinsamen Vertreters (dieser nimmt im Spruchverfahren die Interessen derjenigen Aktionäre wahr, die nicht selbst am Verfahren beteiligt sind), der Kostentragungspflicht des Hauptaktionärs (der die Strukturmaßnahme veranlassende Großaktionär trägt grundsätzlich das Kostenrisiko im Spruchverfahren; anders im Zivilprozess) und des Amtsermittlungsgrundsatzes im KapMuG-Verfahren und der obligatorischen Einholung eines neutralen Bewertungsgutachtens wäre ein solches Verfahren tragbar. Dann sollte jedoch gleich auf das Spruchverfahren, welches sich bewährt hat, zumal die Verfahrensdauern für diejenigen Verfahren, welche nach Geltung des SpruchG eingeleitet wurden, deutlich reduziert wurden,[12] zurückgegriffen werden.

2. § 39 Absatz 2 Satz 3 Nr. 2 Börsengesetz-Entwurf

Nach dieser Bestimmung soll ein Delisting sogar ohne Abfindungsangebot zulässig sein, wenn nicht länger als sechs Monate vor der Antragstellung auf Delisting ein Übernahme- oder Pflichtangebot nach den Vorschriften des WpÜG abgewickelt wurde.

Der Gesetzesvorschlag ermöglicht es Großaktionären, die Aktien der Anleger ertragsstarker Unternehmen günstig zu erwerben, indem Übernehmern das Delisting als Mittel hierzu vom Gesetzgeber in die Hand gegeben wird. Großaktionäre werden angesichts dieser Regelung im Rahmen des Übernahmeangebots ankündigen, dass sie ein Delisting durchführen werden. Zu einer Angabe über ein späteres Delisting wären sie gemäß der vorgesehenen Änderung der Angebotsverordnung zum WpÜG auch verpflichtet. Eine Konsequenz könnte sein: Jeder risikoaverse Anleger wird dadurch faktisch gezwungen, seine Aktien auf ein unangemessen niedriges Übernahmeangebot einzureichen, weil ein Delisting und damit massive Kursrückgänge drohen, ein verbessertes Übernahmeangebot daher nicht notwendig ist. Es könnte sodann zu Anträgen auf Durchführung eines wertpapierübernahmerechtlichen Squeeze-out kommen. Das notwendige Quorum von 90 Prozent (der Markttest) erreichen die Großaktionäre aber durch Drohung mit dem Delisting, einem für die Anleger empfindlichen Übel. Der Hinweis in der Gesetzesbegründung, jeder Anleger hätte die Möglichkeit, sich zu einem angemessenen Preis von seinem Investment zu trennen, ist daher abwegig.

Aber selbst ohne Angaben über ein bevorstehendes Delisting im Übernahmeangebot entstünde erhebliche Rechtsunsicherheit und zwar auch für den Übernehmer. Denn aufgrund von § 39 Absatz 2 Satz 3 Nr. 2 Börsengesetz-Entwurf muss jeder Anleger künftig stets damit rechnen, dass nach einem Übernahmeangebot ein Delisting erfolgt, so dass die Aktionäre mit Vermögensnachteilen rechnen müssen und die Anleger zur Vermeidung dieser Nachteile zur Annahme des Übernahmeangebots gezwungen sind. Anders als in anderen Ländern werden daher auch Übernahmeangebote, die bewusst unter Wert abgegeben werden, zum Erfolg führen. Ob es sich jedoch dann noch um einen tatsächlichen Markttest handelt, wenn die Annahmequote von 90 Prozent auf diese Weise beim übernahmerechtlichen Squeeze-out erreicht wird, ist anzuzweifeln.

[12] Vgl. die Untersuchung von Puszkajler/Sekera-Terplan, NZG 2015, 1055 ff.

3. § 39 Absatz 2 Satz 3 Nr. 3 Börsengesetz-Entwurf (Änderungsantrag)

Nach dieser Bestimmung soll ein Delisting auch ohne Abfindungsangebot zulässig sein, wenn die Aktien weiter zugelassen sind. Erst die Gesetzesbegründung gibt Aufschluss darüber, dass die Aktien nicht nur in Deutschland zugelassen sein müssen, sondern auch die Zulassung in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum grundsätzlich ausreichend sei.[13]

Dies ist nicht akzeptabel, da dann der Rechtsschutz über die Deutsche Börse sowie über das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (dieses ist auf Aktien, die in einem anderen Staat des Europäischen Wirtschaftsraums zugelassen sind, gemäß § 1 II, II WpÜG nur bedingt anwendbar) und das Börsengesetz (Geltungsbereich: Bundesrepublik Deutschland) verloren ginge. Es wäre dann möglich, die Pflicht zur Abgabe eines Abfindungsangebots durch die Aufspaltung des Delisting in zwei Schritte – 1. Schritt: Delisting im Inland, ohne die Pflicht zur Abgabe eines Abfindungsangebots auszulösen; 2. Schritt: Delisting im Ausland – auszuhebeln. Diese Gefahr sieht auch der Änderungsantrag, ohne jedoch die notwendigen Konsequenzen zu ziehen. Die Regelung ist daher nicht zu Ende gedacht und führt zu einer Umgehungsmöglichkeit der Pflicht zur Abgabe des Abfindungsangebots.

4. Kein Hauptversammlungsbeschluss

Auch setzt der aktuelle Vorschlag zum Delisting nicht die Zustimmung der Hauptversammlung voraus, wie dies noch der BGH mit seiner Macrotron-Rechtsprechung gefordert hatte.[14] Aus unserer Sicht sollte der Vorstand nicht ohne Zustimmung der Hauptversammlung einen Antrag auf Widerruf der Zulassung der Börsennotierung stellen dürfen, da der Widerruf der Zulassung die Handelbarkeit der Aktie tangiert. Dies wäre auch im Interesse des Vorstands, da diesem ohne Zustimmung der Hauptversammlung ggf. Schadensersatzansprüche drohen. Nachdem ein Hauptversammlungs-beschluss politisch nicht gewollt ist, wäre die Abstinenz eines solchen allenfalls dann vertretbar, wenn der Vermögensschutz der Anleger wieder vollumfänglich hergestellt werden würde.

III. Zur Verteidigung des Änderungsantrags

Soweit zur Verteidigung des Änderungsantrags angeführt wurde, ein Abfindungsangebot zum Ertragswert mit Überprüfbarkeit im Spruchverfahren würde Börsengänge künftig verhindern oder erschweren und die deutsche Start-Up-Szene beeinträchtigen, entbehrt dies einer sachlichen und rechtlichen Grundlage.

1. Ausreichend Börsengänge seit Macrotron

Trotz der Macrotron-Rechtsprechung des Jahres 2002 und der gesetzlichen Anforderungen bei Strukturmaßnahmen, insbesondere Spruchverfahren, gab es in den letzten 15 Jahren in

---

[13] Änderungsantrag vom 31.08.2015, S. 5.

[14] BGH NZG 2003, 280 ff.

Deutschland ausreichend Börsengänge. Es wäre unzutreffend anzunehmen, dass die Frosta-Entscheidung zu mehr Börsengängen in Deutschland geführt hätte.

2. Delisting bei Börsengang kein Thema

Beim Börsengang geht es um die Finanzierung der Gesellschaft durch Aufnahme von Anlegerkapital und den „Exit“ von Beteiligungsunternehmen (Venture Capital Unternehmen) und Gründern. Zu diesem Zeitpunkt ist ein Delisting auch nicht im Ansatz relevant, weshalb auch kein Start-Up-Unternehmen einen Börsengang davon abhängig macht, später ein Delisting durchzuführen.

3. Gesellschaften, die Anforderungen des regulierten Marktes scheuen, haben die Möglichkeit, im Freiverkehr zu notieren

Wer die Anforderungen des regulierten Marktes generell scheut, kann von Anfang an in den qualifizierten Freiverkehr der Börsen, wie etwa dem Entry Standard der Frankfurter Börse, den m:acces der Münchener Börse, den Primärmarkt der Düsseldorfer Börse, etc., eintreten. Dort ist jederzeit ein Delisting auch ohne Abfindung möglich, weil schon begrifflich das Verlassen des Freiverkehrs kein Delisting im Rechtssinne ist.

IV. Vorschlag

1. § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 Börsengesetz-Entwurf sollte wie folgt geändert werden:

> „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; das Angebot darf nicht von Bedingungen abhängig gemacht werden und muss angemessen sein; auf das Angebot ist § 31 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz nur als Untergrenze entsprechend anzuwenden. Maßgeblich ist der innere Geschäftswert.“ (wünschenswert wäre hier noch die Einfügung folgender Sätze: *„Der Antrag bedarf der Zustimmung der Hauptversammlung. Der Beschluss bedarf einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst*.“)

Den Gerichten bliebe es frei, auf Basis welcher Wertermittlung sie die Angemessenheit des Abfindungsangebots beurteilen; sie hätten sich jedoch an die Rechtsprechung des BGH zu halten, so dass der innere Geschäftswert auf jeden Fall zu ermitteln wäre.

2. § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 und Nr. 3 Börsengesetz-Entwurf sollten gestrichen werden.

3. In § 1 SpruchG (Anwendungsbereich) wird eine neue Ziffer 4a eingefügt.

„4a. der Abfindung von Aktionären oder anderen Wertpapierinhabern im Falle eines Widerrufs der Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt (§ 3 Abs. 2 des Aktiengesetzes; § 39 Abs. 2 des Börsengesetzes) oder des Wechsels in ein niedrigeres Handelssegment (§ 42 des Börsengesetzes);“

Dies bedingt Folgeänderungen in § 3 (Antragsberechtigung), § 4 (Antragsfrist und Antragsbegründung), § 5 (Antragsgegner) und § 14 (Bekanntmachung).

4. Bei § 3 SpruchG (Antragsberechtigung) wird in Satz 1 eine neue Ziffer 4a eingefügt:

„4a. der Nummer 4a jeder außenstehende Aktionär;“

5. § 3 Satz 2 SpruchG (Antragsberechtigung) wird wie folgt neu gefasst:

„In den Fällen der Nummern 1, 3, 4, 4a und 5 ist die Antragsberechtigung nur gegeben, wenn der Antragsteller zum Zeitpunkt der Antragstellung Anteilsinhaber ist. Die Stellung als Aktionär ist dem Gericht ausschließlich durch Urkunden nachzuweisen.“

6. In § 4 Absatz 1 SpruchG (Antragsfrist- und begründung) wird eine neue Ziffer 4a eingefügt:

„4a: der Nummer 4a die Veröffentlichung des Widerrufs der Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt (§ 3 Abs. 2 des Aktiengesetzes; § 39 Abs. 2 des Börsengesetzes) oder des Wechsels in ein niedrigeres Handelssegment (§ 42 des Börsengesetzes) in einem Börsenpflichtblatt;“

7. Bei § 5 SpruchG (Antragsgegner) wird in Satz 1 eine neue Ziffer 4a eingefügt:

„4a. der Nummer 4a der das Abfindungsangebot unterbreitende Aktionär;“

8. Bei § 14 SpruchG (Bekanntmachung) wird in Satz 1 eine neue Ziffer 4a eingefügt:

„4a. der Nummer 4a durch den Vorstand der Gesellschaft, deren außenstehende Aktionäre antragsberechtigt waren;“

***

Stand: 31.08.2015 – ENTWURF –

Änderungsantrag der Fraktionen der CDU/CSU und SPD

Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie

- Bundestags-Drs. 18/5010 -

Stichwort: Delisting

I. Änderung

1. In der Inhaltsübersicht werden nach der Angabe zu Artikel XX folgende Angaben eingefügt:

„Artikel XX Änderung des Börsengesetzes
Artikel XX Änderung der WpÜG-Angebotsverordnung".

2. Nach Artikel XX wird folgender Artikel XX eingefügt:

‚Artikel XX
Änderung des Börsengesetzes

Nach § 39 Absatz 2 Satz 2 des Börsengesetzes in der Fassung der Bekanntmachung vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), das zuletzt durch Artikel 14 des Gesetzes vom 15. Juli 2014 (BGBl. I S. 934) geändert worden ist, wird folgender Satz eingefügt:

„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; das Angebot darf nicht von Bedingungen abhängig gemacht werden, auf das Angebot ist § 31 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes entsprechend anzuwenden;

2. nicht länger als sechs Monate vor der Antragstellung ein Übernahme- oder Pflichtangebot nach den Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes abgewickelt wurde, das auf den Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des Antrags sind, gerichtet war; oder

3. 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 oder Nummer 2 entsprechende Voraussetzungen gelten." '

3. Nach Artikel XX wird folgender Artikel XX eingefügt:

'Artikel XX
Änderung der WpÜG-Angebotsverordnung:

Nach § 2 Nummer 7 der WpÜG-Angebotsverordnung vom 27. Dezember 2001 (BGBl. I S. 4263), die zuletzt durch Artikel 17 des Gesetzes vom 6. Dezember 2011 (BGBl. I S. 2481) geändert worden ist, wird folgende Nummer 7a eingefügt:

„7a. Angaben zu den Absichten des Bieters und der mit dem Bieter gemeinsam handelnden Personen im Hinblick auf einen Antrag der Zielgesellschaft auf einen Widerruf der Zulassung oder vergleichbaren Maßnahmen zur Beendigung der Zulassung ihrer Aktien zum Handel im regulierten Markt." '

II. Begründung

Zur Inhaltsübersicht

Wegen der Einfügung des neuen Artikels XX - Änderung des Börsengesetzes - und des neuen Artikels XX - Änderung der WpÜG-Angebotsverordnung - ist die Inhaltsübersicht entsprechend zu ergänzen.

Zu Artikel XX neu (Änderung des Börsengesetzes)

Der Bundesgerichtshof (BGH) hat in der „Frosta"-Entscheidung (Beschluss vom 8. Oktober 2013, II ZB 26/12) seine bisherige Rechtsprechung (Urteil vom 25. November 2002, II ZR 133/01 „Macrotron") zu den Voraussetzungen eines Widerrufs der Zulassung von Aktien zum Handel im regulierten Markt auf Veranlassung der Gesellschaft (sog. Delisting) grundlegend revidiert und entschieden, dass weder ein Hauptversammlungsbeschluss noch ein im Spruchverfahren überprüfbares Barabfindungsgebot an die Aktionäre Voraussetzung für ein solches Delisting ist. Seit dieser Entscheidung unterliegt das Delisting primär den Anforderungen des Kapitalmarktrechts: Nach dem Börsengesetz (BörsG) darf der Widerruf der Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt dem Schutz der Anleger nicht widersprechen (§ 39 Absatz 2 Satz 2 BörsG), nähere Bestimmungen sind in der jeweiligen Börsenordnung zu treffen (§ 39 Absatz 2 Satz 5 BörsG). Diese Vorgabe wird in den Börsenordnungen der einzelnen Börsen unterschiedlich ausgestaltet; regelmäßig wird dort nur der Ablauf einer mehrmonatigen Frist zwischen der Veröffentlichung und dem Wirksamwerden des Delistings verlangt.

Im Nachgang zu der „Frosta"-Entscheidung ist die Zahl der Emittenten, die einen Widerruf der Zulassung ihrer Aktien zum Handel im regulierten Markt beantragt und den Rückzug vollzogen haben, stark angestiegen. Das geltende Recht knüpft aber gerade an die Zulassung zum Handel im regulierten Markt besondere Pflichten für die Unternehmen im Aktien-, Bilanz- und Wertpapierrecht (§ 3 Absatz 2 des Aktiengesetzes (AktG), § 264d des Handelsgesetzbuchs (HGB), § 2 Absatz 5 des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) und § 1 Absatz 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG)). Der Rückzug eines Emittenten aus dem regulierten Markt kann im Falle eines vollständigen Börsenrückzugs den Verlust der Handelbarkeit des betroffenen Wertpapiers, im Falle eines Wechsels in den (qualifizierten) Freiverkehr (sog. Downlisting) zumindest eine Beeinträchtigung der Veräußerungschancen bedeuten. In der Zeit zwischen der Ankündigung und dem Wirksamwerden des Delistings kann es daher zu erheblichen Kursverlusten kommen. In der Praxis waren Kursverluste nach Ankündigung von Delisting festzustellen.

Vor diesem Hintergrund erscheint eine gesetzliche Verbesserung des Anlegerschutzes beim Widerruf der Zulassung eines Wertpapiers zum Handel am regulierten Markt (also einschließlich des Downlistings) erforderlich. Da es sich beim Delisting – ebenso wie beim Listing – um einen kapitalmarktrechtlichen Vorgang und nicht um eine gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahme handelt, ist eine Regelung im Börsengesetz sachgerecht. Ein Widerruf der Zulassung von Wertpapieren im Sinne des § 2 Absatz 2 des WpÜG zum Handel im regulierten Markt kann unter den in den Nummern 1 bis 3 genannten Voraussetzungen erfolgen.

Nummer 1 sieht als wesentliche Voraussetzung für die Zulässigkeit eines Widerrufs das Vorliegen eines aktuellen Erwerbsangebots nach dem WpÜG vor. Auf dieses Angebot sind grundsätzlich die Vorschriften über Erwerbsangebote nach dem WpÜG anwendbar.

Ein Widerruf ist nach Nummer 2 darüber hinaus auch dann als zulässig anzusehen, wenn nicht länger als sechs Monate vor der Antragstellung bereits ein Übernahme- oder Pflichtangebot nach den Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes erfolgreich durchgeführt wurde. Wertpapierinhaber, die ein solches Angebot nicht angenommen haben und deren Anteile später im Zusammenhang mit einem Delisting einen Kursverlust erleiden, erscheinen diesbezüglich nicht mehr schutzbedürftig. Gleichfalls nicht schutzwürdig sind Anleger, die erst nach erfolgtem Übernahme- oder Pflichtangebot gekauft haben, da sie wissen konnten, dass es Pläne für eine Übernahme aller Wertpapiere, möglicherweise auch für ein Delisting und/oder einen Squeeze-out gibt. Schließlich bleiben bei einer ggf. nachfolgenden aktien- oder umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahme wie einem Squeeze-out oder einer Umwandlung die dafür geltenden besonderen Schutzvorschriften weiterhin anwendbar.

Zur Erreichung eines umfassenden Schutzes für alle Inhaber von Wertpapieren im Sinne des § 2 Absatz 2 WpÜG muss das jeweilige Angebot auf den Erwerb aller Wertpapiere gerichtet sein, die Gegenstand des Angebots sind. Teilangebote reichen danach nicht aus. Da das jeweilige Angebot entweder nach Nummer 2 ein Übernahme- oder ein Pflichtangebot ist, für das § 31 WpÜG unmittelbar gilt, oder nach Nummer 1 die Geltung des § 31 WpÜG auch für das einfache Erwerbsangebot angeordnet ist, muss der Bieter den Wertpapierinhabern in beiden Fällen eine angemessene Gegenleistung anbieten. Nach § 31 Absatz 7 WpÜG in Verbindung mit § 5 Absatz 1 WpÜG-Angebotsverordnung ist für die Bestimmung der Angemessenheit der Gegenleistung grundsätzlich der gewichtete durchschnittliche inländische Börsenkurs während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung nach § 10 Absatz 1 Satz 1 oder der Kontrollerlangung nach § 35 Absatz 1 Satz 1 WpÜG maßgeblich. Wenn der Börsenkurs nach übernahmerechtlichen Maßstäben nicht in aussagekräftiger Weise festgestellt werden kann, hat die Höhe der Abfindung dem anhand einer Bewertung des Emittenten ermittelten Werts des Unternehmens zu entsprechen (vgl. § 5 Absatz 4 WpÜG-Angebotsverordnung). Mit der Annahme des jeweiligen Angebots hat damit jeder Anleger die Möglichkeit, sich zu einem angemessenen Preis von seinem Investment zu trennen. Die Orientierung der Höhe der Abfindung an Vorerwerben im Sinne des § 4 WpÜG-Angebotsverordnung und am einfach festzustellenden Börsenkurs ermöglicht im Regelfall ein transparentes und rechtssicheres Verfahren, das auch für die betroffenen Emittenten handhabbar ist und keine übermäßigen bürokratischen Hürden aufbaut.

Im Falle eines zum Zeitpunkt der Widerrufsentscheidung noch laufenden Angebotsverfahrens ist zudem sicherzustellen, dass die erfolgreiche Abwicklung des Verfahrens gewährleistet ist. Das Angebot im Rahmen eines noch laufenden Angebotsverfahrens nach Nummer 1 ist daher bedingungsfeindlich: Es darf insbesondere weder unter die Bedingung eines Beschlusses der Gesellschafterversammlung des Bieters gestellt werden, noch vom Erreichen einer bestimmten Mindestannahmequote abhängig gemacht werden. §§ 18 und 25 WpÜG finden dementsprechend im Rahmen eines Angebots nach Nummer 2 keine Anwendung.

Darüber hinaus darf ein Widerrufsantrag erst gestellt werden, wenn eine Angebotsunterlage nach § 14 Absatz 2 WpÜG veröffentlicht wurde. Damit ist gewährleistet, dass die Angebotsunterlage vor Antragstellung nach § 14 Absatz 1 WpÜG der Bundesanstalt zur Prüfung übermittelt und das Angebot von dieser nicht nach § 15 WpÜG untersagt wurde. Damit wird insbesondere sichergestellt, dass die nach § 31 WpÜG zu gewährende Gegenleistung nicht offensichtlich unangemessen ist und eine entsprechende Finanzierungsbestätigung vorliegt. Die Bundesanstalt achtet zudem darauf, dass der nach § 5 Absatz 1 WpÜG-Angebotsverordnung für die Bestimmung der Angemessenheit der Gegenleistung grundsätzlich maßgebliche Börsenkurs zutreffend berechnet wurde.

Die Tatsache, dass das jeweilige Angebot entweder ein Übernahme- oder ein Pflichtangebot ist (Nummer 2) oder die Geltung des § 31 WpÜG auch für das einfache Erwerbsangebot angeordnet ist (Nummer 1), hat zur Folge, dass jeder Aktionär, der das Angebot angenommen hat, einen Anspruch gegen den Bieter auf Entrichtung einer angemessenen Gegenleistung hat, der vor den Zivilgerichten durchgesetzt werden kann (vgl. BGH, Urteil vom 29. Juli 2014, II ZR 353/12). Die Erhebung einer zivilrechtlichen Klage auf angemessene Abfindung lässt die Entscheidung der Börsengeschäftsführung über den Widerruf der Börsenzulassung unberührt. Damit wird einerseits dem veräußerungswilligen Anleger Rechtsschutz im Hinblick auf die Angemessenheit der Gegenleistung gewährt. Andererseits wird gewährleistet, dass das Delisting-Verfahren durchgeführt werden kann, ohne durch Streitigkeiten über die Höhe der Abfindung belastet zu werden.

§ 39 BörsG betrifft allein den Widerruf der Zulassung zum Handel im regulierten Markt an einer einzelnen (inländischen) Börse. Besondere Schutzregelungen sind daher dann nicht erforderlich, wenn das Delisting der fraglichen Wertpapiere lediglich an einem Börsenplatz erfolgt, an einem anderen gleichwertigen Handelsplatz aber weiter zum Handel zugelassen sind. Aus diesem Grund sieht Nummer 3 vor, dass ein Widerruf der Zulassung auch ohne ein Erwerbsangebot zulässig ist, wenn die Wertpapiere weiterhin entweder an einer anderen inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt oder in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem andern Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind. Im zweiten Fall ist allerdings Voraussetzung, dass an diesem Markt für einen Widerruf der Zulassung zum Handel Nummer 1 oder Nummer 2 entsprechende Voraussetzungen gelten. Andernfalls bestünde die Gefahr, dass die anlegerschützenden Voraussetzungen des § 39 BörsG über ein Zweitlisting an einem ausländischen organisierten Markt umgegangen werden.

Erweiterte Mitentscheidungsrechte für die Aktionäre, wie sie die Rechtsprechung bislang durch den von ihr geforderten Hauptversammlungsbeschluss verlangte, sind vor dem Hintergrund der nunmehr vorgesehenen umfassenden kapitalmarktrechtlichen Schutzbestimmungen nicht geboten.

Zu Artikel XX neu (Änderung der WpÜG-Angebotsverordnung)

Nach § 39 Absatz 2 Satz 3 Nummer 1 und 2 BörsG-E ist ein Widerruf der Zulassung von Wertpapieren im Sinne des § 2 Absatz 2 WpÜG zum Handel am regulierten Markt nur zulässig, wenn ein den übernahmerechtlichen Anforderungen entsprechendes Angebot unterbreitet wurde.

Damit die Aktionäre bei der Entscheidung über die Annahme eines Angebots insbesondere nach § 39 Absatz 2 Satz 3 Nummer 2 BörsG-E berücksichtigen können, ob ein Delisting der Zielgesellschaft

beabsichtigt ist, sind der Bieter bzw. die mit ihm gemeinsam handelnden Personen verpflichtet, in der Angebotsunterlage Angaben darüber zu machen.