

# Delisting – von Macrotron bis heute

Von Rechtsanwalt **Fabian Kraupe**, LL.M. Eur., München\*

*Im Einzelnen weist der freiwillige Börsenrückzug im deutschen Recht eine facettenreiche Historie auf und stellt sich als Lehrstück juristischer Methodik, judikativen Wankelmuts sowie folgenreicher legislativer Zögerlichkeit dar.*

## I. Der Weg des regulären Delistings in den Bundestag

Delisting beschreibt den Rückzug eines börsennotierten Unternehmens von einem regulierten Markt und stellt damit den *actus contrarius* zum ursprünglichen Listing an einer Börse dar; juristisch-technisch vollzieht sich ein solches Delisting mittels Widerrufs der ursprünglichen Börsenzulassung durch Verwaltungsakt.<sup>1</sup>

Ein solcher Börsenrückzug kann grundsätzlich (i.) regulär auf freiwilligen Entschluss des Rückzugsinteressierten hin, (ii.) unfreiwillig durch Zwangsausübung seitens der dafür zuständigen Behörde, oder (iii.) unecht<sup>2</sup> in Form eines Rechtsreflexes auf andere umwandlungs-/verschmelzungsrechtliche Maßnahmen hin geschehen.<sup>3</sup>

Im Falle eines Delisting liegen mit Blick auf Emittenten, Großaktionäre und Kleinanleger in aller Regel kollidierende Interessen vor. Delisting und Anlegerschutz sind deshalb seit jeher als zwangsnotwendiges Begriffspaar nicht ohneinander vorstellbar:

So wurde Emittenten der freiwillige Börsenrückzug erstmals im Zuge des dritten Finanzmarktförderungsgesetzes vom 13.2.1998<sup>4</sup> in § 43 Abs. 4 BörsG a.F. gestattet, wobei dieser dem Anlegerschutz nicht widersprechen durfte.<sup>5</sup> Nach damals ganz h.M.<sup>6</sup> konnte dem lediglich ein angemessenes Abfindungsangebot an die Minderheitsaktionäre gerecht werden,

nicht hingegen die bloße weitere Aufrechterhaltung des Börsenhandels über eine gewisse Zeitspanne nach erfolgtem Widerruf, innerhalb welcher die betroffenen Anteilseigner ihre Anteile noch zu liquidieren vermochten, ehe diese durch das Delisting ohnehin nicht mehr am regulären Markt handelbar wurden.<sup>7</sup> Ebenso sah § 39 BörsG auch in seiner spürbar knapperen<sup>8</sup> a.F.<sup>9</sup> vor, dass ein Delisting dem Anlegerschutz nicht widersprechen darf. Die Realisierung dieses Anlegerschutzes wurde nach § 39 Abs. 2 S. 5 BörsG a.F. jedoch den regionalen Börsen übertragen. Weil die einzelnen Börsenordnungen in ihrer Ausgestaltung teilweise erheblich voneinander abwichen, konnte ein harmonischer Anlegerschutz nicht oder zumindest nicht ausreichend sichergestellt werden.

### 1. Judikativer Wankelmut *ad perfectum*

#### a) Der Macrotron-Dreiklang des BGH

Dieser unsicheren Situation versuchte der BGH zu entgegen, indem er das BörsG *praeter legem*<sup>10</sup> fortbildete:

Mit Urteil vom 25.11.2002<sup>11</sup> entschied der *II. Zivilsenat* des BGH, dass das reguläre Delisting das unter dem Schutz des Art. 14 Abs. 1 GG stehende Aktieneigentum dadurch beeinträchtigt, dass durch den Rückzug vom regulären Markt die Verkehrsfähigkeit der Wertpapiere beeinträchtigt würde.<sup>12</sup> Konsequenz dieser Einsicht war, dass der BGH einen Dreiklang an Voraussetzungen für ein zulässiges Delisting statuierte: Demnach bedurfte es (i.) eines Beschlusses der Hauptversammlung der betroffenen Aktiengesellschaft sowie (ii.) eines Abfindungsangebots an die Minderheitsaktionäre über den Kauf der Aktien gegen Erstattung des vollen Aktienwertes und (iii.) der Überprüfbarkeit der gewährten Gegen-

\* Der Autor schloss das Studium der Rechtswissenschaften sowie das Referendariat nebst Magisterstudium in Regensburg und München ab und ist nun Rechtsanwalt in München.

<sup>1</sup> Zum Begriff etwa *Groß*, in: Ebenroth u.a. (Hrsg.), Kommentar zum HGB, 4. Aufl. 2020, BörsG § 39 Rn. 9 ff. sowie *Heidelbach*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, BörsG § 39 Rn. 11; *Herrler*, in: Grigoleit, Kommentar zum AktG, 2. Aufl. 2020, § 119 Rn. 37.

<sup>2</sup> Zum unechten/kalten Delisting, knapp *Kumpan*, in: *Baumbach/Hopt* (Hrsg.), Kommentar zum HGB, 40. Aufl. 2021, BörsG § 39 Rn. 16 sowie ausführlicher *Groß* (Fn. 1), BörsG § 39 Rn. 9; *Pluskat*, BKR 2007, 54; *Grunewald*, ZIP 2004, 542 und aus der Rspr. OLG Düsseldorf NZG 2005, 317; LG Köln ZIP 2004, 220; das kalte Delisting ist nicht Gegenstand dieser Abhandlung – behandelt wird vielmehr allein das vorbenannte reguläre Delisting, welches auf eigenem, unmittelbar auf das Delisting gerichteten Handlungsentschluss des Rückzugsinteressierten basiert.

<sup>3</sup> Vgl. dazu auch den instruktiven Überblick bei *Groß* (Fn. 1), BörsG § 39 Rn. 3 ff.; *ders.*, Kapitalmarktrecht, 7. Aufl. 2019, BörsG § 39 Rn. 3 ff.; sowie näher *Heidelbach* (Fn. 1), BörsG § 39 Rn. 4 ff., 11 ff.

<sup>4</sup> BGBl. I 1998, S. 529.

<sup>5</sup> Eindringlich dazu *Bayer*, ZfPW 2015, 163 (168 ff.).

<sup>6</sup> Einzelne Nachweise bei *Bayer*, ZfPW 2015, 163 (178).

<sup>7</sup> Sog. Fristenlösung; näher dazu *Bayer*, ZfPW 2015, 163 (169 f.).

<sup>8</sup> Die Vorschrift hatte lediglich zwei Absätze; seit 26.11.2015 sind es sechs Absätze mit Untergliederung auf teilweise mehrfachen Ebenen; vgl. dazu etwa BT-Drs. 18/6220, S. 36 ff., sowie die Darstellung bei BGBl. I 2015, S. 2029, 2039 und freilich die einzelnen Ausführungen zur Neuregelung unten.

<sup>9</sup> In der Fassung v. 16.7.2007 (BGBl. I 2007, S. 1330 [1351]).

<sup>10</sup> Dazu näher noch unten I. 2. b).

<sup>11</sup> BGH NZG 2003, 280 (Macrotron), auch BayObLG AG 2005, 288; zur Entscheidung im Einzelnen etwa *Benecke*, WM 2004, 1122; *Lutter*, in: Festschrift für Wolfgang Zöllner zum 70. Geburtstag, 1999, Bd. 1, S. 381; *Bayer*, ZfPW 2015, 163 (180 ff.); a.A. noch LG München ZIP 1999, 2017; *Bungert*, BB 2000, 57; *Mülbert*, ZHR 165 (2001), 104 (125); *Wackerbarth*, WM 2012, 2078; zum Delisting zu Zeiten vor Macrotron vgl. etwa *Zetsche*, NZG 2000, 1065.

<sup>12</sup> BGH NZG 2003, 280 (280 Ls. 2) (Macrotron); dazu auch *Kubis*, in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl. 2018, § 119 Rn. 86; zum Eigentum am Unternehmen und Anteilseigentum im Lichte des Art. 14 GG vgl. *Depenheuer/Froese*, in: v. Mangoldt/Klein/Starck, Kommentar zum GG, Bd. 1, 7. Aufl. 2018, Art. 14 Rn. 142 f.

leistung nach den Regeln des Spruchverfahrens.<sup>13</sup> Obschon in ihrer dogmatischen Herleitung umstritten, fand die Entscheidung im Ergebnis in weiten Kreisen Zustimmung.<sup>14</sup>

#### b) Grundlagenentziehung durch das BVerfG

Mit Urteil seines *Ersten Senats* vom 11.7.2012<sup>15</sup> hat sich das BVerfG im Hinblick auf die verfassungsrechtliche Herleitung der Macrotron-Grundsätze diametral gegen die Ansicht des BGH<sup>16</sup> gestellt und statuiert, dass der im Rahmen eines regulären Delistings erfolgende Widerruf der Börsenzulassung bereits den Schutzbereich des Art. 14 Abs. 1 GG nicht eröffnet.<sup>17</sup> Der Bestandsschutz des Art. 14 Abs. 1 GG erfasse allein die Verkehrsfähigkeit der Wertpapiere im Rechtssinne, nicht dagegen die tatsächliche Verkehrsfähigkeit, denn in Anbetracht der von einem regulären Delisting betroffenen Aktien der Minderheitsaktionäre handelt es sich dabei allein um eine Ertrags- und Handelschance. Dem Macrotron-Dreiklang des BGH wurde hierdurch die wesentliche verfassungsrechtliche Quelle, aus welcher der BGH seine Erwägungen zuvor noch zu schöpfen vermochte, entzogen. Dies bedeutete jedoch nicht, dass der BGH damit seine Rechtsprechungsbefugnisse übertreten hätte – im Gegenteil – die von ihm angestellte Rechtsfortbildung billigte das BVerfG sogar ausdrücklich.<sup>18</sup>

#### c) Die Frosta-Kehrtwende des BGH

Mit seiner Frosta-Entscheidung vom 8.10.2013<sup>19</sup> wandte der BGH diesen im Ergebnis zuvor noch vom BVerfG gebilligten Macrotron-Grundsätzen dennoch entschieden den Rücken zu.<sup>20</sup>

<sup>13</sup> BGH NZG 2003, 280 (280 Ls. 3) (Macrotron); *Kubis* (Fn. 12), § 119 Rn. 86; *Hoffmann*, in: Spindler/Stilz (Hrsg.), Kommentar zum AktG, 4. Aufl. 2019, § 119 Rn. 40.

<sup>14</sup> Im Einzelnen dazu *Bayer*, ZfPW 2015, 163 (188); *Habersack*, ZHR 176 (2012), 463 (464); *Heldt/Royé*, AG 2012, 660; *Kiefner/Gillessen*, AG 2012, 645; *Klöhn*, NZG 2012, 1041; *Schnaittacher/Westerheide/Stindt*, WM 2012, 2225; *Wackerbarth*, WM 2012, 2077; *Drygala/Staake*, ZIP 2013, 905; *Paschos/Klaaßen*, ZIP 2013, 154; kritisch schon unmittelbar im Anschluss an Macrotron *Bürgers*, NJW 2003, 1642.

<sup>15</sup> BVerfGE 132, 99 ff. = BVerfG NZG 2012, 826; ausführliche Entscheidungsbesprechung bei *Bayer*, ZfPW 2015, 163 (189 ff.).

<sup>16</sup> BGH NZG 2003, 280 (280 Ls. 2) (Macrotron).

<sup>17</sup> BVerfGE 132, 99 ff. = BVerfG NZG 2012, 826 (826 Ls. 1); so unmittelbar auf Macrotron hin bereits *Ekkenga*, ZGR 2003, 878 (882 ff.); *Adolff/Thieves*, BB 2003, 797 (798 ff.); *Habersack*, AG 2005, 137 (151); *K. Schmidt*, NZG 2003, 601 (603); und bereits zuvor *Mülbert*, ZHR 165 (2001), 104 (113 ff.).

<sup>18</sup> Vgl. BVerfGE 132, 99 ff. = BVerfG NZG 2016, 826 (826 Ls. 2); *Hoffmann* (Fn. 13), § 119 Rn. 44; *Kubis* (Fn. 12), § 119 Rn. 87.

<sup>19</sup> BGH NZG 2013, 1342 (Frosta).

<sup>20</sup> Dazu auch *Kocher/Widder*, NJW 2014, 127; *K. Schmidt*, JuS 2014, 174; *Mense/Klie*, GwR 2013, 505; *Bayer*, ZfPW 2015, 163; *ders.*, ZIP 2015, 853; *Brellochs*, AG 2014, 633; *Bungert/Leyendecker-Langner*, BB 2014, 521; *Glienke/Röder*,

Entgegen der Erwartung, der BGH würde seine Macrotron-Grundsätze nunmehr auf einfachgesetzlicher Grundlage verankern,<sup>21</sup> wurde der Macrotron-Dreiklang vom selben *II. Zivilsenat* des BGH mit umfassender Begründung nunmehr wieder zum Verstummen gebracht.<sup>22</sup>

#### aa) Kein überprüfbares Abfindungsangebot

Schulmäßig prüfte der BGH dabei die für die mögliche Annahme eines im Rahmen eines regulären Delistings erforderlichen Abfindungsangebots in Betracht kommenden Vorschriften der Reihe nach durch. Ein im Spruchverfahren überprüfbares Abfindungsangebot sollte im Ergebnis jedoch nicht länger Voraussetzung für ein reguläres Delisting sein.

##### (1) Keine Analogie zu § 207 UmwG

Der BGH verneinte zunächst ein Abfindungsangebot in entsprechender Anwendung von § 207 UmwG. Nach der Regel steht dem dissentierenden Anteilsinhaber eines formwechselnden Rechtsträgers ein Abfindungsanspruch zu. Die grundlegende Organisationsstruktur einer Aktiengesellschaft werde durch die Unanwendbarkeit bestimmter Regelungen, die eine Börsennotierung voraussetzen, jedoch gerade nicht betroffen.<sup>23</sup> So mangle es bereits an einer vergleichbaren Interessenlage und damit einer Analogievoraussetzung: Der Fall des regulären Delistings unterscheide sich von einem Rechtsformwechsel dahingehend, dass die rechtliche Einkleidung der vom Börsenrückzug betroffenen Gesellschaft im Wesentlichen unverändert bestehen bleibe.<sup>24</sup>

##### (2) Keine Anwendung von § 243 Abs. 2 S. 2 AktG

Sodann hatte sich der BGH damit auseinanderzusetzen, ob nicht § 243 Abs. 2 S. 2 AktG eine taugliche Rechtsgrundlage für ein Abfindungsangebot darstellen könnte. Weil ein reguläres Delisting jedoch nicht notwendigerweise zu einem Sondervorteil für den Großaktionär führen müsse,<sup>25</sup> scheidet auch die

BB 2014, 899; *Habersack*, JZ 2014, 147; *Hasselbach/Pröhl*, NZG 2015, 209; *Kocher/Widder*, NJW 2014, 127; *Lampert/Weichel*, WM 2014, 1024; *von der Linden*, NZG 2015, 176; *Paschos/Klaaßen*, ZIP 2013, 153; *dies.*, AG 2014, 22; *Roskopf*, ZGR 2014, 487; *Schmitt/Süßmann*, BB 2014, 1451; *Stöber*, WM 2014, 1757; *Thomale*, ZGR 2013, 686; *Wasmann/Glock*, DB 2014, 105; *Wieneke*, NZG 2014, 22.

<sup>21</sup> Etwa *Habersack*, ZHR 176 (2012), 463 (466 ff.); *Paschos/Klaaßen*, ZIP 2013, 154 (159); *Hoffmann* (Fn. 13), § 119 Rn. 44 („Die besseren Gründe sprachen [...] für die Beibehaltung der Rechtsprechung aufgrund einer nur einfach-gesetzlichen Analogie.“).

<sup>22</sup> BGH NZG 2013, 1342 (Frosta), ausdrückliche Aufgabe von Macrotron (BGH NJW 2003, 1032); eindringlich dazu auch *Bayer*, ZfPW 2015, 163 (190 f., 199 ff.).

<sup>23</sup> BGH NZG 2013, 1342 (1342 Rn. 5 ff.) – Frosta; a.A. etwa *Drygala/Staake*, ZIP 2013, 905 (912).

<sup>24</sup> BGH NZG 2013, 1342 (1342 Rn. 5 ff.) – Frosta; (keine Veränderung der Binnenstruktur der Gesellschaft); so auch etwa *Wieneke*, NZG 2014, 22 (23).

<sup>25</sup> BGH NZG 2013, 1342 (1342 Rn. 7) – Frosta; a.A. etwa

Anwendung von § 243 Abs. 2 S. 2 AktG generell als Grundlage für ein Abfindungsangebot entlang der ursprünglichen Macrotron-Erwägungen aus.

### (3) Keine Analogie zu § 29 Abs. 1 S. 1 Hs. 1 Fall 2 UmwG

Weiter war die Frage aufgeworfen, ob nicht eine Analogie zu § 29 Abs. 1 S. 1 Hs. 1 Fall 2 UmwG die Grundlage für ein Abfindungsangebot beim regulären Delisting ergeben könne. Danach hat bei der Verschmelzung einer börsennotierten Aktiengesellschaft auf eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft der übernehmende Rechtsträger den dissentierenden Aktionären den Erwerb der betroffenen Aktien gegen eine angemessene Abfindung anzubieten. Diese Regelung sei als Ausnahme von dem Grundsatz, dass eine formwahrende Verschmelzung abfindungsfrei ist, jedoch eng auszulegen und auf den Fall eines regulären Delistings nicht anzuwenden.<sup>26</sup> Zum einen greife beim Delisting im Wege der Verschmelzung<sup>27</sup> der kapitalmarktrechtliche Schutz des § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG nicht ein und zum anderen habe der historische Gesetzgeber mit Einführung des § 29 Abs. 1 S. 1 Hs. 1 Fall 2 UmwG gerade keinen allgemeinen Rechtsgrundsatz schaffen wollen, der jedweden Börsenrückzug an ein Abfindungsangebot koppeln würde.<sup>28</sup>

### (4) Keine Gesamtanalogie zu Strukturmaßnahmen

Ein Abfindungsangebot hätte sich schließlich noch aus einer Gesamtanalogie zu den gesetzlichen Regeln für sonstige Strukturmaßnahmen ergeben können. Eine solche lehnte der BGH jedoch mit der Begründung ab, es läge bei einem regulären Delisting gerade keine die Binnenverfassung der betroffenen Aktiengesellschaft ändernde Maßnahme vor, sondern es komme allenfalls zu einer mittelbaren Beeinträchtigung von Vermögens- und Mitgliedschaftsinteressen der vom Börsenrückzug betroffenen Anteilseigner.<sup>29</sup>

Wackerbarth, WM 2012, 2077 (2079 f.).

<sup>26</sup> BGH NZG 2013, 1342 (1342 Rn. 8 f.) – Frosta; a.A. dagegen Klöhn, NZG 2012, 1041 (1045) sowie Habersack, ZHR 176 (2012), 463 (464 f.).

<sup>27</sup> Zum unechten/kalten Delisting vgl. schon die Nachweise oben sowie weiter etwa Pluskat, BKR 2007, 54; aus der Rspr. OLG Düsseldorf NZG 2005, 317; LG Köln ZIP 2004, 220 und im speziellen Zusammenhang mit Macrotron Grunewald, ZIP 2004, 542.

<sup>28</sup> BGH NZG 2013, 1342 (1343 Rn. 9) – Frosta, mit Hinweis auf BT-Drs. 16/2919, S. 28; hierdurch wird zum einen deutlich, dass der BGH Regelungs- und Vollzugsdefizite im Kapitalmarktrecht durch gesellschaftsrechtliche Korrekturen kompensieren möchte, zum anderen sieht sich der II. Senat des BGH auch nicht als der bessere Gesetzgeber/Quasigesetzgeber für das Delisting und will dessen Wertungen daher nicht durch die eigenen Ansichten ersetzen; mit diesem Testat auch Wieneke, NZG 2014, 22 (23).

<sup>29</sup> BGH NZG 2013, 1342 (1343 Rn. 10 ff.) – Frosta; Kubis (Fn. 12), § 119 Rn. 88.

### bb) Kein Hauptversammlungsbeschluss

Weiterhin zog der BGH aus der Entscheidung des BVerfG die Konsequenz, dass für ein reguläres Delisting ein entsprechender Hauptversammlungsbeschluss nicht länger erforderlich sein sollte.<sup>30</sup> Dieses Ergebnis war logische Folge aus den vorbenannten Erwägungen zur fehlenden Beeinträchtigung des Aktieneigentums und des Nichtvorliegens einer gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahme; denn in Ermangelung von mitgliedschaftlicher Relevanz eines regulären Delistings besteht auch kein Erfordernis eines Beschlusses der Hauptversammlung zur Initiierung des Börsenrückzugs.<sup>31</sup> Hierdurch verlagerte der BGH die Zuständigkeit von der Hauptversammlung hin (zurück) zum Aufsichtsrat der betroffenen Gesellschaft, welcher dabei regelmäßig den Anweisungen des beherrschenden Großaktionärs Folge leisten wird.

### cc) Kein Fungibilitätsverlust?

Besondere Bedeutung für die Frosta-Entscheidung<sup>32</sup> des BGH hatte die darin vorgenommene Beurteilung der durch ein reguläres Delisting möglicherweise eintretenden tatsächlichen Beeinträchtigung der Anteilsinhaber durch Einbüßung der Verkehrsfähigkeit ihrer Wertpapiere. Denn zu Zeiten von Macrotron war der BGH noch der Ansicht, dass die auf ein reguläres Delisting folgende Negation des Marktes für Minderheitsaktionäre wirtschaftlich erheblich einschneidende Nachteile mit sich bringen würde.<sup>33</sup> Dreh- und Angelpunkt für diese Beurteilung waren diese vom BGH erkannten Einbußen, die die Aktionäre mit Wegfall der Fungibilität erleiden würden – bereits die Ankündigung des regulären Delistings wäre fähig, den Aktienkurs erheblich sinken zu lassen.<sup>34</sup> Die Annahme einer wesentlichen Beeinträchtigung der Anteilsinhaber durch einen Delisting-verbundenen Fungibilitätsverlust erwies sich in der Zeit nach Macrotron als angeblich falsch.<sup>35</sup> Kursverfälle, die in Verbindung mit Ankündigung eines Delistings gebracht werden könnten, wurden zunächst nicht festgestellt.<sup>36</sup>

<sup>30</sup> BGH NZG 2013, 1342 (1342 Ls.) – Frosta; Hoffmann (Fn. 13), § 119 Rn. 4; zustimmend auch etwa Bungert/Wettich, DB 2012, 2265 (2268); Klöhn, NZG 2012, 1041 (1044); Wackerbarth, WM 2012, 2077 dazu auch Kubis (Fn. 12), § 119 Rn. 88.

<sup>31</sup> BGH NZG 2013, 1324 (1342 Rn. 4) – Frosta; näher dazu Groß, Kapitalmarktrecht, 7. Aufl. 2019, BörsG § 39 Rn. 21a ff. und Hoffmann (Fn. 13), § 119 Rn. 45.

<sup>32</sup> BGH NZG 2013, 1342 (Frosta).

<sup>33</sup> BGH NZG 2003, 280 (282) – Macrotron; Hoffmann (Fn. 13), § 119 Rn. 40; Kubis (Fn. 12), § 119 Rn. 86.

<sup>34</sup> So bereits Schwark/Geiser, ZHR 161 (1997), 739 (762) und sich dem anschließend BGH NZG 2003, 280 (283) – Macrotron.

<sup>35</sup> Vgl. dazu die Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts zu Delisting und Spruchverfahren – Anfrage des BVerfG zu Az. 1 BvR 3142/07, abrufbar unter <https://silo.tips/download/stellungnahme-des-deutschen-aktieninstituts-zu-delisting-und-spruchverfahren-anf-5> (10.11.2021).

<sup>36</sup> Einzelheiten dazu bei Heldt/Royé, AG 2012, 660 (670)

Ein dogmatischer und rechtstatsächlicher Fehltritt, wie er sich später als falscher nicht hätte herausstellen können.<sup>37</sup>

#### d) Die abfindungsfreie post-Frosta-Ära

Was auf die vorgenannte Maximalkonsequenz des BGH folgte war eine Zunahme an Börsenrückzügen – abfindungsfrei; und dies gestützt auf die damalige *lex lata*.<sup>38</sup> Dabei waren es die bereits beherrschenden Großaktionäre, welche sich in der Situation wiederfanden, die betroffenen Aktien zum Zwecke der vollständigen Übernahme der Anteile nunmehr ohne Abfindungsangebot akquirieren zu können, während sich private Kleinanleger, Minderheitsaktionäre und institutionelle Anleger dem durch den Wegfall der Börsenzulassung verursachten Verkaufsdruck beugten.<sup>39</sup> Die Frosta-Entscheidung<sup>40</sup> hatte zudem allen noch anhängigen Spruchverfahren, die noch zu Macrotron-Zeiten eingeleitet worden waren, die Grundlage entzogen.<sup>41</sup>

Was bald folgen musste war die Widerlegung der Frosta-These, Anleger hätten im Falle eines abfindungsfreien Delistings keine Kursverluste zu befürchten – denn das Gegenteil war der Fall, was entsprechende Empirie schon bald belegten sollte.<sup>42</sup> Obgleich massive Anlegerverluste rechtstatsächlich

sowie weiter und m.w.N. Thomale, ZGR 2013, 686 (709 f.).

<sup>37</sup> Dazu sogleich I. 2. d).

<sup>38</sup> Etwa der Kabel Deutschland Holding AG mit Ad-hoc-Mitteilung v. 3.9.2015, abrufbar unter <https://www.boerse-online.de/nachrichten/aktien/dgap-adhoc-kabel-deutschland-holding-ag-weisung-den-widerruf-der-zulassung-der-aktien-zum-handel-im-regulaeren-markt-zu-beantragen-delisting-1000794534> (4.11.2021);

dazu auch Kubis (Fn. 12), § 119 Rn. 91 („Rückzugswelle“).

<sup>39</sup> Dazu Bayer, ZfPW 2015, 163 (194 ff.); Bayer/Hoffmann, AG 2015, R 55 ff.; Pasch/Schmeling/Starke, CF 2015, 259 (268).

<sup>40</sup> BGH NZG 2013, 1342 (Frosta).

<sup>41</sup> So OLG München NZG 2015, 556 m. Anm. Wasmann; OLG Stuttgart NZG 2015, 629; OLG Düsseldorf NZG 2015, 518; OLG Jena NZG 2015, 600; Wasmann/Glock, DB 2014, 105 (108); Roskopf, ZGR 2014, 487 (502); Schockenhoff, ZIP 2013, 2429 (2433); Wieneke, NZG 2014, 22 (25); ausführlich dazu auch Müller/Schorn, AG 2015, 420 m.w.N.; a.A. dagegen LG Stuttgart ZIP 2014, 2346; Lochner/Schmitz, AG 2014, 489; Hoffmann (Fn. 13), § 119 Rn. 45a; freilich mit ebenso positiven Folgen für die abfindungspflichtigen Großaktionäre (dazu im Einzelnen auch Lochner/Schmitz, AG 2014, 489 – auch mit a.A., gestützt auf das Rückwirkungsverbot).

<sup>42</sup> Dazu Bayer, ZfPW 2015, 163 (194 ff.); Rechtstatsachen dazu bei Bayer/Hoffmann, AG 2015, R 55 ff.; Pasch/Schmeling/Starke, CF 2015, 259 (268) („können sich Unternehmen schnell und kostengünstig aus dem regulierten Markt zurückziehen“) und ausführlich Karami/Schuster, Eine empirische Analyse des Kurs- und Liquiditätseffekts auf die Ankündigung eines Börsenrückzugs am deutschen Kapitalmarkt im Lichte der „FRoSTA“-Entscheidung des BGH, abrufbar unter <https://bewertung-im-recht.de/sites/default/files/working-paper/eine-empirische-analyse-des-kurs->

nun doch belegt waren, stellten sich einzelne Stimmen dennoch gegen ein Tätigwerden des Gesetzgebers<sup>43</sup> und konnten so zu Gunsten der ehemals Abfindungspflichtigen und zu Lasten des Anlegerschutzes das Zeitfenster für abfindungsfreie Börsenrückzüge erweitern.

Abfindungsfreie Delistingverfahren nach Maßgabe der negierten Macrotron-Vorgaben wurden in der Interimszeit als taktische Vorschaltmaßnahme bei Umstrukturierungen damit zunächst weiter praktiziert.<sup>44</sup>

#### e) Zwischenergebnis

Die Abwendung des BGH von den gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen eines Delistings wurde von vielen Stimmen<sup>45</sup> positiv angenommen – nur Einzelne<sup>46</sup> übten Kritik. Nach der Frosta-Entscheidung bestand weder eine Zuständigkeit der Hauptversammlung, noch hatten die betroffenen Aktionäre einen Anspruch auf eine Abfindung, deren Angemessenheit im Spruchverfahren überprüfbar gewesen wäre. Dass mit diesem Testat die berechtigten Interessen der Anteilseigner im Falle eines regulären Delistings nicht mehr hinreichend geschützt wurden, lag auf der Hand und wurde richtigerweise schon bald umfassender adressiert:<sup>47</sup> Der deutsche Kapital-

[und liquiditätseffekts auf die ankuendigung im frosta-zeitalter stand 02 2016.pdf.pdf](#) (4.11.2021);

sowie Doumet/Limbach/Theissen, Ich bin dann mal weg: Werteffekte von Delistings deutscher Aktiengesellschaften nach dem Frosta-Urteil, S. 24 („statistisch und ökonomisch signifikante Vermögensverluste“), abrufbar unter [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2660074](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2660074) (4.11.2021).

<sup>43</sup> Etwa Paschos, FAZ v. 3.12.2014, S. 16, abrufbar im Archiv der FAZ unter

[https://fazarchiv.faz.net/faz-portal/document?uid=FAZ\\_FD2\\_201412034425826](https://fazarchiv.faz.net/faz-portal/document?uid=FAZ_FD2_201412034425826) (19.6.2021);

ebenso wohl Lampert/Weichel, WM 2014, 1024 (1028).

<sup>44</sup> Paketverkauf an Großaktionär ohne Abfindungsangebot, Verschmelzung auf nichtbörsennotierte Aktiengesellschaft ohne Abfindung gem. § 29 UmwG, Squeeze Out ohne Börsenkurs als unterer Abfindungswert nähere Nachweise hierzu bei Bayer, ZfPW 2015, 163 (197).

<sup>45</sup> Paschos/Klaaßen, AG 2014, 33; Kocher/Widder, NJW 2014, 127; Wasmann/Glock, DB 2014, 105; Lampert/Weichel, WM 2014, 1024 („folgerichtig“); Roskopf, ZGR 2014, 487 (497 ff.); Glienke/Röder, BB 2014, 899.

<sup>46</sup> Apodiktisch Habersack, JZ 2014, 147 („Unglück“); Stöber, WM 2014, 1757; kritisch auch bereits Bayer/Hoffmann, AG-Report 2013, R 371 ff., dies., AG 2014, Rn. 3 ff.; sowie später Bayer, ZfPW 2015, 163.

<sup>47</sup> So etwa Koch/Harnos, NZG 2015, 729 m.w.N. in Fn. 3; nachdrücklich bereits Bayer, ZfPW 2015, 163 (194 ff.); Habersack, JZ 2014, 147; Stöber, WM 2014, 1757; vgl. auch Hoffmann (Fn. 13), § 119 Rn. 39 ff.; Brellocks, AG 2014, 633 (644 f.); Buckel/Glindemann/Vogel, AG 2015, 373 (375): „gesetzgeberische Initiative (könnte) gerechtfertigt sein“; nachdrücklich für Delisting-Schutz auch Wicke, DNotZ 2015, 488; BR-Drs. 22/15, S. 7; BT-Drs. 18/5010, S. 4 sowie BT-Drs. 18/6220 (Vorabfassung), S. 91 f.

markt sollte nicht nur für Emittenten und Großaktionäre attraktiv sein; eine einseitige Abwälzung der Risiken eines Börsenrückzugs auf die Minderheitsaktionäre unter Stärkung der Position der übernahmewilligen Großaktionäre war damit rechtspolitisch nicht und dogmatisch nur schwer hinnehmbar.<sup>48</sup>

Das dem BVerfG überobligatorische<sup>49</sup> Folgeleisten durch den BGH führte zu einer Volatilität in der Entscheidungsrichtung des Zweiten *Zivilsenats*, die in eine Rechtsleere für die von einem regulären Delisting betroffenen Minderheitsaktionäre mündete und damit dem freiwilligen Börsenrückzug schließlich den Weg in den Bundestag ebnete.

## 2. Legislatives Eingreifen – die Eckpfeiler<sup>50</sup>

Ogleich bald nach Frosta auf die zunächst vermutete und sodann empirisch belegte Fehlentwicklung hingedeutet wurde,<sup>51</sup> dauerte es insgesamt noch zwei weitere Jahre, ehe sich die Politik dem Problem zuwandte.<sup>52</sup> Nach zwei Jahren abfindungsfreiem Delisting, europarechtlichen Vorgaben und der monierten Rechtsleere für Minderheitsaktionäre wurde das reguläre Delisting schließlich umfassend<sup>53</sup> neu geregelt.<sup>54</sup> Den Gesetzgebungsprozess initiierte letztlich die Stellungnahme des Bundesrats zur Aktienrechtsnovelle 2014.<sup>55</sup> Ziel der in nur sieben Monaten generierten und durch Art. 2 des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 20.11.2015<sup>56</sup> implementierten Neuregelung des

<sup>48</sup> Ebenso *Bayer*, NZG 2015, 1169 (1172); wohl auch *Hoffmann* (Fn. 13), § 119 Rn. 44.

<sup>49</sup> Die vom BGH in *Macrotron* (BGH NJW 2003, 1032) angestellte Rechtsfortbildung wurde vom BVerfG schließlich gebilligt (BVerfG NZG 2012, 826 [830 f.]), sodass es der Frosta-Wende eigentlich (so) nie bedurft hätte; dazu auch *Hoffmann* (Fn. 13), § 119 Rn. 44 f. („Eine Änderung der Rechtsprechung war auch von Verfassungs [sic] wegen nicht geboten“ und „Dennoch“), sowie *Kubis* (Fn. 12), § 119 Rn. 88 („Maximalkonsequenz“).

<sup>50</sup> Zusammenfassung bei *Groß*, AG 2015, 812; *Bayer*, ZIP 2015, 853 (857 ff.); Einzelheiten zur Neuregelung etwa bei *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750; *Morell*, AcP 217 (2017), 61; *ders.*, ZBB 2016, 67; *Wackerbarth*, WM 2016, 385; *Gegler*, BKR 2016, 273; *Bungert/Leyendecker-Langner*, ZIP 2016, 1056; *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (730 ff.); *Rubner/Pospiech*, NJW-Spezial 2016, 207; *Linnerz/Freyling*, BB 2017, 1354; *Schulz/Wieneke*, NZG 2017, 449.

<sup>51</sup> Dazu schon oben I. 2. d).

<sup>52</sup> Dazu im Einzelnen *Bayer*, ZIP 2015, 853 (856) m.w.N.; *ders.*, NZG 2015, 1169 (1172): „Armutzeugnis“.

<sup>53</sup> Zum formalen Umfang schon oben Fn. 9.

<sup>54</sup> Vgl. Art. 2 des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie (diese v. 22.10.2013 – vgl. Richtlinie 2013/50/EU, ABl. EU 2013 Nr. 294, S. 13) v. 20.11.2015, BGBl. I 2015, S. 2039; dazu auch *Weber*, NJW 2016, 992 und zum Delisting als Regulierungsaufgabe *Thomale/Walter*, ZGR 2016, 679.

<sup>55</sup> Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Aktiengesetzes (Aktienrechtsnovelle 2014), BR-Drs. 22/15.

<sup>56</sup> BGBl. I 2015, S. 2029.

regulären Delistings war es, die in Wissenschaft und Praxis geführte Diskussion durch Herstellung praktischer Konkordanz zwischen Emittenteninteresse und Interessen der vom Börsenrückzug betroffenen Minderheitsaktionäre herzustellen, wobei als angemessen die Einführung einer Abfindungsregelung angesehen wurde;<sup>57</sup> wie diese Neuregelung im Einzelnen jedoch auszusehen habe, war – wie sich in der Zeit post Frosta bereits abbildete – heftig umstritten und sorgte auch im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens noch für erheblichen Streitstoff.

### a) Verortung der Neuregelung?

Für die Neuregelung von maßgeblicher Bedeutung war freilich zunächst die fundamentale Frage, wo diese überhaupt Platz finden sollte, da sich daran die einzelnen Fragen der Zulässigkeit eines regulären Delistings anknüpfen. Dem Gesetzgeber standen dabei zwei grundsätzliche Möglichkeiten zur Verfügung: die bereits in *Macrotron* vom BGH vertretene gesellschaftsrechtliche Anknüpfung oder die sog. kapitalmarktrechtliche Lösung:

#### aa) Gesellschaftsrechtliches Lager

Eine gesellschaftsrechtliche Verortung der Neuregelung des regulären Delistings wurde aus der Erwägung heraus befürwortet, dass der dabei in seiner Rolle als Gesellschafter betroffen sei und deswegen gesellschaftsrechtliche Vorgaben Anwendung finden müssten. Zur Lösung wurde eine Gesamtanalogie zu den Strukturmaßnahmen der §§ 29, 207 UmwG sowie §§ 305, 320b, 327b AktG befürwortet.<sup>58</sup>

Das reguläre Delisting führe für den Anleger zur Situation, dass dieser mit Blick auf den Verlust der Handelbarkeit der betroffenen Aktien faktisch zu einer Veräußerung gezwungen werde – also seine Gesellschafterstellung aufgeben wird –, während die Erzielung eines etwaigen, in der Zukunft liegenden höheren Ertrags wegen des Abschneidens der Handelbarkeit an der Börse für ihn ohnehin ausscheide.<sup>59</sup>

#### bb) Kapitalmarktrechtliches Lager

Wie bereits eingangs<sup>60</sup> genannt, wird ein erfolgreiches Delisting mittels Widerrufs der ursprünglichen Börsenzulassung durch Verwaltungsakt vollzogen. Weil es sich dabei um einen kapitalmarktrechtlichen Vorgang handele, habe sich die Zu-

<sup>57</sup> Dazu im Einzelnen auch Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses BT-Drs. 18/6220, S. 84; *Bungert/Leyendecker-Langner*, ZIP 2016, 49; *Häller*, ZIP, 2016, 1903 (zum Delisting in der Insolvenz); *Morell*, ZBB 2016, 67; *Thomale/Walter*, ZGR 2016, 679; *Wackerbarth*, WM 2016, 385; *Hammen*, ZBB 2016, 398.

<sup>58</sup> Einzelheiten zur Gesamtanalogie durch die fachgerichtliche Rspr. bei BVerfG NZG 2012, 826 (830) sowie *Kubis* (Fn. 12), § 119 Rn. 86, 88; *Hoffmann* (Fn. 13), § 119 Rn. 42.

<sup>59</sup> Zutreffend *Wieneke*, NZG 2014, 22 (23), knapp *Kubis* (Fn. 12), § 119 Rn. 91.

<sup>60</sup> Oben I. 1.

lässigkeit eines regulären Delistings konsequenterweise auch an kapitalmarktrechtlichen Vorgaben zu orientieren.<sup>61</sup>

*cc) Entscheidung des Gesetzgebers*

Sodann durchgesetzt hat sich die letztbenannte kapitalmarkt-rechtliche Lösung, wobei als *sedes materiae* § 39 BörsG, welcher bereits die Möglichkeit eines regulären Delistings statuierte, herangezogen wurde. Der Gesetzgeber stellte sich damit hinter die Vertreter der Ansicht, dass es sich um keinen an Gesellschaftsrecht zu orientierenden Vorgang handelt, sondern das Kapitalmarktrecht der einzig richtige Standpunkt für die Neuregelung sei.

*b) Ausgestaltung des Abfindungsangebots im Einzelnen*

Besonders umstritten war im Gesetzgebungsverfahren die Frage nach der genauen Ausgestaltung des Mechanismus zur Bestimmung der Höhe des den vom regulären Delisting betroffenen Minderheitsaktionären zu unterbreitenden Abfindungsangebots, wobei dem Gesetzgeber wiederum zwei Möglichkeiten vorlagen:

*aa) Anknüpfung an den Börsenkurs*

In Betracht kam zunächst die Bestimmung der Höhe des Abfindungsangebots am Maßstab des Börsenkurses.<sup>62</sup> Hierfür wurde mit Blick auf Praktikabilitätsgesichtspunkte zuvorderst ins Feld geführt, dass der Börsenkurs leicht zu ermitteln sei,<sup>63</sup> soweit es sich um gewöhnliche Umstände handle, dieser die tatsächliche Marktbewegung widerspiegele<sup>64</sup> und erhebliche Kosten für aufwändige Bewertungsgutachten vermieden werden könnten.<sup>65</sup> Für den Verlust der Fungibilität der Aktien an der Börse sei es zudem angemessen, die entsprechende Entschädigung ebenso systemgerecht an ebendiesem, entlang des Börsenkurses ermittelten, Wert zu koppeln.<sup>66</sup>

<sup>61</sup> Dazu *Kubis* (Fn. 12), § 119 Rn. 91; *Hoffmann* (Fn. 13), § 119 Rn. 45a; *Wieneke*, NZG 2014, 22 (23); zu Delistingvarianten nach deutschem Kapitalmarktrecht vgl. bereits *Zetsche*, NZG 2000, 1065.

<sup>62</sup> *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (379); *Bungert/Leyendecker-Langner*, DB 2015, 2251 (2254); *Habersack*, JZ 2014, 147 (148 f.).

<sup>63</sup> So *Habersack*, Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Aktiengesetzes, S. 7, abrufbar unter <https://www.bundestag.de/resource/blob/372592/4fa5dcc6925299639e78e4ee209de2f5/habersack-data.pdf> (4.11.2021); *Noack*, Stellungnahme zur Aktienrechtsnovelle 2014, S. 8, abrufbar unter

<https://www.bundestag.de/resource/blob/373542/7ca5d39034fa08336cd40001e7ced860/noack-data.pdf> (4.11.2021); auch *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (730); *Bungert/Leyendecker-Langer*, DB 2015, 2251 (2254); *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (375).

<sup>64</sup> *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (732); zur Berechnung der Gegenleistung etwa *Herfs/Leyendecker*, BB 2018, 643.

<sup>65</sup> *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (379).

<sup>66</sup> So *Brellocks*, AG 2014, 633 (645); *Habersack*, ZHR 176 (2012), 463 (467); *ders.*, JZ 2014, 147 (149); *Noack*, Stellungnahme zur Aktienrechtsnovelle 2014, S. 8, abrufbar unter

*bb) Anknüpfung an den Unternehmenswert*

Gegenüber stand das Lager, welches die Bestimmung der Abfindungshöhe am Unternehmenswert befürwortete.<sup>67</sup> Denn gerade in von hoher Volatilität geprägten Märkten habe der Börsenkurs nur verminderte Aussagekraft; weiter bestehe im Falle eines regulären Delisting das Problem, dass nur noch wenige Aktien frei gehandelt würden und der Börsenkurs so zusätzlich keine repräsentative Aussagekraft (mehr) besitze.<sup>68</sup> Ein anhand einer ertragsorientierten Unternehmensbewertung ermittelter Wert führe dagegen zu realistischeren Ergebnissen, da dergestalt insbesondere auch zukunftsbezogene Aspekte berücksichtigt würden.<sup>69</sup>

*cc) Entscheidung des Gesetzgebers*

Während teilweise bis zuletzt an prominenter Stelle sogar noch um ein reguläres Delisting ohne jede Abfindungspflicht gerungen wurde,<sup>70</sup> nahm der Gesetzgeber die auf die Frosta-Entscheidung des BGH hin folgende Kritik auf, die sowohl aus Kreisen der Anlegerschutzverbände<sup>71</sup>, dem DAV<sup>72</sup> sowie

<https://www.bundestag.de/resource/blob/373542/7ca5d39034fa08336cd40001e7ced860/noack-data.pdf> (4.11.2021);

vgl. auch *M. Arnold/Rothenburg*, DStR 2014, 150 (154); *Roskopf*, ZGR 2014, 487 (500 f.).

<sup>67</sup> *Bayer*, ZfPW 2015, 163 (221 f.); *ders.*, ZIP 2015, 853 (857);

*BRAK*, Stellungnahme Nr. 37/2015, S. 4 f., abrufbar unter <https://brak.de/zur-rechtspolitik/stellungnahmen-pdf/stellungnahmen-deutschland/2015/oktober/stellungnahme-der-brak-2015-37.pdf> (4.11.2021);

*Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (732 f.); *Brellocks*, AG 2014, 633; *DSW-Stellungnahme v. 3.9.2015 für den Finanzausschuss*, S. 8, abrufbar unter

[https://www.dsw-info.de/fileadmin/Redaktion/Dokumente/PDF/Publikationen/DSW-Stellungnahme\\_Transparenzrichtlinie\\_und\\_Delisting\\_03092015.pdf](https://www.dsw-info.de/fileadmin/Redaktion/Dokumente/PDF/Publikationen/DSW-Stellungnahme_Transparenzrichtlinie_und_Delisting_03092015.pdf) (4.11.2021);

*Koch*, Stellungnahme zur Aktienrechtsnovelle 2014 und Änderungsanträgen, S. 7, abrufbar unter <https://www.bundestag.de/resource/blob/373420/7f7973bb06ba786c2060c6795ce4b7d7/koch-data.pdf> (4.11.2021).

<sup>68</sup> *Bayer*, ZIP 2015, 853 (857); *ders.*, ZfPW 2015, 163 (222); *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (732).

<sup>69</sup> Zum Ganzen *Bayer*, ZIP 2015, 853 (857); *ders.*, ZfPW 2015, 163 (222); *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (732).

<sup>70</sup> Etwa *Bungert/Leyendecker-Langner*, DB 2015, 2251; zuvor bereits *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373; in diese Richtung ebenso *Brellocks*, Stellungnahme v. 3.9.2015 für den Finanzausschuss, abrufbar unter

<https://www.bundestag.de/resource/blob/386820/5ea2c4ee849631dfe2a4f220555d778c/01-Dr-Brellocks-data.pdf> (4.11.2021).

<sup>71</sup> *DSW-Stellungnahme v. 3.9.2015 für den Finanzausschuss*, abrufbar unter

[https://www.dsw-info.de/fileadmin/Redaktion/Dokumente/PDF/Publikationen/DSW-Stellungnahme\\_Transparenzrichtlinie\\_und\\_Delisting\\_03092015.pdf](https://www.dsw-info.de/fileadmin/Redaktion/Dokumente/PDF/Publikationen/DSW-Stellungnahme_Transparenzrichtlinie_und_Delisting_03092015.pdf) (4.11.2021);

*SdK-Stellungnahme v. 14.9.2015 für den Finanzausschuss*, abrufbar unter

aus der Wissenschaft<sup>73</sup> hallte und folgte schließlich den Verfechtern der Anknüpfung am Börsenkurs:

Über einen Verweis des § 39 Abs. 3 S. 2 BörsG auf § 31 WpÜG, aus dessen Abs. 7 folgt, dass bei der Berechnung der Gegenleistung die §§ 3 bis 7 WpÜG-AngVO anzuwenden sind, folgt, dass die Höhe des Abfindungsangebots an den Börsenkurs anzuknüpfen hat.<sup>74</sup> Gem. § 39 Abs. 3 S. 4 BörsG kann eine Bestimmung dagegen ausnahmsweise dann anhand des Unternehmenswerts vorgenommen werden, wenn (i.) der Börsenkurs für die Aktien innerhalb des Referenzzeitraums von sechs Monaten an weniger als einem Drittel der Börsentage festgestellt wurde und (ii.) mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als fünf Prozent voneinander abweichen und (iii.) demzufolge erhebliche Zweifel an der Aussagekraft des Börsenkurses bestehen.<sup>75</sup> Gleiches gilt nach § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG für den Fall, dass der Börsenkurs wegen eines Verstoßes gegen §§ 15, 20a WpHG keine verlässliche Grundlage des Abfindungsanspruchs mehr darstellen kann.<sup>76</sup> Weitere Ausnahmen kommen nicht in Betracht; die Regelung ist abschließend.<sup>77</sup>

Den regionalen Börsen wurde damit der entsprechende Abweichungsspielraum entzogen – tertium non datur –; ein wichtiger Schritt mit Blick auf die Herbeiführung harmonischen Anlegerschutzes.

<https://sdk.org/assets/Uploads/2015-09-04-Stellungnahme-SdK-Anderungsantrag-18-5010-31.08.2015pdf.pdf>

(4.11.2021).

<sup>72</sup> DAV-Stellungnahme Nr. 49/2015 für den Finanzausschuss, abrufbar unter

<https://anwaltverein.de/de/newsroom/sn-49-15-delisting>

(4.11.2021).

<sup>73</sup> Koch/Harnos, NZG 2015, 729 m.w.N. in Fn. 3; Bayer, ZfPW 2015, 163 (194 ff.); Habersack, JZ 2014, 147; Stöber, WM 2014, 1757; auch Hoffmann (Fn. 13), § 119 Rn. 39 ff.

<sup>74</sup> Entgegen § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO ist für die Bestimmung der Angemessenheit der Gegenleistung hier jedoch nicht der gewichtete durchschnittliche inländische Börsenkurs der letzten drei Monate maßgeblich (dafür noch Habersack, Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Aktiengesetzes, S. 6, abrufbar unter

<https://www.bundestag.de/resource/blob/372592/4fa5dcc6925299639e78e4ee209de2f5/habersack-data.pdf> [4.11.2021]),

sondern der letzten sechs Monate; hierdurch soll dem vom gegnerischen Lager bemängelten, besonderen Börsenumfeld Rechnung getragen werden, vgl. Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses BT-Drs. 18/6220, S. 84.

<sup>75</sup> Kritik an den Ausnahmetatbeständen unten II. 3. c) cc); dazu auch Harnos, ZHR 179 (2015), 750 (760 ff.); Bayer, NZG 2015, 1169 (1175); Wackerbarth, WM 2016, 385 (388); Mense/Klie, DStR 2015, 2782 (2785); Kumpfan (Fn. 2), BörsG § 39 Rn. 9 („Börsenkurs verzerrt“).

<sup>76</sup> Dazu bereits Groß, AG 2015, 812 (818); Bayer, NZG 2015, 1169 (1175); Wackerbarth, WM 2016, 385 (387); Mense/Klie, DStR 2015, 2782 (2785); Kocher/Seiz, DB 2016, 153 (155).

<sup>77</sup> Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses BT-Drs. 18/6220, S. 84; siehe auch Harnos, ZHR 179 (2015), 750 (771 f.).

## II. Einzelfacetten der Neuregelung und Kritik

Zwar wurde das reguläre Delisting mit § 39 Abs. 2–6 BörsG n.F. einer gesetzlichen Regelung zugeführt, die aus Anleger-schutzgesichtspunkten a priori freilich begrüßt werden muss. In Einzelfacetten erweist sich allerdings auch der durch die Neuregelung geschaffene Rechtszustand bis dato als nicht vollends zielführend.

### 1. Initiativrichtung

Im Grunde unverändert kann der Börsenrückzug nach § 39 Abs. 1 BörsG unabhängig vom Willen des Emittenten zwangsweise oder nach § 39 Abs. 2 BörsG auf Basis seines freien Willens sowie auf Antrag hin erfolgen.

#### a) Zwangsdelisting

Soweit (i.) ein ordnungsgemäßer Börsenhandel mit den Aktien der betroffenen Gesellschaft dauerhaft nicht mehr möglich ist und (ii.) die Börsengeschäftsführung das Listing daher eingestellt hat oder (iii.) der Emittent seine Zulassungspflicht nach Ablauf einer angemessenen Frist nicht erfüllt hat, erfolgt ein Delisting zwangsweise ex officio wegen Verstoßes gegen die entsprechenden kapitalmarktrechtlichen Vorgaben.<sup>78</sup> Der das Zwangsdelisting regelnde § 39 Abs. 1 BörsG hatte mit Macrotron oder Frosta nichts zu tun und ist von der n.F. der übrigen Absätze der Vorschrift auch unangetastet gelassen worden; dementsprechend bleibt das Zwangsdelisting bei der Abhandlung auch außer Betracht.<sup>79</sup>

#### b) Reguläres Delisting

Der Schritt des Emittenten, freiwillig den Widerruf seiner Börsenzulassung zu suchen, kann dagegen ganz vielfältige Gründe haben.

Zum einen erweist sich das ursprüngliche Listing für die dann börsennotierte Gesellschaft im Vergleich zu den Vorteilen möglicherweise als kostenmäßig irrational, etwa, wenn die betroffene Aktiengesellschaft nur eine geringe Marktkapitalisierung und niedrige Handelsaktivität aufweist.<sup>80</sup> Illiquide Aktien und damit verbundene Volatilität der Preise am Markt spiegeln nicht die reale Unternehmensentwicklung wider und können so eine negative Wahrnehmung in der Öffentlichkeit hervorrufen.<sup>81</sup> Nicht zuletzt können Emittenten freilich auch schlicht daran interessiert sein, die mit dem ehemaligen Listing einhergehenden Publizitäts- und sonstigen Pflichten etwa aus § 3 Abs. 2 AktG, § 264d HGB, § 3 Abs. 5 WpHG, § 1 Abs. 1 WpÜG samt die damit verknüpfte Kostenlast wieder hinter sich zu lassen und durch den Börsenrückzug so eine

<sup>78</sup> Groß (Fn. 31), BörsG § 39 Rn. 5; ders. (Fn. 1), BörsG § 39 Rn. 4 ff.

<sup>79</sup> Verwiesen werden kann dazu im Einzelnen etwa auf Groß (Fn. 31), BörsG § 39 Rn. 5 oder ders. (Fn. 1), BörsG § 39 Rn. 4 ff.

<sup>80</sup> Aders/Muxfeld/Lill, CF 2015, 389 (399); vgl. zum hier nicht behandelten Thema des Delistings in der Insolvenz etwa Hüller, ZIP 2016, 1903 sowie jünger Korch, BKR 2020, 285 und VG Frankfurt ZIP 2020, 1816.

<sup>81</sup> Kastl, Rückzug von der Börse, S. 386.

Vereinfachung durch „Privatisierung“ der Geschäftsabläufe herzustellen.<sup>82</sup>

## 2. Anwendungsbereich des § 39 BörsG

### a) Persönlicher Anwendungsbereich

#### aa) Adressatenkreis?

Weder der Wortlaut des Gesetzes selbst noch die Gesetzesbegründung äußern sich näher zur Frage, wer Adressat der Regelungen des § 39 BörsG ist, wer also das nunmehr erforderliche Abfindungsangebot<sup>83</sup> zu unterbreiten hat und den Abfindungsbetrag bezahlen muss.

Obschon es sich dabei zwar regelmäßig um den Großaktionär handeln wird, der die Übernahme der Gesellschaft samt Rückzug derselben von der Börse anvisiert, sind prima facie auch keine Gründe ersichtlich, warum nicht ebenso ein Dritter dieses Angebot unterbreiten können sollte;<sup>84</sup> aus Sicht des Anlegerschutzes kommt es dem einzelnen Aktionär – in Parallele zur Leistung durch Dritte im allgemeinen Zivilrecht (§ 267 BGB) – schließlich doch ganz grundsätzlich nicht darauf an, wer den Abfindungsbetrag leistet, solange er überhaupt abgefunden wird.

#### bb) Ausländische Emittenten mit einbezogen

Gesellschaften mit Sitz im Ausland aber Listing an einem regulierten Markt in Deutschland unterliegen nicht dem deutschen Gesellschaftsrecht und waren damit nach der vom BGH in seiner Macrotron-Entscheidung<sup>85</sup> geschaffenen, gesellschaftsrechtlich geprägten Rechtslage auch nicht verpflichtet, den Minderheitsaktionären bei einem regulären Delisting ein Abfindungsangebot zu unterbreiten.<sup>86</sup> § 39 BörsG n.F. weicht hiervon nunmehr ausdrücklich ab, indem er in seinem Abs. 4 das WpHG auch dann für anwendbar erklärt, wenn es sich bei dem rückzugsgewillten Emittenten um einen solchen mit Sitz im Ausland handelt. Diesem Umweg bedarf es, da das WpHG im Grunde uneingeschränkt nur für inländische Emittenten Geltung entfaltet.<sup>87</sup> Zum Zwecke des Anlegerschutzes ist die so erfolgte Ausweitung des Adressatenkreises aber erforder-

lich und geboten, denn auch ausländische Emittenten, die den Widerruf ihrer Börsenzulassung anstreben und deshalb zu einem regulären Delisting schreiten,<sup>88</sup> sollten den Anlegerschutz nicht konterkarieren können, indem für sie weiterhin die Möglichkeit eines abfindungsfreien Börsenrückzugs besteht.

Nach neuer Rechtslage kommt es nunmehr allein auf die kapitalmarktrechtliche Verknüpfung mit einer deutsche Börse durch entsprechende Zulassung und nicht mehr auf den Sitz der betroffenen Gesellschaft an,<sup>89</sup> sodass im Ergebnis auch jeder ausländische Emittent den Minderheitsaktionären ein Abfindungsangebot zu unterbreiten hat, ehe er sich freiwillig wieder vom regulierten Markt zurückziehen vermag. Dass dies als Standortnachteil Deutschlands gesehen werden könnte, muss im Namen des Anlegerschutzes außer Betracht bleiben.

#### b) Zeitlicher Anwendungsbereich

In zeitlicher Hinsicht entfaltet die Neuregelung ausweislich des Anwendungsbefehls des § 52 Abs. 9 BörsG auch auf solche Delisting-Anträge Anwendung, die zwar nach dem 7.9.2015 gestellt wurden, über welche bis zum Inkrafttreten der Neuregelung jedoch noch nicht mit Bestands- oder Rechtskraft entschieden worden war. Die Heranziehung dieses konkreten Datums findet seine Rechtfertigung in dem Umstand, dass nach Ansicht des Gesetzgebers spätestens seit dem 7.9.2015, als die öffentliche Anhörung betreffend die Neuregelung vor dem Finanzausschuss stattgefunden hat,<sup>90</sup> kein schützenswertes Vertrauen mehr in den Erhalt der durch die Frosta-Entscheidung geschaffenen abfindungsfreien Rechtslage bestehe.<sup>91</sup>

#### aa) Abstand zwischen Veröffentlichung und Antrag?

Aus dem Wortlaut des § 39 Abs. 2 BörsG folgt, dass das Abfindungsangebot an die Minderheitsaktionäre dem Delisting-Antrag vorauszugehen hat. Eine Antwort darauf, welcher zeitlicher Abstand in concreto zwischen Angebotsveröffentlichung und Delisting-Antrag liegen muss, kann die Vorschrift jedoch nicht liefern. Nach dem Willen des Gesetzgebers muss es sich um ein „aktuelles“ Erwerbsangebot als Zulässigkeitsvoraussetzung handeln.<sup>92</sup> Bei weiter Auslegung des Begriffs ließe sich wohl jedes vorausgegangenes Übernahmeangebot unter die Vorschrift subsumieren, wofür auch Emittenteninteressen an einem einfachen Börsenrückzug streiten würden; demgegenüber stünden freilich wieder Anlegerschutzgesichtspunkte als erhebliches Abwägungsmaterial. Obschon einige Fraktionen es in ihrem Änderungsantrag zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie<sup>93</sup> noch für angemessen erachteten, den

<sup>82</sup> *Kastl* (Fn. 81), S. 386; umfassend zum sog. Going Private freilich auch unter Einschluss des regulären Delisting etwa *Walz*, in: Schüppen/Schaub (Hrsg.), Münchener Anwaltshandbuch zum Aktienrecht, 3. Aufl. 2018, § 50.

<sup>83</sup> Zu Einzelheiten betreffend die Ausgestaltung des Angebots unten II. 3. a).

<sup>84</sup> Auch *Goetz*, BB 2015, 2691 (2692); in Betracht kommen dabei die emittierende Gesellschaft (wobei diese den zusätzlichen Anforderungen des § 71 AktG unterliegt; Ermächtigung und Rücklagen), freilich der Großaktionär oder schließlich auch etwaige externe Investoren, solange der Liquiditätsnachweis nach § 13 WpÜG erbracht werden kann.

<sup>85</sup> BGH NZG 2003, 280 (Macrotron) dazu näher bereits oben I. 2. a).

<sup>86</sup> *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 374 (380); *Goetz*, BB 2015, 2691 (2692).

<sup>87</sup> BT-Drs. 18/6220, S. 86; *Kumpan* (Fn. 2), BörsG § 39 Rn. 11; *Versteegen*, in: Hirte/v. Bülow (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG, 2. Aufl. 2010, § 1 Rn. 4.

<sup>88</sup> Zu den Gründen für ein reguläres Delisting vgl. bereits oben II. 1. b).

<sup>89</sup> *Brellocks*, AG 2014, 633 (644 ff.); *Bungert/Leyendecker-Langer*, ZIP 2016, 349 (350).

<sup>90</sup> Dazu BT-PIPr. 18/51, Finanzausschuss (verbatim).

<sup>91</sup> BT-Drs. 18/6220, S. 87, 94 f.

<sup>92</sup> BT-Drs. 18/6220, S. 84.

<sup>93</sup> Gesetzentwurf vgl. BT-Drs. 18/5010; hierzu auch etwa



von einem regulären Delisting betroffenen Aktionären keine Abfindung zu bezahlen, sollten diese ein nicht länger als sechs Monate zurückliegendes Übernahmeangebot nicht angenommen haben,<sup>94</sup> hat sich der Gesetzgeber schließlich dagegen und richtigerweise für den Anlegerschutz entschieden. Logische Folge wäre gewesen, dass die Minderheitsaktionäre unter massivem Druck hinsichtlich der Annahme des Übernahmeangebots gestanden hätten und der für die Delisting-Situation intendierte Anlegerschutz durch ein vorausgeschicktes Übernahmeangebot ohne Ansehung des § 39 BörsG hätte konterkariert werden können.<sup>95</sup>

Nach Maßgabe von § 39 Abs. 2 S. 2 Nr. 1 BörsG muss die zu veröffentlichende Angebotsunterlage daher einen ausdrücklichen Hinweis auf den vorausgegangenen Delisting-Antrag enthalten; hierdurch wird klar, dass also gerade nicht jedes bereits abgeschlossene Angebot den Schutzzorstellungen des Gesetzgebers entsprechen kann.<sup>96</sup>

#### bb) Ausnahmsweise nachfolgende Veröffentlichung

In diesem Zusammenhang stellte sich für Unternehmen, die einen Delisting-Antrag nach dem 7.9.2015 bereits gestellt hatten und damit grundsätzlich unter die Übergangsvorschrift des § 52 Abs. 9 BörsG fielen, die Frage, wie diese mit der Pflicht zur gleichzeitigen Veröffentlichung eines Abfindungsangebots nach § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG umzugehen hatten. Soweit ein Delisting-Antrag nach dem 7.9.2015 gestellt wurde und über diesen bis zum 1.10.2015 nicht bestands-/rechtskräftig befunden war, konnte die Veröffentlichung des Erwerbsangebots im Einklang mit dem Wortlaut des Gesetzes in § 52 Abs. 9 BörsG ausnahmsweise auch der Antragstellung nachfolgen.<sup>97</sup>

Hierdurch hat der Gesetzgeber auch in dieser Hinsicht einen gerechten Ausgleich für in der Vergangenheit begonnene, bei Anhörung des Finanzausschusses am 7.9.2015 jedoch nicht abgeschlossene Delisting-Verfahren geschaffen.

*Zimmer/v. Imhoff*, NZG 2016, 1056 (1060) und besonders ausführlich zu den Änderungen durch die dritte Transparenzrichtlinie *Söhner*, ZIP 2015, 2451.

<sup>94</sup> *Kastl* (Fn. 81), S. 308; der betroffene Aktionär habe sich schließlich freiwillig gegen die Annahme und für einen Verbleib in der Gesellschaft entschieden, sodass eine Risikoabwälzung auf ihn gerechtfertigt sei; zustimmend *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (732); *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (377).

<sup>95</sup> Auch *Kastl* (Fn. 81), S. 308.

<sup>96</sup> Insofern wurden die niedrigen Anforderungen des § 31 WpÜG (dazu im Einzelnen die Kommentierung von *Kremer/Osterhaus*, in: *Hirte/v. Bülow* [Hrsg.], *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 2. Aufl. 2010, § 31) für die besondere Situation eines Delistings modifiziert; *Bungert/Leyendecker-Langer*, ZIP 2016, 49 (52) sehen ein kombiniertes Angebot jedoch als zulässig an.

<sup>97</sup> BT-Drs. 18/6220, S. 84 f.; zustimmend *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (378); dazu *Bayer*, AG-Report 2016, R 3 f.; kritisch zur grundsätzlich in § 52 Abs. 9 BörsG vorgesehenen Rückwirkung *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (378).

### 3. Realisierung des Anlegerschutzes<sup>98</sup>

#### a) Obligatorisches Abfindungsangebot

Im Anschluss an die post-Frosta-Erhebungen hat auch der Gesetzgeber anerkannt, dass ein Delisting für die betroffenen Anteilseigner eine Beeinträchtigung bzw. den totalen Verlust der Handelbarkeit ihrer Wertpapiere durch konkrete Kursverluste bedeutet<sup>99</sup> – richtige Einsichten, wenngleich aus der Perspektive etwaiger von abfindungsfreien Delistings nach Frosta betroffenen Anteilseignern zu einem verspäteten Zeitpunkt.

Vor diesem Hintergrund stärkt der Gesetzgeber den Schutz der Anleger im Zuge eines regulären Delistings nun durch Einführung des bereits benannten Abfindungsangebots<sup>100</sup> nach den Vorgaben des WpÜG und wendet sich damit teilweise wieder den ursprünglichen, vom Anlegerschutz getriebenen Wertungen des BGH zu Zeiten von Macrotron<sup>101</sup> zu.

#### b) Bedingungsfeindlichkeit des Angebots

Gem. § 39 Abs. 3 S. 1 BörsG ist es unzulässig, das erforderliche Abfindungsangebot an die Minderheitsaktionäre an Bedingungen zu koppeln, sodass im Moment der Veröffentlichung des Angebots alle gesetzlichen Voraussetzungen für den Börsenrückzug vorzuliegen haben.<sup>102</sup> Manche Autoren stellen sich jedoch gegen den eindeutigen Wortlaut des Gesetzes und kommen durch eine teleologische Reduktion von § 39 Abs. 3 S. 1 BörsG zu dem Ergebnis, dass das Abfindungsangebot dennoch von regulatorischen Erlaubnissen abhängig gemacht werden könne.<sup>103</sup> Mit Blick auf den erfreulich klaren Gesetzeswortlaut und die Gesetzesbegründung erscheint eine solche Auslegung jedoch teleologisch und historisch nicht geboten: Im Namen der Rechtssicherheit für Minderheitsaktionäre sollte die Erfüllbarkeit des veröffentlichten Erwerbsangebots fixiert werden – nicht zuletzt wurden deshalb auch die §§ 18, 25 WpÜG für unanwendbar erklärt.<sup>104</sup> Denn nur

<sup>98</sup> Spezifisch zum aktienrechtlichen Aktionärsschutz bei Delisting und Downgrading etwa *Reger/Schulha*, NJW 2012, 3066.

<sup>99</sup> BT-Drs. 18/6220, S. 84; zum entsprechenden Paradigmenwechsel im Rahmen der Rechtsprechung zwischen Macrotron und Frosta ausführlich schon oben II. 2.

<sup>100</sup> Vgl. vor allem oben I. 3. b).

<sup>101</sup> Zum vom BGH (NJW 2003, 1032) geschaffenen Macrotron-Dreiklang näher schon oben I. 2. a).

<sup>102</sup> Das Angebot darf nach dem klaren Wortlaut des Gesetzes damit nicht von den naheliegenden Bedingungen eines Gesellschafterversammlungsbeschlusses des Bieters, dem Erreichen einer Mindestannahmequote oder einer etwaigen Kartellfreigabe abhängig gemacht werden; Einzelheiten etwa bei *Schulz/Wieneke*, NZG 2017, 449 mit besonderem Bezug zum Delisting ausländischer Emittenten sowie *dies.*, AG 2016, 809 (812), die in Teilbereichen eine teleologische Reduktion der Vorschrift für gerechtfertigt halten und *Zimmer/v. Imhoff*, NZG 2016, 1056.

<sup>103</sup> So *Mense/Klie*, DStR 2014, 2782 (2784); *Zimmer/v. Imhoff*, NZG 2016, 1056 (1058) und *Kocher/Seiz*, DB 2016, 153 (156).

<sup>104</sup> BT-Drs. 18/6220, S. 85.

dergestalt haben die Anleger die Sicherheit, für ihre Anteile noch einen angemessenen Preis zu erzielen;<sup>105</sup> sollte das Angebot nachträglich durch Nichteintritt einer etwaigen Bedingung negiert werden (§ 158 BGB), würde dieser Schutzgedanke konterkariert.<sup>106</sup> Daneben wurde die Bedingungsfeindlichkeit gerade für Delisting-Situationen geschaffen, bei welchen zum Zeitpunkt der Entscheidung über den Widerruf das Angebotsverfahren noch nicht beendet wurde,<sup>107</sup> was in eine unerträgliche Schwebelage für die anspruchsberechtigten Minderheitsaktionäre münden könnte.

### c) Kritik im Einzelnen

#### aa) Verknüpfung des Angebots mit dem Börsenkurs

In Anlehnung an § 31 WpÜG hat sich der Gesetzgeber, wie dargestellt, für die Akzessorietät von Börsenkurs und Abfindungshöhe ausgesprochen:<sup>108</sup> Weil der von einem regulären Delisting betroffene Anteilseigner der Handelbarkeit seines Unternehmensanteils verlustig geht, müsse ihm hierfür Ersatz geboten werden. Zur Bemessung der Kompensation biete sich in erster Linie der Börsenkurs an, weil es die Erzielung dessen Wertes ist, der dem Aktionär im Falle des Börsenrückzugs genommen wird.<sup>109</sup>

Dabei ist jedoch zu kritisieren, dass es freilich die minderheitsbeteiligten Aktionäre sind, die sich nach der Ankündigung eines regulären Delistings in jedem Fall Verkaufsdruck ausgesetzt sehen; hierbei steht dem veräußerungswilligen Kleinanleger jedoch nur noch ein recht enger, ansprechbarer Markt zur Verfügung – denn seine Anteile wird regelmäßig (wenn) nur ein anderer Kleinanleger zu Anlagezwecken übernehmen.<sup>110</sup> Daneben gilt mit Blick auf das Ab-

findungsangebot, dass die Entscheidung über ein reguläres Delisting als solche regelmäßig auf dem alleinigen Entschluss des Großaktionärs, der den Börsenkurs im Blick haben wird, um einen Zeitraum abzapfen, an dem der Börsenkurs für ihn günstig liegt, beruhen wird. Eine Interventionsmöglichkeit seitens der Minderheitsbeteiligten Aktionäre besteht dabei von Rechts wegen nicht und auch ein Referenzzeitraum von sechs Monaten vermag daran nichts zu ändern.<sup>111</sup> Denn mit Ankündigung eines regulären Delistings sinkt die Nachfrage nach Unternehmensanteilen, die Wertpapiere werden günstiger.

Kleinanleger sind mit Blick auf all das also wohl auch geneigter, ein nach Vorstellung des Gesetzgebers – wie sie unter der Möglichkeit der Abpassung eines günstigen Referenzzeitraums gerade nicht Gesetz geworden ist – eigentlich unangemessenes Abfindungsangebot anzunehmen.<sup>112</sup>

#### (1) § 31 WpÜG nicht übertragbar

Aus dem Umstand, dass der Gesetzgeber das reguläre Delisting als *actus contrarius* zum ursprünglichen Listing qualifiziert und es dabei als allein kapitalmarktrechtlich relevanten Vorgang betrachtet, war die Anknüpfung der Abfindungshöhe an den Börsenkurs zunächst ein naheliegendes Argument.<sup>113</sup>

Dabei wurde die Wertung angestellt, dass § 31 Abs. 1 WpÜG als systemprägende, auch auf den Fall des regulären Delistings ausstrahlende Vorschrift über ihren Anwendungsbereich zur Bestimmung der Angemessenheit der Gegenleistung beim übernahmerechtlichen Übernahme- und Abfindungsangebot heranzuziehen sei.<sup>114</sup> Hier missachtet der Gesetzgeber jedoch, dass die Anknüpfung am Unternehmenswert zwar detaillierte Informationen über das Zielunternehmen voraussetzt, welche dem Bieter in der klassischen Übernahmesituation in der Regel nicht vorliegen werden,<sup>115</sup> was beim regulären Delisting, das auf Antrag des Emittenten in Gang gesetzt wird,<sup>116</sup> regelmäßig jedoch gerade nicht der Fall sein wird. Denn sowohl Großaktionär als auch der Emittent selbst verfügen über diejenigen Informationen (oder können Zugang erhalten), derer es zur Bestimmung des Unternehmenswerts bedarf.

Weiterhin stellt § 31 Abs. 1 WpÜG allgemein eine Ausnahmevorschrift dar, die nicht auf den Fall des regulären Delistings übertragen werden kann: Der Anknüpfung an den Börsenkurs im Übernahmerecht liegt die Wertung zugrunde,

überhaupt Auswirkungen auf den Börsenkurs haben könnte; dazu *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (379) und *Bungert/Leyendecker-Langner*, DB 2015, 2251 (2254) mit der Argumentation, dem Anleger stehe es frei, auf eine möglicherweise spätere lukrative Veräußerung zu spekulieren.

<sup>111</sup> *Kocher/Seiz*, DB 2016, 1053 (1055); *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (374).

<sup>112</sup> Auch *Kastl* (Fn. 81), S. 316.

<sup>113</sup> Auch *Gegler*, BKR 2016, 273 (277); Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses BT-Drs. 18/6220, S. 84.

<sup>114</sup> Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses BT-Drs. 18/6220, S. 84.

<sup>115</sup> Zutreffend *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (733).

<sup>116</sup> Einzelheiten zum Verfahrensablauf unten II. 4.

<sup>105</sup> BT-Drs. 18/6220, S. 62; auch *Zimmer/v. Imhoff*, NZG 2016, 1056 (1058).

<sup>106</sup> *Zimmer/v. Imhoff*, NZG 2016, 1056 (1058); *Kumpan* (Fn. 2), BörsG § 39 Rn. 9.

<sup>107</sup> BT-Drs. 18/6220, S. 85.

<sup>108</sup> Dazu oben I. 3. b) aa); zudem *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (379); *Bungert/Leyendecker-Langer*, DB 2015 2251 (2254); *Habersack*, Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Aktiengesetzes, S. 6, abrufbar unter

<https://www.bundestag.de/resource/blob/372592/4fa5dcc6925299639e78e4ee209de2f5/habersack-data.pdf> (4.11.2021);

*Noack*, Stellungnahme zur Aktienrechtsnovelle 2014, S. 8, abrufbar unter

<https://www.bundestag.de/resource/blob/373542/7ca5d39034fa08336cd40001e7ced860/noack-data.pdf> (4.11.2021).

<sup>109</sup> BT-Drs. 18/6220, S. 78 f.; jedenfalls soll der Anleger nach einem Delisting aber auch nicht bessergestellt werden, als er zu Zeiten des normalen Handels mit dem Wertpapier stand; dazu auch *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (379); *Bungert/Leyendecker-Langner*, DB 2015, 2251 (2254); zur freilich risikobehafteten Anlageentscheidung des Aktionärs vgl. *Mülbert*, ZHR 177 (2013), 160 (165).

<sup>110</sup> *Kastl* (Fn. 81), S. 390; eine Steigerung des Börsenwerts ist dabei jedoch nahezu ausgeschlossen, da Kleinanleger regelmäßig nicht eine langfristige Beteiligung intendieren, welche

dass das durch Übernahme- und Abfindungsangebot ausgelöste Ausstiegsrecht der Aktionäre ihren Grund darin findet, dass sich die Investitionsgrundlage bei einem Kontrollwechsel fundamental ändert.<sup>117</sup> Das übernahmerechtliche Abfindungsangebot knüpft jedoch an eine nur abstrakte Gefahr der Beeinträchtigung der Vermögensinteressen an, während das reguläre Delisting – wie sich empirisch belegen ließ<sup>118</sup> – zu einer konkreten Gefährdungslage für die Minderheitsaktionäre führt.<sup>119</sup>

Den Aktionären steht es in der übernahmerechtlichen Situation zudem frei, das unterbreitete Angebot anzunehmen oder an einem noch hypothetischen, weil nur möglicherweise aus der Übernahme folgenden, Vermögenzuwachs innerhalb ihrer Gesellschaft zu partizipieren.<sup>120</sup> Die Situation gestaltet sich im Falle eines regulären Delistings dagegen ungleich anders: Die Gefährdungslage ist dabei vor allem für Kleinanleger, die in erster Linie Kurs- beziehungsweise Veräußerungsgewinne anstreben, um ein vielfaches potenziert, weil sich etwaige Gewinne nach dem Börsenrückzug der Gesellschaft auf Dividendenzahlungen beschränken. Kleinanleger werden sich also zwangsläufig in einer Situation des Verkaufsdrucks wiederfinden. Demgemäß ist das Bedürfnis nach einer Abfindung, die den Wert der eigentlichen Beteiligung sachgerecht abbildet, beim regulären Delisting aufgrund des erhöhten Verkaufsdrucks wesentlich höher als in normalen Übernahme-Situationen.

Die Verknüpfung von Abfindungshöhe und Börsenkurs war mithin auch systematisch nicht geboten.<sup>121</sup>

## (2) Orientierung an §§ 305, 327b AktG überzeugender

Freilich birgt die Orientierung der Höhe des Abfindungsangebots am Börsenkurs vor allem mit Blick auf die Informationsvielfalt zur Bestimmung des Unternehmenswerts einen Vereinfachungseffekt mit sich.<sup>122</sup> Ein legitimer Zweck, der a priori nicht kritikwürdig ist; daraus folgt aber freilich nicht, dass dieses Ergebnis endgültig richtig sein müsse.

Jedoch bildet sich auch in der neueren Rechtsprechung zu §§ 305, 327b AktG ab, dass diese sich bei der Ermittlung des Unternehmenswerts zunehmend umgekehrt am Börsenkurs orientiert und diese Methode den ertragsorientierten Bewertungsverfahren in Abhängigkeit vom Einzelfall gleichberechtigt gegenüberstellt.<sup>123</sup> Die Rechtsprechung geht folglich

zwar auch nicht davon aus, dass eine ertragswertorientierte Unternehmensbewertung dem tatsächlichen Unternehmenswert generell näher kommt als eine Bewertung nach dem Börsenkurs. Jedoch ist eine ausschließliche Anknüpfung am Börsenkurs in Delisting-Konstellationen insofern problematisch, als ein Börsenrückzug insbesondere für Gesellschaften attraktiv ist, deren tatsächlicher Wert den Börsenwert übersteigt.<sup>124</sup> An der Prämisse der Befürworter einer börsenkurstützten Ermittlung, der zufolge der Börsenwert im Allgemeinen den tatsächlichen Unternehmenswert widerspiegelt, bestehen in Delisting-Konstellationen also erhebliche Zweifel.<sup>125</sup>

Nach § 39 Abs. 3 S. 4 BörsG ist die Bestimmung anhand des Unternehmenswerts nur in evidenten Ausnahmefällen vorzunehmen,<sup>126</sup> sodass die Bestimmung der Höhe der Gegenleistung am Börsenwert hier noch klaren Vorrang genießt. So besteht das Problem, dass durch diese vorrangige Anknüpfung am Börsenwert die Höhe der Gegenleistung durch den Emittenten in gewissem Maße doch gestaltbar ist.<sup>127</sup> So etwa, indem dieser eine Marktphase abwartet, in der die Anteile zu einem günstigen Preis gehandelt werden, um sodann mit Antrag und Angebot tätig zu werden. Hierbei wären zwar die gesetzlichen Anforderungen erfüllt; auf der anderen Seite würde das unterbreitete Angebot aber jedenfalls allgemein als zu niedrig empfunden. Der Referenzzeitraum von sechs Monaten erschwert derartige Gestaltungen beim Delisting zwar; sie liegen aber doch in der Natur der Anknüpfung an den Börsenkurs.

Eine Lösung entlang der §§ 305, 327b AktG hätte dabei zu weniger Gestaltungsspielraum gesorgt, vor allem, weil dem Börsenkurs keine klare Vorrangstellung eingeräumt worden wäre.<sup>128</sup> Folglich wäre einer Regelung, die die flexible Anwendung der einen oder anderen Bewertungsmethode im Einzelfall erlaubt, der Vorzug zu geben gewesen.<sup>129</sup>

---

Frankfurt a.M. NZG 2014, 464 (465 ff.); OLG München AG 2012, 749 (750 ff.); auf diese Tendenz in der Rspr. hinweisend *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (733); *Gegler*, BKR 2016, 273 (276).

<sup>124</sup> Zu dieser logischen Konsequenz auch *Bayer*, ZIP 2015, 853 (857) sowie *Gegler*, BKR 2016, 273 (276); überspitzt könnte man die Frage nach einem Delisting in dieser Hinsicht auch als Rechenaufgabe für die rückzugswillige Gesellschaft benennen – übersteigt der Unternehmenswert den Börsenkurs im Referenzzeitraum wäre einem Delisting-Antrag aus Emittentensicht sicherlich der Vorzug zu geben.

<sup>125</sup> *Bayer*, ZIP 2015, 853 (857) unter Verweis auf *Streit*, ZIP 2003, 392; *ders.*, ZIP 2002, 1279 (1280); *Gegler*, BKR 2016, 273 (276).

<sup>126</sup> Zu den Ausnahmetatbeständen und der teilweise erheblichen Kritik im Einzelnen unten II. 3. c) cc).

<sup>127</sup> Vgl. zu „low-balling“ und „creeping-in“, wodurch Reformdiskussionen hervorgerufen wurden statt vieler *Baums*, ZIP 2010, 2374 ff. sowie *Merkt*, NZG 2011, 561 ff.

<sup>128</sup> *Gegler*, BKR 2016, 273 (277).

<sup>129</sup> Dafür auch *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (733).

<sup>117</sup> Vgl. auch *Krause*, WM 1998, 893 (899).

<sup>118</sup> Dazu bereits oben I. 2. d).

<sup>119</sup> Zum Normzweck des § 35 WpÜG ausführlich *Hasselbach*, in: *Hirte/v. Bülow* (Hrsg.), *Kölner Kommentar zum WpÜG*, 2. Aufl. 2010, § 35 Rn. 5 ff.; und zur konkreten Gefahr im Falle eines Delistings näher oben II. 3. c).

<sup>120</sup> So treffend *Baums*, ZIP 2010, 2374 (2382).

<sup>121</sup> Mit diesem Ergebnis auch *Gegler*, BKR 2016, 273 (277).

<sup>122</sup> BT-PIPr. 18/127, S. 12385 (verbatim); siehe auch *Bayer*, NZG 2015, 1169 (1173); *Gegler*, BKR 2016, 273 (277).

<sup>123</sup> BGH NZG 2016, 139 (142); BGH NZG 2016, 461 (463 f.); zur verfassungsrechtlichen Unbedenklichkeit dieses Vorgehens BVerfG NZG 2011, 869 (870); vgl. dazu auch bereits BVerfG NZG 1999, 931 (932 f.); aus der instanzgerichtlichen Rspr. etwa OLG Frankfurt a.M. NZG 2010, 1141 (1142); OLG

*bb) Fungibilitätsverlust nicht allein relevant*

Für die Anknüpfung am Börsenkurs ließ sich weiter der Wegfall der von den Anteilseignern erlittene Verlust der Fungibilität ins Feld führen, welcher so prima facie exakt kompensiert werden könne.<sup>130</sup> Denn durch den Widerruf der Börsenzulassung werde die Handelbarkeit der Beteiligung als kapitalmarktrechtlicher Teil der durch die Aktie vermittelten Vermögensposition beeinträchtigt, ohne dass dies die Gesellschafterstellung des Aktionärs berühre.<sup>131</sup>

Hieraus ergebe sich die zunächst konsequente Annahme, dass zu kompensieren grundsätzlich nur die weggefallene Handelbarkeit der Aktie und nicht ein etwaiger Verlust der Gesellschafterstellung sei.<sup>132</sup> Insoweit scheint sich die Situation beim regulären Delisting maßgeblich von umwandlungsrechtlichen Abfindungstatbeständen zu unterscheiden, da dort an tiefgehende Eingriffe in die Gesellschafterstellung des betroffenen Aktionärs angeknüpft wird.<sup>133</sup>

Dementsprechend lag der Gedanke nahe, dass sich die Abfindung beim regulären Delisting anders als im Umwandlungsrecht nicht am Unternehmenswert als Sinnbild der verbandsrechtlichen Stellung des Aktionärs, sondern am Börsenkurs als Sinnbild der (nur) verlustig gegangenen Fungibilität zu orientieren habe.<sup>134</sup>

*(1) Gesellschafterstellung zu kompensieren*

Eine unwesentlich genauere Betrachtung zeigt jedoch, dass der Aktionär bei Annahme des Abfindungsangebots nicht nur die Fungibilität seiner Anteile, sondern auch und vor allem seiner Gesellschafterstellung verlustig geht.<sup>135</sup> Die vorgesehene Abfindung der Minderheitsaktionäre mittels Ausstiegsrecht zum Börsenkurs, also singuläre Kompensation des Fungibilitätsverlusts hat also mit einer gerechten Entschädigung der Gesamteinbußen der Minderheitsaktionäre, nicht allzu viel gemein.<sup>136</sup>

Im Einklang mit anderen Stimmen aus der Literatur<sup>137</sup> müsste eine Entschädigung daher auf der einen Seite zwar

den Fungibilitätsverlust kompensieren, auf der anderen Seite aber auch die Gesellschafterstellung unberührt lassen.<sup>138</sup>

*(2) Regelung entlang § 15 UmwG überzeugender*

Vorstellbar und im Ergebnis überzeugender wäre wegen der vorbenannten problematischen Teilkompensation der Minderheitsaktionäre die Schaffung einer Regelung nach dem Vorbild des § 15 UmwG gewesen. Danach ist dem Anteilseigner im Rahmen einer Verschmelzung eine bare Zuzahlung zu leisten, sofern die durch Anteilsinhaberschaft am übertragenden wirtschaftlich nicht jener am übernehmenden Rechtsträger entspricht.<sup>139</sup>

Im Fall des regulären Delistings wäre damit, daran anknüpfend, die Differenz des Werts der Anteilsinhaberschaft an der börsennotierten und des Werts der Anteilsinhaberschaft an der nicht (mehr) börsennotierten Gesellschaft als Zuzahlung zu leisten. Da es dabei aber letztlich auch um die gesellschaftsrechtliche Vermögensposition geht, muss ein Ausgleichsanspruch folglich immer den vollen Anteilswert ersetzen,<sup>140</sup> selbst wenn für manchen Kleinanleger der Ausstieg eher in Betracht kommen sollte.

*cc) Zu den Ausnahmetatbeständen*

Dem Gesetzgeber ist im Ergebnis darin positiv beizupflichten, dass dieser anerkannt hat, dass die Ermittlung der Abfindungshöhe allein am Börsenkurs in Einzelfällen an Grenzen zu stoßen vermag.

Unter besonderen Ausnahmeveraussetzungen und im Namen des Anlegerschutzes ist die Bestimmung der Abfindungshöhe anhand des Unternehmenswerts daher trotz anderslautender Grundentscheidung subsidiär zugelassen worden. Die in § 39 Abs. 3 S. 3 und 4 BörsG enumerativ aufgelisteten Ausnahmetatbestände sind in diesem Zusammenhang abschließend, lassen also jedenfalls keine weiteren Ausnahmen von der Bestimmungsentscheidung zugunsten des Börsenkurses zu.<sup>141</sup>

*(1) Partielles Unterlaufen des Kleinanlegerschutzes*

Als Ausnahme von der Regel wird die Höhe des Abfindungsangebots etwa am Unternehmenswert ausgerichtet, wenn (i.) der Emittent keine oder eine fehlerhafte Ad-hoc-Mitteilung betreffend Insiderinformationen veröffentlicht hat oder (ii.) der Bieter<sup>142</sup> bezüglich der von seinem Angebot betroffenen

<sup>130</sup> Dazu schon oben I. 3. b) aa).

<sup>131</sup> Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses BT-Drs. 18/6220, S. 84; *Hasselbach/Pröhl*, NZG 2015, 209 (210); *Gegler*, BKR 2016, 273 (276).

<sup>132</sup> Deziert *Gegler*, BKR 2016, 273 (276); *Habersack*, JZ 2014, 147 (148); *ders.*, ZHR 176 (2012), 463 (466 f.).

<sup>133</sup> *Gegler*, BKR 2016, 273 (276); *Habersack*, JZ 2014, 147 (148); *Habersack*, Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Aktiengesetzes, S. 7, abrufbar unter <https://www.bundestag.de/resource/blob/372592/4fa5dcc6925299639e78e4ee209de2f5/habersack-data.pdf> (4.11.2021).

<sup>134</sup> Zutreffende Konsequenz nach *Gegler*, BKR 2016, 273 (276).

<sup>135</sup> *Gegler*, BKR 2016, 273 (276); *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (733); *Bayer*, NZG 2015, 1169 (1173); *ders.*, ZIP 2015, 853 (857).

<sup>136</sup> So im Ergebnis auch *Gegler*, BKR 2016, 273 (276) sowie *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (733).

<sup>137</sup> *Gegler*, BKR 2016, 273 (276); *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (733).

<sup>138</sup> Als Möglichkeit wird dort etwa § 304 Abs. 2 AktG herangezogen, der den im Vertragskonzern verbleibenden Gesellschafter eine Ausgleichszahlung für die mit der Konzernierung verbundene Schmälerung der Gewinnchancen vorzieht; *Gegler*, BKR 2016, 273 (276) und *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (733) weisen aber zugleich auch auf die legislatorisch schwierige bis fehlende Darstellbarkeit hin.

<sup>139</sup> *Gegler*, BKR 2016, 273 (276).

<sup>140</sup> Auch *Gegler*, BKR 2016, 273 (276); *Bayer*, ZfPW 2015, 163, 221 f.; *ders.*, ZIP 2015, 853 (857); *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (733).

<sup>141</sup> Aufzählung bei BT-Drs. 18/6220, S. 84 ff.

<sup>142</sup> Zum Adressatenkreis der Abfindungspflicht siehe oben II.

Aktien gegen die §§ 15, 20a WpHG bzw. Art. 12, 15, 17 MAR (Verbot der Marktmanipulation) verstoßen hat, § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG. In beiden Fällen kann der Börsenkurs keine zuverlässige Grundlage für die Ermittlung der Höhe des Abfindungsangebots mehr darstellen. Die benannten Ausnahmetatbestände greifen dabei nach § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG wiederum nicht ein, soweit die Verstöße keine wesentlichen Auswirkungen auf den maßgeblichen Börsenkurs hatten. Welche Bezugspunkte für die Wesentlichkeit herangezogen werden müssen, teilt der Gesetzeswortlaut allerdings nicht mit.<sup>143</sup>

Nach Ansicht des Gesetzgebers würden die Ausnahmetatbestände jedoch ohnehin erst dadurch ausgelöst, dass ein entsprechender Verstoß durch den Bieter bestands-/rechtskräftig seitens der BaFin festgestellt wurde.<sup>144</sup> Weil hierin ein Risiko für den Kleinanlegerschutz gesehen wird, fordern manche Stimmen aus der Literatur<sup>145</sup>, denen insofern zuzustimmen ist, dass ein objektiver Verstoß genügen müsse.<sup>146</sup>

In verfahrensrechtlicher Hinsicht ist zudem zu konzedieren, dass dem einzelnen Aktionär die Anstrengung der Bewertung hin zum Unternehmenswert jedenfalls abgeschnitten ist, da die BaFin allein im Interesse der Öffentlichkeit und nicht im Interesse des einzelnen Minderheitsbeteiligten aktiv wird.<sup>147</sup>

Systematisch problematisch erscheint schließlich, dass Marktmanipulationen durch Dritte nach dem Willen des Gesetzgebers von den Ausnahmeregeln ausgenommen sein sollen.<sup>148</sup> Aus Emittentensicht mag dies gerechtfertigt erscheinen – der abzufindende Minderheitsaktionär sieht sich demgegenüber ungesehen u.U. einem verfälschten Abfindungswert gegenüber.<sup>149</sup>

### (2) Günstige Aktien für den Großaktionär

Nach Maßgabe von § 39 Abs. 3 S. 4 BörsG ist es ausnahmsweise gestattet, die Höhe des Abfindungsangebots am Unternehmenswert auszurichten, wenn der Börsenkurs wegen mangelnder Liquidität der Aktien keine Aussagekraft besitzt.<sup>150</sup>

Davon sind vor allem solche Gesellschaften erfasst, welche durch geringen Streubesitz und geringem Handelsumsatz gekennzeichnet sind;<sup>151</sup> ein ohnehin niedriger Börsenkurs soll in diesem Fall nicht ausgenutzt werden können, um ein regu-

läres Delisting mit niedrigen Abfindungen zu realisieren.<sup>152</sup> Allerdings handelt es sich bei den benannten Gesellschaften doch um solche, für die ein Börsenrückzug am ehesten Sinn machen wird? Dennoch sind sie nach der Neuregelung gehalten, ein am Unternehmenswert ausgerichtetes Angebot vorzulegen, während Gesellschaften, welche über großes Handelsvolumen und großen Streubesitz verfügen, weiterhin eine Abfindung anhand des Börsenkurses zu leisten haben.

Den übernehmenden Großaktionären zweitbenannter Gesellschaften ist es daher von Gesetzes wegen nicht verwehrt, unter Beachtung des sechsmonatigen Referenzzeitraums Krisenzeiten abzapfen, welche sich in einem niedrigeren Börsenwert widerspiegeln, wobei der Unternehmenswert mitnichten reflektiert sein wird, um so die Aktien der Minderheitsaktionäre günstiger einzusammeln.<sup>153</sup>

### (3) Benachteiligung von US-Emittenten

In den Fällen von Teildelistings nach § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 lit. b BörsG kann der Börsenrückzug (nur) unter der Prämisse stattfinden, dass die Gesellschaft an einer ausländischen Börse in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum mit einem § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG entsprechenden Schutzstandard gelistet bleibt.<sup>154</sup> Hieraus ergibt sich, dass auch der Widerruf der Zulassung am regulierten Markt in Deutschland nur zulässig sein kann, wenn der Widerruf am ausländischen Markt, an dem das Wertpapier weiterhin gehandelt wird, ebenso nur bei gleichzeitigem Abfindungsangebot zulässig sein kann. Denn die anlegerschützenden Voraussetzungen des § 39 BörsG sollen über eine Zweitzulassung an einem organisierten Markt im Ausland nicht konterkariert werden können.<sup>155</sup>

Dabei muss jedoch beachtet werden, dass Gesellschaften, die eine weitere Zulassung an einer US-amerikanischen Börse besitzen, wegen der Erweiterung des Anwendungsbereichs der Neuregelung auf diese<sup>156</sup> benachteiligt werden, denn die strengeren Regelungen des § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG findet nunmehr uneingeschränkt auch auf diese Anwendung, obwohl das börsliche Schutzniveau betreffend die Kleinanleger dort regelmäßig mit demjenigen an deutschen Handelsplätzen vergleichbar ist<sup>157</sup> und ihre Bedeutung für den deutschen Aktienmarkt als erheblich mitprägend einzustufen sein wird.

2. a) aa).

<sup>143</sup> Ebenso Koch/Seiz, DB 2016, 1053 (1055).

<sup>144</sup> BT-Drs. 18/6220, S. 85.

<sup>145</sup> Harnos, ZHR 176 (2015), 750 (767 f.); Wackerbarth, WM 2016, 385 (387).

<sup>146</sup> Schließlich ist die Gesetzesbegründung kein bindendes Normenwerk für den Richter; zur möglichen Heranziehung der 5 %-Schwelle des § 39 Abs. 3 S. 4 BörsG zur Näherung an den Wesentlichkeitsbegriff vgl. Kumpfan (Fn. 2), BörsG § 39 Rn. 9.

<sup>147</sup> Ebenso Kastl (Fn. 81), S. 327.

<sup>148</sup> BT-Drs. 18/6220, S. 85.

<sup>149</sup> Zutreffend Kastl (Fn. 81), S. 324.

<sup>150</sup> BT-Drs. 18/6220, S. 85.

<sup>151</sup> Ebenso Kastl (Fn. 81), S. 324.

<sup>152</sup> Zu diesem Risiko bereits Harnos, ZHR 179 (2015), 750 (760).

<sup>153</sup> Auch Bayer, NZG 2015, 1169 (1175).

<sup>154</sup> Goetz, BB 2015, 2691 (2693); Mense/Klie, DStR 2015, 2782 (2784).

<sup>155</sup> BT-Drs. 18/6220, S. 86.

<sup>156</sup> Dazu oben II. 2. a) bb).

<sup>157</sup> Auch Koch/Harnos, NZG 2015, 729 (731); die Bedeutung von US-amerikanischen Emittenten für den deutschen Aktienmarkt liegt auf der Hand; zur US-Berichtssaison vgl. etwa <https://www.boerse-frankfurt.de/nachrichten/4660d59b-5ecb-4b2a-a32c-a0fa95ee3d19> (4.11.2021).

#### 4. Ablauf von Delistings nach § 39 BörsG Abs. 2 n.F.<sup>158</sup>

##### a) Entscheidung zur Abgabe eines Angebots

Die Entscheidung betreffend die künftige Abgabe eines Delisting-Abfindungsangebots ist in einem ersten Schritt an die Börsengeschäftsführung und der BaFin zu richten und zu veröffentlichen;<sup>159</sup> dieser Zeitpunkt ist nach § 39 Abs. 3 S. 2 BörsG maßgeblich für die Berechnung des sechsmonatigen Referenzzeitraums zur Berechnung des durchschnittlichen Börsenkurses. Die Veröffentlichung richtet sich über die Verweisung des § 39 Abs. 3 S. 2 BörsG nach §§ 10, 35 Abs. 1 S. 1 WpÜG. Dabei sollen die Regeln für einfache Erwerbangebote maßgeblich sein.<sup>160</sup>

##### b) Erstellung der Angebotsunterlage

Im Anschluss ist die Angebotsunterlage nach Maßgabe von § 11 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜGAngebVO zu erstellen, wobei die Modifikationen gem. § 39 Abs. 3 BörsG zu beachten sind. Im Unterschied zu einem normalen Übernahmeangebot sollten die Anforderungen im Falle einer Delisting-Abfindung indes nicht überspannt werden, um dem Emittenten den Rückzug von der Börse nicht unnötig zu erschweren.<sup>161</sup>

##### c) Sicherstellung der Finanzierung

Die Finanzierung der Gegenleistung ist nach Maßgabe von § 13 WpÜG sicherzustellen.

##### d) Übermittlung der Angebotsunterlage

Innerhalb weiterer vier Wochen nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage muss diese sodann nach den Vorgaben des § 10 WpÜG der BaFin zur inhaltlichen Prüfung übermittelt werden, § 14 Abs. 1 WpÜG.<sup>162</sup> Diese überprüft im Rahmen einer Evidenzkontrolle<sup>163</sup> (i.) die offensichtliche Unangemessenheit des Angebots, (ii.) das Vorliegen einer Finanzierungsbestätigung sowie (iii.), ob der zur Bestimmung der Angebotshöhe grundsätzlich allein maßgebliche Börsenkurs<sup>164</sup> binnen des sechsmonatigen Referenzzeitraums zutreffend berechnet wurde.<sup>165</sup>

##### e) Veröffentlichung der Angebotsunterlage

Nach positiver Prüfung durch die BaFin oder nach Ablauf der Zehn-Tagesfrist des § 14 Abs. 1 WpÜG zur Untersagung ist die Angebotsunterlage in einem nächsten Schritt als Ausprägung des Ad-hoc-Prinzips unverzüglich zu veröffentlichen, § 14 Abs. 2, Abs. 3 WpÜG.<sup>166</sup>

##### f) Antrag auf Delisting bei Börsengeschäftsführung

Erst nach der vorbenannten Veröffentlichung kann der Delisting-Antrag schließlich an die Geschäftsführung der Börse gerichtet werden, welche die Unterlage im Rahmen ihrer Entscheidungsfindung einer letzten Prüfung unterzieht. Nach dem Willen des Gesetzgebers hat die Börsengeschäftsführung dabei jedoch allein eine formale Prüfung durchzuführen, die sich auf die Vorgaben des WpÜG betreffend die ordnungsgemäße Veröffentlichung der Angebotsunterlage beschränkt.<sup>167</sup> Durch dieses Antragsprinzip wird deutlich, dass die Börsenzulassung im Namen des Aktionärsschutzes nicht durch einseitigen Verzicht wieder aufgegeben werden kann, sondern ein reguläres Delisting stets im Antragsverfahren abzulaufen hat.<sup>168</sup>

Die Entscheidung über den Widerruf liegt sodann im Ermessen der Börsengeschäftsführung; das Ermessen ist dabei nicht gänzlich frei, sondern ein durch § 39 Abs. 2 bis 4 BörsG eingeschränktes, pflichtgemäßes Ermessen, das im Einzelfall auf Null reduziert sein kann.<sup>169</sup>

##### g) Veröffentlichung der Widerrufsentscheidung

Ihre Widerrufsentscheidung hat die Börsengeschäftsführung sodann nach Maßgabe von § 39 Abs. 5 S. 1 BörsG unverzüglich öffentlich zu machen. Im Gegensatz zum Angebot des Emittenten<sup>170</sup> darf der Widerruf durchaus unter Bedingungen stehen, mit derjenigen Maßgabe, dass zwischen Veröffentlichung des Widerrufs und dessen Wirksamwerden ein Zeitraum von zwei Jahren nicht überschritten werden darf. Ab positiver Entscheidung über den Antrag des Emittenten hat dieser mithin längstens zwei Jahre zu befürchten, entgegen seinem Willen noch an der Börse festgehalten zu werden; er hat somit einen Anspruch auf Entlassung aus dem regulierten Markt.<sup>171</sup>

<sup>158</sup> Zur Durchführung eines Delistings auch *Wieneke/Schulz*, AG 2016, 809.

<sup>159</sup> Diese Pflicht zur Veröffentlichung der Ankündigung des Angebots ist ein Spezialfall der Ad-hoc-Publizität: *Noack/Holzborn*, in: *Schwarck/Zimmer*, KMRK, § 10 WpÜG Rn. 5; *Bayer*, NZG 2015, 1169 (1177).

<sup>160</sup> BT-Drs. 18/6220, S. 84 ff.

<sup>161</sup> Auch *Bayer*, NZG 2015, 1169 (1177); *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (735).

<sup>162</sup> *Kocher/Seiz*, DB 2016, 1053 (1054).

<sup>163</sup> Zur Prüfung durch die BaFin *Kremer/Osterhaus*, in: *Hirte/v. Bülow* (Hrsg.), *Kölnener Kommentar zum WpÜG*, 2. Aufl. 2010, § 31 Rn. 105 f.; *Lenz/Linke*, AG 2002, 361 (363).

<sup>164</sup> Zu den Ausnahmen und entsprechender Kritik ausführlich schon oben II. 3. c) cc).

<sup>165</sup> BT-Drs. 18/6220, S. 86.

<sup>166</sup> *Zimmer/v. Imhoff*, NZG 2016, 1056 (1057).

<sup>167</sup> Dazu im Allgemeinen *Geibel/Süßmann*, BKR 2002, 52; Der Gesetzgeber ordnet in § 39 Abs. 6 BörsG an, dass die Rechtmäßigkeit des Widerrufs im Hinblick auf das Erwerbangebot unberührt bleibt, was deutlich macht, dass hierbei zwei selbständige Verfahren vorliegen. 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 Börsengeschäftsführung.

<sup>168</sup> A.A. noch *Eickhoff*, WM 1988, 1713; *Fluck*, WM 1995, 553.

<sup>169</sup> *Kumpan* (Fn. 2), BörsG § 39 Rn. 6.

<sup>170</sup> Zur Bedingungsfeindlichkeit nach § 39 Abs. 3 BörsG schon oben II. 3. b).

<sup>171</sup> So auch *Kumpan* (Fn. 2), BörsG § 39 Rn. 10.

### 5. Rechtsschutz dissentierender Aktionäre

#### a) Gegen den Widerruf der Börsenzulassung

Das Rechtsschutzbegehren der von einem Delisting betroffenen Aktionäre kann sich zunächst gegen den Börsenrückzug als solchen richten. Weil sich ein Delisting in Form eines Widerrufs der Zulassung durch die Börsengeschäftsführung vollzieht, steht dabei ein belastender Verwaltungsakt nach § 35 VwVfG im Raum, sodass zunächst verwaltungsgerichtlicher Rechtsschutz nahe liegt. Zu Zeiten der Geltung von § 39 Abs. 2 BörsG a.F. war in diesem Zusammenhang bereits umstritten, inwieweit die Vorschrift drittschützend wirke und den Minderheitsaktionären selbst den Rechtsweg zu den Verwaltungsgerichten eröffnet (§ 40 Abs. 1 S. 1 VwGO).<sup>172</sup> Soweit dies zu bejahen wäre, könnten sich die betroffenen Aktionäre etwa mit dem Argument zur Wehr setzen, § 39 BörsG sei ermessensfehlerhaft angewandt worden.

Durch § 39 Abs. 2 BörsG n.F. und den Willen des Gesetzgebers, den Anlegerschutz stärken zu wollen, lässt sich nunmehr eine Tendenz in Richtung Drittschutz wohl noch mehr bekräftigt annehmen.<sup>173</sup> Die höchstrichterlich bislang nicht entschiedene Frage wird aller Voraussicht nach jedoch umstritten bleiben.<sup>174</sup>

#### b) Zur Überprüfung der angemessenen Gegenleistung

##### aa) Vorgeschalteter Rechtsschutz durch die BaFin?

Mit dem Gestattungsverfahren der BaFin betreffend die Angebotsunterlage gem. § 14 Abs. 2 S. 1 WpÜG<sup>175</sup> geht einer etwaigen gerichtlichen Auseinandersetzung betreffend die Angemessenheit der Gegenleistung ein gewisser präventiv-prozessualer Schutz der Aktionäre einher.

Indes kann hierin aus Anlegersicht kein effektiver Rechtsschutz erblickt werden, da die BaFin innerhalb der kurz bemessenen Regelfrist von zehn Werktagen lediglich prüft, ob die Angebotsunterlage in formeller Hinsicht alle gesetzlich vorgeschriebenen Angaben enthält und in materieller Hinsicht nicht offensichtlich gegen Vorschriften des WpÜG und der WpÜGAngebVO verstößt. Einzelheiten der Angemessenheit der Gegenleistung sind damit schon nicht vom vorgeschalteten Prüfungsrahmen der BaFin erfasst.<sup>176</sup>

<sup>172</sup> Dazu *Auer*, JZ 2015, 71 (76); *Gegler*, BKR 2016, 273 (278); *Groß*, AG 2015, 812 (818 f.); gegen eine Antragsbefugnis aus der Rspr. nunmehr VG Frankfurt a.M. AG 2013, 847.

<sup>173</sup> Auch *Gegler*, BKR 2016, 273 (278); *Groß*, AG 2015, 812 (818); *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750 (776); recht apodiktisch für ein Klagerecht des einzelnen Anlegers *Kumpan* (Fn. 2), BörsG § 39 Rn. 15.

<sup>174</sup> Auch *Kocher/Seiz*, DB 2016, 153 (157).

<sup>175</sup> Zu oben II. 4. d).

<sup>176</sup> Zur Evidenzkontrolle durch die BaFin *Kremer/Osterhaus* (Fn. 163), § 31 Rn. 105 f.; vgl. weiter *Verse*, in: Mülbert/Kiem/Wittig (Hrsg.), 10 Jahre WpÜG, ZHR-Beiheft 76 (2011), 276 (277 f.).

#### bb) Kein verwaltungsgerichtlicher Rechtsschutz

Dass das Vorgehen gegen das reguläre Delisting in seiner Reinform nicht das adäquate Mittel sein kann, um einen Streit über die Angemessenheit der an die Minderheitsaktionäre zu zahlende Abfindung zu entscheiden, wurde im Gesetzgebungsverfahren ubiquitär vertreten.<sup>177</sup>

Auch dogmatisch überzeugt diese Überlegung nicht, denn der Streit um die Angemessenheit entbehrt entgegen der Widerrufentscheidung bereits der zur Eröffnung des Verwaltungsrechtswegs erforderlichen Öffentlich-Rechtlichkeit; dies wird umso mehr dadurch deutlich, dass nach § 39 Abs. 6 BörsG die Börsengeschäftsführung im Delisting-Verfahren die Angemessenheit der Gegenleistung nicht überprüft.

Weiterhin kommt seitens der Anleger ein subjektives Recht auf Untersagung des Delistings, welches sich auf die Unangemessenheit der Gegenleistung stützt, nicht in Betracht, da § 39 Abs. 2 S. 2 BörsG nur die Gesamtheit der Anleger im öffentlichen Interesse schützt; im Rahmen des Widerspruchs- und Beschwerdeverfahrens nach §§ 41 f., 48 ff. WpÜG fehlt ihnen damit bereits die erforderliche Antragsbefugnis.<sup>178</sup>

Der Widerruf der Börsenzulassung sollte ebenso nicht dadurch erschwert werden, dass dieser mit der Argumentation angegriffen wird, die Gegenleistung habe nicht den Voraussetzungen des § 39 Abs. 3 BörsG entsprochen.<sup>179</sup>

#### cc) Zivilgerichtlicher Rechtsschutz

Die Kontrolle der Gegenleistung soll nach dem Konzept des Gesetzgebers<sup>180</sup> daher in einem vom regulären Delisting als solchen unabhängigen Verfahren vor der ordentlichen Gerichtsbarkeit erfolgen.<sup>181</sup> Dies folgt für den Regelfall einer anhand des Börsenkurses ermittelten Gegenleistung aus der Geltung von § 31 WpÜG und § 39 Abs. 3 S. 3 und 4 BörsG,

<sup>177</sup> Dazu *Hammen*, ZBB 2016, 398; *Bayer*, ZfPW 2015, 163 (198 f.); und ausführlich *Mayen*, ZHR 179 (2015), 1 ff. beide jeweils m.w.N.

<sup>178</sup> VG Frankfurt a.M. AG 2013, 848 (nur die Gesamtheit der Aktionäre); anders noch VG Frankfurt a.M. EWiR 2002, 953; dagegen auch OLG Frankfurt a.M. AG 2003, 515 (516); OLG Frankfurt a.M. BKR 2003, 717 ff. (kein Rechtsschutz der Aktionäre gegen die Genehmigung eines Übernahmeangebots); vgl. dazu auch *Pohlmann*, ZGR 2007, 1 (22 ff.); *Hammen*, ZBB 2016, 398; a.A. *Hellwig/Bomann*, ZGR 2002, 468; *Groß*, ZHR 165 (2001), 158 f.; *Kumpan* (Fn. 2), BörsG § 39 Rn. 15.

<sup>179</sup> BT-Drs. 18/6220, S. 94; zum weitergehenden Prüfungsumfang im Falle des § 39 Abs. 2 Nr. 2 BörsG vgl. *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750 (775).

<sup>180</sup> BT-Drs. 18/6220, S. 94; *Bayer*, NZG 2015, 1169 (1177).

<sup>181</sup> Der Delisting-Vollzug soll durch den Streit um die Angemessenheit nicht behindert werden; vgl. auch *Bayer*, ZfPW 2015, 163 (222); *ders.*, ZIP 2015, 853 (858); *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 (736); aus Sicht der kapitalmarktrechtlichen Lösung auch *Brellocks*, AG 2014, 633 (645); für Vertreter der gesellschaftsrechtlichen Lösung lag dabei die Anwendung des Spruchverfahrens nahe, etwa nochmals *Bayer*, ZfPW 2015, 163 (222) m.w.N. sowie *Koch/Harnos*, NZW 2015, 729 (737); *Kubis* (Fn. 12), § 119 Rn. 92.

welche den Aktionären ein subjektives Klagerecht sowie einen Nachzahlungsanspruch bei zu niedrig bemessener (nicht angemessener) Gegenleistung vermittelt.<sup>182</sup>

Problematisch erscheint jedoch die Effektivität der Durchsetzung: Denn der Anspruch des einzelnen Aktionärs kann nach § 1 Abs. 1 Nr. 3 KapMuG n.F.<sup>183</sup> zwar im Rahmen eines Musterfeststellungsverfahrens geltend gemacht werden,<sup>184</sup> jedoch muss in Bezug auf § 31 WpÜG bemängelt werden, dass die Möglichkeit eines Zwischenverfahrens nach dem KapMuG keinen angemessenen Aktionärsschutz vermittelt und ein adäquates Schutzniveau nur durch ein Spruchverfahren<sup>185</sup> (oder ein vergleichbares Verfahren)<sup>186</sup> verwirklicht werden kann.

Zum einen besitzt ein Spruchverfahren den Vorteil, dass die Aktionäre den Klageantrag nicht genau beziffern müssten.<sup>187</sup> Zum anderen wirkt ein Urteil gem. § 13 S. 2 SpruchG erga omnes, sodass die Minderheitsaktionäre nicht gezwungen wären, ihre Ansprüche in zahlreichen zersplitterten Einzelprozessen durchzusetzen.<sup>188</sup> Vor diesem Hintergrund erscheint es problematisch, dass sich der Gesetzgeber nun auch in Delisting-Konstellationen gegen die Möglichkeit eines Spruchverfahrens entschieden hat.<sup>189</sup>

<sup>182</sup> So abgeleitet aus dem Übernahmerecht aus der Postbank-Entscheidung des BGH v. 29.7.2014 (BGH NZG 2014, 985); vgl. auch die ausdrückliche Bezugnahme des Gesetzgebers: BT-Drs. 18/6220, S. 94; dazu etwa *Verse*, ZIP 2004, 199, (202 ff.); *Mülbert/Schneider*, WM 2003, 2301, (2302).

<sup>183</sup> BGBl. I 2012, S. 2182.

<sup>184</sup> Das KapMuG wurde damit in seinem Anwendungsbereich auf Delisting-Fälle erweitert, um auf diese Weise die Geltendmachung von Ansprüchen wegen einer etwaigen zu niedrigen Gegenleistung zu ermöglichen und zur Frage, ob wesentliche Verstöße gegen die §§ 15, 20a WpHG vorliegen; dazu *Brellocks*, AG 2014, 633 (645); *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 (380).

<sup>185</sup> *Verse*, ZIP 2004, 199 (207); *Seibt*, ZIP 2003, 1865 (1874) sowie Nachweise aus Fn. 181.

<sup>186</sup> *Verse*, in: *Mülbert/Kiem/Wittig* (Hrsg.), 10 Jahre WpÜG, ZHR-Beiheft 76 (2011), 276 (290).

<sup>187</sup> *Kubis*, in: Münchener Kommentar zum AktG, 5. Aufl. 2020, SpruchG § 4 Rn. 2.

<sup>188</sup> *Verse*, in: *Mülbert/Kiem/Wittig*, 10 Jahre WpÜG, ZHR-Beiheft 76 (2011), 276 (291); zu den sonstigen Vorzügen des Spruchverfahrens im Vergleich zum KapMuG, insbesondere im Hinblick auf die funktionale Zuständigkeit des Spruchkörpers *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750 (777 ff.); *Gegler*, BKR 2016, 273 (279).

<sup>189</sup> *Gegler*, BKR 2016, 273 (279); freilich ist dabei zu konzedieren, dass ausweislich der Gesetzesmaterialien beobachtet werden soll, ob sich die zivilprozessuale Geltendmachung im Musterverfahren praktisch bewährt, oder ob der Rechtsschutz ggf. durch prozessuale Elemente aus dem Spruchverfahren fortentwickelt werden muss, vgl. Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses BT-Drs. 18/6220, S. 79.

## 6. Beispiele für Delistings nach § 39 BörsG n.F.

### a) OSRAM Licht AG<sup>190</sup>

Am 4.5.2021 gab die OSRAM-Licht AG bekannt, dass der Vorstand von ihrem österreichischen Großaktionär angewiesen wurde, ein Delisting-Verfahren einzuleiten. Die Gesellschaft soll vom regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse und der Börse München genommen werden. Den Minderheitsaktionären, welche die übrigen 28 % der Anteile an der Gesellschaft halten, wurde ein Erwerbsangebot zu 52,30 € unterbreitet.

### b) Axel Springer SE<sup>191</sup>

Einem Delisting-Antrag der seit 1985 börsennotierten Axel Springer SE wurde am 1.4.2020 stattgegeben. Der Widerruf der Börsenzulassung wurde gemäß den Bestimmungen der Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse mit Ablauf des 6.4.2020 wirksam. Danach konnten die Axel Springer SE-Aktien nicht mehr an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt werden.

### c) Sachsenmilch AG<sup>192</sup>

Am 29.9.2015 sowie erneut am 23.9.2016 gab der Vorstand der Sachsenmilch AG jeweils per Ad-hoc-Mitteilung bekannt, einen Delisting-Antrag stellen zu wollen; die Aktien sollten damit durch Widerruf der Börsenzulassung von der Frankfurter Wertpapierbörse genommen werden. Am 20.12.2016 gab die Frankfurter Wertpapierbörse sodann bekannt, dass dem Antrag der Sachsenmilch AG stattgegeben wurde und die Aktien mit Ablauf des 23.12.2016 nicht mehr handelbar sein werden.

<sup>190</sup> Siehe unter

<https://www.it-times.de/news/osram-licht-mehrheitsaktionae-ams-plant-delisting-der-licht-ikone-fuer-52-30-euro-je-aktie-138644/> (4.11.2021) und

<https://www.finanztreff.de/nachrichten/osram-bald-verschwindet-die-aktie-von-den-kurszetteln/24530467> (4.11.2021).

<sup>191</sup> Siehe unter

<https://www.axelspringer.com/de/presseinformationen/delisting-der-axel-springer-se-aktien-von-der-frankfurter-wertpapierboerse-erfolgt-mit-ablauf-des-6-april-2020>

(4.11.2021) und betreffend das Erwerbsangebot

<https://www.axelspringer.com/de/investor-relations/oeffentliches-delisting-erwerbsangebot-durch-kkr> (4.11.2021).

<sup>192</sup> Siehe unter

<https://www.sachsenmilchag.de/publikationen/einzelansicht/a-d-hoc-meldung-nach-15-wphg-beschluss-zum-delisting-1/> und

<https://www.sachsenmilchag.de/publikationen/einzelansicht/a-d-hoc-meldung-nach-15-wphg-beschluss-zum-delisting/> und <https://www.dgap.de/dgap/News/corporate/sachsenmilch-widerruf-der-zulassung-zum-handel-regulierten-markt-der-frankfurter-wertpapierboerse/?newsID=979215> (4.11.2021).



d) *BDI-BioEnergy International AG*<sup>193</sup>

Mit Bekanntmachung vom 20.12.2016 teilte die BDI-BioEnergy International AG mit, dass ihr Delisting-Antrag vom 7.12.2016 positiv verbeschieden wurde und die Börsenzulassung an der Frankfurter Wertpapierbörse damit mit Ablauf des 22.12.2016 widerrufen wird und Aktien zum entsprechenden Zeitpunkt nicht mehr im regulierten Markt börslich zu handeln sein werden.

e) *ISARIA Wohnbau AG*<sup>194</sup>

Am 31.8.2016 hat die ISARIA Wohnbau AG auf ein erfolgreiches Delisting-Verfahren nach § 39 BörsG n.F. hin bekanntgegeben, dass ISARIA-Aktien mit Ablauf des 30.8.2016 nicht mehr an der Frankfurter Wertpapierbörse handelbar sein werden. Bei diesem Börsenrückzug handelte es sich seinerzeit um den ersten nach Maßgabe des neuen Rechts.

**III. Zentrale Ergebnisse**

Der Rückzug von der Börse vollzieht sich auf Antrag durch Verwaltungsakt der Börsengeschäftsführung gegenüber der emittierenden Gesellschaft und damit als *actus contrarius* zur ehemaligen Aufnahme in den regulierten Markt. Nachdem die Rechtsprechung erheblichen Wankelmut an den Tag legte, wurde das reguläre Delisting in § 39 BörsG Abs. 2–6 BörsG n.F. im Namen des Anlegerschutzes umfassend neu kodifiziert.

Dabei hat sich der Gesetzgeber vor allem auf einen geldwerten Ausgleich für die Minderheitsaktionäre für den von ihnen erlittenen Fungibilitätsverlust fokussiert und eine Abfindungsregel in Form eines obligatorischen Abfindungsangebots an die Minderheitsaktionäre statuiert. Unter Bedingungen darf das abzugebende Angebot generell nicht stehen, damit der Anlegerschutz nicht durch ungewisse künftige Ereignisse unterlaufen werden kann.

Die Höhe des Abfindungsangebots ist in erster Linie mit dem Börsenkurs und in zweiter Linie mit dem Unternehmenswert verknüpft. Hierbei besteht trotzdem das Restrisiko, dass der Delisting-interessierte Großaktionär für ihn positive Börsenentwicklungen abwartet, um einen niedrigen Abfindungspreis zu generieren. Dies wäre bei einer grundsätzlichen Anknüpfung an den Unternehmenswert kein Problem gewesen – Gegenargumente scheinen dabei unter keinem Aspekt zu verfangen; insbesondere stellt sich die Ermittlung des Unternehmenswerts in der Delisting-Konstellation nicht als derart kompliziert dar, dass mit der Anknüpfung an den Börsenkurs ein so massiver Vereinfachungseffekt einherginge.

Eine eigentlich zusätzlich erforderliche Kompensation der mit einem Delisting für die Kleinanleger so oder so einherge-

henden Einbüßung ihrer Gesellschafterstellung verkennt der Gesetzgeber; dabei wäre es am angemessensten, den Fungibilitätsverlust zu kompensieren und die Gesellschafterstellung aufrecht zu erhalten.

Das angestrebte hohe Maß an Anlegerschutz konterkariert der Gesetzgeber stellenweise selbst, da er die rechts-/bestandskräftige Feststellung eines Verstoßes gegen § 39 Abs. 3 S. 3 BörsG fordert, ehe eine Bestimmung der Abfindungshöhe an Stelle des Börsenwerts nach Maßgabe des Unternehmenswerts stattfinden kann. Dabei wird die BaFin jedoch allein im Interesse der Öffentlichkeit tätig und der einzelne Kleinanleger hat kein Initiativrecht betreffend das Überprüfungsverfahren. Weiterhin sind Verhaltensweisen Dritter, die zu einem verfälschten Börsenkurs führen, generell vom Regelungsbereich ausgenommen, sodass es im Einzelfall zu einer Bestimmung der Abfindungshöhe an einem eigentlich nicht repräsentativen Börsenkurs kommt, obschon ein Verstoß zu Lasten der Kleinanleger attestiert werden könnte.

In prozessualer Hinsicht kann sich gegen das Delisting als solches vor den Verwaltungsgerichten nur die Gesamtheit der Aktionäre richten, da der einzelne Anleger einem subjektiven Klagerecht ermangelt. Die Angemessenheit der Höhe der Abfindung vermag der einzelne Anleger dagegen vor den Zivilgerichten überprüfen zu lassen; das Spruchverfahren steht ihm nicht länger offen. Insgesamt ist das Rechtsschutzsystem um den Börsenrückzug aus Sicht der betroffenen Kleinanleger daher als defizitär einzuordnen.

**IV. Fazit und Ausblick**

Aus Anlegergesichtspunkten kann der Neuregelung des regulären Delistings in § 39 BörsG n.F. attestiert werden, den Schlusspunkt hin zu einem ausgeglichenen Rückzug von der Börse noch nicht final gesetzt zu haben. Vielmehr muss nach wie vor eine Lösung angestrebt werden, die den Besonderheiten des Delisting-Verfahrens durch eine eigenständige teleologische Antwort auf das kollidierende Interessengefälle zwischen Emittent, Großaktionär und Minderheitsaktionären gerecht wird und diese in praktische Konkordanz überführt. Während die Anleger einem besonderen Schutzbedürfnis unterliegen, sollte der Börsenrückzug dabei jedoch auch nicht unnötig erschwert werden; mit anderen Worten: Bei allem Anlegerschutz dürfen die Interessen des Initiators eines regulären Delistings nicht über ein erforderliches Maß hinaus in den Hintergrund gerückt werden. Entsprechende Möglichkeiten wurden aufgezeigt.

Delistings funktionieren auch entlang der Neuregelung, wie einige namhafte aktuelle Beispiele zeigen. Mit der Kodifikation „partiell zurück zu Macrotron“ hat der Gesetzgeber einen zwar zögerlichen, aber wichtigen Schritt getan, um die schwer zu ertragende Phase abfindungsfreier Delistings nach Frosta zu beenden. Praxis und Wissenschaft werden jedoch weiterhin mit den teilweise erheblichen Streitfragen um den freiwilligen Börsenrückzug beschäftigt bleiben.

Wie stets: „Ideas are easy, execution is everything.“<sup>195</sup>

<sup>195</sup> John E. Doerr, etwa an der Universität Berkeley, unter <https://www.edsurge.com/news/2016-02-03-john-doerr-s-passions-and-cautions> (4.11.2021).

<sup>193</sup> Siehe unter <https://www.bdi-bioenergy.com/de/newsroom/detail/delisting-der-bdi-bioenergy-international-ag-mit-ablauf-des-22-12-2016> (4.11.2021).

<sup>194</sup> Siehe unter <https://www.dgap.de/dgap/News/corporate/isaria-wohnbau-isaria-wohnbau-gibt-delisting-bekannt/?newsID=958281> (4.11.2021) und von Beraterseite <https://www.noerr.com/de/newsroom/press/noerr-berat-isaria-wohnbau-ag-bei-kapitalerhöhung-und-dem-ersten-delisting-nach-neuem-recht> (4.11.2021).