

Institut für deutsches und internationales Recht des Spar-, Giro- und Kreditwesens

an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz

Center for German and international Law of Financial Services

Univ.-Prof. Dr. Peter O. Mülbert, Univ.-Prof. Dr. Uwe H. Schneider,
Univ.-Prof. Dr. Dirk A. Verse M.Jur. (Oxford)

Aktionärsschutz beim Delisting

- Reform und Reformperspektiven -

Dirk A. Verse

Arbeitspapiere 2016

Anschrift: Institut für deutsches und internationales Kreditrecht an der
Johannes Gutenberg-Universität Mainz
Sitz: Wallstraße 11, 55122 Mainz
Tel.: 06131 / 39 31709
Fax: 06131 / 39 31718
Internet: www.institut-kreditrecht.de

I. Einführung

Kaum ein kapitalmarktrechtliches Thema ist hierzulande in den letzten Jahren so intensiv diskutiert worden wie das Delisting, also der Rückzug einer bisher börsennotierten Gesellschaft aus dem regulierten Markt der Börse. Mit der Neufassung des § 39 BörsG im November 2015¹ hat diese Diskussion zu einem vorläufigen Schlusspunkt gefunden. Das reguläre Delisting, d.h. der vom Emittenten selbst beantragte Widerruf der Börsenzulassung, ist von Grund auf neu geregelt worden (§ 39 Abs. 2-6 BörsG). Das Herzstück dieser Neuregelung besteht bekanntlich darin, dass den Aktionären bei einem vollständigen Rückzug aus dem regulierten Markt ein öffentliches Erwerbsangebot (Abfindungsangebot) nach dem WpÜG unterbreitet werden muss, das sich grundsätzlich am durchschnittlichen Börsenkurs vor Ankündigung des Delisting zu orientieren hat (§ 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1, Abs. 3 BörsG iVm § 31 WpÜG).

Das neue Delisting-Regime wirft eine ganze Reihe von Fragen auf. Nach einführenden Überlegungen zur Grundkonzeption der Reform (II.) sollen im Folgenden speziell die Bestimmungen zum Mindestpreis des Abfindungsangebots (III.) sowie zum Rechtsschutz der Aktionäre bei zu niedrigem Angebot (IV.) näher betrachtet werden. Von Interesse sind dabei nicht nur diverse Auslegungsfragen *de lege lata*, sondern auch und vor allem, ob und inwiefern *de lege ferenda* Verbesserungsbedarf besteht. Die Frage nach dem Verbesserungsbedarf dürfte nämlich schon bald aktuell werden; in den Materialien zu § 39 BörsG n.F. wird angekündigt, dass die Regelung Ende 2017 evaluiert und ggf. noch einmal nachgebessert werden soll².

II. Zur Grundkonzeption des neuen Delisting-Regimes

1. Regelungsbedarf und -reichweite

Die Ausgangslage vor der Reform ist hinlänglich bekannt und muss daher hier nicht nochmals ausgebreitet werden³. Stattdessen mag die Feststellung genügen, dass die Aktionäre nach der spektakulären Kehrtwende in der Rechtsprechung des II. Zivilsenats des BGH – Aufgabe der Macrotron-Grundsätze durch die berühmt-berüchtigte Frosta-Entscheidung vom Oktober 2013⁴ – nur noch unzureichend vor den Folgen des Rückzugs aus dem regulierten Markt geschützt waren. § 39 Abs. 2 BörsG a.F. überließ die Ausgestaltung des Anlegerschutzes beim Delisting

¹ Art. 2 Nr. 1 Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 20.11.2015, BGBl. I, 2029.

² Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drs. 18/6220, 79.

³ Umfassend zur Rechtsentwicklung bis zur Neufassung des § 39 BörsG statt vieler *Bayer*, ZfPW 2015, 163.

⁴ BGH NZG 2013, 1342 – Frosta (Aufgabe von BGHZ 153, 47 – Macrotron) in Reaktion auf BVerfGE 132, 99 = NJW 2012, 3081 – MVS/Lindner (Delisting berührt nicht den Schutzbereich des in Art. 14 GG verbürgten Eigentumsrechts der Aktionäre).

den Börsenordnungen, und diese beließen es zwar nicht durchweg, aber doch an den wichtigsten Börsen bei der Vorgabe, dass den Aktionären nach Bekanntgabe des Widerrufs der Börsenzulassung noch mehrere Monate Zeit bleiben musste, um ihre Aktien im regulierten Markt veräußern zu können⁵. Diese Fristenlösung war aus Sicht der Aktionäre unzureichend, da die betroffenen Aktien häufig schon mit der Ankündigung des Börsenrückzugs unter Verkaufsdruck gerieten und signifikante Kursverluste erlitten. Diese Kursverluste sind inzwischen durch mehrere empirische Studien, welche die Kursreaktionen auf Delisting-Ankündigungen im Zeitraum nach Frosta und vor Inkrafttreten des § 39 BörsG n.F. untersucht haben, jedenfalls für solche Fälle eindeutig belegt, in denen sich der Emittent ganz von der Börse zurückzieht, die Aktien also auch nicht mehr im Freiverkehr handelbar bleiben⁶. Die Fristenlösung drohte daher das Vertrauen der Anleger in eine faire Behandlung anlässlich des Marktaustritts zu beeinträchtigen und damit letzten Endes auch ihre Bereitschaft, dem Kapitalmarkt Mittel zur Verfügung zu stellen. Dass der Gesetzgeber dem Einhalt gebieten wollte, leuchtet auch bei Abwägung mit dem legitimen Interesse des Emittenten, ein unrentabel gewordenen Listing zu beenden, grundsätzlich ein und ist daher auch im Schrifttum mit Recht überwiegend auf Zustimmung gestoßen⁷.

Umstritten ist allerdings, ob der Gesetzgeber hinsichtlich der Reichweite der Neuregelung nicht des Guten zu viel getan hat. Die Angebotspflicht nach § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 BörsG erfasst jeden Totalrückzug aus dem regulierten Markt unabhängig davon, ob die Aktien ganz von der Börse verschwinden oder nur ein Downlisting in den Freiverkehr erfolgt. Dies wird im Schrifttum verbreitet als überzogen kritisiert, soweit das Downlisting in den qualifizierten Freiverkehr betroffen ist⁸, also in jene Segmente des Freiverkehrs, die – wie z.B. der Entry Standard in Frankfurt oder der m:access in München – durch Regelungen in den

⁵ Überblick über die seinerzeit geltenden Fassungen der Börsenordnungen bei *Hasselbach/Pröhl*, NZG 2015, 209, 211. Inzwischen sind die Börsenordnungen an die neue Rechtslage angepasst worden; sie nehmen nunmehr auf § 39 Abs. 2 BörsG n.F. Bezug oder wiederholen dessen Voraussetzungen (z.B. § 46 Abs. 1 BörsO Frankfurt vom 18.3.2016, § 56 Abs. 3 BörsO Düsseldorf vom 30.3.2016, § 22 Abs. 1 BörsO Stuttgart vom 27.5.2016).

⁶ *Doumet/Limbach/Theissen*, Ich bin dann mal weg: Werteffekte von Delistings deutscher Aktiengesellschaften nach dem Frosta-Urteil, Sept. 2015 (abrufbar auf www.cfr-cologne.de/download/workingpaper/cfr-15-14.pdf); *Karami/Schuster*, Eine empirische Analyse der Kurs- und Liquiditätseffekte auf die Ankündigung eines Börsenrückzugs am deutschen Kapitalmarkt im Lichte der „Frosta“-Entscheidung des BGH, Feb. 2016 (nach Registrierung abrufbar auf www.bewertung-im-recht.de); *Pils/Knoll*, DB 2016, 181; *Thomale/Walter*, ZGR 2016, Heft 5 (im Ersch.).

⁷ Aus der Fülle des Schrifttums etwa *Bayer*, NZG 2015, 1169, 1172; *Casper*, FS Köndgen, 2016, 117, 133 ff.; *Drygala*, in: Gesellschaftsrechtliche Vereinigung, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2015, 2016, 75, 76 f.; *Morell*, ZBB 2016, 67; a.A. *Thomale/Walter*, ZGR 2016, Heft 5 (im Ersch.); *Goetz*, BB 2015, 2691, 2694.

⁸ *Bungert/Leyendecker-Langner*, ZIP 2016, 49, 52; *Drygala* (Fn. 7), 75, 79 f.; *Goetz*, BB 2015, 2691, 2694; *Kocher/Seiz*, DB 2016, 153; in der Anhörung des Finanzausschusses bereits *Seibt*, Stellungnahme vom 7.9.2015 (abrufbar auf www.bundestag.de/finanzausschuss), 7; zur Gegenposition s. die Nachw. in Fn. 16. Eine ganz ähnliche Diskussion wurde auch schon unter Geltung der Macrotron-Rechtsprechung geführt; dazu *Habersack* in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 3. Aufl. 2013, § 40 Rn. 3 m.w.N.

Geschäftsbedingungen des Börsenträgers den Anforderungen im regulierten Markt immerhin partiell angenähert sind⁹. Bestärkt sehen sich die Kritiker nicht zuletzt durch die am 3. Juli 2016 in Kraft getretene EU-Marktmissbrauchsverordnung (MMVO)¹⁰. Sie hat den qualifizierten Freiverkehr noch ein Stück näher an den regulierten Markt herangerückt, indem sie die gesetzliche ad-hoc-Publizität und bestimmte weitere Pflichten auch auf den Freiverkehr erstreckt hat, sofern die Einbeziehung in diesen auf Antrag oder mit Zustimmung des Emittenten erfolgt ist¹¹, was im qualifizierten Freiverkehr stets der Fall ist¹².

Zwingend erscheint diese Kritik indes auch nach Inkrafttreten der MMVO nicht. Unbestreitbar ist zwar, dass das Schutzbedürfnis der Aktionäre beim Downlisting in den qualifizierten Freiverkehr weniger stark ausgeprägt ist, was sich auch in den bisher vorliegenden empirischen Erkenntnissen spiegelt¹³. Ungeachtet dessen bleibt aber auch unter Geltung der MMVO ein erhebliches Regelungsgefälle zum regulierten Markt bestehen. Erinnerung sei nur an die zahlreichen aktienrechtlichen Vorschriften, die an die Börsennotierung i.S. des § 3 Abs. 2 AktG anknüpfen¹⁴, die Beteiligungspublizität (§§ 21 ff. WpHG) und nicht zuletzt das Übernahmerecht mit seinen weitreichenden Schutzbestimmungen (namentlich dem Pflichtangebot bei Kontrollwechsel, § 35 WpÜG)¹⁵. Solange dies so bleibt, ist die vom Gesetzgeber eingenommene Position, auch den Übergang in den qualifizierten Freiverkehr zu erfassen, zumindest plausibel¹⁶. Sie hat zugleich den Vorteil, dass sich damit

⁹ Näher zu den Anforderungen im qualifizierten Freiverkehr *Clauß*, Abfindungsanspruch beim Wechsel vom regulierten Markt in den Freiverkehr, 2011, 68 ff.

¹⁰ Verordnung (EU) Nr. 596/2014, ABl. 2014, Nr. L 173, 1.

¹¹ Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 3 (ad-hoc-Publizität), Art. 18 Abs. 7 (Führung von Insiderverzeichnissen), Art. 19 Abs. 4 lit. b MMVO (Meldung von *directors' dealings*); dazu *Klöhn*, AG 2016, 423, 426; *Poelzig*, NZG 2016, 761, 763.

¹² Vgl. etwa § 16 AGB der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse (Stand: 3.7.2016); § 5 Abs. 1 Regelwerk für das Marktsegment m:access an der Börse München (Stand: 1.7.2016).

¹³ Die Kursreaktion speziell in Fällen, in denen ein Downlisting in den qualifizierten Freiverkehr angekündigt wurde, haben – soweit ersichtlich – bisher nur *Karami/Schuster* (Fn. 6), 38, gesondert untersucht. Sie gelangen zu dem Ergebnis, dass in dieser Fallgruppe nur der Rangtest nach *Corrado* auf eine statistisch signifikante abnormale Rendite von -3 % hinweist. Andere empirische Studien haben das Downlisting vom regulierten Markt in den Freiverkehr untersucht, ohne zwischen den einzelnen Freiverkehrsegmenten zu unterscheiden, und haben auch insoweit im Durchschnitt nur geringfügige oder gar keine Kursreaktionen festgestellt;

Doumet/Limbach/Theissen (Fn. 6), 20 f., 22 f. (die aber im Freiverkehr eine deutlich geringere Liquidität des Handels konstatieren); *Pilsl/Knoll*, DB 2016, 181, 185; *Thomale/Walter*, ZGR 2016, Heft 5 (im Ersch.).

¹⁴ U.a. §§ 76 Abs. 4, 87 Abs. 1 Satz 2, 93 Abs. 6, 96 Abs. 2-3, 100 Abs. 2 Satz 1 Nr. 4, 111 Abs. 5, 120 Abs. 4, 134 Abs. 1 Satz 2, Abs. 3 Satz 3-4, 142 Abs. 2 Satz 1, 161 Abs. 1, 171 Abs. 2 Satz 2 AktG.

¹⁵ Näher dazu und zu weiteren (auch unter Geltung der MMVO fortbestehenden) Unterschieden zwischen reguliertem Markt und qualifiziertem Freiverkehr *Habersack*, ZHR 176 (2012), 463, 465 f.; *Clauß* (Fn. 9), 68 ff., 130 ff.

¹⁶ Für Einbeziehung des Downlisting daher auch (allerdings noch vor Inkrafttreten der MMVO) *Bayer*, ZIP 2015, 853, 858 f.; *ders.*, NZG 2015, 1169, 1176; *Brellocks*, AG 2014, 633, 645; *Habersack*, Stellungnahme vom 29.4.2015 für die Anhörung im Rechtsausschuss (abrufbar auf www.bundestag.de/recht), 7; *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750, 754; *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729, 731 f.; *Wicke*, DNotZ 2015, 488, 497.

Abgrenzungsfragen (Definition des qualifizierten Freiverkehrs) ebenso erledigen wie das sonst drohende Folgeproblem des gestuften Delisting.

Auf einem anderen Blatt steht freilich, ob man aus der Aufwertung einzelner Freiverkehrssegmente und ihrer Einbeziehung in den Anwendungsbereich der MMVO für die Zukunft nicht den Schluss ziehen müsste, dass in Ergänzung zu der bestehenden Regelung des § 39 BörsG künftig auch der Rückzug aus diesen Segmenten im Interesse des Anlegerschutzes an gesetzliche Einschränkungen gebunden werden sollte. Bisher ist diese Frage allein den Geschäftsbedingungen des Börsenträgers überlassen und dort uneinheitlich geregelt¹⁷. Die bisher vorliegenden empirischen Erkenntnisse legen ein Schutzbedürfnis nahe¹⁸. Dem abgestuften Schutzstandard der verschiedenen Marktsegmente entsprechend müsste der Schutz indes nicht zwangsläufig ebenso intensiv ausgestaltet sein wie beim Rückzug aus dem regulierten Markt¹⁹. In Betracht käme z.B. auch, in § 48 BörsG lediglich einen Regelungsauftrag an den Börsenträger aufzunehmen, für einen angemessenen Schutz der Anleger zu sorgen, wenn der Emittent eine mit seiner Zustimmung erfolgte Einbeziehung in den Freiverkehr wieder beenden will. Die Diskussion dazu steht aber noch ganz am Anfang.

2. Regelungsinstrument und -alternativen

a) Die deutsche Abfindungslösung

Das Mittel der Wahl, um den Aktionärsschutz beim Rückzug aus dem regulierten Markt zu gewährleisten, sieht § 39 BörsG n.F. ausschließlich in dem zu unterbreitenden Abfindungsangebot. Wer dieses Angebot abgibt, schreibt das Gesetz nicht vor, doch wird es sich in aller Regel – wie schon in der Macrotron-Ära – um den Mehrheitsaktionär des Emittenten handeln²⁰. Auf das zusätzliche Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses nach dem Vorbild der Macrotron-Rechtsprechung hat der Gesetzgeber dagegen bewusst verzichtet, da er hierfür neben dem Abfindungsangebot kein Bedürfnis gesehen hat²¹. Damit steht nunmehr endgültig

¹⁷ S. etwa einerseits § 23 AGB der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse (Stand: 3.7.2016): Einbeziehung in den Entry Standard kann auf Antrag des Emittenten jederzeit mit einer Kündigungsfrist von sechs Wochen beendet werden; andererseits § 8 Abs. 2 Satz 3 Regelwerk für das Marktsegment m:access an der Börse München (Stand: 1.7.2016): Bei Entscheidung über Antrag auf Einstellung der Notiz im m:access sind „Belange des Anlegerschutzes zu beachten“.

¹⁸ Nähere Analyse bei *Bayer/Hoffmann*, AG 2015, R 55, 56 ff.; R 307, 308.

¹⁹ Gleichsinnig *Casper*, FS Köndgen, 2016, 117, 132 (gegen Angebotspflicht bei Rückzug aus dem Freiverkehr).

²⁰ Ein Angebot des Emittenten wäre zwar theoretisch ebenfalls denkbar, wird aber wegen der Restriktionen des § 71 AktG praktisch allenfalls in Ausnahmefällen in Betracht kommen; *Bungert/Leyendecker-Langner*, ZIP 2016, 49, 50; *Kocher/Seiz*, DB 2016, 153, 154.

²¹ Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drs. 18/6220, 86: „Erweiterte Mitentscheidungsrechte für die Aktionäre, wie sie die Rechtsprechung bislang durch den von ihr geforderten Hauptversammlungsbeschluss verlangte, sind vor dem Hintergrund der nunmehr vorgesehenen umfassenden kapitalmarktrechtlichen Schutzbestimmungen nicht geboten.“

fest, dass sich ein Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung mangels planwidriger Regelungslücke nicht im Wege der Rechtsfortbildung begründen lässt. Den auch nach dem Frosta-Beschluss anhaltenden Versuchen des Schrifttums, eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz zu begründen²², ist mit anderen Worten spätestens mit Inkrafttreten des § 39 BörsG n.F. die Grundlage entzogen worden²³. Hinter dieser Entscheidung des Gesetzgebers steht ersichtlich vor allem die pragmatische Überlegung, dass die Einschaltung der Hauptversammlung schon unter Geltung der Macrotron-Grundsätze letztlich nichts Erhebliches zum Anlegerschutz beitrug, da die Hauptversammlung in den Delisting-Fällen praktisch immer durch einen Mehrheitsaktionär dominiert wurde und der Beschluss inhaltlich keiner sachlichen Rechtfertigung bedurfte²⁴. Zu Informationszwecken wird die Abhaltung einer Hauptversammlung ebenfalls nicht benötigt²⁵, da die Aktionäre in der von der BaFin zu überprüfenden Angebotsunterlage umfassend über das Delisting, seine Folgen und die Berechnung der Abfindungshöhe zu unterrichten sind (§ 11 WpÜG i.V.m. § 2 WpÜG-AngVO). Der Verzicht auf die Befassung der Hauptversammlung ist schließlich auch in dogmatischer Hinsicht plausibel und nicht systemwidrig, da es beim Delisting anders als bei den konzern- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen an einer in die Mitgliedschaftsrechte eingreifenden Umgestaltung der Gesellschaft fehlt²⁶.

b) Vorzugswürdige Alternativen aus der Rechtsvergleichung?

Betrachtet man die Entscheidung des deutschen Gesetzgebers für ein obligatorisches Abfindungsangebot und gegen eine Zuständigkeit der Hauptversammlung aus internationaler Perspektive, ist sie allerdings weniger selbstverständlich, als sie auf den ersten Blick scheinen mag. Es gibt zwar auch im Ausland wichtige Börsenplätze, an denen das Delisting von einem Abfindungsangebot abhängig gemacht wird. So hat z.B. die Euronext Paris erst unlängst eine

²² *Heidel/Lochner* in: *Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht*, 4. Aufl. 2014, Vor §§ 327a ff. AktG Rn. 19; *Stöber*, WM 2014, 1757 (§ 119 Abs. 1 Nr. 2, 6, 8 AktG analog).

²³ Ebenso *Groß*, AG 2016, 812, 813 f.. Darüber hinaus lässt sich wegen § 23 Abs. 5 Satz 1 AktG eine Hauptversammlungskompetenz für das Delisting nach zutreffender und im Vordringen befindlicher Ansicht auch nicht in der Satzung verankern; *Groß*, AG 2016, 812, 814; *Kocher/Seiz*, DB 2016, 153, 158; schon vor der Neufassung des § 39 BörsG *von der Linden*, NZG 2015, 176; *Scholz*, BB 2015, 2248 (2249 ff.); jeweils mit Nachweisen auch zur Gegenansicht.

²⁴ *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729, 735; *Noack*, Stellungnahme vom 5.5.2015 für die Anhörung im Rechtsausschuss (abrufbar auf www.bundestag.de/recht), 8: „kostspieliger Formalakt“.

²⁵ In diese Richtung aber Stellungnahme der Fraktion Die Linke in: *Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses*, BT-Drs. 18/6220, 79 („mehr Transparenz“ durch Befassung der Hauptversammlung). Wie hier dagegen *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729, 735.

²⁶ Vgl. BGH NZG 2013, 1342 Rn. 4 – *Frosta*; *Habersack* (Fn. 8), § 40 Rn. 7; *Mülbert* in: *Großkomm. AktG*, 4. Aufl. 2012, § 293 Rn. 323 f.; ausführlich *ders.*, ZHR 165 (2001), 104, 129 ff.; *Probst*, *Rechtsfragen des regulären Börsenrückzugs*, 2013, S. 140 ff.; kritisch *Bayer*, NZG 2015, 1169, 1173 f. m.w.N.

im Ansatz vergleichbare Angebotspflicht eingeführt²⁷. Blickt man auf führende Kapitalmarktrechtsordnungen wie die USA oder das Vereinigte Königreich, fällt aber auf, dass man dort den Schutz der Aktionäre auf andere Weise zu erreichen sucht.

aa) Interessant ist insbesondere die Rechtsentwicklung im Vereinigten Königreich. Dort ist man genau den entgegengesetzten Weg gegangen; anstelle eines Abfindungsangebots setzt man auf qualifizierte Zustimmungserfordernisse der Aktionäre. Im Jahr 2014 sind die Listing Rules der britischen Financial Conduct Authority (FCA) so ergänzt worden, dass nunmehr ein doppeltes Zustimmungserfordernis gilt: Zum einen muss die Hauptversammlung des Emittenten dem Delisting mit Dreiviertelmehrheit zustimmen, zum anderen – das ist seit 2014 neu – muss bei Existenz eines kontrollierenden Aktionärs auch die einfache Mehrheit der Minderheitsaktionäre zustimmen²⁸. Eine ähnliche Regelung findet man auch in Kanada²⁹.

Die Grundidee dieses Ansatzes, die Minderheitsaktionäre zum Selbstschutz zu ermächtigen, kann für sich in Anspruch nehmen, dass sie ohne einen Zwang zu einem Abfindungsangebot auskommt und stattdessen privatautonom gestaltete Lösungen begünstigt. Allerdings birgt sie auch ein nicht unbeträchtliches Missbrauchsrisiko, da einer u.U. sehr kleinen Mehrheit der Minderheit ein Hebel in die Hand gegeben wird, das Delisting selbst dann zu blockieren, wenn der Mehrheitsaktionär eine faire Kompensation angeboten hat und an dem Börsenrückzug ein legitimes Interesse besteht. Ein missbräuchlich ablehnendes Votum der Minderheitsaktionäre könnte zwar im Wege der positiven Beschlussfeststellungsklage wieder überwunden werden, aber nur mit erheblichem Aufwand und zeitlicher Verzögerung. Eingedenk der Erfahrungen, die man hierzulande mit Blockadepositionen von Minderheitsaktionären gemacht hat, wird man diese Lösung für Deutschland schwerlich empfehlen können³⁰. Sie müsste im System des deutschen Rechts (anders als im britischen Recht³¹) auch zu erheblichen Wertungswidersprüchen führen, da Interessenkonflikte zwischen Mehrheit und Minderheit, wie sie beim

²⁷ Règles de marché d'Euronext, Livre II: Règles particulières applicables aux marchés réglementés français, Art. P 1.4.2. Eine Angebotspflicht besteht auch nach dem Regelwerk der Johannesburg Stock Exchange; dazu *Thomale/Walter* ZGR 2016, Heft 5 (im Ersch.).

²⁸ Sec. 5.2.5 (2) UK Listing Rules; dazu *Maume*, EBOR 16 (2015), 255, 265 ff.

²⁹ Sec. 720 (b) Toronto Stock Exchange Rules (Hauptversammlungsbeschluss mit Stimmverbot des Mehrheitsaktionärs). In Australien wird an der Australian Stock Exchange (ASX) ebenfalls ein Hauptversammlungsbeschluss verlangt, dort allerdings ohne generelles Stimmverbot für den Mehrheitsaktionär; sec. 17.11 ASX Listing Rules i.V.m. ASX Guidance Note 33 („Removal of Entities from the ASX Official List“), 2.7. Näher dazu und mit weiteren rechtsvergleichenden Hinweisen *Thomale/Walter*, ZGR 2016, Heft 5 (im Ersch.).

³⁰ Ablehnend, wenngleich aus anderen Gründen, auch *Morell*, ZBB 2016, 70, 83 ff.

³¹ Das britische (Börsen-) Recht operiert auch bei wesentlichen Transaktionen zwischen der börsennotierten Gesellschaft und ihrem Großaktionär mit einem Zustimmungserfordernis der Hauptversammlung und einem Stimmverbot des Großaktionärs (sec. 11.1.7 UK Listing Rules); dazu und zu dem hiervon inspirierten Kommissionsvorschlag einer Änderung der EU-Aktionärsrechterichtlinie statt vieler *Fleischer*, BB 2014, 2691,

Delisting fraglos bestehen³², im deutschen Aktienrecht regelmäßig auch sonst nicht über ein Stimmverbot des Mehrheitsaktionärs oder Sonderbeschlüsse der Minderheitsaktionäre gelöst werden. So reagiert das AktG etwa auf den Abschluss eines Beherrschungsvertrags oder eines Verschmelzungsvertrags mit dem Mehrheitsaktionär ebenfalls nicht mit einem Stimmverbot³³ und überlässt die Entscheidung nicht der Mehrheit der Minderheit, sondern trägt dem Schutz der Minderheitsaktionäre durch gesetzliche Anforderungen an die ihnen zu gewährende Kompensation (Abfindung, Ausgleich, Umtauschverhältnis) Rechnung. Vor diesem Hintergrund wäre es ungereimt, der Mehrheit der Minderheit ausgerechnet beim weniger eingriffsintensiven Delisting, das „nur“ die Veräußerungschancen schmälert, aber nicht in Mitgliedschaftsrechte eingreift, eine stärkere Position einzuräumen.

bb) Nur am Rande erwähnt sei, dass auch das US-amerikanische Recht ohne ein obligatorisches Abfindungsangebot auskommt. In den USA kann der Emittent die Beendigung der Notierung an der Börse (*delisting*) nach den Börsenordnungen vergleichsweise leicht erreichen; insoweit bewendet es im Wesentlichen bei formalen Voraussetzungen und der Einhaltung von Fristen³⁴. Allerdings führt allein das *delisting* nach US-amerikanischem Recht noch nicht zur Beendigung der kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten nach dem Securities Exchange Act. Für diese bedarf es zusätzlich einer *deregistration*, und diese kann der Emittent grundsätzlich nur beantragen, wenn nachweislich nur noch weniger als 300 Personen die Aktien halten³⁵. Darin liegt eine zwar einfach zu handhabende, aber auch recht holzschnittartige Lösung, die je nach Über- oder Unterschreiten der Schwelle von 300 Aktionären entweder dem Interesse des Emittenten (und des hinter ihm stehenden Mehrheitsaktionärs) oder dem der Minderheitsaktionäre vollständig Vorrang einräumt. Die in § 39 BörsG n.F. gefundene Abfindungslösung ist demgegenüber erheblich flexibler und letztlich ausgewogener, da sie einerseits die Beendigung der Börsenzulassung einschließlich aller Zulassungsfolgepflichten unabhängig von gegriffenen Größen ermöglicht, ohne andererseits die Belange der Aktionäre zu vernachlässigen.

2694, 2697 ff.; J. Vetter, ZHR 179 (2015), 273; Verse in: Fleischer/Koch/Kropff/Lutter, 50 Jahre Aktiengesetz, 2016, 303, 320 f.

³² Anschaulich herausgearbeitet von Morell, ZBB 2016, 67, 70 ff.; G. Thomas, Delisting und Aktienrecht, 2009, 83 ff.

³³ § 136 AktG erfasst diesen Fall nicht, ebenso schon § 114 Abs. 5 AktG 1937 in bewusster Abkehr von § 252 Abs. 2 Satz 3 HGB 1897. Zum Hintergrund Schlegelberger/Quassowski, Aktiengesetz, 3. Aufl. 1939, § 114 Rn. 20 (u.a. Bedenken, dass durch das Stimmverbot nach § 252 Abs. 2 Satz 3 HGB 1897 „der Einfluss des bei weitem größten Aktionärs ausgeschaltet wurde und die Entscheidung bei einer kleinen Minderheit lag“).

³⁴ Vgl. etwa Rule 806.02 NYSE Listed Company Manual i.V.m. SEC Rule 12d2-2(c), (d)(2) (17 CFR 240.12d2-2).

³⁵ Sec. 12(g)(4) Securities Exchange Act; dazu Kirmse, Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 62, 2006, 14 f.

c) Befreiung von der Abfindungspflicht in Sonderfällen?

Auch unter Berücksichtigung der abweichenden Schutzkonzepte im britischen und US-amerikanischen Recht hat die gewählte Abfindungslösung nach alledem viel für sich. Überdenken sollte man im Rahmen der Ende 2017 anstehenden Überprüfung allerdings noch einmal die Frage, ob die Angebotspflicht wirklich flächendeckend eingreifen muss oder es künftig nicht ermöglicht werden sollte, in Sonderfällen bei der Börse oder der BaFin eine Befreiung von der Angebotspflicht zu beantragen. Empfohlen wird sich eine derartige Befreiungsmöglichkeit namentlich dann, wenn bereits das Insolvenzverfahren über das Vermögen der Gesellschaft eröffnet wurde; denn in diesem Stadium müssen die Aktionärsinteressen hinter dem Interesse der Gläubiger, die mit der Börsenzulassung und den Folgepflichten verbundenen Kosten einzusparen, zurückstehen³⁶. Erwägenswert erscheint überdies die Möglichkeit einer Sanierungsbefreiung, wie man sie auch beim übernahmerechtlichen Pflichtangebot kennt (§ 37 WpÜG i.V.m. § 9 Satz 1 Nr. 3 WpÜG-AngVO)³⁷.

III. Mindestpreisregeln

1. Grundsatz: Anlehnung an das Übernahmerecht (Börsenkurs, Erwerbspreise)

Zu den im Gesetzgebungsverfahren umstrittensten Fragen der Reform gehörte, nach welchen Regeln sich die Mindesthöhe der anzubietenden Abfindung bemisst. Vielfach wurde dafür gestritten, wie bei den gesellschaftsrechtlichen Abfindungsanlässen (Beherrschungsvertrag, aktienrechtlicher Squeeze-out etc.) neben dem durchschnittlichen Börsenkurs auch den inneren Unternehmenswert (Ertragswert) pro Aktie als Untergrenze der Abfindung heranzuziehen³⁸. Der Gesetzgeber ist dem jedoch nicht gefolgt; er hat stattdessen mit wenigen Modifikationen an den übernahmerechtlichen Mindestpreisregeln für Übernahme- und Pflichtangebote Maß genommen (§ 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG i.V.m. § 31 WpÜG, §§ 3 ff. WpÜG-AngVO). Im Ergebnis bedeutet dies, dass es regelmäßig nur auf den durchschnittlichen Börsenkurs vor Ankündigung des Delisting-Angebots (§§ 5 f. WpÜG-AngVO) und ggf. auch auf Vor-, Parallel- oder Nacherwerbe des Bieters und ihm zuzurechnender Personen ankommt (§ 4

³⁶ Für eine Ausnahme von der Angebotspflicht in der Insolvenz auch *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729, 732. § 56 Abs. 5 BörsO Düsseldorf a.F. sah vor Inkrafttreten des § 39 BörsG n.F. bereits eine entsprechende Befreiungsmöglichkeit vor, allerdings nur, wenn der Insolvenzverwalter erklärte, dass keine Aussicht auf Fortführung der Gesellschaft nach Abschluss des Insolvenzverfahrens bestehe.

³⁷ In diese Richtung auch *Brellocks*, Stellungnahme vom 3.9.2015 für die Anhörung im Finanzausschuss vom 7.9.2015 (abrufbar auf www.bundestag.de/finanzausschuss), 22.

³⁸ So etwa *Bayer*, ZIP 2015, 853, 857; Bundesrechtsanwaltskammer (BRAK), Stellungnahme Nr. 37/2015, Okt. 2015 (abrufbar auf www.brak.de), 4 f.; Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW), Stellungnahme vom 3.9.2015 für die Anhörung im Finanzausschuss vom 7.9.2015 (abrufbar auf www.bundestag.de/finanzausschuss), 9 f.; *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729, 732 f.

WpÜG-AngVO, § 31 Abs. 4-5 WpÜG), nicht aber – von eng begrenzten Ausnahmen abgesehen – auf den Ertragswert. Diese Grundentscheidung des Gesetzgebers hat entgegen vielfacher Kritik gute Gründe für sich. Aus Sicht des Bieters ist die Preisfindung anhand des Börsenkurses offensichtlich von Vorteil, da sie viel einfacher und verlässlicher berechenbar ist, als wenn es auf den aufwändig zu ermittelnden, notorisch unsicheren und streitträchtigen Ertragswert ankäme. Aber auch aus der Perspektive der Minderheitsaktionäre erscheint sie zumutbar und nicht unangemessen; denn das beeinträchtigte Interesse der Aktionäre liegt beim Delisting allein darin, dass ihnen die Veräußerungsmöglichkeit zu einem Börsenkurs genommen wird, der sich aufgrund der im regulierten Markt gewährleisteten breiten Informationsgrundlage gebildet hat³⁹. Entscheidet sich ein Aktionär trotz des Delisting für den Verbleib in der Gesellschaft, bleibt ihm anders als bei den gesellschaftsrechtlichen Abfindungsanlässen eine Mitgliedschaft mit ungeschmälernten Mitgliedschaftsrechten und ohne Einbuße des Ertragswerts pro Aktie erhalten. Vor diesem Hintergrund ist es nicht widersprüchlich, es hier anders als dort bei den kapitalmarktrechtlichen Bewertungsregeln zu belassen.

Die im Gesetzgebungsverfahren vorgetragene Kritik, dass der Börsenkurs zu volatil, zu manipulationsanfällig und daher insgesamt nicht hinreichend aussagekräftig sei, hat den Gesetzgeber aber immerhin dazu bewegt, die Börsenkursregel entgegen den ursprünglichen Plänen⁴⁰ in letzter Sekunde und ohne nähere Diskussion noch mit zwei Modifikationen zu versehen:

- Zum einen hat er die Referenzperiode für die Berechnung des Durchschnittskurses, die im Übernahmerecht drei Monate beträgt (§ 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO), auf sechs Monate verlängert (§ 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG). Dadurch soll es dem Bieter erschwert werden, die Volatilität des Kurses durch Wahl eines geeigneten Zeitfensters zu seinen Gunsten auszunutzen. Die Materialien verweisen zur Begründung etwas nebulös darauf, dass das Börsenumfeld in Delisting-Fällen von demjenigen in Übernahmesituationen regelmäßig abweiche⁴¹. Gemeint ist offenbar, dass in den Delisting-Fällen typischerweise nur noch ein relativ geringer Streubesitzanteil vorhanden ist und die Liquidität des Handels

³⁹ *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373, 379; *Casper*, FS Köndgen, 2016, 117, 139, 142; *Habersack* (Fn. 8), § 40 Rn. 13; *ders.*, Stellungnahme (Fn. 16), 6; *Noack*, Stellungnahme (Fn. 24), 8; *Probst* (Fn. 26), 287 ff.

⁴⁰ Bundesministerium der Finanzen, Formulierungshilfe zum Delisting vom 17.8.2015.

⁴¹ Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drs. 18/6220, 84.

entsprechend eingeschränkt ist; die dadurch bedingte höhere Volatilität soll durch die Verlängerung der Referenzperiode kompensiert werden⁴².

- Zum anderen hat der Gesetzgeber die Ausnahmetatbestände, in denen es doch wieder auf eine Unternehmensbewertung ankommt, im Vergleich zum Übernahmerecht ausgeweitet. Das Übernahmerecht sieht in § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO bekanntlich nur eine einzige Ausnahme von der Maßgeblichkeit des Börsenkurses vor, nämlich für den Fall, dass der Kurs in der Referenzperiode aufgrund einer besonderen Marktengung offensichtlich nicht aussagekräftig ist. Die Marktengung ist dabei sehr eng definiert; sie besteht nur, wenn an weniger als einem Drittel der Börsentage überhaupt ein Börsenkurs festgestellt wurde und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abweichen. Diese Regelung hat der Gesetzgeber in § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG in der Sache unverändert übernommen und lediglich auf die sechsmonatige Referenzperiode angepasst⁴³. In bewusster Abweichung von den übernahmerechtlichen Bewertungsregeln⁴⁴ hat der Gesetzgeber für das Delisting darüber hinaus aber noch den zusätzlichen Ausnahmetatbestand des § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG eingeführt, der in bestimmten Fällen der Kursmanipulation ebenfalls die Rückkehr zum Unternehmenswert anordnet. Diese neue Vorschrift verdient eine nähere, kritische Betrachtung.

2. Ausnahme: Unternehmensbewertung bei relevanter Kursverzerrung

a) Die Regelung des § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG im Überblick

Der Tatbestand des § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG setzt voraus, dass

⁴² Casper, FS Köndgen, 2016, 117, 142 f.

⁴³ Auch wenn dies im Gesetzeswortlaut nicht mit der gewünschten Deutlichkeit zum Ausdruck kommen mag, ist § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG ebenso wie § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO nicht als alleinige Preisuntergrenze zu verstehen. Vielmehr sind daneben – wie sonst auch – die Preise für etwaige Vor-, Parallel- und Nacherwerbe als weitere Preisuntergrenze zu berücksichtigen (§ 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG i.V.m. § 4 WpÜG-AngVO, § 31 Abs. 4-5 WpÜG); zweifelnd, aber im Ergebnis ebenso Wackerbarth, WM 2016, 385, 388.

⁴⁴ Der Gesetzgeber hat bewusst davon abgesehen, den neuen Ausnahmetatbestand des § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG auch in § 31 WpÜG zu verankern; vgl. Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drs. 18/6220, 85 oben („abweichend von den allgemeinen übernahmerechtlichen Bestimmungen“). Im Übernahmerecht wird es daher in Übereinstimmung mit der schon bisher überwiegenden Ansicht (Krause in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, 2. Aufl. 2013, § 5 WpÜG-AngVO Rn. 28; Kremer/Oesterhaus in: Kölner Komm. WpÜG, 2. Aufl. 2010, § 31 Anh. § 5 WpÜG-AngVO Rn. 18; a.A. Noack in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Komm., 4. Aufl. 2010, § 31 WpÜG Rn. 43; differenzierend Oechsler, FS Hadding, 2004, 1027, 1034 ff.) dabei bleiben müssen, dass ad-hoc-Mitteilungspflichtverletzungen und Marktmanipulationen für sich genommen keine Auswirkungen auf den Mindestpreis i.S. des § 31 WpÜG haben. Die Aktionäre sind stattdessen auf Schadensersatzansprüche aus den allgemeinen Anspruchsgrundlagen, namentlich §§ 37b, 37c WpHG und § 826 BGB, verwiesen (s. auch noch unten Fn. 59, 60).

- *erstens* der Emittent innerhalb der für den Durchschnittskurs maßgeblichen sechsmonatigen Referenzperiode seine ad-hoc-Mitteilungspflicht (Art. 17 MMVO, früher § 15 WpHG) verletzt hat (Nr. 1) oder der Emittent oder der Bieter in Bezug auf die betroffenen Aktien eine Marktmanipulation (Art. 12, 15 MMVO, früher § 20a WpHG) begangen hat (Nr. 2) und
- *zweitens* der Bieter nicht den Entlastungsnachweis führen kann, dass sich der Verstoß gegen die ad-hoc-Mitteilungspflicht bzw. die Marktmanipulation allenfalls unwesentlich auf den Durchschnittskurs ausgewirkt hat.

Ob der Verstoß schuldhaft begangen wurde, ist dabei unerheblich⁴⁵; ausreichend ist der objektive, dem Emittenten oder dem Bieter zurechenbare Pflichtverstoß⁴⁶. Dass der Verstoß auch von den zuständigen Behörden bestandskräftig festgestellt worden sein muss, ist dagegen entgegen einer irreführenden Bemerkung in den Gesetzesmaterialien keine Tatbestandsvoraussetzung⁴⁷.

Liegen die genannten Voraussetzungen vor, besteht die Rechtsfolge des § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG darin, dass der Bieter zur Zahlung des Unterschiedsbetrags zwischen der im Angebot genannten Gegenleistung und der Gegenleistung verpflichtet ist, die dem anhand einer Bewertung des Emittenten ermittelten Wert des Unternehmens entspricht. In der Praxis wird dies – nicht anders als im Rahmen des § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG – auf eine Berechnung des Ertragswerts nach dem Standard IdW S1 hinauslaufen⁴⁸. Ergibt die Ertragswertberechnung, dass der Ertragswert pro Aktie nicht über der angebotenen Gegenleistung liegt, entfällt die Verpflichtung des Bieters zur Zahlung des Unterschiedsbetrags; es bleibt dann bei der auf Grundlage des Börsenkurses errechneten Gegenleistung⁴⁹.

Die Formulierung, dass der Bieter zur (Nach-) „Zahlung des Unterschiedsbetrags“ verpflichtet ist, ist darauf zugeschnitten, dass eine Kursverzerrung i.S. des § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG typischerweise erst nachträglich, d.h. nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage,

⁴⁵ *Drygala* (Fn. 7), 75, 84 f.

⁴⁶ Zur Frage der Zurechnung ausführlich *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750, 763 ff. Ein durch Art. 17 Abs. 4 MMVO (früher § 15 Abs. 3 WpHG) legitimierter Aufschub einer ad-hoc-Mitteilung lässt schon die Pflichtwidrigkeit entfallen, führt mithin nicht zur Anwendung des § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG; Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drs. 18/6220, 85.

⁴⁷ Näher *Drygala* (Fn. 7), 75, 83 f.; *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750, 767 f.; *Wackerbarth*, WM 2016, 385, 387; abweichend, aber ohne Rückhalt im Gesetzestext und ohne Begründung Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drs. 18/6220, 85; dem folgend *Mense/Klie* DStR 2015, 2782, 2785, 2786.

⁴⁸ *Bungert/Leyendecker-Langner*, ZIP 2016, 49, 51; *Drygala* (Fn. 7), 75, 81; *Mense/Klie* DStR 2015, 2782, 2785.

⁴⁹ Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drs. 18/6220, 85.

aufgedeckt wird⁵⁰. Sollte es sich aber ausnahmsweise so verhalten, dass die Kursverzerrung bereits vor Veröffentlichung der Angebotsunterlage bekannt geworden ist, wird die BaFin bereits im Rahmen der Prüfung der Angebotsunterlage (§ 14 Abs. 2 WpÜG) darauf bestehen müssen, dass eine Ertragswertberechnung durchgeführt und dem Angebot zugrunde gelegt wird⁵¹; denn es würde dem intendierten Anlegerschutz offensichtlich widersprechen, wenn die BaFin sehenden Auges ein Angebot durchwinken würde, das zu niedrig ist und die Aktionäre dazu nötigt, ihren Differenzzahlungsanspruch gesondert geltend zu machen.

Die in § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG angeordnete Rückkehr zum Ertragswert bei manipulierten Kursen ist in ersten Stellungnahmen als „intelligente Lösung“ gelobt worden⁵². In der Tat leuchtet der Grundgedanke ein, dass der Bieter nicht von einem Börsenkurs profitieren können soll, den er selbst oder der Emittent, der dem Bieter typischerweise nahe steht, manipuliert hat. Bei näherem Hinsehen zeigt sich aber, dass die Vorschrift in der aktuellen Fassung nicht zu befriedigen vermag, sondern der Korrektur bedarf.

b) Rückkehr zum Unternehmenswert (Ertragswert) als angemessene Rechtsfolge?

Als überprüfungsbedürftig erweist sich in erster Linie die angeordnete Rechtsfolge (Rückkehr zum Ertragswert). Sie ist evident jedenfalls für solche Fälle überschießend, in denen der Börsenkurs im Referenzzeitraum nicht nach unten, sondern zum Vorteil der Aktionäre nach oben verzerrt war (z.B. weil der Emittent eine negative Insiderinformation zu lange zurückgehalten hat). In dieser Fallgruppe sind die Aktionäre nicht schutzbedürftig, da sie durch den höheren Kurs und das demzufolge höhere Abfindungsangebot ausschließlich begünstigt worden sind. Deshalb besteht hier kein Anlass, zu ihrem Schutz zusätzlich auf einer Unternehmensbewertung zu bestehen. *De lege lata* ist in dieser vom Gesetzgeber offenbar nicht bedachten Fallgruppe eine teleologische Reduktion des Abs. 3 Satz 3 geboten, d.h. es muss beim Börsenkurs bleiben⁵³.

Aber auch in dem vom Gesetzgeber bedachten Fall der Kursverzerrung „nach unten“ ist die Regelung unbefriedigend, wie ein einfaches Beispiel illustrieren mag: Nehmen wir an, der dem Angebot zugrunde gelegte Durchschnittskurs betrage € 10 und der Emittent habe im Referenzzeitraum eine Insiderinformation rechtswidrig zurückgehalten, die den

⁵⁰ Vgl. Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drs. 18/6220, 85. Dagegen wird eine Marktengung i.S. von Satz 4 regelmäßig von Anfang an bekannt sein, so dass hier der Ertragswert gleich ermittelt und dem Angebot zugrunde gelegt wird; daraus erklärt sich die unterschiedliche Formulierung von Satz 3 und 4.

⁵¹ Ebenso *Bayer*, NZG 2015, 1169, 1175.

⁵² *Bayer*, NZG 2015, 1169, 1178; zustimmend auch *Casper*, FS Köndgen, 2016, 117, 139.

⁵³ So auch *Kocher/Seiz*, DB 2016, 153, 155; a.A. *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750, 762 f., der aber einräumt, sein Ergebnis sei „kontraintuitiv“.

Durchschnittskurs um € 2 nach oben bewegt hätte. Der bereinigte Kurs, der sich bei korrektem Verhalten gebildet hätte, beträgt also € 12. Eigentlich sollte man erwarten, dass die Aktionäre in diesem Fall eine Differenzzahlung von € 2 je Aktie erhalten müssen. Nach der vom Gesetzgeber getroffenen Regelung ist dies aber, jedenfalls dem Wortlaut nach, nicht der Fall. Vielmehr ist eine Unternehmensbewertung durchzuführen, und je nachdem, wie diese ausgeht, erhalten die Aktionäre mehr oder weniger als € 2, u.U. auch gar nichts (wenn der ermittelte Ertragswert pro Aktie € 10 nicht übersteigt).

Diese Regelung vermag nicht zu überzeugen. Zum einen ist es inkonsequent, grundsätzlich vom Börsenkurs auszugehen, bei einer Verzerrung des Kurses dann aber nicht auf den bereinigten Kurs, sondern auf ganz andere Bewertungsparameter abzustellen. Zum anderen ist es auch ineffizient, nachträglich eine komplette Unternehmensbewertung durchzuführen, anstatt sich auf eine Bewertung des kursverzerrenden Ereignisses zu beschränken. Viel näher läge es, stattdessen auf den bereinigten Kurs abzustellen. Dem mag man zwar entgegenhalten, dass die Ermittlung hypothetischer Kurse mit Unsicherheiten behaftet ist. Aber zum einen ist auch die Ertragswertberechnung mit großen Unwägbarkeiten behaftet, noch dazu, wenn sie wie hier u.U. erst Jahre nach dem Bewertungsstichtag erstmals von Grund auf durchgeführt wird⁵⁴. Zum anderen ist die Ermittlung hypothetischer Kurse in der Praxis auch sonst gang und gäbe, wenn es um die Ermittlung des Kursdifferenzschadens im Rahmen der §§ 37b, c WpHG oder sonstiger Tatbestände der Kapitalmarktinformationshaftung geht.

De lege ferenda ist daher, wenn die Regelung Ende 2017 auf den Prüfstand gestellt wird, eine Anpassung der Rechtsfolge des § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG in Richtung auf den bereinigten Kurs unbedingt angezeigt⁵⁵. Unter Geltung der aktuellen Fassung wird man dagegen nicht umhinkommen, den Ertragswert zu ermitteln. Zu erwägen wäre *de lege lata* allenfalls, den bereinigten Kurs rechtsfortbildend neben dem Ertragswert als zusätzliche Untergrenze anzuerkennen, um dem Grundgedanken, dass der Bieter nicht von der Manipulation profitieren

⁵⁴ Wenn die Kursmanipulation erst nachträglich aufgedeckt wird, werden Bieter und BaFin zunächst davon ausgehen, dass es auf den Ertragswert nicht ankommt. Es wird daher im Vorfeld des Angebots keine Ertragswertberechnung durchgeführt werden; vielmehr wird der Ertragswert erst dann erstmals ermittelt, wenn (u.U. Jahre später) Aktionäre den Differenzzahlungsanspruch aus § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG geltend machen. Die Ausgangslage ist damit eine ganz andere als bei den gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen, bei denen von vornherein eine von einem gerichtlich bestellten Prüfer überprüfte Ertragswertberechnung vorliegt, die anschließend im Spruchverfahren überprüft wird. *Drygala* (Fn. 7), 75, 89, bezeichnet die durch § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG gestellte Bewertungsaufgabe mit Recht als „fast nicht lösbar“; kritisch auch *Mense/Klie* DStR 2015, 2782, 2786.

⁵⁵ Entscheidet sich der Gesetzgeber für diese Lösung, würde im Übrigen auch die unscharfe Rückausnahme der unwesentlichen Kursverzerrung (§ 39 Abs. 3 Satz 3 letzter Hs. BörsG) nicht mehr benötigt. Entscheidend wäre allein, ob der bereinigte Kurs höher liegt als die angebotene Gegenleistung.

darf, auch in Fällen zum Durchbruch zu verhelfen, in denen der Ertragswert hinter dem bereinigten Kurs zurückbleibt⁵⁶.

c) Zum Tatbestand der relevanten Kursverzerrung

aa) Was den Tatbestand des § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG betrifft, so hat vor allem die Entscheidung des Gesetzgebers, auf Kursmanipulationen des Bieters und des Emittenten abzustellen, unterschiedliche Reaktionen hervorgerufen. Teils wird gefordert, § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG so einzuschränken, dass nur Verstöße des Bieters, nicht auch solche des Emittenten beachtlich sind. Wenn der Bieter an der Kursmanipulation nicht beteiligt sei, sei es verfehlt und sogar verfassungswidrig, ihn mit der Nachzahlungspflicht zu belasten⁵⁷. Genau in umgekehrter Richtung wird von anderer Seite dafür plädiert, dass der Gesetzgeber jede Marktmanipulation, also auch die eines Dritten, in den Tatbestand einbeziehen solle, da ein manipulierter Kurs generell keine angemessene Abfindungsbasis darstelle, ganz gleich, wer die Verzerrung herbeigeführt hat⁵⁸.

Beiden Vorschlägen ist m.E. nicht zu folgen. Nachvollziehbar ist zunächst, dass der Gesetzgeber dem Bieter nicht das Risiko einer Nachzahlungspflicht zumuten will, wenn die Kursmanipulation von einem beliebigen Dritten ausgeht. Der Bieter würde sonst einem Risiko ausgesetzt, das weder er noch die ihm zuzurechnenden Personen steuern oder überschauen können; das Anliegen eines einfach handhabbaren und klar berechenbaren Rechtsrahmens für das Delisting würde verfehlt. Es ist daher als Risikoverteilung nicht unangemessen, die Aktionäre bei Manipulationen Dritter – wie in sonstigen Fällen der Marktmanipulation auch – grundsätzlich auf Schadensersatzansprüche gegen den manipulierenden Dritten zu verweisen, auch wenn diese Ansprüche nach jedenfalls bisher h.M. auf Vorsatz (§ 826 BGB) beschränkt sind⁵⁹. Keinen Schutz verdient der Bieter allerdings, wenn ihm die von dem Dritten begangene Manipulation bekannt ist und er sie gezielt für ein niedriges Angebot ausnutzt. Derartige seltene Sonderfälle lassen sich aber mit allgemeinen Schutzinstrumenten (§ 826 BGB, Rechtsmissbrauch) bewältigen⁶⁰; man wird sie daher guten Gewissens der Rechtsprechung überlassen können.

⁵⁶ Dies erwägend auch *Casper*, FS Köndgen, 117, 143 (ohne die Frage zu entscheiden).

⁵⁷ *Wackerbarth*, WM 2016, 385, 388, unter Anführung von Art. 20 Abs. 3 und Art. 3 Abs. 1 GG.

⁵⁸ *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750, 770.

⁵⁹ Nach bisher h.M. ist das Marktmanipulationsverbot kein Schutzgesetz i.S. des § 823 Abs. 2 BGB; so (jeweils noch zu § 20a WpHG a.F.) BGHZ 192, 90 Ls. 1, Rn. 22 ff. – IKB; *Fleischer* in: Fuchs, WpHG, 2. Aufl. 2016, § 20a Rn. 154 m.w.N. Zu der Streitfrage, ob daran auch nach Inkrafttreten der MMVO festzuhalten ist, s. etwa einerseits *Schmolke* NZG 2016, 721 (bejahend); andererseits *Poelzig* ZGR 2015, 801; jeweils m.w.N.

⁶⁰ Ist die Manipulation des Dritten nicht öffentlich bekannt, würde der Bieter mit einem solchen Vorgehen auch gegen das strafbewehrte Insiderhandelsverbot verstoßen (Art. 14 MMVO, § 38 Abs. 3 WpHG).

Umgekehrt leuchtet ein, dass § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG nicht nur Kursmanipulationen des Bieters, sondern auch solche des Emittenten einbezieht. Im Regelfall wird es sich beim Emittenten um ein Tochterunternehmen des Bieters handeln. In dieser Situation legt es schon der beherrschende Einfluss des Bieters nahe, aus Gründen des Umgehungsschutzes das Verhalten des Emittenten dem des Bieters gleichzustellen⁶¹. Aber auch wenn der Emittent ausnahmsweise von dem Bieter unabhängig ist, ist zu bedenken, dass das Delisting stets ein einverständliches Zusammenwirken von Bieter und Emittent voraussetzt, da nur der Emittent den Delisting-Antrag bei der Börse stellen kann (§ 39 Abs. 2 Satz 1 BörsG). Wenn es aber notwendig einer Kooperation von Bieter und Emittent und damit einer wechselseitigen Beeinflussung bedarf, sprechen auch unabhängig von einer Beherrschung des Emittenten durch den Bieter gute Gründe des Umgehungsschutzes dafür, das Verhalten des Emittenten mit zu erfassen. Eine verfassungswidrige Belastung des Bieters ist darin nicht zu erkennen, sondern eine zumindest vertretbare Abwägung zwischen dem Bieterinteresse an einer möglichst verlässlich berechenbaren Abfindung einerseits und dem Interesse der Aktionäre an einer fairen Kompensation andererseits.

bb) Im Interesse der Rechtsklarheit wünschenswert wären indes einzelne Präzisierungen des Tatbestands. Hilfreich wäre erstens die explizite Festlegung, dass einer Manipulation des Bieters bzw. des Emittenten jeweils eine solche gleichsteht, die von einer gemeinsam mit ihm handelnden Person oder deren Tochterunternehmen begangen wird. Die Anlehnung an das Übernahmerecht, das im Zusammenhang mit Vor-, Parallel- und Nacherwerben des Bieters auch Erwerbe von gemeinsam mit ihm handelnden Personen und deren Tochterunternehmen einbezieht (§ 31 Abs. 1 Satz 2, Abs. 4-5 WpÜG, § 4 WpÜG-AngVO, jeweils i.V.m. § 2 Abs. 5-6 WpÜG), spricht dafür, einen entsprechenden Umgehungsschutz schon *de lege lata* auch im Rahmen des § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG anzuerkennen⁶². Gesichert ist dies angesichts des Gesetzeswortlauts jedoch nicht, weshalb sich eine Klarstellung empfiehlt.

Missverständlich eng geraten ist zweitens die Formulierung des Abs. 3 Satz 3, dass das kursverzerrende Fehlverhalten während des sechsmonatigen Referenzzeitraums stattgefunden haben muss. Der Kurs kann nämlich auch dadurch verzerrt worden sein, dass bereits vor Beginn des Referenzzeitraums eine irreführende Information veröffentlicht wurde und diese Fehlinformation im Referenzzeitraum noch fortwirkt. Man mag solche Fälle bei weiter

⁶¹ Dies konzidiert auch *Wackerbarth*, WM 2016, 385, 388 Fn. 22, wenn er sich dafür ausspricht, dem Bieter das Verhalten seiner Töchter zuzurechnen.

⁶² Näher *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750, 766 f.; in Bezug auf Personen, die gemeinsam mit dem Bieter handeln, und deren Tochterunternehmen auch *Wackerbarth*, WM 2016, 385, 388 Fn. 22.

Auslegung noch unter den Wortlaut der Vorschrift subsumieren können, wenn man in dem in den Referenzzeitraum hineinragenden Unterlassen der Korrektur der irreführenden Information seinerseits einen Verstoß gegen Art. 17 bzw. Art. 12, 15 MMVO erblickt. Wollte man dem nicht folgen, wird man sich mit einer teleologischen Extension des § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG behelfen müssen, da derartige Fälle nach der *ratio legis* erfasst sein müssen⁶³. Eine Präzisierung wäre im Interesse der Rechtsklarheit gleichwohl hilfreich.

Drittens sei darauf hingewiesen, dass die bisherige Gesetzesfassung insofern redundant ist, als zwischen ad-hoc-Mitteilungspflichtverletzungen (Nr. 1) und Marktmanipulationen (Nr. 2) unterscheiden wird. Darin liegt eine unnötige Doppelung, da eine unterlassene oder fehlerhafte ad-hoc-Mitteilung immer auch den Tatbestand der informationsgestützten Marktmanipulation erfüllt⁶⁴. Die Doppelung ist darüber hinaus auch irreführend, da die gesonderte Hervorhebung der ad-hoc-Publizität in Abs. 3 Satz 3 Nr. 1 den Eindruck erwecken könnte, dass Verstöße gegen die Regelpublizität (§§ 325 ff. HGB, §§ 37v ff. WpHG) nicht erfasst würden, während in Wahrheit auch sie unter das in Nr. 2 erfasste Marktmanipulationsverbot fallen. Klarer und bündiger wäre es daher, allein auf die Marktmanipulation abzuheben.

IV. Rechtsschutz bei zu niedrigem Angebot

1. Zivilrechtliche Ansprüche der Aktionäre

a) Ausgangspunkt

Stellt die BaFin im Rahmen der ihr obliegenden Vorabkontrolle der Angebotsunterlage (§ 14 Abs. 2 WpÜG) fest, dass das Abfindungsangebot offensichtlich hinter dem gesetzlichen Mindestpreis zurückbleibt, muss sie das Angebot untersagen (§ 15 Abs. 1 Nr. 2 WpÜG). Falls sich dagegen der Verstoß gegen die Preisregeln erst nachträglich herausstellt, ergibt sich die Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen die Aktionäre eine Erhöhung der Gegenleistung auf das gesetzlich verlangte Niveau durchsetzen können. Auf verwaltungsrechtlichen Rechtsschutz können die Aktionäre in diesem Fall nicht bauen; ein zu niedriger Angebotspreis berechtigt sie weder zur Anfechtung des von der Börse ausgesprochenen Widerrufs der Börsenzulassung (§ 39 Abs. 6 BörsG) noch zur Anfechtung der von der BaFin erteilten

⁶³ Für Einbeziehung auch *Bayer*, NZG 2015, 1169, 1175 f.; *Casper*, FS Köndgen, 2016, 117, 143.

⁶⁴ Zum bisherigen Recht (vor Inkrafttreten der MMVO) statt vieler *Fleischer* (Fn. 59), § 20a Rn. 38; *Zimmer/Kruse* in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Komm., 4. Aufl. 2010, § 15 WpHG Rn. 128. Das Inkrafttreten der MMVO hat daran nichts geändert; insbesondere ergibt sich aus Art. 2 Abs. 4 („Handlungen und Unterlassungen“) i.V.m. Art. 12 Abs. 1 lit. c, 15 MMVO, dass auch weiterhin das Unterlassen einer gesetzlich verlangten Information den Tatbestand der Marktmanipulation erfüllen kann, auch wenn dies in Art. 12 MMVO anders als in § 20a Abs. 1 Nr. 1 Alt. 2 WpHG a.F. (Verschweigen entgegen bestehenden Rechtsvorschriften) nicht mehr eigens hervorgehoben wird.

Gestattung der Angebotsunterlage (arg. § 4 Abs. 2 WpÜG)⁶⁵. In Betracht kommen aber zivilrechtliche Ansprüche der Aktionäre gegen den Bieter. Nach der aktuellen Gesetzesfassung muss man insoweit danach unterscheiden, ob die Aktionäre das zu niedrige Angebot innerhalb der Annahmefrist (§ 16 Abs. 1 WpÜG)⁶⁶ angenommen haben oder nicht.

b) Differenzzahlungsanspruch der Aktionäre, die das Angebot angenommen haben

Diejenigen, die das Angebot angenommen haben, sind berechtigt, zusätzlich zu der angebotenen Gegenleistung die Zahlung des Unterschiedsbetrags zwischen der angebotenen Gegenleistung und dem gesetzlichen Mindestpreis zu verlangen. Für die Fälle der Kursverzerrung und der Marktengte ergibt sich dieser Anspruch aus dem abgeschlossenen Aktienkaufvertrag i.V.m. § 39 Abs. 3 Satz 3 bzw. Satz 4 BörsG⁶⁷. Er besteht aber auch sonst, wenn die Preisregeln in anderer Weise verletzt werden (z.B. wenn ein relevanter Vorerwerb des Bieters nicht berücksichtigt wurde). Letzteres ergibt sich daraus, dass § 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG auf die übernahmerechtlichen Preisregeln (§ 31 WpÜG, §§ 3 ff. WpÜG-AngVO) Bezug nimmt. Für diese ist ein entsprechender Differenzzahlungsanspruch der Aktionäre, die das Angebot angenommen haben, seit dem Postbank-Urteil des BGH höchstrichterlich anerkannt⁶⁸.

c) Ansprüche der Aktionäre, die das Angebot nicht angenommen haben?

Fraglich ist dagegen, ob auch diejenigen Aktionäre, die das zu niedrige Angebot innerhalb der Annahmefrist nicht angenommen haben, Ansprüche für sich reklamieren können. Eigentlich sollte man annehmen, dass es den Aktionären möglich sein muss, erst die Höhe des Mindestpreises gerichtlich klären zu lassen oder einen von anderen Aktionären initiierten Rechtsstreit über die Höhe des Mindestpreises abzuwarten, bevor sie über die Andienung ihrer Aktien entscheiden. Eine derartige Verlängerung der Annahmefrist, die nach § 16 Abs. 1 WpÜG maximal zehn Wochen beträgt (ggf. zuzüglich der zweiwöchigen weiteren Annahmefrist des § 16 Abs. 2 WpÜG), oder ein wie auch immer geartetes nachträgliches Andienungsrecht der Aktionäre sieht das Gesetz aber nicht vor. Auch aus den Gesetzesmaterialien ergeben sich dafür keine Anhaltspunkte; der Bericht des Finanzausschusses spricht an verschiedenen Stellen nur davon, dass die Aktionäre, die das

⁶⁵ OLG Frankfurt a.M. ZIP 2003, 1251 (einstweiliger Rechtsschutz) und 1392 (Hauptsache) – Wella; OLG Frankfurt a.M. ZIP 2012, 270 – Postbank; ausführlich *Verse*, in: Mülbart/Kiem/Wittig, 10 Jahre WpÜG, 2011, 276, 278 ff.

⁶⁶ Bei Kombination mit einem Übernahmeangebot einschließlich der weiteren Annahmefrist (§ 16 Abs. 2 WpÜG).

⁶⁷ Vgl. Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drs. 18/6220, 86. Zum Hintergrund der unterschiedlichen Formulierung von Satz 3 und 4 s.o. Fn. 50.

⁶⁸ BGH NZG 2014, 985 m. Bespr. *Verse*, *Der Konzern* 2015, 1. Auf dieses Urteil nimmt auch die amtliche Begründung Bezug; Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drs. 18/6220, 86.

Angebot angenommen haben, Ansprüche geltend machen können⁶⁹. Nur für diese Aktionäre hat auch der BGH in dem zu § 31 WpÜG ergangenen Postbank-Urteil Ansprüche zuerkannt⁷⁰. Über etwaige Ansprüche der Aktionäre, die das Angebot abgelehnt haben, hatte der BGH in dem Postbank-Fall nicht zu entscheiden.

In einer ersten Stellungnahme zu § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG ist zum Schutz der Aktionäre, die das zu niedrige Angebot abgelehnt haben, vorgeschlagen worden, dass auch sie den Unterschiedsbetrag zwischen der angebotenen und der gesetzlich verlangten Gegenleistung verlangen können⁷¹. Im Ergebnis sollen diese Aktionäre mithin ihre Aktien behalten und zusätzlich den Unterschiedsbetrag erhalten. Zu überzeugen vermag dieser Vorschlag jedoch nicht. Der Unterschiedsbetrag ist Teil der gesetzlich geschuldeten „Gegenleistung“. Eine solche kann schon nach dem Wortsinn, aber auch nach der *ratio legis* nur beanspruchen, wer seinerseits eine Leistung (hier: die Übereignung der Aktien an den Bieter) erbringt.

Die eigentliche Frage kann daher nach geltender Rechtslage nur darauf gerichtet sein, ob man im Wege der Rechtsfortbildung ein Andienungsrecht der ursprünglich ablehnenden Aktionäre konstruieren kann, sofern erst nachträglich preiserhöhende Umstände bekannt werden. Zu der Parallelfrage im Übernahmerecht ist im Schrifttum in der Tat versucht worden, ein derartiges Andienungsrecht in Analogie zu § 39c WpÜG zu entwickeln⁷². Diese Lösung hat sich aber bisher nicht durchgesetzt, und man wird ihr nach geltendem Recht auch schwerlich beitreten können⁷³. Abgesehen davon, dass der Sell-out nach § 39c WpÜG eine ganz andere Situation regelt, spricht gegen diese Lösung insbesondere, dass § 31 Abs. 5 WpÜG für den Fall eines preiserhöhenden Nacherwerbs ausdrücklich und offenbar ganz bewusst nur Ansprüche für diejenigen Aktionäre vorsieht, die das Übernahme- oder Pflichtangebot angenommen haben. Dass Aktionäre schutzlos bleiben, die das Angebot abgelehnt haben, es aber angenommen hätten, wenn sie von der Erhöhung gewusst hätten, nimmt das WpÜG damit in dieser Konstellation – rechtspolitisch nicht zweifelsfrei, aber für den Rechtsanwender verbindlich – sehenden Auges in Kauf⁷⁴. Wenn aber preiserhöhende Nacherwerbe nach der gesetzlichen Regelung im WpÜG nicht zu einem Andienungsrecht führen, wird man bei nachträglichem

⁶⁹ Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drs. 18/6220, 85 (4. Abs.), 86 (2. Abs.).

⁷⁰ BGH NZG 2014, 985 Ls. 1.

⁷¹ Drygala (Fn. 8), 75, 85.

⁷² Witt DStR 2014, 2132, 2134.

⁷³ Zum Folgenden bereits Verse, Der Konzern 2015, 1, 3.

⁷⁴ Gegen ein Andienungsrecht der in der Gesellschaft verbliebenen Aktionäre im Fall des § 31 Abs. 5 WpÜG auch Noack (Fn. 44), § 31 Rn. 90; Santelmann/Nestler, in: Steinmeyer, WpÜG, 3. Aufl. 2013, § 31 Rn. 93. Soweit Wackerbarth in: Münchener Komm. AktG, 3. Aufl. 2011, § 31 WpÜG Rn. 82, für eine Ausdehnung des § 39c WpÜG auf Fälle des Nacherwerbs nach § 31 Abs. 5 WpÜG eintritt, ist damit wohl nur eine Stellungnahme *de lege ferenda* gemeint.

Bekanntwerden einer von Anfang an bestehenden Unangemessenheit der Gegenleistung schwerlich anders entscheiden können.

Nicht für das Übernahmerecht, aber für das hier interessierende Delisting könnte man als weiteren Lösungsansatz noch an eine Anlehnung an die Rechtslage beim „kalten“ Delisting denken. Wird eine börsennotierte auf eine nicht börsennotierte AG verschmolzen, muss nach § 29 Abs. 1 Satz 1 Alt. 2 UmwG ebenfalls ein Abfindungsangebot unterbreitet werden⁷⁵. Nach § 31 Satz 2 UmwG verlängert sich die Annahmefrist für das Abfindungsangebot in diesem Fall so, dass es noch in den ersten beiden Monaten nach Bekanntmachung der rechtskräftigen Entscheidung über die Abfindungshöhe im Spruchverfahren (§ 14 Nr. 4 SpruchG) angenommen werden kann. Ähnliche Verlängerungen der Annahmefrist sind auch bei anderen gesellschaftsrechtlichen Abfindungsanlässen vorgesehen (§ 305 Abs. 4 Satz 3 AktG, § 209 Satz 2 UmwG, § 7 Abs. 4 Satz 2 SEAG). Eine analoge Anwendung des § 31 Satz 2 UmwG oder eine Gesamtanalogie zu sämtlichen genannten Vorschriften stößt im vorliegenden Kontext jedoch auf Widerstände. Der Gesetzgeber hat für die prozessuale Geltendmachung der Ansprüche auf die angemessene Gegenleistung nach § 39 Abs. 3 BörsG, § 31 WpÜG gerade kein Spruchverfahren vorgesehen; somit fehlt es an dem Referenzpunkt, an den § 31 Satz 2 UmwG und die Parallelvorschriften anknüpfen. Im Rahmen der analogen Anwendung könnte man stattdessen allenfalls an die Bekanntmachung des Musterentscheids oder eines Vergleichs im KapMuG-Verfahren anknüpfen⁷⁶. Da der Musterentscheid bzw. der Vergleich im KapMuG-Verfahren anders als die Entscheidung im Spruchverfahren (§ 13 Satz 2 SpruchG) nicht für und gegen alle Aktionäre wirkt (§§ 22 Abs. 1 Satz 2, 23 Abs. 1 Satz 4 KapMuG), ist er mit dieser aber nicht recht vergleichbar. Nach allem erweist sich die Analogiebasis insgesamt als fragil und zumindest zweifelhaft.

Zu befriedigen vermag der soeben skizzierte Rechtszustand offensichtlich nicht⁷⁷. Das Schutzbedürfnis der Aktionäre, die das zu niedrige Abfindungsangebot abgelehnt haben, später

⁷⁵ Offen ist einstweilen, ob im Rahmen dieses Angebots die „angemessene Barabfindung“ i.S. des § 29 Abs. 1 Satz 1 Alt. 2 UmwG nunmehr analog den Vorgaben des §§ 39 Abs. 3 BörsG, § 31 WpÜG, §§ 3 ff. WpÜG-AngVO zu konkretisieren ist oder die tradierten Bewertungsgrundsätze fortgelten (Ertragswert, Dreimonats-Durchschnittsbörsenkurs als Untergrenze; *Simon* in: Kölner Komm. UmwG, 2009, § 30 Rn. 5 ff.). Für Ersteres spricht, dass das Schutzbedürfnis der Aktionäre bei regulärem und kaltem Delisting identisch ist (s.u. IV. 2. mit Fn. 90). Die analoge Anwendung der für das reguläre Delisting eingeführten Preisregeln stößt jedoch namentlich im Fall von Nacherwerben (§ 31 Abs. 5 WpÜG) auf Schwierigkeiten, da solche Nacherwerbe u.U. erst nach Ablauf der dreimonatigen Antragsfrist im Spruchverfahren (§ 4 Abs. 1 Nr. 4 SpruchG) stattfinden. Die Preisregeln des regulären Delisting sind daher mit dem für das kalte Delisting vorgesehenen Rechtsschutzsystem in seiner aktuellen Form nur bedingt kompatibel (zur Lösung *de lege ferenda* unten IV. 2. mit Fn. 89).

⁷⁶ Zur Anwendbarkeit des KapMuG anstelle des SpruchG sogleich unter IV. 2.

⁷⁷ Und zwar auch dann nicht, wenn man versucht, bei vorsätzlich oder (grob) fahrlässig unrichtigen oder unvollständigen Angaben zur Gegenleistung in der Angebotsunterlage Ansprüche der ablehnenden Aktionäre in

aber davon erfahren, dass eine höhere Abfindung geschuldet war, liegt auf der Hand und verlangt nach einer klaren und für alle Seiten berechenbaren Lösung. Im Rahmen der Überprüfung der Regelung Ende 2017 sollte sich der Gesetzgeber daher dieser Frage unbedingt annehmen, und zwar naheliegender Weise so, dass nach dem Vorbild der genannten konzern- und umwandlungsrechtlichen Bestimmungen für den Fall eines Rechtsstreits um die Abfindungshöhe eine Verlängerung der Annahmefrist vorgesehen wird⁷⁸.

2. Prozessuale Geltendmachung der Ansprüche: KapMuG- vs. Spruchverfahren

Besondere Aufmerksamkeit verdient im Zusammenhang mit dem Rechtsschutz der Aktionäre schließlich noch ein letzter Punkt: die prozessuale Geltendmachung der Ansprüche gegen den Bieter. Der Gesetzgeber hat wie erwähnt nicht das Spruchverfahren für anwendbar erklärt, sondern sich auch in dieser Frage am Übernahmerecht orientiert. Ebenso wie im unmittelbaren Anwendungsbereich des § 31 WpÜG erfolgt die Geltendmachung des (Differenz-) Zahlungsanspruchs auf die angemessene Gegenleistung im Rahmen eines gewöhnlichen Zivilprozesses vor dem Landgericht⁷⁹, und ebenso wie dort besteht die Möglichkeit, in diesem Verfahren einen Musterverfahrens Antrag nach dem KapMuG an das OLG zu stellen (§ 1 Abs. 1 Nr. 3 KapMuG). Das OLG bzw. auf Rechtsbeschwerde der BGH entscheidet dann in einem Zwischenverfahren mit bindender Wirkung die Bewertungsfrage⁸⁰ einheitlich für alle Ausgangsverfahren (§§ 16, 22 KapMuG), soweit das Musterverfahren nicht durch gerichtlich genehmigten Vergleich beigelegt wird (§§ 17 ff., 23 KapMuG).

Die Entscheidung des Gesetzgebers für das KapMuG- und gegen das Spruchverfahren führt insbesondere dazu, dass die *erga-omnes*-Wirkung der Entscheidung im Spruchverfahren (§ 13 Satz 2 SpruchG) nicht zur Geltung kommt. Der Streit um die Höhe der Abfindung wird infolgedessen nicht von vornherein in einem einzigen Verfahren gebündelt, sondern es werden die Aktionäre jeder für sich zur Einleitung von Einzelprozessen genötigt. In Fällen fehlerhafter Kapitalmarktinformation, auf die das KapMuG zugeschnitten ist, mag diese Vorgehensweise

Anlehnung an die Grundsätze der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung zu konstruieren; zu entsprechenden Ansätzen im Schrifttum *Verse*, *Der Konzern* 2015, 1, 3 m.w.N.

⁷⁸ Zur Kombination dieses Vorschlags mit dem Spruchverfahren sogleich unter IV. 2.

⁷⁹ Zur sachlichen Zuständigkeit § 66 Abs. 1 WpÜG (streitwertunabhängig LG); zur örtlichen Zuständigkeit § 32b Abs. 1 Nr. 3 ZPO (ausschließlich am Sitz des Emittenten) i.V.m. § 66 Abs. 3 WpÜG (Möglichkeit der Zuständigkeitskonzentration).

⁸⁰ Die Höhe des gesetzlichen Mindestpreises ist ein zulässiges Feststellungsziel i.S. des § 2 Abs. 1 KapMuG, da der Differenzzahlungsanspruch nur besteht, wenn der gesetzliche Mindestpreis die angebotene Gegenleistung übersteigt (anspruchsbegründende Voraussetzung); bejahend auch Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drs. 18/6220, 87; *Mense/Klie* DStR 2015, 2782, 2786; *Kruis* in: *Kölner Komm. KapMuG*, 2. Aufl. 2014, § 2 Rn. 37 ff., § 1 Rn. 111 (zu § 31 WpÜG); zweifelnd, aber letztlich ebenso *Drygala* (Fn.), 75, 83 ff.

angemessen sein; denn dort kommt es neben der im Musterverfahren vom OLG zu entscheidenden Frage, ob der Prospekt unrichtig oder die ad-hoc-Mitteilung verspätet war, regelmäßig auch auf individuelle Umstände der Anlageentscheidung an, die (wie z.B. Fragen des Mitverschuldens oder der Kausalität) nur in dem jeweiligen Individualprozess entschieden werden können. In den hier interessierenden Fällen verhält es sich dagegen anders; es geht einzig und allein um die für alle Aktionäre gleiche Frage nach dem gesetzlichen Mindestpreis. Im Übernahmerecht wird daher schon seit längerem kritisiert, dass das KapMuG-Verfahren für Streitigkeiten über den Mindestpreis unnötig aufwändig, kompliziert und zeitraubend ist⁸¹. Diese Kritik trifft jetzt auch für das Delisting zu⁸². Vor diesem Hintergrund ist es geradezu kurios, dass im Gesetzgebungsverfahren argumentiert wurde, der Streit über den Mindestpreis lasse sich im KapMuG-Verfahren schneller und effizienter klären als im Spruchverfahren⁸³. Die bisherigen Erfahrungen mit dem KapMuG lassen genau das Gegenteil erwarten⁸⁴. Zwar dauern auch die aktien- und umwandlungsrechtlichen Spruchverfahren vielfach sehr lange⁸⁵; aber dies hat seine Ursache in erster Linie in der Komplexität der Ertragswertberechnung⁸⁶, auf die es beim Delisting nur ausnahmsweise ankommt. Selbst wenn der Ertragswert zu ermitteln ist, ist nicht erkennbar, aus welchem Grund dies im KapMuG-Verfahren mit seiner umständlichen Aufteilung in Ausgangs- und Zwischenverfahren schneller möglich sein sollte als im Spruchverfahren.

Aber auch aus einer Reihe von weiteren Gründen ist die Entscheidung für das KapMuG- und gegen das Spruchverfahren überprüfungsbedürftig. Für die Aktionäre ist nicht nur die fehlende *erga-omnes*-Wirkung misslich, sondern auch die im Vergleich zum Spruchverfahren nachteilige Kostenregelung⁸⁷. Umgekehrt ist für den Bieter misslich, dass er nach geltender Rechtslage auch noch Jahre nach dem Delisting mit der Geltendmachung von Differenzhaftungsansprüchen rechnen muss. Eine Antragsfrist nach dem Vorbild des § 4 SpruchG (drei

⁸¹ Näher *Verse* (Fn. 65), 276, 290 f. m.w.N.; ferner *ders.*, *Der Konzern* 2015, 1, 5; in dieselbe Richtung *Seibt*, ZIP 2013, 1568, 1570; *Prasuhn*, *Der Schutz von Minderheitsaktionären bei Unternehmensübernahmen nach dem WpÜG*, 2009, 129 f.

⁸² Kritisch auch BRAK-Stellungnahme (Fn. 38), 5; *Harnos* ZHR 179 (2015), 750, 779; *Mense/Klie* DStR 2015, 2782, 2786; *Wackerbarth* WM 2016, 385, 387.

⁸³ Rede des Abgeordneten *Middelberg* im Bundestag am 1.10.2015, Plenarprotokoll 18/127, 12379; ferner *Casper*, FS Köndgen, 2016, 117, 146.

⁸⁴ BRAK-Stellungnahme (Fn. 38), 5.

⁸⁵ Empirische Erhebungen bei *Lorenz*, AG 2012, 284 (Abschluss des Verfahrens durchschnittlich knapp sieben Jahre nach dem Hauptversammlungsbeschluss); *Loosen*, *Reformbedarf im Spruchverfahren*, 2012, 58 ff.

⁸⁶ *M. Noack*, *Das Spruchverfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz*, 2013, 68 ff.; *ders.* ZRP 2015, 81, 84; *Loosen* (Fn. 85), 253.

⁸⁷ Für die Kostentragung gelten §§ 91 ff. ZPO anstelle der aktionärsfreundlicheren § 23 Nr. 14 GNotKG, § 15 SpruchG. Zudem sind die Gerichtskosten im regulären Zivilverfahren höher als im Spruchverfahren; dazu *Harnos* ZHR 179 (2015), 750, 779 f.

Monate) ist für die gerichtliche Überprüfung der Gegenleistung nicht vorgesehen. Vielmehr genügt es, wenn der Anspruch auf die angemessene Gegenleistung nach § 39 Abs. 3 BörsG, § 31 WpÜG innerhalb der Regelverjährung (§§ 195, 199 BGB) geltend gemacht wird⁸⁸. Warum dem Bieter hier anders als im Spruchverfahren eine derart lange Zeit der Rechtsunsicherheit zugemutet wird, bleibt im Dunkeln⁸⁹. Hinzu kommt schließlich, dass der Ausschluss des Spruchverfahrens auch in systematischer Hinsicht zu Friktionen führt. Wenn im Fall des kalten Delisting nach § 29 Abs. 1 Satz 1 Alt. 2 UmwG das Spruchverfahren eröffnet ist (§ 34 UmwG, § 1 Nr. 4 SpruchG), will nicht recht einleuchten, warum es beim regulären Delisting anders sein soll. Das Schutzbedürfnis der Aktionäre ist im einen Fall nicht größer als im anderen, da Anlass der Abfindung in beiden Fällen allein der Wegfall der Börsennotierung ist⁹⁰.

Der Gesetzgeber sollte aus diesen Gründen die prozessuale Geltendmachung der Ansprüche auf die angemessene Gegenleistung noch einmal grundsätzlich überdenken und am besten doch noch den Weg ins Spruchverfahren ebnen (oder zumindest wesentliche Elemente des Spruchverfahrens aufgreifen). Damit ließe sich dann auch zwanglos die Regelung verbinden, dass die Annahmefrist wie bei den anderen im Spruchverfahren überprüfbaren Abfindungsangeboten erst nach Bekanntmachung der Entscheidung im Spruchverfahren endet (s.o. IV. 1.). Hoffnungsfroh stimmt, dass diese Richtung einer künftigen Reform in den Gesetzesmaterialien zu § 39 BörsG n.F. schon vorgezeichnet ist. In der Ausschussbegründung heißt es ausdrücklich, es solle anlässlich der Ende 2017 anstehenden Evaluation der Regelung insbesondere geprüft werden, „ob der Rechtsschutz ggf. durch prozessuale Elemente aus dem Spruchverfahren weiterentwickelt werden“ sollte⁹¹.

V. Wesentliche Ergebnisse

Das Fazit der vorstehenden Überlegungen zum neuen Rechtsrahmen für das reguläre Delisting (§ 39 Abs. 2-6 BörsG) muss nach alledem ambivalent ausfallen. Einerseits lässt sich festhalten, dass die Grundkonzeption – Schutz der Aktionäre durch ein obligatorisches, grundsätzlich am Börsenkurs orientiertes Abfindungsangebot – prinzipiell zu überzeugen vermag. Der

⁸⁸ Zur Anwendbarkeit der §§ 195, 199 BGB *Harnos ZHR* 179 (2015), 750, 780; *Verse*, Der Konzern 2015, 1, 3 f.; ferner *Wessels*, BB Heft 39/2014, Die Erste Seite, *Buck-Heeb*, LMK 2014, 363566; für analoge Anwendung der kurzen Verjährung nach § 12 Abs. 4 WpÜG *Löhdefink/Jaspers ZIP* 2014, 2261, 2268 f.

⁸⁹ Falls *de lege ferenda* auch beim Delisting eine kürzere Antragsfrist eingeführt werden sollte, müsste diese freilich berücksichtigen, dass sich die Abfindungshöhe auch noch durch ein Verhalten des Bieters nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage verändern kann (durch Parallel- und Nacherwerbe, § 39 Abs.3 Satz 2 BörsG, § 31 Abs. 4-5 WpÜG).

⁹⁰ Das kalte Delisting nach § 29 Abs. 1 Satz 1 Alt. 2 UmwG geht zwar mit einer Verschmelzung einher. Die rechtsformwahrende Verschmelzung als solche löst aber keine Abfindungspflicht aus; Anlass für die Abfindung ist somit auch in diesem Fall allein das Entfallen der Börsennotierung.

⁹¹ Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drs. 18/6220, 79.

Gesetzgeber hat nach der Frosta-Entscheidung des BGH mit Recht Handlungsbedarf gesehen, er hat mit dem Abfindungsangebot ein angemessenes Schutzinstrument gewählt und er hat auch den Anwendungsbereich der Vorschrift nicht überdimensioniert, indem er das Downlisting einbezogen hat. Andererseits ist aber zu konstatieren, dass die konkrete Ausgestaltung der Abfindungslösung in mehrfacher Hinsicht verbesserungsbedürftig ist. Die für Ende 2017 angekündigte Überprüfung durch den Gesetzgeber bietet daher eine willkommene Gelegenheit, das Delisting-Regime noch einmal nachzubessern, und zwar mindestens in drei Punkten:

1. Vordringlich ist die Verbesserung des (zivilrechtlichen) Rechtsschutzes der Aktionäre in Fällen, in denen das Abfindungsangebot hinter dem gesetzlich geforderten Mindestpreis zurückbleibt. Die Eröffnung des umständlichen KapMuG-Verfahrens mit einer Vielzahl von einzelnen Ausgangsverfahren anstelle des einheitlichen Spruchverfahrens ist aus mehreren Gründen der falsche Weg. Zudem zwingt die aktuelle Regelung die Aktionäre dazu, über die Annahme des Abfindungsangebots zu einem Zeitpunkt zu entscheiden, in dem die gerichtliche Überprüfung der Abfindungshöhe noch nicht abgeschlossen ist.

2. Der Nachjustierung bedarf ferner die Mindestpreisregel des § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG, die bei manipuliertem Börsenkurs eine Rückkehr zum Unternehmenswert (Ertragswert) vorsieht. Im Interesse der Rechtsklarheit sollte der Tatbestand präzisiert werden. Vor allem aber sollte die Rechtsfolge so angepasst werden, dass es nicht auf den *ex post* noch schwieriger als sonst zu ermittelnden Ertragswert, sondern auf den bereinigten Börsenkurs ankommt, d.h. den Kurs, der sich ohne die Manipulation gebildet hätte.

3. Schließlich empfiehlt es sich, in Sonderfällen – namentlich zu Sanierungszwecken und im Insolvenzverfahren – eine Befreiung von der Angebotspflicht zu ermöglichen.