

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

**PER E-MAIL:** [finanzausschuss@bundestag.de](mailto:finanzausschuss@bundestag.de)

An den  
Deutschen Bundestag  
- Finanzausschuss –  
z. Hd. Frau Vorsitzende Ingrid Arndt-Brauer  
Platz der Republik 1  
**11011 Berlin**

**Betr.:** Stellungnahme der SdK zum Änderungsantrag der Fraktionen der CDU/CSU und SPD zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie, Bundestagsdrucksache 18/5010, kurz „Delisting“

Sehr geehrte Frau Vorsitzende,

wir dürfen nachfolgend unsere Stellungnahme zur geplanten Regelung zum Delisting abgeben.

## I. Vorbemerkung

1. Zunächst danken wir ausdrücklich für die Möglichkeit, eine Stellungnahme abgeben und an der hierzu angesetzten Anhörung teilnehmen zu dürfen.
2. Wir begrüßen es ausdrücklich, daß sich der Gesetzgeber des Themas „Delisting“ annehmen, die vom Gesetzgeber identifizierte Regelungslücke schließen und sich damit seiner gesetzgeberischen Verantwortung stellen möchten.  
Dabei sehen wir es schon als einen Fortschritt an, daß mittlerweile Konsens darüber herrscht, daß bezüglich der Behandlung des Delistings eine Regelungslücke vorliegt.

SdK-Geschäftsführung  
Hackenstr. 7b  
80331 München  
Tel.: (089) 20 20 846 0  
Fax: (089) 20 20 846 10  
E-Mail: [info@sdk.org](mailto:info@sdk.org)

Vorsitzender  
Dipl.-Kfm.  
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane  
AnlegerPlus  
AnlegerPlus News

Internet  
[www.sdk.org](http://www.sdk.org)  
[www.anlegerplus.de](http://www.anlegerplus.de)

Konto  
Commerzbank  
Wuppertal  
Nr. 80 75 145  
BLZ 330 403 10  
IBAN:  
DE38330403100807514500  
BIC:  
COBADEFFXXX  
Vereinsregister  
München  
Nr. 202533  
Steuernummer  
143/221/40542  
USt-ID-Nr.  
DE174000297  
Gläubiger-ID-Nr.  
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

## II. Zusammenfassende Würdigung des vorgelegten Regelungsvorschlages

Der vorliegende Regelungsentwurf stellt unserer Auffassung nach keine angemessene Regelung und Behandlung der Thematik dar, da die Interessen der vom Delisting betroffenen Aktionäre nur unzureichend berücksichtigt werden und die Rechtsstellung dieser Aktionäre im Vergleich zum Status Quo sogar noch verschlechtert.

1. Hierbei ist als grundlegender Konstruktionsfehler die Verknüpfung des Delistings mit einem Übernahmeangebot festzumachen.  
Es fehlt unserer Auffassung nach jegliche sachliche/sachlogische Verknüpfung zwischen einem Übernahmeangebot und einem Delisting.
2. Ein Delisting anlässlich einer „Übernahme“ zwingt die wesentlichen institutionellen Investoren, namentlich Versorgungswerke, Rentenkassen, Versicherer und große Kapitalanlagegesellschaften dazu, unter Hinnahme von Kursabschlägen und damit unter Akzeptanz von Vermögenseinbußen von anvertrauten Geldern zu desinvestieren.  
Solche Investoren dürfen regelmäßig nur in liquide Titel respektive Titel, die im regulierten Markt oder diesem Segment vergleichbaren/ entsprechenden Segmenten notiert sind, investiert sein.  
Mit Wegfall dieser Qualifikation und aufgrund des fehlenden Exitszenarios nach Delisting werden diese faktisch gezwungen, den Angebotspreis des Übernehmers zu akzeptieren, uabhängig davon, ob dieser auch nur annähernd – gerade in schwachen Börsenumfeldzeiten – den vollen Verkehrswert repräsentiert.
3. Ebenso werden die klassischen Privataktionäre, namentlich auch der Belegschaftsaktionäre – einen Typus, den der Gesetzgeber zur Erhöhung des Anteiles privater Aktionäre an anderen Stellen unter „Artenschutz“ stellt, faktisch zur Annahme des Übernahmeangebotes gezwungen, weil aufgrund der schlechteren Liquidität der Aktie durch das Delisting die Desinvestition erheblich erschwert wird und mit Abschlägen verbunden ist. Darüber hinaus verfügen diese Privataktionäre regelmäßig nicht über alternative Handelsmöglichkeiten, über außerbörsliche Plattformen (OTC-Geschäfte).
4. Die Begründung zum Änderungsantrag/Delisting weist auf Seite 3 aus, daß allein die Ankündigung der Durchführung eines Delistings zu erheblichen Kursverlusten führen kann.

SdK-Geschäftsführung  
Hackenstr. 7b  
80331 München  
Tel.: (089) 20 20 846 0  
Fax: (089) 20 20 846 10  
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender  
Dipl.-Kfm.  
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane  
AnlegerPlus  
AnlegerPlus News

Internet  
www.sdk.org  
www.anlegerplus.de

Konto  
Commerzbank  
Wuppertal  
Nr. 80 75 145  
BLZ 330 403 10  
IBAN:  
DE38330403100807514500

BIC:  
COBADEFFXXX  
Vereinsregister  
München  
Nr. 202533

Steuernummer  
143/221/40542

USt-ID-Nr.  
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.  
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

5. Umso unverständlicher wirkt eine Verbindung zwischen Übernahmeangebot und Delisting. Das WpÜG sollte den Anleger bei und vor Übernahmen schützen. Bei einem solchen Verständnis hätte es nahegelegen, Delistings bei und im Zusammenhang mit Übernahmen eher zu untersagen und somit den Übernahmeschutz zu erhöhen. Stattdessen soll nunmehr das Delisting im Rahmen von Übernahmeangeboten ausdrücklich nicht mehr dem Schutz der Anleger widersprechen, selbst bei den Delistings, die zeitlich einem Übernahmeangebot nachfolgen und bei denen somit nicht einmal mehr der Angebotspreis zu bezahlen ist.

Diese Regelung wird dem Ziel des Anlegerschutzes nicht gerecht, sondern verringert das Niveau des Aktionärsschutzes nochmals, in dem durch die willkürliche Verknüpfung von Übernahmeangebot und Delisting das Entstehen und Ausbauen von Machtpositionen gefördert werden. Durch den faktischen Zwang in Ansehung des Delistings desinvestieren zu müssen, wird dem Übernehmern erst die Möglichkeit gegeben, sich die Mehrheiten zu verschaffen, die dieser ohne die Verknüpfung mit dem Delisting gar nicht hätte.

Damit mutiert das vom Gesetzgeber als „Schutzgesetz“ der Aktionäre der Zielgesellschaft gedachte WpÜG von einer Übernahmehürde zu einem Einfallstor.

Es bedient damit namentlich die Interessen der Finanzinvestoren und Hedgefonds, deren Anlagerichtlinien und sonstigen Regularien keinerlei Restriktionen aufweisen wie dies dagegen bei den großen institutionellen Investoren (Versorgungswerke, Rentenkassen, Versicherungen, große Kapitalanlagegesellschaften) der Fall ist.

6. Vergegenwärtigt man sich darüber hinaus, daß die zuvor beschriebenen Übernahmeakteure üblicherweise in Gesellschaften investieren, deren Aktien unterbewertet sind, wird auch deutlich, daß die Möglichkeit zum sog. Angebotspreis des Übernahmeangebotes durch Annahme zu desinvestieren, nicht die geeignete Bezugsgröße sein kann, um den Schutz der Anleger nach § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsG nicht zu widersprechen, weil dieser Preis eben nicht den vollen Verkehrswert darstellt.
7. Dies führt in der Folge zu einer schweren Schädigung der deutschen Aktienkultur und der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes, da eine gesamt Asset-Klasse für weite Teile des „Investitionskapitals“ ungeeignet wird.
8. Darüber hinaus verschlechtert die vorgeschlagene Regelung die Stellung der betroffenen Aktionäre gegenüber dem Status Quo. In dem der Regelungsvorschlag mit dem einzuführenden Satz 3 in § 39 Abs. 2 BörsG fest schreibt, daß ein Widerruf der Zulassung bei gewissen Übernahmeangebo-

SdK-Geschäftsführung  
Hackenstr. 7b  
80331 München  
Tel.: (089) 20 20 846 0  
Fax: (089) 20 20 846 10  
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender  
Dipl.-Kfm.  
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane  
AnlegerPlus  
AnlegerPlus News

Internet  
www.sdk.org  
www.anlegerplus.de

Konto  
Commerzbank  
Wuppertal  
Nr. 80 75 145  
BLZ 330 403 10  
IBAN:  
DE38330403100807514500  
BIC:  
COBADEFFXXX  
Vereinsregister  
München  
Nr. 202533

Steuernummer  
143/221/40542

USt-ID-Nr.  
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.  
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

ten zulässig ist, wird damit auch zugleich ausgesagt, daß in diesen zulässigen „Widerrufssituationen“ der Schutz der Aktionäre nicht entgegensteht, ein Postulat, das in dem diesem neu einzufügenden Satz 3 vorausgehenden Satz 2 verankert ist.

Damit sind aber für die Aktionäre bessere, abweichende Regelungen in Börsenordnungen oder Satzungen versperrt ebenso wie die Möglichkeit der Gerichte, die Macrotron-Rechtsprechung wieder aufzunehmen, wenn das Delisting regelmäßig zu einem Kursverfall führt, der die wirtschaftliche Substanz des Aktieneigentums betrifft. In diesem Falle hat das BVerfG in seiner Entscheidung ausdrücklich offengelassen, ob nicht doch der Schutzbereich von Art. 14 GG berührt sein könnte.

9. Die Festlegung, daß die Möglichkeit, zum Aktienkurs zu desinvestieren, für den Schutz der Aktionäre bei einem Delisting ausreichend ist, muß zudem als Einstieg in den Ausstieg einer Abfindung aufgrund einer Unternehmensbewertung, bei dem der Börsenkurs nur die Untergrenze darstellt, klassifiziert werden und als Einstieg in die ausschließliche Maßgeblichkeit des Börsenkurses für eine angemessene Barabfindung klassifiziert werden.

### III. Einstufung des Delistings

Ogleich das Delisting wohl keine gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahme im konventionellen Sinne ist, muß unserer Auffassung nach aufgrund der für die betroffenen Aktionäre durchaus vergleichbaren Konsequenzen eine gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen vergleichbare Behandlung auf der Rechtsfolgenseite erfolgen.

Dies folgt auch aus der Regelung in § 29 UmwG, die einen Fall des Delistings regelt.

1. Jenseits der formaljuristischen Diskussionen um die Eigentumsfähigkeit kann wohl nicht ernstlich bezweifelt werden, daß die Notierung im regulierten Markt, also die Börsennotierung im Sinne von § 3 Abs.2 AktG ein wesentliches Qualitätsmerkmal ist, daß die Kursbildung und die Liquidität einer Aktie entscheidend bestimmt, sprich verbessert.

Dies stuft der Gesetzgeber unserer Auffassung nach auch selbst so ein und knüpft an diese Börsennotierung vielfältige erhöhte Anforderungen namentlich im Bereich der Rechnungslegung, der Kapitalmarktkommunikation und dem Schutz bei/vor Übernahmen nach dem WpÜG.

SdK-Geschäftsführung  
Hackenstr. 7b  
80331 München  
Tel.: (089) 20 20 846 0  
Fax: (089) 20 20 846 10  
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender  
Dipl.-Kfm.  
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane  
AnlegerPlus  
AnlegerPlus News

Internet  
www.sdk.org  
www.anlegerplus.de

Konto  
Commerzbank  
Wuppertal  
Nr. 80 75 145  
BLZ 330 403 10  
IBAN:  
DE38330403100807514500  
BIC:

COBADEFFXXX  
Vereinsregister  
München  
Nr. 202533

Steuernummer  
143/221/40542

USt-ID-Nr.  
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.  
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

Diese vielfältigen Sondervorschriften erhöhen unserer Auffassung nach die Liquidität einer Aktie und damit auch die Möglichkeit zur Desinvestition.

Mit diesem Qualitätsprofil sind die Aktien regelmäßig im Rahmen des Börsenganges auch platziert worden.

Im Rahmen einer Platzierung wird bewußt die Notierung im regulierten Markt genutzt, um möglichst breite Kreise potentieller Anleger zu erreichen.

In diesem Vertrauen auf diese Art der Verkehrsfähigkeit haben die betroffenen Aktionäre zumindest auch – sicherlich nicht ausschließlich – das Investment getätigt.

Wenn aber das Börsensegment so entscheidend für eine erfolgreiche Platzierung ist, will nicht einleuchten, daß die Frage des Delistings für die dann betroffenen Aktionäre eher nebensächlich sein soll.

Eine Aktie im Freiverkehr oder gar ohne Listing ist einfach eine andere Aktie als eine solche, die zum Handel im regulierten Markt zugelassen ist. Diese Wertung nimmt der Gesetzgeber in § 29 UmwG im Falle des „verschmelzungsrechtlichen Delistings“ selbst vor.

Die Vergleichbarkeit eines Delistings insbesondere mit einer Beherrschung nach §§ 291 ff. AktG in Bezug auf die Auswirkungen auf die Handelbarkeit ist damit unseres Erachtens durchaus gegeben.

2. Die richtige Verortung einer Regelung zum Delisting ist dann auch das Aktiengesetz.

Der Einwand, daß das Delisting keinen konventionelle/klassische gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahme ist, vermag nicht zu überzeugen.

Zum einen enthält das Aktienrecht nicht nur Regelungen zu Strukturmaßnahmen, sondern auch zu anderen Gegenständen.

Zum anderen hielt der Gesetzgeber aber die Börsennotierung für das Aktienrecht so wichtig, daß im Aktiengesetz die Börsennotierung in § 3 Abs.2 AktG legal definiert und an diese Definition vielfältige Sondervorschriften gerade zum Schutz von Aktionären regelte.

Das Argument, daß die Regelungen über ein „Listing“ sich nicht im AktG, sondern im BörsG finden, vermag nicht zu überzeugen und überspielt die unterschiedlichen Regelungs- und Entscheidungsebenen.

SdK-Geschäftsführung  
Hackenstr. 7b  
80331 München  
Tel.: (089) 20 20 846 0  
Fax: (089) 20 20 846 10  
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender  
Dipl.-Kfm.  
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane  
AnlegerPlus  
AnlegerPlus News

Internet  
www.sdk.org  
www.anlegerplus.de

Konto  
Commerzbank  
Wuppertal  
Nr. 80 75 145  
BLZ 330 403 10  
IBAN:  
DE38330403100807514500

BIC:  
COBADEFFXXX  
Vereinsregister  
München  
Nr. 202533

Steuernummer  
143/221/40542

USt-ID-Nr.  
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.  
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

Die Regelungen über die Einbeziehung von Aktien in den regulierten Markt, hierbei namentlich § 33 BörsG legen nur fest, welche Anforderungen die Gesellschaft „börsenseits“ erfüllen muß, um das beantragte Listing zu erlangen.

Das BörsG trifft mangels Sachzusammenhang aber keine Aussage dazu, wie die Entscheidung, ob ein derartiger Antrag gestellt wird, gesellschaftsrechtlich zustande kommt, und welche Verfahren hierbei eingehalten werden müssen.

Die Regelung also, unter welchen Voraussetzungen eine Antrag auf Delisting auch gesellschaftsrechtlich, nicht etwa börsenrechtlich zulässig ist, ist nicht im Börsenrecht, sondern im Gesellschaftsrecht zu verorten.

Die Vertreter der Auffassung, daß Listing und Delisting rein kapitalmarktrechtlich zu verorten seien, behaupten zumindest nach unserer Kenntnis nicht, daß sich die Rechtmäßigkeit der Beschlussentscheidung für einen Antrag auf Listing oder Delisting, insbesondere die Einhaltung von Verfahrensvorschriften zur Fassung eines derartigen Beschlusses nach dem BörsG beurteilt. Die Rechtmäßigkeit derartiger Akte würden wohl auch die Vertreter einer rein kapitalmarktorientierten Sichtweise dem AktG entnehmen wollen.

Somit läßt sich aus der Regelung von Listing und Delisting im BörsG gesellschaftsrechtlich, namentlich aktienrechtlich nicht ableiten, daß das Gesellschaftsrecht, namentlich das Aktienrecht nicht andere und weitere Anforderungen für die Zulässigkeit eines Delistings formulieren kann.

Mit der fokussierten Betonung des kapitalmarktrechtlichen Aspektes werden die unterschiedlichen Regelungsebenen von BörsG und AktG schlicht überspielt.

3. Die weitere Einstufung des Listings oder Delistings als Maßnahme der Geschäftsführung verstellt den Blick auf die Realitäten.

Eine Verwaltung, namentlich der Vorstand, wird im Vorfeld einer derartigen Maßnahme eine Abstimmung mit dem wesentlichen Aktionär/wesentlichen Aktionären herbeiführen, um die Mehrheitsverhältnisse auszuloten.

Wir halten es für nicht realitätskonform, zu unterstellen, daß der Vorstand vollkommen selbständig den Beschluss für eine derartige Maßnahme trifft.

Beredtes Beispiel für das Gegenteil, nämlich daß der oder die Mehrheitsaktionäre die Entscheidung hierüber treffen, ist die am 03.09.2015 veröffentlichte ad-hoc-Mitteilung der Kabel Holding Deutschland AG, wonach

SdK-Geschäftsführung  
Hackenstr. 7b  
80331 München  
Tel.: (089) 20 20 846 0  
Fax: (089) 20 20 846 10  
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender  
Dipl.-Kfm.  
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane  
AnlegerPlus  
AnlegerPlus News

Internet  
www.sdk.org  
www.anlegerplus.de

Konto  
Commerzbank  
Wuppertal  
Nr. 80 75 145  
BLZ 330 403 10  
IBAN:  
DE38330403100807514500

BIC:  
COBADEFFXXX  
Vereinsregister  
München  
Nr. 202533

Steuernummer  
143/221/40542

USt-ID-Nr.  
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.  
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

diese Gesellschaft auf Weisung des herrschenden Gesellschafters das Delisting beantragt hat.

Es wäre am Gesetzgeber, die gesetzlichen Regelungen an die Empirie anzupassen und das AktG dahingehend zu ändern, daß Listing und Delisting eines HV-Beschlusses bedürfen; diesbezüglich böte sich eine Aufnahme des Delistings in den Beschlusskatalog der Hauptversammlung von § 119 Abs.1 AktG an.

Aber selbst wenn man an der Auffassung festhielte, daß das Listing eine reine Verwaltungsmaßnahme ist, bedeutet dies nicht zwingend, daß das Delisting nach der sog. „actus-contrarius-Theorie“ auch eine ebensolche sein müßte, schon gar nicht wird damit eine Prädisposition darüber getroffen, ob eine derartige Maßnahme ein Abfindungsangebot zur Folge haben muß.

Mit dem Listing wird nach unserer Auffassung die Rechtsstellung der Aktionäre gerade in Bezug auf Informationsvielfalt, -dichte und Liquidität der Aktie und damit der Möglichkeit, den wahren Wert durch Desinvestition zu heben, deutlich verbessert.

Wer im Vertrauen hierauf Aktien platziert oder den Handel im regulierten Markt zuläßt, kann diese Vertrauensposition nicht ohne weiteres wieder entziehen.

Dies schließt es nicht aus, ein Delisting zu beantragen, sondern führt dazu, daß das Delisting aufgrund des seitens der Verwaltung selbst generierten und in Anspruch genommenen Vertrauens anderen Regelungen folgt als das Listing, und somit insbesondere eines HV-Beschlusses und eines gerichtlich nachprüfbaren Abfindungsangebotes bedarf.

4. **Ergebnis:** Aufgrund der multilateralen Aspekte, insbesondere Folgen eines Delistings ist eine Qualifizierung des Delistings als gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen zumindest vergleichbare Maßnahme sachgerecht und dringend geboten.

SdK-Geschäftsführung  
Hackenstr. 7b  
80331 München  
Tel.: (089) 20 20 846 0  
Fax: (089) 20 20 846 10  
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender  
Dipl.-Kfm.  
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane  
AnlegerPlus  
AnlegerPlus News

Internet  
www.sdk.org  
www.anlegerplus.de

Konto  
Commerzbank  
Wuppertal  
Nr. 80 75 145  
BLZ 330 403 10  
IBAN:  
DE38330403100807514500

BIC:  
COBADEFFXXX  
Vereinsregister  
München  
Nr. 202533

Steuernummer  
143/221/40542

USt-ID-Nr.  
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.  
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

#### IV. Stellungnahme zum Änderungsantrag

Wie bereits unter II. dieser Stellungnahme ausgeführt, wird der nunmehr vorgelegte Regelungsvorschlag als ausschließlich an den Interessen von Übernehmern ausgerichtet unsererseits abgelehnt.

1. Allein schon die Verknüpfung von Übernahme und Delisting läßt eine Sachlogik nicht erkennen.

Während die Übernahme eine Maßnahme ist, die ausschließlich den Gesellschafterkreis, nicht aber die Gesellschaft als solche betrifft, soll doch das Delisting eine reine Gesellschaftsmaßnahme sein.

Warum nun also nunmehr gerade ein Übernahmeangebot dazu führen soll, daß ein Delisting dem Schutz der Anleger nicht widerspricht, erschließt sich nicht.

Dies umso weniger, wenn man berücksichtigt, daß derartige Übernahmeangebote gar nicht den Erwerb der Mehrheit der Stimmrechte erfordern. Nach § 29 WpÜG setzt die Übernahme einen sog. Kontrollerwerb voraus, der bereits dann vorliegt, wenn der Übernehmer über 30% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft verfügt.

Das Übernahmerecht (WpÜG) bezweckt nicht den Schutz des Übernehmers, sondern der Aktionäre der Zielgesellschaft, in dem diese frei entscheiden können sollen, ob der Angebotspreis dem Verkehrswert entspricht.

Genau diese Entscheidungsfreiheit wird nunmehr durch die mögliche Koppelung mit einem Delisting faktisch aufgehoben.

Aufgrund der allein mit einem Delisting einhergehenden schlechteren Liquidität und Kursverlusten werden die bereits benannten großen institutionellen Anleger (Versorgungswerke, Rentenkassen, Versicherer, große Kapitalanlagegesellschaften) sowie die Privatanleger, zu denen auch Belegschaftsaktionäre gehören, die Aktien andienen, um eine noch größere Vermögenseinbuße nach einem erfolgten Delisting zu vermeiden.

Es ist zu erwarten, daß dieser Kursverfall nunmehr sogar zeitlich vorgezogen bereits mit Vorlage des Übernahmeangebotes aufgrund der Befürchtung eines parallel oder nachfolgenden Delistings eintreten wird.

Damit wird die Koppelung von Delisting und Übernahmen nur den Übernehmern nützen und gerade durch das Delisting dafür sorgen, daß der Übernehmer aufgrund der Möglichkeit des Delistings die Aktienanzahl/

SdK-Geschäftsführung  
Hackenstr. 7b  
80331 München  
Tel.: (089) 20 20 846 0  
Fax: (089) 20 20 846 10  
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender  
Dipl.-Kfm.  
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane  
AnlegerPlus  
AnlegerPlus News

Internet  
www.sdk.org  
www.anlegerplus.de

Konto  
Commerzbank  
Wuppertal  
Nr. 80 75 145  
BLZ 330 403 10  
IBAN:  
DE38330403100807514500  
BIC:  
COBADEFFXXX  
Vereinsregister  
München  
Nr. 202533

Steuernummer  
143/221/40542

USt-ID-Nr.  
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.  
DE83ZZZ00000026217



SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

Mehrheiten aus Angst vor einem Delisting erhält, die der Übernehmer ohne daß Instrument „Delisting“ nicht erhalten hätte.

So wird ein „Schutzgesetz“ vor Übernahmen geradezu degeneriert zum einem Einfallstor für Übernahmen.

In der Folge wird einer Minderheit –im Falle, daß der Übernehmer zuvor noch gar nicht investiert ist, sogar einem Außenstehenden – die Möglichkeit zur Dominierung und Disziplinierung der Mehrheit eingeräumt. Dies ist nicht nur schlicht unsachgerecht, sondern ist auch einer Rechtfertigung nicht zugänglich.

2. Darüber hinaus ist aber auch der im Rahmen eines Übernahmeangebotes zugrundezuliegende Börsenkurs kein angemessener Ausgleich, der die Interessen und damit dem Schutz des Anlegers entspricht.

Macht man sich einmal die wirtschaftliche Ausgangssituation klar, werden Übernahmen regelmäßig in sog. unterbewertete Aktien, also Aktien, deren Kurs gerade nicht den Unternehmenswert widerspiegeln, erfolgen.

Diese unzureichende Abbildung des Verkehrswertes im Börsenkurs wird noch dadurch verschärft, daß nicht etwa auf den Börsenkurs bei Veröffentlichung des Angebotes oder der Absicht, ein Angebot zu unterbreiten, abzustellen ist, sondern nach § 5 Abs.1 WpÜG-AngebotsVO auf einen drei-Monats-Zeitraum davor.

Dies führt gerade in Zeiten eines schwachen Börsenumfeldes dazu, daß ein Übernehmer genau dieses Szenario unter Zuhilfenahme des Delistings ausnutzen kann, ohne daß die großen institutionellen Investoren und Privatanleger wegen des Deilistings die Gelegenheit haben, die Erholung des Aktienkurses abzuwarten und dann den vollen Wert durch eine Desinvestition zu realisieren.

Damit wird die rechtliche Funktion des Börsenkurses als Wertuntergrenze schlicht ausgehebelt.

Aufgrund der eklatanten Verschlechterung des institutionellen Umfeldes bei einem Delisting sind die vorstehend beschriebenen Aktionäre der Zielgesellschaft faktisch nicht in der Lage, ein Übernahmeangebot, selbst bei fundamentaler Unterbewertung auszuschlagen, da diesen teilweise aufgrund regulatorischer Restriktionen teilweise aufgrund fehlenden Zuganges zu alternativen Handelssystemen – namentlich OTC – die zukünftige Exit-Strategie fehlt.

Derartigen Restriktionen ist der Übernehmer gerade nicht unterworfen.

SdK-Geschäftsführung  
Hackenstr. 7b  
80331 München  
Tel.: (089) 20 20 846 0  
Fax: (089) 20 20 846 10  
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender  
Dipl.-Kfm.  
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane  
AnlegerPlus  
AnlegerPlus News

Internet  
www.sdk.org  
www.anlegerplus.de

Konto  
Commerzbank  
Wuppertal  
Nr. 80 75 145  
BLZ 330 403 10  
IBAN:  
DE38330403100807514500  
BIC:  
COBADEFFXXX  
Vereinsregister  
München  
Nr. 202533

Steuernummer  
143/221/40542

USt-ID-Nr.  
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.  
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

Ein Abwarten auf die dann nächst folgende formale Strukturmaßnahme löst dieses Problem nicht, da für diese Strukturmaßnahmen gerade der Börsenkurs als Mindestwert/Untergrenze als Ausdruck freier Desinvestitionsentscheidung nicht mehr gilt.

Daß dieser Mechanismus dem Schutz der Anleger nicht widersprechen soll, ist noch nicht einmal im Ansatz ersichtlich.

Noch sehr viel unverständlicher ist die Feststellung/Behauptung in der Begründung zum Änderungsantrag (Seite 4), daß aufgrund des Übernahmeangebotes jeder Anleger die Möglichkeit habe, sich zu einem **angemessenen Preis(!)** von seinem Investment zu trennen.

Vorstehender Gesichtspunkt scheint von einem fehlerhaften Verständnis der Begrifflichkeit der Angemessenheit im WpÜG auszugehen. Diese Angemessenheit setzt voraus, daß der Aktionär frei von weiteren Repressalien und Restriktionen entscheiden kann und entscheidet, ob das Angebot des Übernehmers angenommen wird oder aber ob der Aktionär in der Gesellschaft verbleibt.

Genau diese Freiheit der Entscheidung hat der Aktionär bei einer Kopplung von Übernahme und Delisting aufgrund der mit dem Delisting einhergehenden, bereits beschriebenen Nachteilen, die faktisch zur Annahme des Übernahmeangebotes zwingen, nicht mehr.

Genau diesen faktischen Zwang räumt der Änderungsantrag in seiner Begründung auf Seite 4 selbst ein, wenn ausgeführt wird, daß Anleger, die das Übernahmeangebot nicht annähmen, hinsichtlich eines späteren Kursverlustes nicht schutzbedürftig seien.

Diese „Koppelungssituation“ ist somit mit der Entscheidungssituation eines isolierten Übernahmeangebotes nicht vergleichbar, sondern eher mit der Entscheidungslage bei einem squeeze-out.

3. Die Argumentation zur mangelnden Schutzbedürftigkeit ist aus unserer Sicht rein konstruktivistisch, ohne daß die Konstrukteure die wirklichen Prämissen und Wertungen benennen.

Warum sollen denn Aktionäre, die einen Angebotspreis in Form des Börsenkurses, der nicht dem Verkehrswert entspricht, unterworfen werden, nicht schutzwürdig sein?

Denn Übernahme und Delisting stehen in keinem inneren Zusammenhang. Die Vermögenseinbuße aufgrund eines Kursverfalles findet ihre Ursache nicht in der geplanten Übernahme, sondern im Delisting.

SdK-Geschäftsführung  
Hackenstr. 7b  
80331 München  
Tel.: (089) 20 20 846 0  
Fax: (089) 20 20 846 10  
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender  
Dipl.-Kfm.  
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane  
AnlegerPlus  
AnlegerPlus News

Internet  
www.sdk.org  
www.anlegerplus.de

Konto  
Commerzbank  
Wuppertal  
Nr. 80 75 145  
BLZ 330 403 10  
IBAN:  
DE38330403100807514500  
BIC:  
COBADEFFXXX  
Vereinsregister  
München  
Nr. 202533

Steuernummer  
143/221/40542

USt-ID-Nr.  
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.  
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

Eine mangelnde Schutzbedürftigkeit vermag nur der zu erkennen, der Subventionen an die „Übernahmeindustrie“ verteilen möchte.

Die Disfunktionalität dieser Argumentation wird deutlich, wenn man berücksichtigt, daß die Aktionäre nicht schutzbedürftig sind, die Aktien erst nach einem Übernahmeangebot gekauft haben.

Es bleibt offen, warum dem einfachen Aktionär die Möglichkeit, den wahren Verkehrswert zu heben, versperrt werden, dem Übernehmer aber ermöglicht werden soll.

Hieran wird offensichtlich, daß Übernahme und Delisting nichts miteinander zu tun haben, sondern diese willkürliche Verknüpfung nur dazu dient, die Interessen der „Übernahmelobby“ zu bedienen.

Gänzlich unverständlich wird der „Ansatz von der mangelnden Schutzbedürftigkeit“, wenn zum Zeitpunkt des Übernahmeangebotes der Übernehmer selbst nicht die Absicht eines Delistings gehabt haben sollte oder sich schlicht darüber noch keine Gedanken gemacht haben sollte.

Dann verlangt die Begründung des Änderungsantrages respektive setzt voraus, daß das Übernahmeangebot nur auf generell bestehende Gefahr eines Delistings hin in geradezu vorauseilendem Gehorsam, das Angebot von den Aktionären der Zielgesellschaft selbst dann angenommen wird, auch wenn dieses nicht dem Verkehrswert entspricht.

4. Bleibt man einmal in der gedanklichen Logik des Änderungsantrages hat die Koppelung von Übernahmeangebot und Delisting zur Folge, daß über das Instrument „Delisting“ der Vorstand einem Übernahmeangebot auch gegen den Willen der Mehrheit oder aller Aktionäre zum Erfolg verhelfen kann. Dies widerspricht den Regelungen und den Grundgedanken des WpÜG.
5. **Zwischenergebnis:** Eine Koppelung von Übernahmeangebot und Delisting mit der Argumentation, daß ein derartiges Delisting dem Schutz der Anleger nicht widerspricht respektive die Aktionäre nicht schutzwürdig sind, ist als schlicht unangemessene Benachteiligung abzulehnen.
6. Die geplante Regelung nach § 39 Abs. 2 **Satz 3 Nr.1** Entwurf Börsengesetz ist schon allein deswegen nicht sachgerecht, da ein Erfolg dieses Übernahmeangebotes keine Voraussetzung ist.  
Selbst wenn keiner das Angebot annehmen sollte, soll dann allein dieses Angebot ausreichend sein, damit ein Delisting nicht dem Schutz der Anleger widerspricht.

SdK-Geschäftsführung  
Hackenstr. 7b  
80331 München  
Tel.: (089) 20 20 846 0  
Fax: (089) 20 20 846 10  
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender  
Dipl.-Kfm.  
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane  
AnlegerPlus  
AnlegerPlus News

Internet  
www.sdk.org  
www.anlegerplus.de

Konto  
Commerzbank  
Wuppertal  
Nr. 80 75 145  
BLZ 330 403 10  
IBAN:  
DE38330403100807514500

BIC:  
COBADEFFXXX  
Vereinsregister  
München  
Nr. 202533

Steuernummer  
143/221/40542

USt-ID-Nr.  
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.  
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

Ein potentieller, irgendwie gearteter Mehrheitsgedanke wurde bei diesem Tatbestand vollkommen aufgegeben, wenn dieser jemals ein Motiv/eine Überlegung gewesen sein sollte.

Dem mißbräuchlichen Zusammenwirken von Übernehmer und Vorstand, auf die Zusammensetzung des Aktionariats durch mißbräuchliche Beantragung des Delistings, dem dann nach der geplanten Regelung, Interessen der Aktionäre nicht (mehr) entgegenstehen sollen, wird damit Vorschub geleistet.

Im übrigen darf auf die vorstehenden Ausführungen Bezug genommen werden.

7. Noch weitgehender ist die geplante Regelung in § 39 Abs.2 **Satz 3 Nr.2** Entwurf Börsengesetz, die kein paralleles Angebot mehr voraussetzt, sondern nur einen zeitlichen Zusammenhang mit einem vorhergehenden Übernahmeangebot. Damit wird die Möglichkeit eröffnet, ein Delisting vorzunehmen, ohne einen angemessenen Preis zu bieten. Besonders gravierend wird dieser Rechtseingriff, wenn es im Rahmen des Übernahmeangebotes noch keine entsprechende Absicht auf ein Delisting gab, und die Aktien nicht angedient wurden. Es dürfte auf der Hand liegen, daß bei Umsetzung der geplanten Regelung, das Verfahren nach § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr.2 Entwurf Börsengesetz zum Regelverfahren werden dürfte.

Dies zeigt, daß die gesamte Regelung darauf angelegt ist, den Aktionären nicht mehr die freie Entscheidung über die Annahme des Übernahmeangebotes zu belassen, sondern diese zur Annahme aus Angst vor weitergehenden Nachteilen aufgrund eines Delistings zu zwingen.

Ergänzend wird die vorstehenden Ausführungen Bezug genommen.

8. Nach unserer Einschätzung zeitigt die Umsetzung der geplanten Regelung schwerwiegende nachteilige Folgen:
- Beherrschungssituationen werden privilegiert und attraktiv gemacht auf Kosten der Aktionäre der Zielgesellschaft durch das Instrument des Delistings.
  - Institutionelle Investoren werden faktisch gezwungen, unter Wert zu desinvestieren und somit ihre Kunden und Anleger sehenden Auges zu schädigen, da diese Investoren größtenteils nur in liquide Titel respekti-

SdK-Geschäftsführung  
Hackenstr. 7b  
80331 München  
Tel.: (089) 20 20 846 0  
Fax: (089) 20 20 846 10  
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender  
Dipl.-Kfm.  
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane  
AnlegerPlus  
AnlegerPlus News

Internet  
www.sdk.org  
www.anlegerplus.de

Konto  
Commerzbank  
Wuppertal  
Nr. 80 75 145  
BLZ 330 403 10  
IBAN:  
DE38330403100807514500

BIC:  
COBADEFFXXX  
Vereinsregister  
München  
Nr. 202533

Steuernummer  
143/221/40542

USt-ID-Nr.  
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.  
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

ve in Titel im regulierten Markt investieren dürfen und nach einem Delisting ein Exit nicht gewährleistet ist. Dies wird in der weiteren Folge dazu führen, daß sich institutionelle Investoren nicht nur bei IPOs, sondern generell bei Investitionen in deutsche Aktien zurückhalten werden. Das stellt auch Start-up-Finanzierungen und Finanzierungen neuer Technologien über die Börse in Frage.

- Ebenso unattraktiv dürften damit Investments in Aktien für Privatanleger werden. Während es hier weniger regulatorische Erwägungen sind, kann auch der Privatanleger den wahren Wert (=Verkehrswert) nicht mehr oder nur deutlich erschwert heben. Da allein die Ankündigung eines Delistings bereits zu deutlichen Kursabschlägen führt, ohne daß sich der Ertragswert der Gesellschaft verändert hat, hat der Privatinvestor bereits aufgrund des nur angekündigten Delistings Vermögenseinbußen ohne jegliche Begründung oder Erforderlichkeit hinzunehmen.
- Die einzige Erforderlichkeit ist darin zu sehen, daß es Lobbyistenkreise gibt, die es Übernehmern als ihrer Klientel nicht nur so leicht wie möglich, sondern auch so billig wie möglich machen wollen. Besonders pikant an der geplanten Regelung ist, daß man den Angriff auf das Aktionariat der Zielgesellschaft ausgerechnet über das WpÜG als Schutz für das Aktionariat der Zielgesellschaft einsetzt, um nicht zu sagen mißbraucht.
- Dies dürfte in der weiteren Folge dazu führen, daß eine gesamte Assetklasse – die Aktienanlage als Investitionsmöglichkeit auf Dauer versperret ist und dann im Nachgang zu beklagen, daß die „Deutschen“ aktienavers seien.
- Darüber hinaus dürfte die geplante Regelung zu einer schweren Schädigung und Beeinträchtigung des Kapitalmarktes führen. Gerade für erfolgreiche IPOs ist das Engagement von Privatanlegern direkt oder gemittelt über „Anlagegesellschaften“ von zentraler Bedeutung. Aber genau dies Gruppen dürften aufgrund der nunmehr beabsichtigten Regelung infolge der Beliebigkeit und Willkürlichkeit, mit der unter anderem Handelsmöglichkeiten und damit auch Investitionswerte entzogen werden, zumindest zurückhaltend agieren.

SdK-Geschäftsführung  
Hackenstr. 7b  
80331 München  
Tel.: (089) 20 20 846 0  
Fax: (089) 20 20 846 10  
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender  
Dipl.-Kfm.  
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane  
AnlegerPlus  
AnlegerPlus News

Internet  
www.sdk.org  
www.anlegerplus.de

Konto  
Commerzbank  
Wuppertal  
Nr. 80 75 145  
BLZ 330 403 10  
IBAN:  
DE38330403100807514500

BIC:  
COBADEFFXXX  
Vereinsregister  
München  
Nr. 202533

Steuernummer  
143/221/40542

USt-ID-Nr.  
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.  
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

- Die geplante Regelung führt zu einer Verschlechterung des gegenwärtigen Status Quo, da durch die gesetzliche Fiktion, daß derartige Delistings nicht dem Schutz der Anleger widersprechen, die Möglichkeit für weitergehenden Regelungen in Börsenordnungen oder Satzungen versperrt ist.
- Wie dies alles mit der immer wieder kommunizierten Förderung des privaten Aktienbesitzes und der Erhöhung der Attraktivität des Aktieninvestments gerade für den Privatanleger vereinbar sein soll, erschließt sich nicht nur auf den ersten Blick nicht.
- Wer die Aktie attraktiv machen will, sollte eine ernst gemeintes Bekenntnis zum effektiven Eigentumsschutz ablegen, und nicht auf Hinterwegen versuchen, dieses Aktieneigentum zu entwerten.  
Ein erster Schritt dahin ist es, daß Delisting neben dem Hauptversammlungsbeschluss mit einem gerichtlich nachprüfbareren Abfindungsangebot „auszustatten“ (vgl. Ziffer V.)

SdK-Geschäftsführung  
Hackenstr. 7b  
80331 München  
Tel.: (089) 20 20 846 0  
Fax: (089) 20 20 846 10  
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender  
Dipl.-Kfm.  
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane  
AnlegerPlus  
AnlegerPlus News

Internet  
www.sdk.org  
www.anlegerplus.de

Konto  
Commerzbank  
Wuppertal  
Nr. 80 75 145  
BLZ 330 403 10  
IBAN:  
DE38330403100807514500

BIC:  
COBADEFFXXX  
Vereinsregister  
München  
Nr. 202533

Steuernummer  
143/221/40542

USt-ID-Nr.  
DE174000297

Gläubiger-ID-Nr.  
DE83ZZZ00000026217

SdK e.V. - Hackenstraße 7b - 80331 München

## V. Alternativer, eigener Ansatz

Auch wenn die SdK einem Delisting ohne sachlich zwingenden Grund kritisch ablehnend gegenübersteht, müssen aus Sicht der SdK für einen effektiven Aktionärsschutz zumindest folgende Bedingungen kumulativ erfüllt sein:

1. Beschluss der Hauptversammlung, um willkürliche, beliebige Delisting-Anträge nach Möglichkeit auszuschließen.
2. Angemessenes Abfindungsangebot zum vollen Verkehrswert, bei dem der Börsenkurs nur die Untergrenze bilden kann.
3. Gerichtliche Nachprüfbarkeit des Abfindungsangebotes. Nur eine derartige gerichtliche Nachprüfbarkeit vermag die Abfindung zum vollen Verkehrswert institutionell abzusichern.
4. Zur Umsetzung eines solchen Regelungskomplexes könnte entweder die Regelung nach § 29 UmwG übernommen respektive für entsprechend anwendbar erklärt werden oder aber die Grundsätze der Macrotron-Entscheidung des BGH in das AktG übernommen werden.

Mit freundlichen Grüßen

  
Markus Kienle  
Mitglied des Vorstands  
- Rechtsanwalt -

SdK-Geschäftsführung  
Hackenstr. 7b  
80331 München  
Tel.: (089) 20 20 846 0  
Fax: (089) 20 20 846 10  
E-Mail: info@sdk.org

Vorsitzender  
Dipl.-Kfm.  
Hansgeorg Martius

Publikationsorgane  
AnlegerPlus  
AnlegerPlus News

Internet  
www.sdk.org  
www.anlegerplus.de

Konto  
Commerzbank  
Wuppertal  
Nr. 80 75 145  
BLZ 330 403 10  
IBAN:  
DE38330403100807514500  
BIC:  
COBADEFFXXX  
Vereinsregister  
München  
Nr. 202533  
  
Steuernummer  
143/221/40542  
  
USt-ID-Nr.  
DE174000297  
  
Gläubiger-ID-Nr.  
DE83ZZZ00000026217