

Per E-Mail: [finanzausschuss@bundestag.de](mailto:finanzausschuss@bundestag.de)  
Geschäftszeichen: PA 7 – 18/5010

3. September 2015

**Stellungnahme in Thesenform  
für die Öffentliche Anhörung im Deutscher Bundestag-Finanzausschuss  
am 7. September 2015**

**zum (Regierungs-)Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 26. Mai 2015 (BT-Drucks. 18/5010)  
nebst Änderungsanträgen**

**A. Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie („TRL 2013“)**

- I. Grundsatz der unionsrechtlichen Vollharmonisierung und begrenzter nationaler Gesetzgebungsspielraum; Ziel der Strukturkonsistenz
  1. Die TRL 2013 verfolgt eine weitgehende (allerdings nicht vollständige) Vollharmonisierung der materiellen Regelungen der Beteiligungstransparenz (*Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 547 f.).
  2. Im Sanktionsbereich regelt die TRL 2013 hingegen eine bloße Mindestharmonisierung, so daß die Mitgliedstaaten zusätzliche Sanktionen (oder alternative Sanktionsumsetzungsmaßnahmen beim Stimmrechtsverlust) und Maßnahmen vorsehen können (*Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 551). Das Sanktionsrecht der TRL 2013 fügt sich in ein nun ausdifferenziertes, in wesentlichen Elementen inhaltsgleiches unionsrechtliches Kapitalmarktsanktionsrecht ein, das seine Ausprägung auch in der Marktmissbrauchsverordnung 2014 („MMVO 2014“) und in den Finanzmarktregulierungsakten der MiFID II 2014 und MiFiR 2014 gefunden hat.
  3. Der RegE (wie bereits der RefE) beschränkt sich im Grundsatz darauf, die Vorgaben der TRL 2013 umzusetzen, ohne die den Mitgliedstaaten eingeräumten

Regelungsbefugnisse in ausreichendem Maße auszunutzen (dazu Ziffern II. und III.); Nachbesserungen am RegE sind daher wünschenswert.

4. Die nationale Umsetzung der TRL 2013 hat im Hinblick auf das Sanktionsrecht allerdings zutreffender Weise im Blick, dass die hier gefundenen Lösungen (z.B. umsatzbezogene Geldbußenbemessung) gleichlaufend zur MMVO 2014 und den Umsetzungsregelungen zur MiFID II sein sollten (selbst wenn das an sich nicht zwingend unionsrechtlich vorgegeben ist). Damit wird ein strukturkonsistentes Kapitalmarktsanktionsrecht erreicht.
5. Der RegE setzt – wie bereits der RefE – auf eine abschreckende Vorwirkung der Rechtseinholung durch legislatorische Rechtsunsicherheit, z.B. durch (i) das Absehen einer Anordnungsbefugnis zugunsten der BaFin bzw. von Gerichten für den Stimmrechtsverlust (hierzu III.2.1), (ii) das Absehen einer Konturierung des Merkmals der „vergleichbaren wirtschaftlichen Wirkung“ im Sinne von § 25 WpHG-RegE (hierzu II.5) oder (iii) durch den Pauschalverweis beim Rechtsverlust auf alle Tatbestände des § 22 WpHG (hierzu III.2.5). Dieser Regulierungsansatz ist abzulehnen: Der Gesetzgeber sollte schon mit Blick auf die drakonischen Sanktionsandrohungen weiter rechtssichere und konturenscharfe Regelungen vorsehen.

## II. Materielle Meldepflichten

### 1. Veränderung der Meldesäulenarchitektur

- 1.1 Die TRL 2013 unterscheidet nur zwei – anders als das bisherige deutsche Recht mit drei – Meldesäulen, und zwar einerseits eigene und zuzurechnende Stimmrechte (Art. 9 und 10), andererseits Instrumente, wobei allerdings bei letzterer Kategorie eine Aufschlüsselung zwischen Instrumenten mit einem Recht auf Aktienlieferung und solche mit vergleichbarer wirtschaftlicher Wirkung verlangt ist. Die Zusammenfassung der bisher getrennten Meldesäulen des § 25 und § 25a WpHG in einem neuen § 25 WpHG-RegE wird – ohne materielle Einschränkungen an der Beteiligungstransparenz - die Häufigkeit bloßer Formalfehlerverstöße mindern, für die Meldepraxis Erleichterungen zur Folge haben und ist daher unterstützenswert.

- 1.2 Die durch den RegE vorgesehene Streichung von § 25 Abs. 2a WpHG, derzufolge bei Derivaten (z.B. Call-Optionen) nicht gemeldet werden muss, wenn sich die Anzahl der Stimmrechte bereits aus der übernahmerechtlichen Veröffentlichungspflicht nach § 23 WpÜG ergibt. Diese Streichung ist weder unionsrechtlich durch die TRL 2013 vorgegeben noch sinnhaft, sondern diese Streichung kann zu kapitalmarktirritierenden Doppelmeldungen im Vorfeld und Verlauf eines Übernahmeangebots führen. Es sollte weiter ein Vorrang des Übernahmerechts vor dem Transparenzrecht gelten.

### 2. Intervallverdichtung in den Stimmrechtsbereichen zwischen 30% und 75%

Die TRL 2013 gestattet ausdrücklich die Einführung niedriger und weiterer Mitteilungsschwellen neben den in der TRL 2013 erwähnten Schwellenwerte. Es ist

rechtspolitisch zur weiteren Steigerung der Kapitalmarkteffizienz und Informationstransparenz zu empfehlen, eine Intervallverdichtung

- (i) zwischen 30% und 50% zum Schutz von Minderheitsaktionären und zur Information des möglichen weiteren Beteiligungsaufbaus nach sog. Creeping-in-Fällen bzw. Low-Balling-Übernahmeangeboten (hierfür *Baums*, ZIP 2010, 2374, 2387 ff.; *Veil*, ZHR 177 (2013), 427, 438 f.; *Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 548); sowie
- (ii) zwischen 50% und 75% zum Schutz von Minderheitsaktionären und zur Information über mögliche Strukturmaßnahmen des Kontrollinhabers sowie über möglichen Fungibilitätseinschränkungen (einschließlich des Verlustes bestimmter Börsenindexbeziehungen) (hierfür *Veil*, ZHR 177 (2013), 427, 438; *Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 548)

zu regeln.

3. Fortbestand strengerer deutscher Zurechnungstatbestände (§ 22 WpHG-RegE)

Der Ausnahmetatbestand des Art. 3 Abs. 1a Unterabs. 4 (iii) TRL 2013 erlaubt strengere nationale Stimmrechtszurechnungstatbestände (so bereits *Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 549). Die im Wesentlichen inhaltliche Nicht-Änderung von § 22 WpHG (insbesondere der sog. Acting-in-Concert-Zurechnungsbestimmung des § 22 Abs. 2 WpHG) wird unterstützt (so bereits *Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 548 f.).

4. Abgabe von Konzernmitteilungen (§ 24 WpHG-RegE)

Die Neuregelung des § 24 WpHG-RegE, derzufolge die Meldepflicht in einem Konzern alleine durch die Abgabe einer einzigen Meldung des Mutterunternehmens erfüllt wird, ist unterstützenswert. Ein Verlust der Informationstransparenz ist nicht zu erwarten (siehe § 17 Wertpapierhandelsanzeige- und InsiderverzeichnisVO), aber das Meldeaufkommen („noise“) wird eingeschränkt.

5. Begrenzende Konkretisierung meldepflichtiger Instrumente (§ 25 Abs. 1 WpHG-RegE)

§ 25 Abs. 1 WpHG-RegE beschränkt sich auf die Widergabe von Art. 13 Abs. 1 TRL 2013 und vermeidet eine Konkretisierung des Tatbestandes der Instrumente „mit vergleichbarer wirtschaftlicher Wirkung“ (Satz 1 Nr. 2). Es gibt bereits heute in Literatur und Unternehmenspraxis im Hinblick auf die Auslegung von Art. 13 Abs. 1 TRL 2013 betreffend bestimmte (Finanz-)Instrumente (z.B. Vorkaufs-, Vorerwerb- und Mitveräußerungsrechte auf der Grundlage von Gesellschaftervereinbarungen; Pfandrechte) Streit (für eine enge Auslegung *Heinrich/Krämer*, CFL 2013, 225, 227; krit. zur Auslegungsmethodik *Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 550 f.) und damit Rechtsunsicherheit bei Kapitalmarktteilnehmern über die Reichweite dieser Vorschrift. Wenngleich nicht verkannt wird, dass der nationale Gesetzgeber keine verbindliche unionsrechtliche Auslegung von Art. 13 Abs. 1 TRL 2013 vornehmen kann und eine weitere Konkretisierung der veröffentlichungspflichtigen (Finanz-)Instrumente

in erster Linie von der ESMA zu leisten sein wird, sollte der Gesetzgeber in § 25 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpHG weitere, offenkundig unionsrechtsgemäße Konkretisierungen mit ausdrücklicher Herausnahme von Vorkaufs-, Vorerwerb- und Mitveräußerungsrechte auf der Grundlage von Gesellschaftervereinbarungen (hierfür bereits mit Begründung *Seibt*, CFL 2010, 502, 505 [zu § 25a WpHG-RegE]; ebenso *Merkner/Sustmann*, NZG 2010, 681, 686) vornehmen, hilfsweise gleichsinnige Erläuterungen in den Gesetzesmaterialien. Der Hinweis in der Gesetzesbegründung (S. 46), dass sich „im Allgemeinen“ (im RefE, S. 50: „im Kern“) keine inhaltlichen Änderungen gegenüber dem bisherigen Rechtszustand zu § 25a WpHG ergeben ist nicht hinreichend konkret (was heißt das genau?) und in Bezug auf Vorkaufs-, Vorerwerb- und Mitveräußerungsrechte auf der Grundlage von Gesellschaftervereinbarungen auch unzutreffend.

### III. Sanktionsregime

#### 1. Bußgeld (§ 39 Abs. 4 und Abs. 5 WpHG-RegE)

1.1 Die TRL 2013 sieht eine (Mindest-)Höchstbuße bei juristischen Personen von bis zu EUR 10 Mio. oder bis zu 5% des jährlichen Umsatzes vor; im Konzern ist auf den Gesamtumsatz abzustellen, der im konsolidierten Abschluss der Muttergesellschaft an der Gruppenspitze ausgewiesen ist. Die Regelungen in § 39 Abs. 4 Satz 1 Nr. 2 und Sätze 3 und 4 WpHG-RegE setzen diese Vorgabe mit Blick auf die Schaffung eines strukturkonsistenten Kapitalmarktsanktionsrechts (siehe insbesondere MMVO 2014) im Grundsatz zutreffend um (entgegen *Heinrich/Krämer*, Börsen-Zeitung vom 7.3.2015, S. 9). Allerdings ist die Umsatzbezugnahme – trotz der gegenüber dem RegE vorgenommenen Änderungen und Präzisierungen – weiter klar zu stellen bzw. unzutreffend: (1) Bei § 39 Abs. 5 WpHG-RegE (Definition des Gesamtumsatzes) wird auf den „Jahres- oder Konzernabschluss“ verwiesen; es ist klarzustellen (insbesondere nach der fehlerhaften Bezugnahme auf die „Aufstellung“ im RefE), dass damit der festgestellte Jahresabschluss bzw. gebilligte Konzernabschluss gemeint ist. Hierfür reicht auch eine Aussage in den Gesetzesmaterialien aus. (2) Es kann nicht auf den Umsatz „im der Behördenentscheidung vorangegangenen Geschäftsjahr“ ankommen, sondern es ist auf dasjenige Jahr abzustellen, in dem die Gesetzesverletzung stattgefunden hat.

1.2 Für die Praxis wird eine sehr zügige Neubearbeitung der BaFin-Bußgeldleitlinien von herausragender Bedeutung sein, um eine rechtssichere, systemgerechte (auch unter Berücksichtigung der zukünftig unmittelbar geltenden MarktmissbrauchsVO) und einem dem Verhältnismäßigkeitsgrundsatz angemessene Bebußung signalisieren zu können.

#### 2. Stimmrechtsaussetzung /-verbot (§ 28 WpHG-RegE)

2.1 Die TRL 2013 schreibt den Stimmrechtsverlust als Sanktion für die Verletzung von Mitteilungspflichten fest, überlässt aber den Mitgliedsstaaten, die konkrete Ausgestaltung zu regeln (*Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 553 f.). Es sollte nicht bei der bisherigen Rechtslage des Stimmrechtsverlustes qua Gesetzes bleiben, sondern es sollte eine ausschließliche Anordnungsbefugnis der BaFin geregelt werden (hierzu ausführlich *Seibt*, ZIP 2012, 797, 802 m.w.Nw.; siehe auch

*Seibt/Wollenschläger*, Börsen-Zeitung vom 13.7.2013, S. 13). So wird beispielsweise im Vereinigten Königreich zur Umsetzung der TRL 2013 geregelt werden, dass Stimmrechte nur von Gerichten auf Antrag der FSA im Falle schwerwiegendster Verstöße ausgesetzt werden können (Amendment zu Part 6 FSMA). Ähnlich werden die Niederlande vorsehen, dass ein Rechtsverlust nur von Gerichten von Anträgen auf Basis des Emittenten und deren Anteilseignern angeordnet werden kann (Art. 5:52 Financial Supervision Act). Für das Regelungskonzept einer Anordnungsbefugnis zu Gunsten der BaFin sprechen die folgenden Erwägungen:

- Dieses Regelungskonzept schafft die bestmögliche Rechtssicherheit und Transparenz für (i) die Emittenten (insbesondere für den Versammlungsleiter bei einer Hauptversammlung), (ii) die von der Meldepflicht möglicherweise betroffenen Anleger (insbesondere bei gleichzeitiger Schaffung eines Vorabstimmungs- und Rechtsklärungsverfahrens bei der BaFin) und (iii) die Anleger in ihrer Gesamtheit.
- Es wird der „wirtschaftliche Nährboden“ für sog. Berufskläger weitgehend entzogen, da über den Bestand der Stimmrechte auf der Hauptversammlung kein Streit (mehr) besteht; es bedarf damit auch nicht zwingend der Hilfskonstruktion eines Anfechtungsbeschlusses analog § 30g WpHG (dafür *Brouwer*, AG 2012, 78, 83; zum Anfechtungsbeschluss bei nicht offensichtlich fehlerhaften Stimmrechtsmitteilungen BDI, Stellungnahme zum Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz v. 25.10.2010, S. 4; DAI, Stellungnahme zum Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz v. 12.11.2010, S. 7 f.; *Merkner*, AG 2012, 199, 208; vgl. auch *Baums/Drinhausen/Keinath*, ZIP 2011, 2329, 2351).
- Es wird der hohen Komplexität des Meldesystems durch die Verlagerung der Prüfungsaufgabe vom Versammlungsleiter der Hauptversammlung auf die BaFin Rechnung getragen.
- Die Überwachungs-, Untersuchungs und Sanktionsentscheidungen werden bei der BaFin als Most Lost-Efficient Supervisor gebündelt, und dies führt zur einheitlichen Anwendung des Sanktionsgesamtregimes und zum kontinuierlichen Aufbau von Fallkompetenz, damit mittelbar auch zur Stärkung des Anlegervertrauens und folglich auch der Kapitalmarkteffizienz. Zudem liegt in der Kompetenzerweiterung der BaFin das wertungspolitische Signal an die Kapitalmarktteilnehmer, dass das reformierte und eingriffsintensivere Sanktionssystem „ernst gemeint“ ist.
- Über das der BaFin zugestehende Ermessen lassen sich nicht sanktionswürdige Fallgestaltungen (z.B. Verletzung bestimmter Fälle der § 22 Abs. 1 Nr. 3 – 6 WpHG) aussondern.

2.2 Die Frist des Stimmrechtsverlustes nach § 28 Abs.1 Satz 3 WpHG (Fälle der vorsätzlichen oder grob fahrlässigen Verletzung der Mitteilungspflichten) ist von bislang „sechs Monaten“ auf „12 Monate“ zu verlängern, um die Sanktionswirkung sicher im Hinblick auf eine anstehende Hauptversammlung zu er-

strecken und damit gegenüber dem bisherigen Rechtsstand zu verstärken (hierzu bereits *Seibt*, CFL 2010, 502, 507; ebenso Stellungnahme des Bundesverbands der Deutschen Industrie e.V. zum Diskussionsentwurf des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes vom 27.5.2010).

- 2.3 Der Stimmrechtsverlust qua Gesetzes ist mit dem RegE nicht auf „schwerste Rechtsverstöße“ zu beschränken (entgegen: *Veil*, ZHR 177 (2013), 427, 444; *ders.*, ZHR 175 (2011), 83, 101 ff.; *Nartowska/Walla*, AG 2014, 891, 903; *Heinrich/Krämer*, Börsen-Zeitung vom 7.3.2015, S. 9; i.E. auch *Merkner*, AG 2012, 199, 207). Dies führte nur zur Rechtsunsicherheit der Sanktionsfolge und im Übrigen zur unangebrachten Absenkung der Sanktionsandrohung. Etwas anderes könnte nur dann gelten, wenn eine Anordnungsbefugnis der BaFin – wie hier gefordert – geregelt werden würde (Ziffer 2.1).
- 2.4 Für die Fälle der Nichterfüllung der Mitteilungspflichten bezüglich Instrumenten nach § 25 Abs. 1 WpHG-RegE regelt § 28 Abs. 2 WpHG-RegE – im Hinblick auf die „sehr unterschiedliche Ausgestaltung [der] Instrumente“ (Gesetzesbegründung, S. 48) - nur den Stimmrechtsverlust des Meldesäumigen und nicht zusätzlich auch des Wertpapierinhabers; ein solcher Stimmrechtsverlust tritt erst mit dem nachgelagerten Wertpapiererwerb ein. Damit wird die Sanktionswirkung gerade in Übernahmesachverhalten bei „Anschleichstrategien“ (und unter Nutzung der nachfolgenden Hauptversammlung zur Änderung der personellen Zusammensetzung des Aufsichtsrates mit Stimmen der „Gegenseite“ des Instruments) wesentlich und ohne vernünftigen Grund eingeschränkt (so bereits *Seibt*, CFL 2010, 502, 507).
- 2.5 Durch § 28 Abs. 1 Satz 1 WpHG-RegE wird der Rechtsverlust auf alle zugeordneten Stimmrechte nach § 22 WpHG-RegE ausgeweitet (Streichung der Wörter „Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 und 2“). Diese Ausdehnung des Rechtsverlustes ist jedenfalls insoweit zu weitgehend, als sie auch Personen treffen kann, die ihre Beteiligungsmeldepflichten zutreffend erfüllt haben (zutreffend DAI, Stellungnahme zum Regierungsentwurf des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie, Entwurf vom 15.7.2015, Ziffer 4.3 „Drittwirkung überprüfen“, S. 14 f.).

### 3. Naming and Shaming

- 3.1 Der RegE beschränkt sich mit § 40c WpHG-RegE auf die Widergabe von Art. 29 TRL 2013, ohne – auch nicht in der Begründung (S. 54) – einen ausdrücklichen Vorbehalt der grundrechtskonformen Auslegung vorzusehen, der durchaus in Einzelfällen zum Absehen einer Veröffentlichung führen muss, etwa wenn eine Anonymisierung des Betroffenen keinen ausreichenden Persönlichkeitsschutz gewährleistet (so bereits *Seibt/Wollenschläger*, ZIP 2014, 545, 553; entgegen (wohl) *Canzler/Hammermaier*, AG 2014, 57, 73); ein solcher ausdrücklicher Verweis auf die im Einzelfall notwendige grundrechtskonforme Auslegung sollte jedenfalls in der Gesetzesbegründung erfolgen.
- 3.2 Die von der TRL 2013 abweichende Regelung in § 40c Abs. 2 Satz 3 WpHG-RegE, der zufolge auch das Ergebnis des Rechtsbehelfsverfahrens durch die

BaFin veröffentlicht werden muss, ist unionsrechtlich zulässig und sehr unterstützenswert.

## **B. Delisting (Änderungsantrag Koa ÄA Nr. 8)**

### **I. Mangel einer Folgenabschätzung einer Delisting-Zusatzregulierung**

Vor einer über die bisherigen börsenrechtlichen Vorschriften hinausgehende Regulierung des Delisting sollte eine makroökonomische Folgenabschätzung vorgenommen werden. Dabei ist insbesondere in den Blick zu nehmen, dass mit der Erschwerung des Delistings und Downlistings ein weiterer Attraktivitätsverlust des deutschen Kapitalmarktes, insbesondere bei wachstumsstarken Technologieunternehmen sowie Mittelstandsunternehmen eintreten wird. Denn die Attraktivität des Kapitalmarktzugangs wird nicht nur durch die hohen Transparenz- und Informationspflichten des Kapitalmarktrechts beschränkt, sondern auch durch die Erschwernis der Wertliquidation seitens von Ankerinvestoren durch Kontrollpaketverkäufe bei börsennotierten Unternehmen und von sogenannten *Take Private*-Transaktionen der Kontrollerwerber. Die jetzt vorgeschlagene Zusatz-Regulierung des Delisting steht offenkundig in einem Wertungswiderspruch zu den im Koalitionsvertrag niedergelegten und vom Bundeswirtschaftsministerium verfolgten Ziel einer Attraktivitätssteigerung des Kapitalmarktes (Stichwort: „Neuer Markt 2.0“).

### **II. Regulierungskonzept**

#### **1. Kapitalmarktregulierung im BörsG**

Der Änderungsantrag setzt – unbeschadet der Kritik unter Ziffer I. – konzeptionell zutreffend auf eine anlegerschützende Kapitalmarktregulierung im BörsG, und nicht auf eine die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre schützende Verbandsrechtsregulierung im AktG. Denn – wenn überhaupt – sind nicht die aktienrechtlichen Mitgliedschaftsrechte von Aktionären durch Delisting und Downlisting betroffen, sondern die Fungibilität der Aktie und ihres Wertes. Darüber hinaus passt zur Delisting-Regulierung auch nur das kapitalmarktrechtliche Bewertungsmodell des Börsen-Durchschnittskurses (anstelle einer ertragswertorientierten Unternehmensbewertung) und damit die Entbehrlichkeit eines Spruchverfahrens (so bereits *Habersack*, Stellungnahme gegenüber dem Deutscher Bundestag-Rechtsausschuss zur Aktienrechtsnovelle 2014 vom 29.4.2015, S. 6 f.; *Noack*, Stellungnahme gegenüber dem Deutscher Bundestag-Rechtsausschuss zur Aktienrechtsnovelle 2014 vom 5.5.2015, S. 7 ff.; im Ergebnis auch *Koch*, Stellungnahme gegenüber dem Deutscher Bundestag-Rechtsausschuss zur Aktienrechtsnovelle 2014 vom 3.5.2015, S. 6; vgl. auch *Brellochs*, AG 2014, 633, 644 f.).

#### **2. Ausschluss des Downlisting**

Aus dem Umkehrschluss zu § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 3 lit. a) BörsG-RegE ergibt sich, dass auch das Downlisting (also der Wechsel vom regulierten Markt z.B. in qualifizierte Segmente des Freiverkehrs [Entry Standard / m:access]) von dem Angebotserfordernis erfasst sein soll (dafür auch: *Habersack*, Stellungnahme

gegenüber dem Deutscher Bundestag-Rechtsausschuss zur Aktienrechtsnovelle 2014 vom 29.4.2015, S. 7; *Noack*, Stellungnahme gegenüber dem Deutscher Bundestag-Rechtsausschuss zur Aktienrechtsnovelle 2014 vom 5.5.2015, S. 8; *Koch*, Stellungnahme gegenüber dem Deutscher Bundestag-Rechtsausschuss zur Aktienrechtsnovelle 2014 vom 3.5.2015, S. 6). Jedenfalls bei einem Wechsel vom regulierten Markt in qualifizierte Segmente des Freiverkehrs besteht allerdings kein vergleichbares Schutzbedürfnis der Anleger wie beim Delisting (Prüfungsanforderung der Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit). Denn einerseits sind in diesen Fällen keine Werteinbußen nach Downlistingankündigung nachweisbar und andererseits liegt die Erfassung dieser Fälle auch quer zur unionsrechtlichen Ausweitung des Anlegerschutzes auf im Freiverkehr gehandelte Gesellschaften: So unterwirft die MMVO 2014 solche Unternehmen im Freiverkehr zukünftig zwingend z.B. der unionsrechtlichen Ad hoc-Publizität; bereits heute unterliegen im Freiverkehr notierte Unternehmen in Deutschland den Insiderverboten sowie dem Verbot der Marktmanipulation (vgl. § 12 Satz 1 Nr. 1 und § 20a Abs. 1 Satz 1 WpHG) (*Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, 595 f.). Daher ist die Ausnahme vom Angebotserfordernis in § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 3 lit. a) BörsG-RegE jedenfalls um die Fälle des Downlisting in qualifizierte Segmente des Freiverkehrs zu erweitern.

### 3. US-Börsen NYSE und Nasdaq

Aus § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 3 lit. b) BörsG-RegE ergibt sich, dass fortbestehende Notierungen an außereuropäischen Märkten, vor allem an den US-amerikanischen Börsen NYSE oder Nasdaq, einem Angebotserfordernis nicht entgegenstehen, obwohl der dortige Anlegerschutz [jdf. bei NYSE und Nasdaq] auch von der BaFin mit denjenigen der regulierten EU-Märkte als gleichwertig angesehen ist (Beispiel: FWB-Entscheidung zu Archer Daniels Midland 2015). In den Fällen einer fortbestehenden Notierung an der NYSE oder Nasdaq ist ein Angebotserfordernis weder erforderlich noch verhältnismäßig. Die Ausnahme unter lit. b) ist daher um den Zusatz „oder entsprechenden Markt in einem Drittstaat“ (vgl. § 46 Abs. 1 BörsO FWB) zu erweitern.

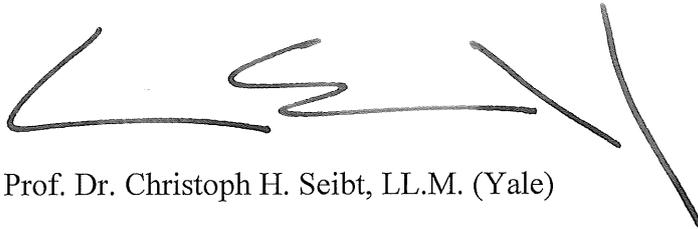
Das Zusatzerfordernis in § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 3 lit. b) BörsG-RegE „sofern für einen Widerruf der Zulassung zum Handel an diesem Markt Nr. 1 oder Nr. 2 entsprechende Voraussetzungen gelten“ ist auf den kapitalmarktrechtlich üblichen Standard eines „gleichwertigen Anlegerschutzes“ (ohne dass dies zwingend durch eine Angebotspflicht erreicht werden müsste) herabzusenken.

### III. Fristverlängerung bei § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 BörsG-RegE auf 12 Monate

Nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot wird der Vorstand der Zielgesellschaft (regelmäßig mit Zustimmung des Aufsichtsrates) ein Delisting nur als Ergebnis einer sorgfältigen Abwegungsentscheidung in Erwägung ziehen können, wenn er nicht nur kurz- sondern auch mittelfristig eine Eigenkapitalfinanzierung über den Kapitalmarkt nicht benötigt, z.B. weil er auf eine (neue) Konzernfinanzierung des Kontrollerwerbers vertrauen kann. Ein solches Vertrauen in eine neue (Konzern-)Finanzierung werden die Unternehmensorgane der Zielgesellschaft im Regelfall erst dann bilden können, wenn ein Beherrschungs- und Ge-

winnabführungsvertrag mit einer Verlustausgleichspflicht (vgl. § 302 AktG) wirksam geworden ist. Da die Implementierung eines Unternehmensvertrages mit Unternehmensbewertung und Bestimmung der Ausgleichs- und Abfindungsansprüche (§§ 304, 305 AktG), Beschlussfassung auf der Hauptversammlung, typischerweise Durchführung eines Freigabeverfahrens und Handelsregistereintragung regelmäßig länger als 6 Monate in Anspruch nimmt, ist die 6-Monats-Frist in § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 BörsG-RegE zu kurz bemessen. Die Frist ist auf 12 Monate festzusetzen, da ansonsten im typischen Fall des Übernahmeangebots mit nachfolgender Konzernintegration das zutreffende Absehen von einem erneuten Angebotserfordernis leerlaufen würde.

Mit freundlichen Grüßen

A handwritten signature in black ink, consisting of several fluid, connected strokes. The signature is positioned above the printed name of the sender.

Prof. Dr. Christoph H. Seibt, LL.M. (Yale)