

Leseprobe zu



Habersack/Mülbert/Schlitt

Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt

4. neu bearbeitete und erweiterte Auflage, 2018, 1792 Seiten, gebunden, Handbuch, 170x240 mm

ISBN 978-3-504-40097-2

279,00 €

§ 28 Aktiendividende

<p>I. Einführung 28.2</p> <p>1. Grundstruktur der Aktiendividende 28.2</p> <p>2. Verbreitung in Europa und Deutschland 28.3</p> <p>3. Abgrenzung zur Sachdividende 28.6</p> <p>4. Motive 28.8</p> <p>II. Strukturierung 28.12</p> <p>1. Gewinnverwendungsbeschluss 28.12</p> <p>2. Keine besondere Satzungs-ermächtigung 28.16</p> <p>3. Schaffung der Dividenden-Aktien 28.17</p> <p style="padding-left: 20px;">a) Kapitalerhöhung 28.17</p> <p style="padding-left: 20px;">b) Verwendung von eigenen Aktien 28.18</p> <p>III. Implementierung 28.20</p> <p>1. Bezugsrechtsemission gegen Sacheinlage 28.20</p> <p style="padding-left: 20px;">a) Kapitalerhöhungsbeschlüsse von Vorstand und Aufsichtsrat 28.21</p> <p style="padding-left: 20px;">b) Bezugsangebot 28.25</p>	<p style="padding-left: 20px;">c) Bezugs- und Übertragungs-erklärungen 28.26</p> <p style="padding-left: 20px;">d) Bewertung der Sacheinlage 28.29</p> <p style="padding-left: 20px;">e) Volumenfestlegung, Einbringung, Zeichnung der Aktien und Settlement durch die Transaktionsbank 28.30</p> <p style="padding-left: 20px;">f) Prospektpflicht und prospektbefreiendes Dokument 28.33</p> <p style="padding-left: 20px;">g) Besonderheiten bei der Strukturierung als 10 % Kapitalerhöhung 28.35</p> <p>2. Ausgabe eigener Aktien 28.36</p> <p style="padding-left: 20px;">a) Verwendungsermächtigung 28.37</p> <p style="padding-left: 20px;">b) Repartierung 28.38</p> <p>IV. Dokumentation 28.39</p> <p>1. Transaktionsvertrag 28.39</p> <p>2. Einbringungsvertrag 28.43</p> <p>3. Prospektbefreiendes Dokument und Informationsdokument 28.44</p>
---	---

Schrifttum: *Arntz/Rommel*, RdF 2014, 229; *Ernst Wolff* in FS Pinner, 1932, S. 656; *Grund*, Sachdividende, S. 36; *Hasselbach/Wicke*, NZG 2001, 599; *Krause*, ZHR 181 (2017), 641; *Mense/Klie*, GWR 2016, 111; *v. Korff/Starke*, MM Warburg & Co, Offen gesprochen – Die Aktiendividende – Bleibt Cash King?; *Schlitt/Seiler*, WM 2003, 2175; *Schmidtman*, DB 2017, 2695; *Schwendemann*, AG 2015, R40; *Sickinger/Zipperle*, AG 2015, R189; *Wegmann*, HV Magazin 2014, 24; *Wettich*, AG 2014, 534; *Winter-Schieszl/Haberl*, AG 2015, R8.

Die Verfasser danken Frau Wirtschaftsjuristin *Nona Naydenova*, Herrn Rechtsassessor Dr. *Christopher Dassbach* sowie Herrn Rechtsreferendar *Christian Schröder* für die Unterstützung bei der Erstellung dieses Beitrages.

In den letzten Jahren hat eine zunehmende Anzahl von börsennotierten Gesellschaften von der Möglichkeit Gebrauch gemacht, ihren Aktionären ein Wahlrecht zwischen der klassischen Bardividende und einer Gewinnausschüttung in Form von Aktien anzubieten. Diese sog. Aktiendividende (scrip dividend), die auf ausländischen Kapitalmärkten schon lange etabliert war, hat in Deutschland zunächst ein Schattendasein geführt. Seit einigen Jahren entdecken immer mehr börsennotierte Gesellschaften die Vorteile dieses flexiblen Treasury-Instruments. Vor diesem Hintergrund sollen nachfolgend wesentliche rechtliche Aspekte des Rechtsinstituts der Aktiendividende beleuchtet werden. 28.1

I. Einführung

1. Grundstruktur der Aktiendividende

- 28.2 Wesentliches Charakteristikum der Aktiendividende ist, dass die Gesellschaft ihren Aktionären das Wahlrecht einräumt, innerhalb einer Bezugsfrist zwischen einer Bar- und einer Aktiendividende zu wählen. Dabei sind die Aktien, die den sich für eine Aktiendividende entscheidenden Aktionären ausgegeben werden, in aller Regel neue Aktien, die im Zuge einer Kapitalerhöhung – zumeist im Form einer **Bezugsrechtsemission gegen Sacheinlage**¹ – geschaffen werden. Es ist aber auch denkbar, dass die Gesellschaft die Aktien im Rahmen einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss schafft bzw. zuvor zurückerworbene **eigene Aktien** verwendet.

2. Verbreitung in Europa und Deutschland

- 28.3 Die Aktiendividende ist in vielen **europäischen Ländern** und den USA schon seit langer Zeit verbreitet². So haben etwa Royal Dutch Shell p.l.c. (Niederlande), British Petroleum (BP) p.l.c. (Großbritannien), Telefónica S.A. und Iberdrola S.A. (Spanien), Credit Suisse Group AG (Schweiz) und Statoil ASA (Norwegen) von diesem Instrument Gebrauch gemacht³.
- 28.4 Vorreiter der Aktiendividende in **Deutschland** war die alstria office REIT-AG, die 2009 erstmals ihren Aktionären ein solches Wahlrecht eingeräumt hat. Die Gesellschaft hatte damals aber bei der Bedienung der Wünsche nach einer Aktiendividende auf eigene Aktien zurückgegriffen. Wegbereiter für die Aktiendividende in Form von neuen Aktien in Deutschland war die Deutsche Telekom AG, die im Jahre 2013 als erste deutsche Gesellschaft eine Aktiendividende in Form von neuen Aktien ausgegeben hat⁴. Dem Beispiel der Deutschen Telekom sind in den letzten Jahren eine Vielzahl großer und mittelständischer börsennotierten Unternehmen gefolgt⁵. Dabei hat sich gezeigt, dass das Instrument gerade für Real Estate Unternehmen, die aufgrund ihrer Akquisitionsaktivitäten stets einen hohen Barmittelbedarf haben, attraktiv ist.
- 28.5 Dass das Rechtsinstrument der Aktiendividende in Deutschland zunächst keine große Verbreitung gefunden hat, dürfte maßgebend darauf zurückzuführen sein, dass die Struktur der Aktiendividende aufgrund der strengen aktienrechtlichen Kapitalaufbringungs- und Kapitalerhaltungsvorgaben – komplexer ist als im Ausland. So wird in ausländischen Jurisdiktionen den Aktionären häufig entweder eine Bardividende gezahlt und ihnen die Möglichkeit eingeräumt, mit diesen Mitteln neue Aktien der Gesellschaft zu erwerben. Alternativ werden dem Aktionär zunächst Aktien gewährt, die sie dann gegen Erhalt einer Barzahlung zurückgeben können⁶. Solche Gestaltungen könnten nach deutschem Recht in der

1 Die Aktiendividende ist praktisch die einzig denkbare Bezugsrechtsemission gegen Sacheinlage.

2 Winter-Schieszl/Haberl, AG 2015, R8; v. Korff/Starke, MM Warburg & Co, Offen gesprochen – Die Aktiendividende abrufbar unter <https://www.mmwarburg.de/de/geschaeftskunden/offen-gesprochen/Die-Aktiendividende-Bleibt-Cash-King/>; Schmidtman, DB 2017, 2695, 2695.

3 Vgl. auch Wettich, AG 2014, 534, 535.

4 Wegmann, HV Magazin 2014, 24, 25.

5 Zu den Anwendungsfällen auch Schwendemann, AG 2015, R40; Wegmann, HV Magazin 2014, 24, 25; Krause, ZHR 181 (2017), 641, 646; Schmidtman, DB 2017, 2695.

6 v. Korff/Starke, MM Warburg & Co, Offen gesprochen – Die Aktiendividende; mit Blick auf die spanische Rechtslage Wettich, AG 2014, 534, 535.

Regel als **verdeckte Sacheinlage** zu qualifizieren sein. Doch hat sich gezeigt, dass eine Aktiendividende auch nach deutschem Recht rechtswirksam vereinbart werden kann, wenn sie im Zuge einer Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage oder im Tausch gegen Ausgabe eigene Aktien ausgegeben werden.

3. Abgrenzung zur Sachdividende

Die Aktiendividende ist von der Sachdividende abzugrenzen. Bei einer Sachdividende beschließt die Hauptversammlung statt einer Bardividende eine **Sachausschüttung**, sofern die Satzung dies zulässt (§ 58 Abs. 5 AktG). Wie bei einer Aktiendividende schüttet die Gesellschaft bei einer Sachdividende an ihre Aktionäre also statt (oder zusätzlich zu) einer Barzahlung einen Sachwert aus. Beiden Instrumenten ist damit gemeinsam, dass das Unternehmen seine Liquidität schonen kann⁷. Bei einer Sachdividende kann der Sachwert in eigenen Aktien der Gesellschaft oder in (zumeist börsennotierten) Aktien an einer dritten Gesellschaft liegen. Der konkrete Sachwert ist im Gewinnverwendungsbeschluss ebenso festzulegen wie der Anteil, mit der er auf eine einzelne Aktie entfällt⁸. Schüttet die Gesellschaft bei der Sachdividende eigene Aktien aus, sind sich beide Instrumente sehr ähnlich. 28.6

Maßgebender Unterschied zwischen beiden Instrumenten ist, dass die Aktionäre bei einer Sachdividende **kein Wahlrecht** zwischen einer Barzahlung und einer Aktiendividende haben. Dieses Fehlen eines Wahlrechts setzt den Beschluss über eine Sachausschüttung nach § 58 Abs. 5 AktG einem tendenziell größeren Anfechtungsrisiko aus, wiewohl dieses Risiko geringer ist, wenn der ausgegebene Sachwert in Anteilen einer börsennotierten Gesellschaft besteht, weil sie dann fungibel sind und ihr Marktwert daher leicht in Geld realisiert werden kann⁹. Anders als bei einer Aktiendividende kann es bei einer Sachdividende zu einem Konflikt mit dem Kapitalerhaltungsgebot (vgl. § 57 AktG) kommen. Übersteigt nämlich deren Ausschüttungswert – unabhängig davon, wie er zu berechnen ist¹⁰ – den im Jahresabschluss ermittelten Bilanzgewinn, droht bei Auszahlung einer „überwertigen“ Sachdividenden eine unzulässige Einlagenrückgewähr¹¹. 28.7

4. Motive

Die Aktiendividende ist für die Gesellschaft aus einer Reihe von Gründen ein attraktives Instrument. So erweist sich das Instrument aus „Treasury“-Perspektive als vorteilhaft, da die Reduzierung des für die Bardividende „reservierten“ Betrages der Gesellschaft hilft, 28.8

⁷ Für die Aktiendividende: *Sickinger/Zipperle*, AG 2015, R189; für die Sachdividende: *Grund*, Sachdividende, S. 36.

⁸ *Hennrichs/Pöschke* in MünchKomm. AktG, 4. Aufl. 2018, § 170 Rz. 63; *Grigoleit/Zellner* in *Grigoleit*, AktG, § 58 Rz. 39; *Hennrichs/Pöschke* in MünchKomm. AktG, 4. Aufl. 2018, § 174 Rz. 25.

⁹ *Grigoleit/Zellner* in *Grigoleit*, AktG, § 58 Rz. 40; *Hüffer/Koch*, AktG, § 58 Rz. 32; *Hasselbach/Wicke*, NZG 2001, 599, 600.

¹⁰ Zum Streitstand (Abstellen auf Buch- oder Verkehrswert): *Bayer* in MünchKomm. AktG, 4. Aufl. 2016, § 58 Rz. 129 f.; *Waclawik* in *Hölters*, AktG, § 58 Rz. 38 ff.; *Hüffer/Koch*, AktG, § 58 Rz. 33.

¹¹ Nachweis für AG: *Grigoleit/Zellner* in *Grigoleit*, AktG, § 58 Rz. 40; *Bayer* in MünchKomm. AktG, 4. Aufl. 2016, § 58 Rz. 129 f.; *Hasselbach/Wicke*, NZG 2001, 599, 600; vgl. zur GmbH: *Ekkenga* in MünchKomm. GmbHG, 3. Aufl. 2018, § 29 Rz. 128.

Liquidität zu schonen und ihre Kapitalbasis zu stärken. Gleichzeitig ist sie nicht mit einer Kürzung der Dividende verbunden, so dass negative Signale an den Kapitalmarkt vermieden werden, wie sie eine Absenkung des Dividendensatzes bzw. der Ausschüttungsquote hervorrufen würde¹². Die eingesparten Barmittel, deren Höhe einen erheblichen Umfang erreichen kann, kann die Gesellschaft anderweitig – etwa zur Wachstumsfinanzierung oder zum Abbau von Verschuldung – einsetzen.

- 28.9 Zugleich bleibt die Gesellschaft berechtigt, innerhalb des Jahres nach der Ausgabe der Aktiendividende eine **10 %-Kapitalerhöhung** prospektfrei durchzuführen, was gerade für akquisitionsstarke Unternehmen wichtig sein kann. Da die Aktiendividende in der Regel als Bezugsrechtsemission strukturiert ist, bleibt eine etwa vorhandene Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG unberührt. Da die prospektfreie Zulassung bei einer Aktiendividende auf einen besonderen Befreiungstatbestand gestützt werden kann, wird das nach Art. 1 Abs. 5 lit. a) VO 2017/1129 (ProspektVO (neu)) für eine **prospektfreie Zulassung** vorhandene Volumen von 20 % der Zahl der Aktien derselben Gattung, die bereits zum Handel an demselben organisierten Markt zugelassen sind, nicht angegriffen¹³.
- 28.10 Auch wenn die Annahmequote für die Gesellschaft und die begleitende Bank zuweilen nicht ganz sicher prognostizierbar ist, dürfte der **Kostenaufwand** für eine Aktiendividenden-Transaktion nur in wenigen Fällen ein Argument sein, eine Aktiendividende nicht in Betracht zu ziehen. Da es keines Wertpapierprospekts, sondern lediglich eines prospektbefreienden Dokuments bedarf, ist der Dokumentationsaufwand für die Gesellschaft, insbesondere bei einer wiederholten Auflage, zeit- und kostenmäßig überschaubar.
- 28.11 Die Aktiendividende stellt sich auch aus Sicht der Aktionäre als interessante Ausschüttungsform dar, weil die Gesellschaft ihnen eine Alternative zur Dividendenzahlung in bar eröffnet. Die auf diese Weise geschaffene **Optionalität** kann insbesondere bei einer heterogenen Aktionärsstruktur unterschiedlich ausgerichtete Aktionärsinteressen adressieren¹⁴. So ziehen Investoren, wie Versicherungen, Pensionskassen und spezielle Dividendenfonds, häufig eine Barausschüttung vor¹⁵, während andere Aktionärsgruppen daran interessiert sind, ihre Unternehmensbeteiligung auszubauen, zumal die Aktien typischerweise mit einem Abschlag in Höhe von 2 % bis 3 % zum aktuellen Börsenpreis ausgegeben werden¹⁶.

II. Strukturierung

1. Gewinnverwendungsbeschluss

- 28.12 Im Zentrum der Aktiendividende steht der Gewinnverwendungsbeschluss, den die Hauptversammlung mit grundsätzlich einfacher Stimmmehrheit fasst (§§ 174 Abs. 1 Satz 1, 133 Abs. 1 AktG). Mit der Beschlussfassung entsteht der **Dividendenanspruch** und der Aktio-

¹² Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rz. 33a; Wegmann, HV Magazin 2014, 24; Schwendemann, AG 2015, R40, R41.

¹³ So auch Winter-Schieszl/Haberl, AG 2015, R8 (zur alten Rechtslage nach § 4 Abs. 2 Nr. 1 WpPG).

¹⁴ Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rz. 33a; Schwendemann, AG 2015, R40.

¹⁵ Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rz. 33a; Schwendemann, AG 2015, R40.

¹⁶ Lediglich für Investoren, die nur über einen geringen Anteilsbesitz verfügen, kann sich die Wahl der Aktiendividende möglicherweise nicht lohnen, wenn die Gesellschaft die anfallenden Depotkosten nicht (teilweise) übernimmt, Sickinger/Zipperle, AG 2015, R189.

när wird zum Gläubiger der Gesellschaft. Dabei orientiert sich die Hauptversammlung i.d.R. an dem Gewinnverwendungsvorschlag von Vorstand und Aufsichtsrat (§§ 170 Abs. 2, 124 Abs. 3 Satz 1 AktG).

Im Gewinnverwendungsbeschluss wird über die Verwendung des Bilanzgewinns entschieden (§ 174 Abs. 2 Nr. 1 AktG). Voraussetzung für die Durchführung einer Aktiendividende ist damit zunächst, dass im HGB-Jahresabschluss ein **ausschüttungsfähiger Bilanzgewinn** für das letzte Geschäftsjahr ausgewiesen ist. Auch wenn nur die Feststellung über den Gesamtbetrag der Ausschüttung in diesem Beschluss rechtliche Qualität hat¹⁷, wird im Gewinnverwendungsbeschluss häufig auch angegeben, welcher Geldbetrag pro dividendenberechtigter Aktie ausgeschüttet wird¹⁸. 28.13

Bei einer Aktiendividende werden den Aktionären im Gewinnverwendungsbeschluss i.d.R. **drei Ausschüttungsvarianten** angeboten: Sie können sich entweder nur für eine Bar- bzw. für eine Aktiendividende entscheiden oder sie kombinieren beide Dividendenformen, in dem sie für einen Teil ihres Anteilsbesitzes für die Aktiendividende optieren und für den anderen für die Bardividende. Je nachdem, ob die Gesellschaft steuerfrei ausschütten kann, wird darauf hingewiesen, dass auch bei Wahl der Aktiendividende ein Anteil der Dividende in bar geleistet wird, damit die Steuerschuld des Aktionärs beglichen werden kann, ohne dass dieser Barmittel hinzuschießen muss. Im Gewinnverwendungsbeschluss wird auf die Darstellung weiterer Einzelheiten zur Barausschüttung und der Möglichkeit, Aktien zu wählen, verzichtet und stattdessen auf das **prospektbefreiende Dokument** und ein ergänzendes freiwilliges sog. **Informationsblatt** verwiesen. Beide Dokumente werden bereits mit der Einladung zur Hauptversammlung erstmals veröffentlicht und enthalten Informationen über die Anzahl und Art der Aktien, die Gründe für die Durchführung einer Aktiendividende und weitere Einzelheiten zu diesem Wahlangebot an die Aktionäre (dazu näher Rz. 28.44 ff.). 28.14

Der Dividendenanspruch wird am dritten Werktag nach Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses fällig (§ 58 Abs. 4 AktG). Da jedoch erst nach Ablauf der Bezugsfrist ermittelt werden kann, welche Dividendenansprüche eingebracht bzw. abgetreten wurden bzw. welche Aktionäre weiterhin ihren Barzahlungsanspruch geltend machen wollen¹⁹, muss die **Fälligkeit** des Gewinnverwendungsbeschluss im Hauptversammlungsbeschluss auf einen späteren Zeitpunkt, in der Regel ungefähr vier Wochen nach der Beschlussfassung, verschoben werden²⁰. 28.15

2. Keine besondere Satzungsermächtigung

Anders als die Sachdividende (§ 58 Abs. 5 AktG, dazu näher Rz. 28.6) bedarf die Aktiendividende keiner besonderen Satzungsermächtigung. Sollen die zu gewährenden Aktien aus einer Kapitalerhöhung stammen, bedarf es lediglich eines ausreichenden **genehmigten** 28.16

¹⁷ Euler/Klein in Spindler/Stilz, AktG, § 174 Rz. 13.

¹⁸ Im Gewinnverwendungsbeschlussvorschlag findet sich häufig ein Hinweis, dass dieser entsprechend angepasst wird, wenn sich die Anzahl der dividendenberechtigten Aktien nach Einberufung der Hauptversammlung ändert *Henrichs/Pöschke* in MünchKomm. AktG, 4. Aufl. 2018, § 174 Rz. 25.

¹⁹ Vgl. Krause, ZHR 181 (2017), 641, 647.

²⁰ Schwendemann, AG 2015, R40, R41; Schmidtman, DB 2017, 2695.

Kapitals²¹. Zudem muss die Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage erfolgen können. Hin-gegen bedarf es keiner Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss, da die Aktien in der Regel im Zuge einer Bezugsrechtsemission ausgegeben werden (s. dazu Rz. 28.20 ff.). Will die Gesellschaft eigene Aktien verwenden, muss die Verwendung als Aktiendividende von der Verwendungsbestimmung in der Ermächtigung zum Rückkauf eigener Aktien ge-deckt sein.

3. Schaffung der Dividenden-Aktien

a) Kapitalerhöhung

- 28.17 In den meisten Fällen werden die Dividenden-Aktien im Zuge einer Kapitalerhöhung ge-schaffen. Dabei wird in der Praxis immer ein vorhandenes **genehmigtes Kapital** aus-genutzt (§§ 202 ff. AktG). Für eine reibungslose Durchführung der Aktiendividende hat dies gegenüber einer ordentlichen Kapitalerhöhung (§§ 182 ff. AktG) den Vorteil, dass nicht der Ablauf der einmonatigen Anfechtungsfrist (§ 246 Abs. 1 AktG) abgewartet und im Falle einer erfolgten Anfechtung kein zeitaufwändiges Freigabeverfahren (§ 246a AktG) eingeleitet werden muss²². Der Umfang der durch die Kapitalerhöhung für die existierenden Altaktionäre eintretenden Verwässerung ist überschaubar, da sich die Volumina der Kapitalerhöhungen typischerweise zwischen 2–3 % des Grundkapitals bewegt.

b) Verwendung von eigenen Aktien

- 28.18 Die Gesellschaft kann statt neuen Aktien aber auch existierende eigene Aktien ausgeben. Diese Gestaltungsvariante ist in der Praxis bislang die Ausnahme geblieben. Aber sie dürfte von der Gesellschaft immer dann in Betracht gezogen werden, wenn sie über einen **ausreichenden Bestand** eigener Aktien verfügt²³, um diejenigen Aktionäre eigene Aktien liefern zu können, die sich für die Aktiendividende entschieden haben. In diesem Fall wird die Gesellschaft häufig geneigt sein, den Bestand der eigenen Aktien abzubauen und eine weitere Verwässerung der existierenden Aktionäre zu vermeiden²⁴.
- 28.19 Als nachteilig kann sich bei dieser Variante möglicherweise der Umstand erweisen, dass sich nach Ablauf der Bezugsfrist herausstellt, dass der Bestand eigener Aktien nicht aus-reicht, um sämtliche Dividendenansprüche der Aktionäre zu befriedigen. Hierauf kann zwar mit einer sog. Repartierung reagiert werden (näher dazu Rz. 28.38). Je nach Umfang kann eine **Repartierung** zur Folge haben, dass die Aktionäre in ihrer Erwartung, eine be-stimmte Anzahl von Aktien (zu einem Discount) zu erhalten, enttäuscht werden. Zudem greift die liquiditätsschonende Wirkung einer Aktiendividende nicht vollständig durch. Eine solche Repartierung ist bei einer Kapitalerhöhung in aller Regel nicht erforderlich, da die Kapitalerhöhung als „Bis-zu“-Kapitalerhöhung konzipiert wird (dazu Rz. 28.21), und ihr Umfang somit an die Nachfrage angepasst werden kann.

21 Wird die Aktiendividende ausnahmsweise als 10 % Kapitalerhöhung strukturiert, bedarf es noch einer Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss.

22 *Schwendemann*, AG 2015, R40, R41.

23 *Hüffer/Koch*, AktG, § 58 Rz. 33a; *Winter-Schieszl/Haberl*, AG 2015, R8.

24 Vgl. etwa *Grigoleit/Rachlitz* in *Grigoleit*, AktG, § 71 Rz. 6 ff. und in diesem Lichte auch *Gätsch* in *Marsch-Barner/Schäfer*, Hdb. börsennotierte AG, Rz. 50.3 sowie *Laubert* in *Hölters*, AktG, § 71 Rz. 2 zum Regelungszweck des in § 71 Abs. 1 AktG geregelten grundsätzlichen Verbots, eigene Aktien derivativ zu erwerben.

III. Implementierung

1. Bezugsrechtsemission gegen Sacheinlage

Wie bereits bemerkt werden in der Praxis Aktiendividenden-Transaktionen zumeist als Bezugsrechtsemission gegen Sacheinlage strukturiert. Nachfolgend sollen die wesentlichen Schritte bei der Abwicklung einer solchen Transaktion skizziert werden: 28.20

a) Kapitalerhöhungsbeschlüsse von Vorstand und Aufsichtsrat

Unmittelbar im Anschluss an die Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses durch die Hauptversammlung beschließt der Vorstand mit Zustimmung des Aufsichtsrats die Ausnutzung des vorhandenen genehmigten Kapitals. Dabei wird die Kapitalerhöhung i.d.R. als sog. „**Bis zu**“-**Kapitalerhöhung** beschlossen²⁵. Insofern wird das Kapitalerhöhungsvolumen noch nicht fix beschlossen, sondern das Grundkapital um „bis zu“ einem bestimmten Betrag erhöht. Damit wird erreicht, dass die Kapitalerhöhung auch tatsächlich nur in dem Umfang durchgeführt wird, in dem sich Aktionäre für die Aktiendividende entscheiden. Gleichzeitig wird auf diese Weise vermieden, dass mit der begleitenden Bank eine Festübernahme etwa nicht bezogener Aktien vereinbart werden muss oder nicht bezogene Aktien übrig bleiben. 28.21

Die Ausgabe der neuen Aktien erfolgt gegen **Sacheinlage**, die in dem Dividendenanspruch der Aktionäre besteht, der mit der Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses der Hauptversammlung entsteht. Die Durchführung der Transaktion als Sacheinlage ist erforderlich, da die Auszahlung der Bardividende durch die Gesellschaft an den Aktionär bei nachfolgender Bareinlage dieses Betrages (oder eines Teils davon) ein unzulässiges Hin- und Herzahlen darstellen könnte²⁶. Außerdem wird die Gewinnberechtigung der neuen Aktien festgelegt und die Transaktionsbank zur **Zeichnung** der neuen Aktien zum geringsten Ausgabebetrag (§§ 204 Abs. 1, 9 Abs. 1 AktG) zugelassen. 28.22

Schließlich wird festgelegt, dass die neuen Aktien den Altaktionären zum **Bezug** angeboten werden. Dabei wird die Bezugsfrist aus abwicklungstechnischen Gründen im Vergleich zur gesetzlichen Mindestfrist von zwei Wochen (§ 186 Abs. 1 Satz 1 AktG) häufig länger angesetzt. Im Hinblick auf **Bezugspreis und Bezugsverhältnis** wird von der Möglichkeit des sog. **flexiblen Preisfestsetzungsverfahrens** Gebrauch gemacht (§ 186 Abs. 2 Satz 1 AktG). Danach reicht es aus, wenn zunächst lediglich die Grundlagen für die Festlegung von Bezugspreis und Bezugsverhältnis mitgeteilt werden und der endgültige Bezugspreis spätestens drei Tage vor Ende der Bezugsfrist veröffentlicht wird (§§ 203 Abs. 1, 186 Abs. 2 Satz 2 AktG)²⁷. In Umsetzung dieser Vorgaben wird bei Aktiendividenden im Bezugsangebot i.d.R. festgelegt, dass der Bezugspreis dem **volumengewichteten Durchschnittskurs** (VWAP) der Aktien am vierten Tag vor Ende der Bezugsfrist abzüglich eines Abschlags auf den aktuellen Börsenkurs entspricht²⁸. 28.23

Die Einräumung eines solchen „Discounts“ ist zulässig, weil sämtlichen Aktionären ein Bezugsrecht auf die neuen Aktien eingeräumt wird. Damit ist der Emittent bei der Bemes- 28.24

²⁵ Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rz. 33a.

²⁶ Hüffer/Koch, AktG, § 27 Rz. 30.

²⁷ Wegmann, HV Magazin 2014, 24, 25; Apfelbacher/Niggemann in Hölters, AktG, § 186 Rz. 15.

²⁸ Insoweit zu Ausnahmen Schwendemann, AG 2015, R40, R41.

sung der Höhe des Abschlags nicht an die starren Vorgaben einer 10 %-Kapitalerhöhung gebunden (§ 186 Abs. 4 Satz 4 AktG). Der Abschlag könnte sich daher auch auf mehr als 5 % belaufen²⁹, liegt aber dennoch in der Regel zwischen 2 % und 3 %³⁰. Der gewährte **Abschlag** soll den Aktionären bei grundsätzlich marktnaher Platzierung einen Anreiz zur Wahl der Aktiendividende bieten³¹, zum anderen aber auch eine möglichst marktnahe Preisbildung ermöglichen.

b) Bezugsangebot

- 28.25 Ein Tag nach Fassung des Gewinnverwendungsbeschlusses durch die Hauptversammlung und der „Bis zu“-Kapitalerhöhungsbeschlüsse durch Vorstand und Aufsichtsrat wird neben der Dividendenbekanntmachung das Bezugsangebot im Bundesanzeiger und auf der Website der Gesellschaft mit Hinweis auf das prospektbefreiende Dokument veröffentlicht (§ 49 Abs. 1 WpHG)³². Damit wird zugleich die Bezugsfrist für die Aktionäre in Gang gesetzt. Bezugsberechtigt sind dabei sämtliche Aktionäre, die zum Dividendenstichtag über Aktien der Gesellschaft in ihrem Depot verfügen³³. **Dividendenstichtag** ist der Tag der Hauptversammlung³⁴. Dieser Stichtag ist vom Ex-Tag³⁵ und dem Record Date³⁶ abzugrenzen, die beide nur abwicklungstechnische Bedeutung haben. Wie oben dargelegt (Rz. 28.23), werden der Bezugspreis und das sich daraus ergebende Bezugsverhältnis i.d.R. am vierten Tag vor Ende der Bezugsfrist festgelegt.

c) Bezugs- und Übertragungserklärungen

- 28.26 Entscheiden sich Aktionäre innerhalb der Bezugsfrist für die Aktiendividende, müssen sie eine entsprechende **Ausübungserklärung** abgeben. Hierfür können sie Bezugs- und Übertragungserklärungsformular nutzen, das ihnen von ihrer Depotbank im Nachgang zur Hauptversammlung in Papierform zur Verfügung gestellt wird³⁷. Den ausgefüllten Vordruck unterzeichnen die Aktionäre und senden ihn an ihre Depotbank zurück, die sämtliche Bezugs- und Übertragungserklärungen in einer **Sammelbezugsenerklärung** bündelt, die sie an die Transaktionsbank weiterleitet. Gibt ein Aktionär die Erklärung nicht fristgerecht oder überhaupt nicht ab, erhält er im Fälligkeitszeitpunkt eine reine Barzahlung auf seine

29 Ries in Grunewald/Schlitt, Einführung in das Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2014, § 3 S. 54.

30 Vgl. Schwendemann, AG 2015, R40, R41.

31 Schwendemann, AG 2015, R40, R41.

32 Vgl. zu diesen Veröffentlichungsvorgaben auch Schlitt/Seiler, WM 2003, 2175, 2179; Schürnbrand in MünchKomm. AktG, 4. Aufl. 2016, § 186 Rz. 166; Ries in Grunewald/Schlitt, Einführung in das Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2014, § 3 S. 54.

33 Wegmann, HV Magazin 2014, 24, 25; Winter-Schieszl/Haberl, AG 2015, R8.

34 Hüffer/Koch, AktG, § 58 Rz. 28; Arntz/Rommel, RdF 2014, 229, 230 f.

35 Hierunter ist der Tag zu verstehen, ab dem die Aktien ohne das Recht auf die Dividende wieder gehandelt werden. Es handelt sich um den unmittelbar auf die Hauptversammlung folgenden Tag.

36 Bei dem Record Date handelt es sich gemäß der deutschen Regulierungsstandards um den zweiten Tag nach der Hauptversammlung, der vor allem eingeführt wurde, um nachträgliche Kompensationen noch offener – noch nicht beliefert – Börsengeschäfte zu minimieren. Insofern bucht die Clearstream AG infolge der regulierten Börsengeschäfte und den daraus resultierenden Beständen am Folgetag des Record Dates denjenigen Aktionären die Bezugsrechte ein, die per Record Date abends die Aktien halten.

37 Arntz/Rommel, RdF 2014, 229, 231; Sickinger/Zipperle, AG 2015, R189, R190.

Dividendenansprüche, die ihm grundsätzlich einen Tag nach der Hauptversammlung eingebucht werden³⁸.

Die Übermittlung in Papierform entspricht geübter Praxis, auch wenn keine durchgreifenden Bedenken bestehen, dass das Bezugsrecht auch elektronisch ausgeübt werden kann. Denn das Bezugsrecht kann formlos ausgeübt werden³⁹, sofern die Bezugsbedingungen nicht Schriftform vorsehen. Eine rechtswirksame **elektronische** Bezugs- und Übertragungserklärung könnte etwa unter Nutzung des etablierten TAN-Verfahrens abgegeben werden. 28.27

In der Bezugs- und Übertragungserklärung bestimmen die Aktionäre, dass sie das Bezugsangebot annehmen, indem sie ihre Dividendenansprüche – abzüglich eines Steuerbetrags⁴⁰ – auf die Transaktionsbank übertragen und keine Erklärungen bezogen auf eine Verfügung über ihre Dividendenansprüche bis zum Abschluss der Abwicklung des Bezugsangebots mehr abgeben. Zugleich wird die Transaktionsbank beauftragt, die so übertragenen anteiligen Dividendenansprüche treuhänderisch im eigenen Namen, auf Rechnung der Aktionäre als Sacheinlage in die Gesellschaft einzubringen, eine entsprechende Anzahl neuer Aktien zu zeichnen und die nach Zeichnung und Eintragung der Durchführung der Bezugsrechtskapitalerhöhung in das Handelsregister, bezogenen Aktien an die Aktionäre zu liefern. Die **Übertragung der anteiligen Dividendenansprüche** erfolgt dabei im Wege der Abtretung verbunden mit einer Übertragung der Miteigentumsanteile an dem Inhaberglobalgewinnanteilsschein, der die anteiligen Dividendenansprüche verbrieft. 28.28

d) Bewertung der Sacheinlage

Die Höhe der durch diese Einbringung der Dividendenansprüche eintretenden Befreiung der Gesellschaft von der Verpflichtung zur Zahlung einer Bardividende stellt den Wert der Sacheinlage im Rahmen der Kapitalerhöhung dar⁴¹. Insoweit sind die gesetzlichen Vorgaben bei einer Sachkapitalerhöhung zu beachten. Mithin bedarf es einer **Werthaltigkeitsprüfung** durch einen unabhängigen Prüfer (§ 205 Abs. 5 AktG). Zum Zwecke dieser in der Regel wenig komplexen Sacheinlageprüfung bestellt das Registergericht auf Vorschlag der Gesellschaft einen Wirtschaftsprüfer als Sacheinlageprüfer⁴². Dabei bestehen im Grundsatz keine Einwendungen dagegen, dass diese Rolle vom Abschlussprüfer der Gesellschaft übernommen wird⁴³. Prüfungsgegenstand ist die Feststellung der Werthaltigkeit der **einzubringenden Bardividendenansprüche**⁴⁴. Hierbei finden die allgemeinen Grundsätze der Forderungsbewertung Anwendung⁴⁵. Für die Feststellung der Vollwertigkeit ist eine Betrachtung des Werts entscheidend, den die Verminderung der Passiva für die Gesellschaftsgläubiger hat⁴⁶. 28.29

38 Vgl. auch *Schmidtman*, DB 2017, 2695, 2695.

39 *Apfelbacher/Niggemann* in Hölters, AktG, § 186 Rz. 15.

40 Anderes gilt nur, wenn die Gesellschaft über ein steuerliches Einlagenkonto verfügt und demnach steuerfrei ausschütten kann.

41 Vgl. *Krause*, ZHR 181 (2017), 641, 646.

42 Vgl. *Krause*, ZHR 181 (2017), 641, 646.

43 *Schürnbrand* in MünchKomm. AktG, 4. Aufl. 2016, § 183 Rz. 60; *Ekkengal/Jaspers* in Ekkengal/Schröer, Handbuch AG-Finanzierung, Kap. 4 Rz. 363.

44 Durch die Sacheinlageprüfung soll insofern sichergestellt sein, dass der Wert der Sacheinlage den geringsten Ausgabebetrag (§ 9 Abs. 1 AktG) der dafür gewährten Aktien nicht unterschreitet. Hierzu etwa *Rieder/Holzmann* in Grigoleit, AktG, § 205 Rz. 12.

45 Zusammenfassend *Hüffer/Koch*, AktG, § 27 Rz. 17 m.w.N.

46 *Krause*, ZHR 181 (2017), 641, 646.

e) Volumenfestlegung, Einbringung, Zeichnung der Aktien und Settlement durch die Transaktionsbank

- 28.30 Steht nach Ablauf der Bezugsfrist fest, wie viele Aktionäre sich für die Aktiendividende entschieden und zu diesem Zweck ihre Dividendenansprüche über ihre jeweilige Depotbank an die Transaktionsbank abgetreten haben, kann der Vorstand der Gesellschaft mit Zustimmung des Aufsichtsrats das **exakte Volumen der Kapitalerhöhung** beschließen. Sodann unterzeichnet die Transaktionsbank in ihrer Rolle als „Subscription Agent“ den Zeichnungsschein und schließt den Einbringungsvertrag über die Übertragung der Dividendenansprüche ab (s. Rz. 28.43). Dabei wird die Zeichnung häufig unter die auflösende Bedingung gestellt, dass sie unverbindlich wird, wenn die Durchführung der Kapitalerhöhung bis zu einem bestimmten Tag nicht in das Handelsregister der Gesellschaft eingetragen ist (§ 185 Abs. 1 Satz 3 Nr. 4 AktG).
- 28.31 Nach erfolgter Zeichnung ist die Durchführung der Kapitalerhöhung zur **Eintragung in das Handelsregister** durch die Gesellschaft anzumelden (§ 203 Abs. 1 i.V.m. § 188 AktG). Ist die Eintragung erfolgt und die Kapitalerhöhung damit wirksam durchgeführt (§ 203 Abs. 1 Satz 1 i.V.m. § 189 AktG), können die neuen Aktien am darauffolgenden Tag **zugelassen** werden. Die Lieferung dieser Aktien in die Depots der Aktionäre erfolgt dann meist zwei Tage später durch die Transaktionsbank in ihrer Rolle als „Settlement Agent“.
- 28.32 Soweit auf Grundlage des festgestellten Bezugsverhältnisses anteilige Dividendenansprüche eines Aktionärs oder Teile davon verbleiben, auf die keine volle neue Aktie entfällt, werden die verbleibenden Dividendenansprüche durch Zahlung eines **Restbetrags in bar** ausgeglichen. Dies bedeutet, dass Aktionäre, bei denen die Anzahl der anteiligen Dividendenansprüche (oder Teile davon), die zum Zwecke der Sacheinlage abgetreten sowie übertragen wurden, nicht für den Erhalt jeweils einer vollen neuen Aktien ausreicht, ihre Dividende insoweit ausschließlich in bar erhalten. Haben sich Aktionäre hingegen nicht für die Aktiendividende innerhalb der Bezugsfrist entschieden, erhalten sie die reguläre Barauschüttung an dem im Gewinnverwendungsbeschluss festgelegten (hinausgeschobenen) Fälligkeitstag.

f) Prospektpflicht und prospektbefreiendes Dokument

- 28.33 Aus dem Umstand, dass die ProspektVO für Bezugsrechtsemissionen Erleichterungen für den Inhalt des Wertpapierprospektes vorsieht (vgl. Anhänge XXIII und XXIV VO 2017/1129 (ProspektVO)), ergibt sich, dass diese grundsätzlich als öffentliches Angebot anzusehen sind⁴⁷. Wenn hingegen eine Aktiendividende als Bezugsrechtsemission strukturiert wird, muss **weder** für das **Bezugsangebot** noch für die **Börsenzulassung** der neuen Aktien zum regulierten Markt ein **Wertpapierprospekt** erstellt werden⁴⁸. Diese Sichtweise steht in Übereinstimmung mit der Verwaltungspraxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Frankfurter Wertpapierbörse sowie der herrschenden Meinung im Schrifttum; Uneinigkeiten bestehen nur im Hinblick darauf, ob als dogmatische

⁴⁷ Scholz in MünchHdb. AG, § 57 Rz. 202; Meyer in Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. börsennotierte AG, Rz. 7.14; Schlitt in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VermAnlG, 3. Aufl. 2017, § 4 WpPG Rz. 5 f.

⁴⁸ Mense/Klie, GWR 2016, 111, 113; Winter-Schieszl/Haberl, AG 2015, R8; Schlitt in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VermAnlG, § 4 WpPG Rz. 20.

Grundlage § 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG bzw. § 4 Abs. 2 Nr. 5 WpPG in direkter oder analoger Weise heranzuziehen ist⁴⁹.

Erstellt werden muss damit lediglich ein sog. **prospektbefreiendes Dokument** (im Einzelnen dazu Rz. 28.47 ff.)⁵⁰. Diese Unterlage ist grundsätzlich erst mit der Veröffentlichung des Bezugsangebots im Nachgang zur Hauptversammlung zu veröffentlichen. Da jedoch nicht völlig auszuschließen ist, dass in der Veröffentlichung der Hauptversammlungseinladung bereits ein öffentliches Angebot gesehen wird⁵¹, wird das Dokument in der Praxis der Regel bereits mit der Einladung zur Hauptversammlung veröffentlicht⁵². 28.34

g) Besonderheiten bei der Strukturierung als 10 % Kapitalerhöhung

Die Strukturierung als Bezugsrechtsemission ist zwar die weit überwiegend verwendete Transaktionsform, ihre Wahl ist aber nicht zwingend. Denkbar ist auch, die Dividendenaktien im Zuge einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss zu schaffen. Wenn die Gesellschaft ein über ein genehmigtes Kapital sowie eine **Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss** nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG verfügt, kann hierauf zurückgegriffen werden. Dabei stellt die Limitierung des zulässigen Discounts auf 5 %⁵³ im Grundsatz kein Problem dar, da der Abschlag bei Aktiendividenden meist nur 2 %-3 % beträgt⁵⁴. Auch reicht der zulässige Rahmen von 10 % des bestehenden Grundkapitals praktisch immer aus, da die Kapitalerhöhungen bei Aktiendividenden sich in der Größenordnung von ca. 3 % des Grundkapitals bewegen. Umgekehrt kommt der Tatsache, dass bei einer Kapitalerhöhung mit erleichtertem Bezugsrechtsausschluss keine zwingende zweiwöchige Bezugsfrist einzuhalten ist, kommt keine große Bedeutung zu, da schon aus Abwicklungsgründen eine entsprechend lange Angebotsfrist bestimmt werden muss. Einen gewissen Vorteil stellt dar, dass bei einer Kapitalerhöhung mit erleichtertem Bezugsrechtsausschluss die Festlegung des Ausgabepreises am letzten Tag der bestimmten Frist erfolgen kann, während sie bei einer Bezugsrechtsemission spätestens 3 Tage vor dem Ende der Bezugsrechtsfrist veröffentlicht werden muss (s. Rz. 28.23). Damit kann auch das geringe Restrisiko eines Kursverfalls in dieser 3-Tage-Frist ausgeschlossen werden. Als nachteilig erweist sich demgegenüber, dass die sog. 10 % Ermächtigung nach Abwicklung der Aktiendividende dann teilweise verbraucht ist, was die Finanzierungsmöglichkeit der Gesellschaft einschränkt. 28.35

49 Für eine direkte Anwendung nur von § 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG etwa *Krause*, ZHR 181 (2017), 641, 649; für eine solche nach § 4 Abs. 2 Nr. 5 WpPG *Mense/Klie*, GWR 2016, 111, 113; für eine solche nach § 4 Abs. 1 Nr. 4 WpPG und § 4 Abs. 2 Nr. 5 WpPG *Wegmann*, HV Magazin 2014, 24, 25.

50 *Wegmann*, HV Magazin 2014, 24, 25.

51 S. auch *Sickinger/Zipperle*, AG 2015, R189, R190.

52 Zu den sich hieran anschließenden möglichen negativen Folgen *Groß* in Kapitalmarktrecht, § 3 WpPG Rz. 12 ff.

53 *Schürnbrand* in MünchKomm. AktG, 4. Aufl. 2016, § 186 Rz. 135; *Hüffer/Koch*, AktG, § 186 Rz. 39d; *Apfelbacher/Niggemann* in Hölters, AktG, § 186 Rz. 76.

54 Allerdings ist nicht unumstritten, ob im Hinblick auf die Festlegung der Höhe des Abschlags nur auf den Zeitpunkt der Preisfeststellung abgestellt werden darf. Dafür etwa: *Schürnbrand* in MünchKomm. AktG, 4. Aufl. 2016, § 186 Rz. 134; *Hüffer/Koch*, AktG, § 186 Rz. 39d; *Veil* in K. Schmidt/Lutter, AktG, § 186 Rz. 42; *Seibt*, CFL 2011, 74, 80; *Scholz* in MünchHdb. AG, § 57 Rz. 127; dagegen etwa *Servatius* in Spindler/Stilz, AktG, § 186 Rz. 59; *von Dryander/Niggemann* in Hölters, AktG, § 186 Rz. 76. Diese Frage kann virulent werden, da im Vergleich zu einer klassischen 10 %-Kapitalerhöhung eine längere Angebotsfrist angesetzt wird und somit das Risiko eines sinkenden Kursniveaus größer ist.

2. Ausgabe eigener Aktien

- 28.36 Auch wenn in der Praxis die Dividendenaktien zumeist im Rahmen einer Kapitalerhöhung geschaffen werden, können die zu liefernden Aktien alternativ einem vorhandenen Pool eigener Aktien entnommen werden⁵⁵. In einem solchen Fall sind im Hinblick auf die Transaktionsstruktur die folgenden **Besonderheiten** zu beachten:

a) Verwendungsermächtigung

- 28.37 So muss die Veräußerung eigener Aktien zur Durchführung einer Aktiendividende von der erforderlichen Verwendungsermächtigung durch die Hauptversammlung gedeckt sein. In der Praxis erfolgen die meisten Aktienrückkäufe aufgrund einer Ermächtigung gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG. In diesem Fall ermächtigt die Hauptversammlung den Vorstand⁵⁶ häufig dazu, über die Art der späteren Veräußerung eigener Aktien und einen etwaigen Bezugsrechtsausschluss⁵⁷ zu entscheiden⁵⁸. In einer zunehmend größeren Anzahl von Fällen finden sich in **Rückerwerbs- und Wiederveräußerungsermächtigungen** ausdrückliche Bestimmungen dazu, dass die eigenen Aktien zur Bedienung von Aktiendividenden verwendet werden können. Fraglich ist aber, ob es einer solchen ausdrücklichen Regelung bedarf. Dies wird man verneinen können, wenn die neuen Aktien zum Bezug angeboten werden, da in diesem Fall der **Gleichbehandlungsgrundsatz** beachtet ist⁵⁹. Werden die neuen Aktien hingegen unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre ausgegeben (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 5 Halbsatz 2 i.V.m. § 186 Abs. 3 AktG), um die Durchführung zu flexibleren Preisbestimmungsbedingungen zu ermöglichen (s. Rz. 28.35), bedarf es entweder der allgemeinen Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG (s. Rz. 28.16) oder einer speziell auf Aktiendividenden zugeschnitten Ermächtigung⁶⁰.

b) Repartierung

- 28.38 Übersteigt nach Ablauf der Bezugsfrist die Zahl der aufgrund der Ausübung des Wahlrechts zu liefernden Aktien den Gesamtbestand der vorhandenen und angebotenen eigenen Aktien, findet eine Zuteilung unter allen annehmenden Aktionären im **Verhältnis** der Zahl der angebotenen eigenen Aktien zu der Zahl der aufgrund der Ausübung des Wahlrechts zu liefernden Aktien statt („Repartierung“). Soweit Aktien in diesem Fall nicht zuteilt werden können, wird eine Dividende in entsprechender Höhe in **bar** ausgezahlt. Für den Fall einer solchen Repartierung erfolgen sowohl die Auszahlung der Bardividende und der Restbeträge als auch die Lieferung der Aktien in der Regel eine Woche später als bei Abwicklung der Aktiendividende ohne Repartierung.

55 So etwa die E.ON SE in 2014, 2015 und 2017. Darüber hinaus hat die Patrizia AG bei Ihrer Aktiendividende 2018 diesen Weg beschritten.

56 Im Rahmen des Ermächtigungsbeschlusses kann die Hauptversammlung den Vorstand auch an die Zustimmung des Aufsichtsrats binden, vgl. hierzu *Hüffer/Koch*, AktG, § 71 Rz. 19 f.

57 Nach herrschender Meinung dürfte den Aktionären bei der Veräußerung eigener Aktien außerhalb der Börse ein Bezugsrecht zustehen. Hierzu etwa *Gätsch* in Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. börsennotierte AG, Rz. 50.54.

58 *Gätsch* in Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. börsennotierte AG, Rz. 50.55.

59 Vgl. *Cahn* in Spindler/Stilz, AktG, § 71 Rz. 118.

60 Vgl. *Gätsch* in Marsch-Barner/Schäfer, Hdb. börsennotierte AG, Rz. 50.55.

IV. Dokumentation

1. Transaktionsvertrag

In der Regel zeitgleich mit der Einberufung der Hauptversammlung schließen Gesellschaft und die Transaktionsbank den sog. Transaktionsvertrag ab, in dem die wechselseitigen Rechte und Pflichten der Partei bei der Transaktionsimplementierung festgehalten werden. Der Transaktionsbank kommt bei der Emission neuer Aktien eine Doppelrolle als Zeichner und als Zahlstelle zu. Insofern verpflichtet sich die Transaktionsbank in ihrer Rolle als sog. **Settlement Agent** das Bezugsangebot für die Bezugsrechtskapitalerhöhung technisch abzuwickeln, die neuen Aktien treuhänderisch für die beziehenden Aktionäre zu zeichnen, an diese – nach Eintragung der Durchführung der Kapitalerhöhung im Handelsregister – zu liefern und zusammen mit der Gesellschaft den Antrag auf Zulassung der neuen Aktien an den Börsen zu stellen. Damit ist die Verpflichtung verbunden, über die Einbindung der Depotbanken mit den Aktionären zuvor Verträge zur Übertragung ihrer Dividendenansprüche zu schließen, die nach dem festzulegenden Bezugsverhältnis für die neuen Aktien als Sacheinlage einzulegen sind. 28.39

Soweit die Transaktionsbank zur Zeichnung, Übernahme und Lieferung der neuen Aktien verpflichtet wird, begründen die hierauf bezogenen Regelungen im Transaktionsvertrag einen **echten Vertrag zu Gunsten der Aktionäre** (§ 328 BGB), die sich für die Aktiendividende entschieden haben. Insoweit gilt nichts anderes als bei einer gewöhnlichen Bezugsrechtsemission⁶¹. Sie erhalten damit insbesondere das (einklagbare) Recht, von der Transaktionsbank die Lieferung der gezeichneten Aktien nach Maßgabe des Bezugsangebots verlangen zu können. 28.40

Daneben fungiert die begleitende Bank in der Regel auch als **Zahlstelle**⁶². In dieser Rolle als sog. Paying Agent obliegt es der Transaktionsbank, die von der Gesellschaft bereit gestellten Beträge an diejenigen Aktionäre, die sich für den Bardividendenanspruch entschieden haben, zu zahlen bzw. gegenüber denjenigen Aktionären, die sich für die Aktiendividende entschieden haben, einen etwaigen Restausgleich durch Barzahlung vorzunehmen. 28.41

Die **Gesellschaft** verpflichtet sich ihrerseits, die erforderliche Anzahl von Aktien auszugeben sowie die Durchführung der Kapitalerhöhung umgehend nach Übergabe des Zeichnungsscheins durch die Transaktionsbank und Abschluss des Einbringungsvertrags (dazu Rz. 28.43) zur Eintragung ins Handelsregister anzumelden. Zudem verpflichtet sich die Gesellschaft, die wesentlichen Transaktionsdokumente (Bezugsangebot; Veröffentlichung von festgelegten Bezugspreis und Bezugsverhältnis; prospektbefreiendes Dokument) mit der Transaktionsbank vor der Veröffentlichung abzustimmen. Ähnlich wie bei sonstigen Vereinbarungen, die anlässlich einer prospektfreien Zulassung von neuen Aktien abgeschlossen wird, enthält die Vereinbarung einen Katalog von **Garantien** und **Gewährleistungen**, eine Freistellungsklausel sowie eingeschränkte Abstands- bzw. Kündigungsrechte sowie gewisse Informationsrechte der Transaktionsbank. 28.42

⁶¹ Hüffer/Koch, AktG, § 186 Rz. 47; Schürnbrand in MünchKomm. AktG, 4. Aufl. 2018, § 186 Rz. 156; Veil in K. Schmidt/Lutter, AktG, § 186 Rz. 47; vgl. bereits Ernst Wolff in FS Pinner, 1932, S. 656, 661.

⁶² Sofern mit einem anderen Kreditinstitut eine generelle Zahlstellenvereinbarung besteht, wird diese in der Regel für die Dauer der Transaktion aufgehoben.

2. Einbringungsvertrag

- 28.43 Im Falle einer Ausgabe neuer Aktien schließen die Gesellschaft und die begleitende Bank nach Ablauf der Bezugsfrist (§ 186 Abs. 1 Satz 2 AktG) und kurz vor Anmeldung der Kapitalerhöhung einen Einbringungsvertrag ab. Dabei bringt die Transaktionsbank die an sie abgetretenen Dividendenforderungen in die Gesellschaft als Sacheinlage ein. Die Einbringung der Dividendenforderungen und die Zeichnung neuer Aktien durch die Transaktionsbank erfolgt im Innenverhältnis für Rechnung derjenigen Aktionäre, die die Dividendenforderungen auf die Bank übertragen haben. Mit Übertragung der Dividendenforderungen auf die Gesellschaft tritt Konfusion ein, weil die Gesellschaft als Schuldnerin dieser Forderungen zugleich deren Gläubigerin wird. Die Hauptleistungspflichten werden flankiert durch eine Reihe von **Gewährleistungen**. So gewährt die Gesellschaft etwa, dass die neuen Aktien bei Ausgabe an die Transaktionsbank frei von Rechten Dritter sind, rechtswirksam ausgegeben wurden und frei übertragbar sind. Umgekehrt gewährleistet die Bank typischerweise, dass sie Inhaberin der Dividendenforderungen ist und über diese frei verfügen kann.

3. Prospektbefreiendes Dokument und Informationsdokument

- 28.44 Wie unter Rz. 28.36 bereits ausgeführt, besteht bei der Durchführung einer Aktiendividende **keine Pflicht** zur Erstellung eines Wertpapierprospekts, sondern lediglich eines prospektbefreienden Dokuments. Dieses Dokument muss Informationen über die Anzahl und Art der Aktien, sowie Gründe zu den Einzelheiten des Angebots enthalten (§ 4 Abs. 1 Nr. 4, Abs. 2 Nr. 5 WpPG). Es ist deutlich weniger umfangreich als ein Prospekt und enthält primär „technische“ Angaben zu der geplanten Transaktion.
- 28.45 Der **Inhalt** eines solchen prospektbefreienden Dokuments wird in den Empfehlungen der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority, ESMA) näher spezifiziert⁶³. Danach muss das prospektbefreiende Dokument Angaben zur Identität des Emittenten, Hinweise auf zusätzliche, zugängliche Informationen über den Emittenten, Gründe für das Angebot sowie nähere Angaben zum Bezugsangebot enthalten, die jedoch im Vergleich zu den Angaben in einem Wertpapierprospekt abgekürzt und zusammengefasst werden können. Zwar enthält das prospektbefreiende Dokument – wenn es erstmals mit der Hauptversammlungseinladung veröffentlicht wird – noch keine konkreten Angaben zum Bezugspreis und zum Bezugsverhältnis, da diese Angaben erst im Laufe der Bezugsfrist festgelegt werden. Dieses Dokument legt aber die **Grundlagen der Preisberechnung** dar und erläutert diese typischerweise anhand einer Beispielsrechnung. Zudem werden Hinweise zur technischen Abwicklung der Aktiendividende, sowie deren steuerlichen Behandlung gegeben und der voraussichtliche Zeitplan aufgezeigt. Ebenso wie ein Prospekt nach dem WpPG darf das prospektbefreiende Dokument **keinen werbenden Charakter** haben und sich nicht allein auf die Wiedergabe positiver Angaben beschränken⁶⁴, sondern muss als Informationsdokument eine ausgewogene Darstellung der Fakten enthalten.
- 28.46 Das Dokument bedarf **nicht der Billigung** durch die BaFin und muss nicht in gleicher Weise wie ein Wertpapierprospekt breit veröffentlicht werden. Vielmehr reicht es aus,

⁶³ ESMA/2013/319, Ziffer 173 ff.

⁶⁴ Schlitt in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VermAnlG, § 4 WpPG Rz. 12; *Kholl/Berghammer*, Rz. 43.60.

dass dieses den den bezugsberechtigten Aktionären als potentiellen Empfängern der Aktien **zugänglich** gemacht wird. Dies erfolgt i.d.R. zeitgleich mit der Einladung zur Hauptversammlung (s. schon Rz. 28.14), indem es z.B. auf der Internetseite der Gesellschaft veröffentlicht wird. Im Laufe der Transaktion wird das prospektbefreiende Dokument durch ergänzende Veröffentlichungen oder markierte Fassungen aktualisiert. So werden Nachträge veröffentlicht, wenn das Bezugsverhältnis und der Bezugspreis festgelegt werden.

Parallel dazu wird in der Regel ein **Informationsdokument in Q&A-Form** veröffentlicht, 28.47 das praktisch relevante Fragen zur Aktiendividende in besonders prägnanter und gebündelter Form beantwortet. Dadurch können sich Aktionäre deutlich schneller als bei Lektüre des prospektbefreienden Dokuments über die Mechanik der Aktiendividende informieren und deren wesentlichen Eckpunkte erfassen. Es handelt sich um eine Serviceleistung der Gesellschaft gegenüber ihren Aktionären; eine Verpflichtung zur Bereitstellung besteht nicht.

§ 40 Delisting

<p>I. Begriff und Arten des Delisting . . . 40.1</p> <p>II. Von „Macrotron“ zu § 39 BörsG n.F. 40.5</p> <p>III. Delisting von Aktien und aktienverwandten Wertpapieren 40.10</p> <p>1. Delisting auf Antrag des Emittenten 40.10</p> <p>a) Überblick 40.10</p> <p>b) Anwendungsbereich des § 39</p> <p style="padding-left: 20px;">Abs. 2 Satz 3, Abs. 3–6 BörsG . . . 40.12</p> <p style="padding-left: 20px;">aa) Delisting 40.12</p> <p style="padding-left: 20px;">bb) Wertpapiere im Sinne des § 2 Abs. 2 WpÜG 40.13</p> <p style="padding-left: 20px;">cc) Inlandsemitent 40.14</p> <p>c) Erwerbsangebot 40.15</p> <p style="padding-left: 20px;">aa) Grundlagen 40.15</p> <p style="padding-left: 20px;">bb) Anwendbare Vorschriften des WpÜG 40.17</p> <p style="padding-left: 20px;">cc) Vollangebot 40.19</p> <p style="padding-left: 20px;">dd) Bieter 40.20</p>	<p>ee) Bedingungs- und Vorbehaltslosigkeit 40.21</p> <p>ff) Gegenleistung 40.22</p> <p>gg) Sonstiges 40.30</p> <p>d) Verfahren, Entscheidung und Rechtsschutz 40.31</p> <p style="padding-left: 20px;">aa) Verfahren und Entscheidung . . . 40.31</p> <p style="padding-left: 20px;">bb) Rechtsschutz 40.32</p> <p>2. Delisting von Amts wegen 40.34</p> <p>3. Kaltes Delisting 40.36</p> <p style="padding-left: 20px;">a) Zulässigkeit, Erscheinungsformen und börsenrechtliche Folgen . . . 40.36</p> <p style="padding-left: 20px;">b) Abfindung der ausgeschiedenen Aktionäre und Bezugsberechtigten 40.40</p> <p>IV. Delisting von Anleihen und Derivaten 40.42</p> <p>1. Anleihen und Derivate im Allgemeinen 40.42</p> <p>2. Bezugs- und Umtauschrechte im Besonderen 40.44</p>
---	--

Schrifttum: Zu „Frosta“ und § 39 BörsG n.F.: *Aders/Muxfeld/Lill*, Die Delisting-Neuregelung und die Frage nach dem Wert der Börsennotierung, *Corporate Finance* 2015, 389; *Auer*, Der Rückzug von der Börse als Methodenproblem, *JZ* 2015, 71; *Bayer*, Aktionärsschutz beim Delisting: Empfehlungen an den Gesetzgeber, *ZIP* 2015, 853; *Bayer*, Die Delisting-Entscheidungen „Macrotron“ und „Frosta“ des II. Zivilsenats des BGH, *ZfPW* 2015, 163; *Bayer*, Delisting: Korrektur der Frosta-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber, *NZG* 2015, 1169; *Brellocks*, Der Rückzug von der Börse nach „Frosta“, *AG* 2014, 633; *Buckel/Glindemann/Vogel*, Delisting nach „Frosta“ – Eckpunkte für eine gesetzliche Regelung, *AG* 2015, 373; *Bungert/Leyendecker-Langner*, Unternehmensbewertung oder Durchschnittsbörsenkurs beim Delisting?, *DB* 2015, 2251; *Bungert/Leyendecker-Langner*, Die Neuregelung des Delisting, *ZIP* 2016, 49; *Casper*, Delisting – das Ende einer unendlichen Geschichte?, *FS Köndgen*, 2016, S. 117; *Dobrowolski*, Das Delisting nach dem BörseG 2018, *GesRZ* 2017, 294; *Drygala*, Die Neuregelung des Delistings, in *VGR* (Hrsg.), *Gesellschaftsrecht in der Diskussion* 2015, Band 21, 2016, S. 75; *Groß*, Die Neuregelung des Anlegerschutzes beim Delisting, *AG* 2015, 812; *Habersack*, Anmerkung zu BGH, Beschluss v. 8.10.2013 – II ZB 26/12, *JZ* 2014, 147; *Habersack*, Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Aktiengesetzes (Aktienrechtsnovelle 2014), abrufbar unter <https://www.bundestag.de/blob/372592/4fa5dcc6925299639e78e4ee209de2f5/habersack-data.pdf>; *Häller*, Delisting von Aktien in der Insolvenz, *ZIP* 2016, 1903; *Hammen*, Widerruf einer Zulassung von Derivaten zum Handel an einer Terminbörse, *WM* 2017, 2133; *Harnos*, Aktionärsschutz beim Delisting, *ZHR* 179 (2015), 750; *Hornung/B. Westermann*, Vereinbarkeit der Delisting-Neuregelung mit der europarechtlichen Kapitalverkehrsfreiheit, *BKR* 2017, 409; *Koch/Harnos*, Die Neuregelung des Delistings zwischen Anleger- und Aktionärsschutz, *NZG* 2015, 729; *Kocher/Seiz*, Das neue Delisting nach § 39 Abs. 2–6 BörsG, *DB* 2016, 153; *Leyendecker/Herfs*, Mindestpreis- und Preisanpassungsregelungen bei Delistingangeboten, *BB* 2018, 643; *v.d. Linden*, Kann die Satzung eine Börsennotierung vorschreiben?, *NZG* 2015, 176; *Linnerz/Freyling*, Delisting im Freiverkehr – Sanktionsregime und Pflichtenprogramm, *BB* 2017, 1354; *Mayen*, Anlegerschutz ist (auch) öffentliches Recht!, *ZHR* 179 (2015), 1; *Morell*, Gefahr erkannt, Gefahr gebannt? Ist eine Abfindung beim regulären Delisting aus Effizienzsicht überhaupt geboten?, *ZBB* 2016, 67; *Morell*, Rechtssicherheit oder Einzelfallgerech-

tigkeit im neuen Recht des Delistings, AcP 217 (2017), 61; *Sanders*, Anlegerschutz bei Delisting zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht, 2017; *Scholz*, Zurück ins „Macrotron“-Zeitalter durch Satzungsregelung?, BB 2015, 2248; *Schulz/Wieneke*, Delisting ausländischer Emittenten, NZG 2017, 449; *Stöber*, Die Zukunft der Macrotron-Regeln zum Delisting nach den jüngsten Entscheidungen des BVerfG und des BGH, BB 2014, 9; *Thomale/Walter*, Delisting als Regulierungsaufgabe, ZGR 2016, 679; *Verse*, Aktionärsschutz beim Delisting – Reform und Reformperspektiven, FS Baums, 2017, S. 1317; *Wackerbarth*, Das neue Delisting-Angebot nach § 39 BörsG oder: Hat der Gesetzgeber hier wirklich gut nachgedacht?, WM 2016, 385; *Zimmer/v. Imhoff*, Die Neuregelung des Delisting in § 39 BörsG – Zur Bedingungsfeindlichkeit des Delisting-Angebots und dem zeitlichen Zusammenhang zwischen Erwerbsangebot und Delisting-Antrag, NZG 2016, 1056.

Zur Rechtslage nach § 39 BörsG a.F.: *Adolff/Tieves*, Über den rechten Umgang mit einem entschlusslosen Gesetzgeber: Die aktienrechtliche Lösung des BGH für den Rückzug von der Börse, BB 2003, 797; *Beck/Hedtmann*, Ausgewählte Rechtsfragen des börsenrechtlichen Delistings, BKR 2003, 190; *Benecke*, Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen des Delisting, WM 2004, 1122; *Bürgers*, Aktienrechtlicher Schutz beim Delisting?, NJW 2003, 1642; *Bungert/Wettich*, Das weitere Schicksal der „Macrotron“-Grundsätze zum Delisting nach der Entscheidung des BVerfG, DB 2012, 2265; *Burgard*, Mitteilungspflichten nach einem Delisting, FS Uwe H. Schneider, 2011, S. 177; *Drygala/Staake*, Delisting als Strukturmaßnahme, ZIP 2013, 905; *Ekkenga*, „Macrotron“ und das Grundrecht auf Aktieneigentum: der BGH als der bessere Gesetzgeber?, ZGR 2003, 878; *Geyrhalter/Zirngibl*, Alles unklar beim formalen Delisting – eine Zwischenbilanz 18 Monate nach „Macrotron“, DStR 2004, 1048; *A. Goetz*, Das Delisting-Urteil des BVerfG – freie Bahn für Erleichterungen des Börsenrückzugs?, BB 2012, 2767; *Groß*, Rechtsprobleme des Delisting, ZHR 165 (2001), 141; *Grunewald*, Die Auswirkungen der Macrotron-Entscheidung auf das kalte Delisting, ZIP 2004, 542; *Gutte*, Das reguläre Delisting von Aktien, 2006; *Habersack*, Mitwirkungsrechte der Aktionäre nach Macrotron und Gelatine, AG 2005, 137; *Habersack*, „Macrotron“ – Was bleibt?, ZHR 176 (2012), 463; *Heidel/Lochner*, Delisting und Eigentumsgarantie, AG 2012, 169; *Heldt/Royé*, Das Delisting-Urteil des BVerfG aus kapitalmarktrechtlicher Perspektive, AG 2012, 660; *Hellwig/Bormann*, Die Abfindungsregelungen beim Going Private – Der Gesetzgeber ist gefordert, ZGR 2002, 465; *H. Henze*, Gesichtspunkte des Kapitalerhaltungsgebotes und seiner Ergänzung im Kapitalgesellschaftsrecht in der Rechtsprechung des BGH, NZG 2003, 649; *M. Henze*, Delisting, 2002; *Holzborn*, BGH verschärft Delisting-Voraussetzungen – § 58 BörsO Frankfurter Wertpapierbörse vor dem Hintergrund des Macrotron-Urteils des BGH, WM 2003, 1105; *Hopt*, Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz – börsen- und kapitalmarktrechtliche Überlegungen, FS Drobnig, 1998, S. 525; *Kiefner/Gillesen*, Die Zukunft von „Macrotron“ im Lichte der jüngsten Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts, AG 2012, 645; *Kleindiek*, „Going Private“ und Anlegerschutz, FS Bezenberger, 2000, S. 663; *Klöhn*, Delisting – Zehn Jahre später, NZG 2012, 1041; *Krämer/Theiß*, Delisting nach der Macrotron-Entscheidung des BGH, AG 2003, 225; *Krolop*, Die Umsetzung von „Macrotron“ im Spruchverfahren durch das BayObLG, NZG 2005, 546; *Kruse*, „Fungibilitätsausgleichspflicht“ beim Börsenrückzug?, WM 2003, 1843; *Land/Behnke*, Die praktische Durchführung eines Delisting nach der Macrotron-Entscheidung des BGH, DB 2003, 2531; *Lutter*, Gesellschaftsrecht und Kapitalmarkt, FS Zöllner, 1998, Bd. I, S. 363; *Martinius*, Verfassungsrechtliche Zulässigkeit des Delisting-Spruchverfahrens, DB 2005, 212; *Mülbert*, Rechtsprobleme des Delisting, ZHR 165 (2001), 104; *Pfüller/Anders*, Delisting-Motive vor dem Hintergrund neuerer Rechtsentwicklungen, NZG 2003, 459; *Pluskat*, „Das kalte Delisting“, BKR 2007, 54; *Reger/Schilha*, Aktienrechtlicher Aktionärsschutz bei Delisting und Downgrading, NJW 2012, 3066; *Rubell/Kunz*, Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses beim „Delisting“ aus einem Qualitätssegment des Freiverkehrs?, AG 2011, 399; *Schanz*, Spruchverfahren nach regulärem Delisting – alles klar nach Macrotron?, CFL 2011, 161; *Schanz*, Ansprüche gegen Aktionäre im Fall eines Delistings, CFL 2012, 234; *Chr. Schlitt*, Strafrechtliche Risiken bei Squeeze-Out und Delisting, NZG 2006, 925; *Schlitt*, Die gesellschaftsrechtlichen Voraussetzungen des regulären Delisting – Macrotron und die Folgen, ZIP 2004, 533; *Schlitt/Seiler/Singhof*, Aktuelle Rechtsfragen und Gestaltungsmöglichkeiten im Zusammenhang mit Wandelschuldverschreibungen, AG 2003, 254; *K. Schmidt*, Macrotron oder: weitere Ausdifferenzierung des Aktionärsschutzes durch den BGH, NZG 2003, 601; *Schoppe*, Aktieneigentum – Verfassungsrechtliche Strukturen und gesellschaftsrechtliche Ausprägungen der Aktie als Gegenstand des Art. 14 GG, 2011; *Schwark/Geiser*, Delisting, ZHR 161 (1997), 739;

Schwichtenberg, Downgrading oder Delisting? Der Wechsel vom regulierten Markt in das Segment m:access der Börse München, AG 2005, 911; *Seibt/Wollenschläger*, Downlisting einer börsennotierten Gesellschaft ohne Abfindungsangebot und Hauptversammlungsbeschluss, AG 2009, 807; *Siebel*, Delisting von Anleihen sowie Folgen eines Delisting bei verbrieften Bezugsrechten und Indexzertifikaten, ZGR 2002, 842; *Simon/Burg*, Zum Anwendungsbereich des § 29 Abs. 1 Satz 1 UmwG beim „kalten Delisting“, Der Konzern 2009, 214; *Streit*, Delisting light – Die Problematik der Vereinfachung des freiwilligen Rückzugs von der Frankfurter Wertpapierbörse, ZIP 2002, 1279; *Strunk/Behnke*, Die Aufsichtstätigkeit der BaFin nach dem WpÜG im Jahr 2003, in VGR (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2003, Band 8, 2004, S. 82; *G. Thomas*, Delisting und Aktienrecht: Verfassungs- und gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen des Rückzugs einer Aktiengesellschaft von der Börse, 2009; *de Vries*, Delisting, 2002; *Wilsing/Kruse*, Börsenrechtliches Delisting nach Macrotron, WM 2003, 1110; *Wirth/Arnold*, Anlegerschutz beim Delisting von Aktiengesellschaften, ZIP 2000, 111.

I. Begriff und Arten des Delisting

Unter einem Delisting ist der Rückzug eines Emittenten aus einem liquiden Markt zu verstehen¹. Ein solches Delisting kommt zwar nicht nur bei **Aktien**, sondern auch bei anderen Wertpapieren in Betracht, insbesondere bei **Anleihen** und **Derivaten** (Rz. 40.42 ff.). Von besonderem Interesse ist hingegen das Delisting von Aktien, kommt es doch bei ihm zu einem Nebeneinander von kapitalmarkt- und gesellschaftsrechtlichen Fragestellungen. Ein Delisting kann auf unterschiedlichem Wege herbeigeführt werden. So ist zunächst zwischen dem regulären (oder echten) und dem kalten (oder unechten) Delisting zu unterscheiden. Das **reguläre** Delisting ist Gegenstand des § 39 Abs. 1–6 BörsG und bezeichnet den Widerruf von Zulassung oder Einbeziehung zum Regulierten Markt durch die Geschäftsführung der Börse (§ 15 Abs. 1 BörsG), und zwar entweder auf Antrag des Emittenten oder von Amts wegen (Rz. 40.2). Es ist nicht auf Aktien beschränkt; für das Delisting von Aktien sowie sonstige Wertpapiere i.S.d. § 2 Abs. 2 WpÜG statuiert § 39 Abs. 2 Satz 3, Abs. 3, 4 BörsG allerdings besondere Voraussetzungen (Rz. 40.10 ff.). Demgegenüber vollzieht sich das **kalte** Delisting auf der Grundlage gesellschaftsrechtlicher Umstrukturierungen, die, wie insbesondere die Verschmelzung auf eine nicht börsennotierte Gesellschaft oder auch ein Squeeze Out, den Wegfall der Voraussetzungen für die Zulassung zum Regulierten Markt und mit ihm entweder das Erlöschen der Börsenzulassung ipso iure oder deren Widerruf nach § 39 Abs. 1 BörsG zur Folge haben (Rz. 40.36 ff.); ein solches kaltes Delisting kann nur Aktien und aktienverwandte Wertpapiere betreffen.

Im Rahmen des regulären Delisting kann weiter zwischen dem **freiwilligen**, d.h. auf Antrag oder Initiative des Emittenten zurückgehenden Delisting (Rz. 40.10 ff.) und dem Delisting **von Amts wegen** (Rz. 40.34 f.) – dem sog. Zwangsdelisting – unterschieden werden. Letzteres erfolgt auf der Grundlage des § 39 Abs. 1 BörsG und damit wegen des Fehlens eines ordnungsgemäßen Börsenhandels oder aufgrund der Nichterfüllung von Emittentenpflichten; § 39 Abs. 1 BörsG lässt zudem ausdrücklich den Widerruf nach den Vorschriften des Verwaltungsverfahrensgesetzes – und damit des Landesverwaltungsverfahrensgesetzes des Sitzlandes der Börse – unberührt (Rz. 40.34 f.). Die Grenzen sind allerdings fließend; insbesondere beim Squeeze Out verhält es sich typischerweise so, dass die Beendigung der Börsenzulassung zwar vom Emittenten oder dessen Hauptaktionär initiiert wird, de iure indes – nach Übergang der Aktien der außenstehenden Aktionäre auf den Hauptaktionär – durch Widerruf der Geschäftsführung nach § 39 Abs. 1 BörsG erfolgt (Rz. 40.37).

¹ Vgl. BGH v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 53 = AG 2003, 273. – Eingehend zu den Motiven für ein Delisting *M. Henze*, Delisting, S. 34 ff.; *Pfüller/Anders*, NZG 2003, 459 ff.

- 40.3 Eine weitere Unterscheidung betrifft das Ausmaß des Delisting: Während das – auch **Going Private** genannte – **vollständige Delisting** für den Rückzug aus allen organisierten Märkten i.S.d. § 2 Abs. 11 WpHG und damit aus dem regulierten Markt i.S.d. §§ 32 ff. BörsG² steht, bezeichnet das **partielle Delisting** den Rückzug aus einem oder mehreren Märkten unter Aufrechterhaltung der Zulassung zu mindestens einem inländischen Markt i.S.d. § 2 Abs. 12 WpHG oder einem solchen Markt vergleichbaren ausländischen Markt³. Besondere Probleme wirft das partielle Delisting nicht auf, kann doch im Allgemeinen davon ausgegangen werden, dass der nach § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsG zu beachtende Anlegerschutz schon dann gewahrt ist, wenn der Handel in dem Papier an einem inländischen organisierten Markt oder an einem damit vergleichbaren ausländischen Markt gewährleistet ist⁴; dem trägt nun auch § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 lit. b) BörsG Rechnung (Rz. 40.12).
- 40.4 Umstritten war, ob das **Downlisting** vom Regulierten Markt in den Freiverkehr (§ 48 BörsG) einen Fall des vollständigen Delisting bildet. Für Wertpapiere i.S.d. § 2 Abs. 2 WpÜG hat § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG die Frage im bejahenden Sinne entschieden (Rz. 40.12)⁵. In diesem Sinne hatte sich mit Blick auf das nach wie vor nicht unwesentliche Regelungsgefälle zwischen Reguliertem Markt und Freiverkehr⁶ bereits die Voraufgabe ausgesprochen⁷. Unerheblich ist insoweit, ob der Handel im einfachen börslichen Freiverkehr, im qualifizierten Freiverkehr (etwa im Segment „Scale“ der Frankfurter Wertpapierbörse oder im „m:access“ der Börse München) oder in einem Markt i.S.d. §§ 48a, 48b BörsG stattfindet. Umgekehrt ist für die Anwendung des § 39 BörsG kein Raum, soweit bislang ausschließlich im (regulären oder qualifizierten) Freiverkehr (und nicht im regulierten Markt) gehandelte Papiere delistet werden sollen; in diesem Fall hat es – ungeachtet der Einbeziehung des Freiverkehrs in den Anwendungsbereich der MAR – bei den einschlägigen Regelungen in den Börsenordnungen und Allgemeinen Geschäftsbedingungen zu wenden⁸. Für **andere Wertpapiere** – und damit für nicht von § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG erfasste Sachverhalte – hat Entsprechendes zu gelten.

2 Zum Wechsel in den Freiverkehr s. Rz. 40.4.

3 S. dazu bereits *Mülbert*, ZHR 165 (2001), 104, 107; *Schlitt*, ZIP 2004, 533, 541.

4 *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 39 BörsG Rz. 17.

5 S. Beschlussempfehlung Finanzausschuss, BT-Drucks. 18/6220, S. 84 („zumindest eine Beeinträchtigung der Veräußerungschancen“); dazu auch *Bayer*, NZG 2015, 1169, 1176.

6 Dazu auch BVerfG v. 11.7.2012 – 1 BvR 3142/07 und 1 BvR 1569/08, AG 2012, 557 = ZIP 2012, 1402, Tz. 64 ff.; ferner *Habersack*, ZHR 176 (2012), 463, 465 f.

7 S. 3. Aufl. § 40 Rz. 3; ferner *Habersack*, Stellungnahme Aktienrechtsnovelle, S. 7; so für den Wechsel in den regulären (nicht qualifizierten) Freiverkehr auch OLG Frankfurt v. 20.12.2011 – 21 W 8/11, AG 2012, 330, 331; LG Köln v. 24.7.2009 – 82 O 10/08, AG 2009, 835, 836; obiter auch BGH v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 54 = AG 2003, 273, 275; allg. *Heidel/Lochner*, AG 2012, 169, 170 ff.; *Schlitt*, ZIP 2004, 533, 541; a.A. KG v. 30.4.2009 – 2 W 119/08, ZIP 2009, 1116, 1117 (Entry Standard); OLG München v. 21.5.2008 – 31 Wx 62/07, ZIP 2008, 1137, 1138 ff. (m:access); LG München I v. 30.8.2007 – 5 HK O 7195/06, ZIP 2007, 2143 (m:access); *Schoppe*, Aktieneigentum, S. 378 ff.; *Bungert/Wettich*, DB 2012, 2265, 2269; *Holzborn/Hilpert*, WM 2010, 1347, 1351 ff.; *Klöhn*, NZG 2012, 1041, 1045 f.; *Schwichtenberg*, AG 2005, 911 ff.; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2009, 807, 813 ff.; für den Wechsel in den qualifizierten Freiverkehr *Heldt/Royé*, AG 2012, 660, 661 ff., 667 ff.; *Reger/Schilha*, NJW 2012, 3066, 3068 f.; offengelassen von OLG Frankfurt v. 8.10.2009 – 15 U 125/08, ZIP 2010, 370.

8 *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729, 732; *Groß*, AG 2015, 812, 814; a.A. – für analoge Anwendung des § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG auf den qualifizierten Freiverkehr – *Linnerz/Freyling*, BB 2018, 1354, 1357 f.; *Sanders*, Anlegerschutz bei Delisting, 2017, S. 119 ff.

II. Von „Macrotron“ zu § 39 BörsG n.F.

Das vollständige Delisting nimmt dem Anleger die Möglichkeit, seine Papiere über einen organisierten Markt zu einem den tatsächlichen Wert widerspiegelnden Marktpreis zu verkaufen. § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsG sieht deshalb für das Delisting von Aktien und anderen Wertpapieren seit jeher einen spezifisch **börsenrechtlichen Anlegerschutz** vor, wenn es dort heißt, dass der Widerruf der Zulassung nicht dem Schutz der Anleger widersprechen darf. Die inhaltliche Ausformung des Anlegerschutzes war freilich ausdrücklich den Börsenordnungen überlassen, die sich dieser Aufgabe bisweilen nur unzureichend angenommen hatten⁹, nämlich vielfach durch aus Sicht der Anleger wenig effiziente (Rz. 40.6, 40.8) „**Fristenlösungen**“, denen zufolge den Anlegern nach Bekanntgabe der Entscheidung über den Widerruf der Börsenzulassung ausreichend Zeit verbleiben musste, die Wertpapiere im regulierten Markt zu veräußern.

Für das Delisting von Aktien deutscher Gesellschaften hatte deshalb der **II. Zivilsenat des BGH** in seiner „**Macrotron**“-Entscheidung vom **25.11.2002** einen spezifisch gesellschaftsrechtlichen Aktionärsschutz entwickelt, der auf zwei Säulen gründete¹⁰. Das – seit jeher heftig kritisierte¹¹ – Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses stützte der BGH auf die Erwägung, dass der Verkehrswert und die jederzeitige Möglichkeit seiner Realisierung Eigenschaften des Aktieneigentums seien und wie dieses selbst¹² verfassungsrechtlichen Schutz genießen¹³. Dieser verfassungsrechtliche Schutz wiederum bilde bei börsennotierten Gesellschaften einen unerlässlichen Bestandteil des Rechtsverhältnisses zwischen Gesellschaft und Aktionär und sei deshalb auch in diesem Verhältnis zu beachten. Da der Schutz des mitgliedschaftlichen Vermögenswertes nicht in den Händen der Geschäftsleitung, sondern der

9 Zu § 43 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 BörsO FWB a.F. = § 46 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 BörsO FWB n.F. vgl. BGH v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 56 f. = AG 2003, 273, 275; *Streit*, ZIP 2002, 1279 ff.; *Holzborn*, WM 2003, 1105 ff.; allgemein *Hellwig/Bormann*, ZGR 2002, 465, 476 ff.; *de Vries*, Delisting, S. 149 ff., 169 ff.

10 BGH v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 53 ff. = AG 2003, 273, 275 ff.; sodann namentlich BGH v. 25.6.2008 – II ZB 39/07, BGHZ 177, 131 = AG 2008, 659, Tz. 9 ff.; KG v. 31.10.2007 – 2 W 14/06, ZIP 2007, 2352 ff.; aus dem Schrifttum etwa *Adolff/Tieves*, BB 2003, 797 ff.; *Benecke*, WM 2004, 1122 ff.; *Ekkenga*, ZGR 2003, 878 ff.; *Krämer/Theiß*, AG 2003, 225 ff.; *Land/Behnke*, DB 2003, 2531 ff.; *Schlitt*, ZIP 2004, 533 ff.; *K. Schmidt*, NZG 2003, 601 ff.; *Wilsing/Kruse*, WM 2003, 1110 ff.; vor „Macrotron“ vgl. namentlich *Bungert*, BB 2000, 53; *Kleindiek* in FS *Bezenberger*, 2000, S. 653, 663 ff.; *Groß*, ZHR 165 (2001), 141 ff.; *Mülbert*, ZHR 165 (2001), 104 ff.; *Schwark/Geiser*, ZHR 161 (1997), 739 ff.; *Wirth/Arnold*, ZIP 2000, 111 ff.

11 Die verfassungsrechtliche Herleitung ablehnend bereits 2. Aufl., § 35 Rz. 7; *Beck/Hedtmann*, BKR 2003, 190, 191 f.; *Benecke*, WM 2004, 1122, 1123 f.; *Krämer/Theiß*, AG 2003, 225, 229 f.; *Lutter*, JZ 2003, 684, 686; *Schlitt*, ZIP 2004, 533, 535; *K. Schmidt*, NZG 2003, 601, 603 („bloß Legitimationskosmetik“); vor „Macrotron“ bereits OLG München v. 14.2.2001 – 7 U 6019/99, ZIP 2001, 700, 705; LG München I v. 4.11.1999 – 5 HK O 10580/99, AG 2000, 140, 142; *Mülbert*, ZHR 165 (2001), 104, 111 ff.; *Wirth/Arnold*, ZIP 2000, 111, 114 f.; a.A. – dem BGH folgend – KG v. 31.10.2007 – 2 W 14/06, ZIP 2007, 2352, 2353; *Klöhn*, NZG 2012, 1041, 1046; *Schoppe*, Aktieneigentum, S. 364 ff., 393 ff.; nachdrücklich *Heidel/Lochner* AG 2012, 169 ff.; *Thomas*, Delisting und Aktienrecht, insbes. S. 196 ff.

12 Vgl. dazu BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 305 f. = ZIP 1999, 1436, 1439; *Schön* in FS *Ulmer*, 2003, S. 1359 ff.; *Mülbert/Leuschner*, ZHR 170 (2006), 615 ff.; *Schoppe*, Aktieneigentum, passim, insbes. S. 68 ff., 209 ff.

13 BGH v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 55 = AG 2003, 273, 275; zur Frage der Geltung des Beschlusserfordernisses auch für die KGaA s. OLG München v. 21.5.2008 – 31 Wx 62/07, ZIP 2008, 1137, 1138.

Hauptversammlung liege, sei für Entscheidungen hierüber auch die Hauptversammlung zuständig¹⁴. Ein hinreichender Schutz der Aktionäre war nach Ansicht des BGH überdies nur dann sichergestellt, „wenn den Minderheitsaktionären der Wert ihrer Aktien ersetzt wird und ihnen die Möglichkeit offen steht, die Richtigkeit der Wertbemessung in einem gerichtlichen Verfahren überprüfen zu lassen“¹⁵. Ein solches „Pflichtangebot“ war und ist in der Tat zur Verwirklichung eines angemessenen und in sich stimmigen Aktionärsschutzes erforderlich¹⁶. Zu Recht betont der BGH, dass eine „Fristenlösung“, wie sie in einzelnen Börsenordnungen vorgesehen war, einen wirksamen gesellschaftsrechtlichen Minderheitenschutz schon deshalb nicht bewirken könne, weil unmittelbar nach dem Bekanntwerden des Delisting erfahrungsgemäß ein Kursverfall der Aktie eintrete, der es dem Anleger unmöglich mache, die von ihm investierten Vermögenswerte zu realisieren¹⁷. Problematisch war indes die - seitens des Gesetzgebers korrigierte (Rz. 40.9, 40.22 ff.) - Annahme des BGH, dass der den Aktionären anzubietende Kaufpreis dem Anteilswert zu entsprechen habe und deshalb regelmäßig im Wege einer Unternehmensbewertung zu ermitteln war¹⁸.

- 40.7 Das **BVerfG** hat diese Rechtsfortbildung, namentlich die Herleitung eines im Wege des Spruchverfahrens überprüfbaren Pflichtangebots aus der Analogie zu konzern- und umwandlungsrechtlichen Abfindungstatbeständen, mit Urteil vom 11.7.2012 als verfassungsrechtlich unbedenklich angesehen, zugleich aber betont, dass ein spezifisch gesellschaftsrechtlicher Schutz weder beim Downlisting noch beim vollständigen Delisting von Verfassungen wegen geboten ist¹⁹. Zu Recht weist das BVerfG darauf hin, dass es sich bei der besonderen Verkehrsfähigkeit der zum Handel an der Börse zugelassenen Aktie zwar um einen wertbildenden Faktor handle, der freilich als solcher nicht durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützt sei, vielmehr eine bloße Marktchance darstelle²⁰.
- 40.8 In seinem „**Frosta**“-**Beschluss** vom 8.10.2013 hat der **II. Zivilsenat des BGH** den verfassungsrechtlichen Freiraum ausgenutzt und die „Macrotron“-Grundsätze ersatzlos aufgegeben und die Aktionäre auf den Stand vor „Macrotron“ - und damit auf einen Schutz durch die Börsenordnungen - verwiesen²¹. Fortan konnte ein Delisting auch unabhängig

14 BGH v. 25.11.2002 - II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 55 = AG 2003, 273, 275 m.w.N.; näher dazu und für unmittelbare Herleitung des Beschlusserfordernisses aus Art. 14 Abs. 1 GG *Thomas*, Delisting und Aktienrecht, S. 196 ff.

15 BGH v. 25.11.2002 - II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 56 = AG 2003, 273, 275; sodann BGH v. 25.6.2008 - II ZB 39/07, BGHZ 177, 131 = AG 2008, 659, Tz. 10; KG v. 31.10.2007 - 2 W 14/06, ZIP 2007, 2352, 2353 f.

16 *Habersack*, ZHR 176 (2012), 463, 464 f.; a.A. *Kiefner/Gillessen*, AG 2012, 645, 654 ff.

17 BGH v. 25.11.2002 - II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 56 f. = AG 2003, 273, 275 unter Hinweis auf *Schwark/Geiser*, ZHR 161 (1997), 739, 762.

18 BGH v. 25.11.2002 - II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 57 = AG 2003, 273, 275; sodann OLG Frankfurt v. 20.12.2011 - 21 W 8/11, AG 2012, 330, 333 ff.; LG Köln v. 24.7.2009 - 82 O 10/08, AG 2009, 835, 837; *Adolff/Tieves*, BB 2003, 797, 805; *Benecke*, WM 2004, 1122, 1126.

19 BVerfG v. 11.7.2012 - 1 BvR 3142/07 und 1 BvR 1569/08, AG 2012, 557 = ZIP 2012, 1402, Tz. 50 ff., 71 ff. (80).

20 BVerfG v. 11.7.2012 - 1 BvR 3142/07 und 1 BvR 1569/08, AG 2012, 557 = ZIP 2012, 1402, Tz. 60 ff.; s. zuvor bereits BVerfG v. 5.2. 2002 - 2 BvR 305/93, NJW 2002, 3009.

21 BGH v. 8.10.2013 - II ZB 26/12, AG 2013, 877 = JZ 2014, 145 mit Anm. *Habersack*; näher dazu *Auer*, JZ 2015, 71 ff.; *Bayer*, ZIP 2015, 853 ff.; *Bayer*, ZfPW 2015, 163 ff.; *Brellocks*, AG 2014, 633 ff.; *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373 ff.; *Bungert/Leyendecker-Langner*, BB 2014, 521 ff.; *Hasselbach/Pröhl*, NZG 2015, 209 ff.; *Roßkopf*, ZGR 2014, 487 ff.; *Stöber*, BB 2014, 9 ff.; *Wicke*, DNotZ 2015, 488 ff.; zu den Folgen für laufende Spruchverfahren s. BVerfG v. 5.11.

von einem Hauptversammlungsbeschluss und ohne jedes „Pflichtangebot“ vollzogen werden. Die zentrale Erwägung des BGH, dass die in zahlreichen Börsenordnungen vorgesehene Fristenlösung für einen hinreichenden Schutz Sorge, da sich die Aktionäre – nicht anders als bei einer Pflichtangebotsregelung im Sinne von „Macrotron“ – selbst für eine Deinvestition zum aktuellen Börsenkurs entscheiden könnten und sich nicht feststellen lasse, dass schon die Ankündigung des Börsenrückzugs regelmäßig zu einem Kursverlust führe²², hatte freilich unberücksichtigt gelassen, dass der Börsenkurs bislang durch das „Pflichtangebot“ des Großaktionärs gestützt worden war und bei Wegfall desselben unweigerlich die Marktgesetze eingreifen, denen zufolge der Preis bei hohem Verkaufsdruck und fehlender Nachfrage (mithin in der nach „Frosta“ realen Situation des nicht durch ein Pflichtangebot abgesicherten Delistings) ins Bodenlose sinkt²³. Exakt diese Gegebenheiten waren es denn auch, die den II. Zivilsenat des BGH im November 2002 dazu bewogen hatten, die Pflichtangebotsregel im Wege der Rechtsfortbildung zu entwickeln²⁴.

Richtigerweise ist dem durch das Delisting bedingten Wegfall eines liquiden Marktes durch das Angebot zum Erwerb der betroffenen Wertpapiere zu einem Kaufpreis, der sich am gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs während einer gewissen Frist vor Bekanntwerden der Delisting-Absicht orientiert, Rechnung zu tragen²⁵. Durch das **Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 20.11.2015**²⁶ ist denn auch § 39 Abs. 2, 3 BörsG zutreffend in diesem Sinne geändert worden²⁷. Maßgebend ist nun grundsätzlich der gewichtete durchschnittliche inländische Börsenkurs während der letzten sechs Monate vor der Veröffentlichung nach §§ 10 Abs. 1 Satz 1, 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG; eines Hauptversammlungsbeschlusses bedarf es nicht. In den Schutzbereich der Neuregelung einbezogen sind sämtliche Wertpapiere i.S.d. § 2 Abs. 2 WpÜG.

40.9

2015 – 1 BvR 1667/15, AG 2016, 85; OLG München v. 28.1.2015 – 31 Wx 292/14, ZIP 2015, 270 = AG 2015, 277; OLG Stuttgart v. 17.3.2015 – 20 W 7/14, AG 2015, 321; näher *Lochner/Schmitz*, AG 2014, 489 ff.

22 BGH v. 8.10.2013 – II ZB 26/12, AG 2013, 877 Rz. 14 = JZ 2014, 145 mit Anm. *Habersack*, dort Hinweis auf die Studie von *Heldt/Royé*, AG 2012, 660, 667 f.; gegen diese Studie aber *Bayer/Hoffmann*, AG 2013, R371; näher zur tatsächlichen Entwicklung vor und nach „Frosta“ *Casper* in FS Köndgen, 2016, S. 117, 123 ff.; nach „Frosta“ *Aders/Muxfeld/Lill*, Corporate Finance 2015, S. 389 ff.; *Morell*, ZBB 2016, 67, 79 ff.; *Thomale/Walter*, ZGR 2016, 679, 700 ff.

23 *Habersack*, JZ 2014, 147, 148.

24 BGH v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47, 56 f. = AG 2003, 273.

25 So bereits *Habersack*, Stellungnahme Aktienrechtsnovelle 2014, S. 6 f.; *Habersack*, JZ 2014, 147 (148 f.); *Habersack*, ZHR 176 (2012), 463 (466 f.); *Brellochs*, AG 2014, 633, 645; *Bungert/Leyendecker-Langner*, DB 2015, 2251, 2254; de lege ferenda *Wicke*, DNotZ 2015, 488 (492 ff.); für Vorzugswürdigkeit einer Abfindung zum Unternehmenswert hingegen *Bayer*, ZIPW 2015, 163, 221 f.; *Bayer*, NZG 2015, 1169, 1172; *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729, 732 f.; allg. zur Effizienz eines Abfindungsangebots *Morell*, ZBB 2016, 67 ff. (84 f.), dessen rechtspolitischer Vorschlag, Gesellschaften ohne Ankeraktionär vom Delistingregime auszunehmen, von eher theoretischer Bedeutung sein dürfte.

26 BGBl. I 2015, 2029; zur Neuregelung im österreichischen BörseG 2018 s. *Dobrowolski*, GesRZ 2017, 294 ff.; zu weit. Rechtsvergleichenden Hinweisen s. *Sanders*, Anlegerschutz bei Delisting, 2017, S. 149 ff.; *Thomale/Walter*, ZGR 2016, 679, 693 ff.

27 Zur Neuregelung bei *Bayer*, NZG 2015, 1169; *Casper* in FS Köndgen, 2016, S. 117 ff.; *Drygala* in VGR (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2015, 2016, S. 75 ff.; *Groß*, AG 2015, 812 ff.; *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750 ff.; *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729 ff.; *Morell*, AcP 217 (2017), 61, 79 ff.; *Sanders*, Anlegerschutz bei Delisting, 2017, passim; *Thomale/Walter*, ZGR 2016, 679 ff.; *Verse* in FS Baums, 2017, S. 1317 ff.; *Zimmer/v. Imhoff*, NZG 2016, 1056 ff.; zur Europarechtskonformität s. *Hornung/B. Westermann*, BKR 2017, 409 ff.

III. Delisting von Aktien und aktienverwandten Wertpapieren

1. Delisting auf Antrag des Emittenten

a) Überblick

- 40.10 Das BörsG bestimmt in seinem § 39 Abs. 2 Satz 1 zunächst, dass die Geschäftsführung (§ 15 Abs. 1 BörsG) die Zulassung von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt auf Antrag des Emittenten widerrufen kann²⁸. Was die weiteren Voraussetzungen betrifft, so bestimmt Satz 2 des § 39 Abs. 2 BörsG allgemein, dass der Widerruf der Zulassung auf Antrag des Emittenten „nicht dem Schutz der Anleger widersprechen“ darf. Die Konkretisierung wird in § 39 Abs. 5 Satz 3 BörsG der jeweiligen Börsenordnung überlassen. Bedeutsam ist das freilich nur noch für Wertpapiere, die weder Aktien noch aktienverwandt sind (Rz. 40.42 ff.). Für das Delisting von Aktien und aktienverwandten Wertpapieren (Rz. 40.13) hingegen hat das Gesetz vom 20.11.2015 das Erfordernis des § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsG durch die Vorgaben in § 39 Abs. 2 Satz 3, Abs. 3, 4 BörsG konkretisiert und damit eine Regelung durch die Börsenordnungen weitgehend erübrigt (Rz. 40.31). Zugleich ist damit der Anlegerschutz in Abkehr von den „Macrotron“-Grundsätzen des BGH (Rz. 40.6) auf eine rein **börsenrechtliche Grundlage** gestellt worden. Die Neuregelung trägt dem Umstand Rechnung, dass das Delisting die Handelbarkeit des Wertpapiers beeinträchtigt (Rz. 40.5), diese Beeinträchtigung indes nicht nur den Aktionären deutscher Gesellschaften, sondern den Aktionären aller in Deutschland gelisteten Gesellschaften droht (Rz. 40.14). Wesentliche Voraussetzung ist deshalb die Veröffentlichung eines (zuvor von der BaFin geprüften) Erwerbsangebots, das neben den Vorschriften des WpÜG über einfache Erwerbsangebote auch der Preisregel des § 31 WpÜG unterliegt und zudem Bar- und Vollangebot zu sein hat (Rz. 40.19, 40.23). Anderes gilt allein in Fällen, in denen der Börsenkurs nicht aussagekräftig ist, sei es aufgrund eines Verstoßes gegen Art. 15, 17 Abs. 1 VO Nr. 596/2014 (MAR) oder bei Marktenge (Rz. 40.24 ff.).
- 40.11 Das **deutsche Aktienrecht** enthält hingegen weder besondere Regelungen über den Börsengang noch solche über das Delisting. Auch für die Annahme einer „ungeschriebenen“ Zuständigkeit der Hauptversammlung ist kein Raum; dem „Frosta“-Beschluss des BGH ist vielmehr insoweit zu folgen, als er das noch in „Macrotron“ befürwortete Beschlusserfordernis aufgegeben hat²⁹. Umstritten ist, ob sich das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses privatautonom begründen lässt, insbesondere dadurch, dass die **Satzung** die Börsennotierung der Aktien gemäß § 3 Abs. 2 AktG statuiert und damit ein Delisting von einer Satzungsänderung abhängig macht. Von der nach wie vor herrschenden Meinung wird das bejaht, mit Blick auf § 3 Abs. 2 AktG und ungeachtet der nunmehrigen börsenrechtlichen Regulierung des Delistings wohl zu Recht³⁰. Für in Deutschland gelistete ausländische Gesellschaften beurteilen sich die aktienrechtlichen Voraussetzungen nach dem auf sie anwendbaren **ausländischen Aktienrecht**³¹.

28 Ein Rückzug durch Verzicht des Emittenten ist – schon mit Blick auf den gebotenen Anlegerschutz – nicht möglich, s. *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 39 BörsG Rz. 48, *Kumpan* in Baumbach/Hopt, HGB, § 39 BörsG Rz. 6, jeweils m.w.N.

29 Gegen Beschlusserfordernis auch Beschlussempfehlung Finanzausschuss, BT-Drucks. 18/6220, S. 86.

30 *Wirth/Arnold*, ZIP 2000, 111, 115; *Mülbert*, ZHR 165 (2001), 104, 129; *Habersack*, AG 2005, 137, 141; *Brellocks*, AG 2014, 633, 638; *Schockenhoff*, ZIP 2013, 2429, 2434; a.A. *Groß*, AG 2016, 812, 814; *von der Linden*, NZG 2015, 176, 177 f.; *Scholz*, BB 2015, 2248, 2249 ff.; *Verse* in FS Baums, 2017, S. 1317, 1321 (Fn. 23).

31 Zum Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses nach § 38 Abs. 7 öBörseG 2018 s. *Dobrowski*, GesRZ 2017, 294, 295 f.

b) Anwendungsbereich des § 39 Abs. 2 Satz 3, Abs. 3–6 BörsG

aa) Delisting

§ 39 BörsG im Allgemeinen und die Vorschriften des § 39 Abs. 2 Satz 3, Abs. 3–6 BörsG 40.12 im Besonderen gelten nur für den Widerruf der Zulassung der Wertpapiere zum Handel am regulierten Markt, und zwar auch dann, wenn die Wertpapiere weiterhin im Freiverkehr gehandelt werden (Rz. 40.4). Eine wesentliche Einschränkung ergibt sich aus § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 BörsG. Danach bedarf es eines Erwerbsangebots gemäß § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG nicht, wenn die Wertpapiere weiterhin entweder an einer **anderen inländischen Börse** zum Handel im regulierten Markt (§ 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 lit. a) BörsG) oder in einem anderen **Mitgliedstaat der EU oder einem anderen Vertragsstaat des EWR** zum Handel an einem organisierten Markt (§ 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 lit. b) BörsG), an welchem dem § 39 Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 BörsG entsprechende Schutzvorkehrungen gelten³², zugelassen sind. In beiden Fällen fehlt es an einer relevanten Beeinträchtigung der Handelbarkeit; es liegt vielmehr nur ein **partielles Delisting** (Rz. 40.3) vor. Hingegen greifen die börsengesetzlichen Schutzvorschriften, wenn die Wertpapiere weiterhin in einem Drittstaat zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind³³, ferner dann, wenn sie zwar in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem anderen Vertragsstaat des EWR zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind, die Anleger dort indes nicht durch ein den Anforderungen des § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1, Abs. 3 BörsG genügendes Erwerbsangebot geschützt sind. Gänzlich unanwendbar ist § 39 BörsG bei einem Bereichswechsel innerhalb des regulierten Marktes³⁴.

bb) Wertpapiere im Sinne des § 2 Abs. 2 WpÜG

Die besonderen Schutzvorschriften des § 39 Abs. 2 Satz 3, Abs. 3, 4 BörsG beanspruchen 40.13 nur für das Delisting von zum Handel am regulierten Markt zugelassenen **Wertpapieren i.S.d. § 2 Abs. 2 WpÜG** Geltung. Neben Aktien, mit Aktien vergleichbaren Wertpapieren und Aktien vertretenden Zertifikaten³⁵ (§ 2 Abs. 2 Nr. 1 WpÜG) werden damit auch Wertpapiere, die den Erwerb von Wertpapieren i.S.d. § 2 Abs. 2 Nr. 1 WpÜG zum Gegenstand haben (§ 2 Abs. 2 Nr. 2 WpÜG), und damit insbesondere **Wandel- und Optionsanleihen, Optionsscheine** und Wandelgenussscheine erfasst³⁶. Nach dem Wortlaut des § 2 Abs. 2 WpÜG soll es allein darauf ankommen, dass der Anleger ein Erwerbsrecht hat; doch ist kein Grund ersichtlich, dem Anleger den Schutz des § 39 Abs. 2 Satz 3, Abs. 3, 4 BörsG vorzuenthalten, wenn er kein Erwerbsrecht, der Emittent indes ein Andienungsrecht hat.

cc) Inlandsemittent

Als börsenrechtliche Regelung knüpft § 39 BörsG nicht an den (Satzungs- oder Verwaltungssitz) des Emittenten und schon gar nicht daran, dass die Wertpapiere nach deutschem Recht begeben sind. Maßgebend ist vielmehr, dass die **Wertpapiere** zum Handel im 40.14

32 Näher dazu *Sanders*, Anlegerschutz bei Delisting, 2017, S. 117 ff.

33 *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.18; krit. *Groß*, AG 2015, 812, 81 f.; *Bungert/Leyendecker-Langner*, ZIP 2016, 49, 52.

34 *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.18.

35 Näher dazu *Assmann/Favoccia* in Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, WpÜG, § 2 Rz. 50 ff.

36 Näher dazu *Assmann/Favoccia* in Assmann/Pötzsch/Uwe H. Schneider, WpÜG, § 2 Rz. 53 ff.

inländischen regulierten Markt zugelassen sind³⁷. In der Folge unterliegen auch Emittenten mit Sitz im Ausland dem § 39 BörsG³⁸. § 39 Abs. 4 BörsG bestimmt ausdrücklich, dass „im Hinblick auf das Angebot nach Absatz 2“ die Vorschriften des WpÜG nach Maßgabe des Abs. 3 auf Emittenten mit Sitz im Ausland entsprechend anwendbar sein soll³⁹. Der Gesetzgeber sah sich hierzu durch die Erwägung veranlasst, dass das WpÜG lediglich für inländische Emittenten uneingeschränkte Anwendung findet⁴⁰. Das trifft zwar zu, ändert aber nichts daran, dass Inlandsemittenten mit Sitz im Ausland uneingeschränkt dem § 39 BörsG unterliegen und deshalb auch unabhängig von § 39 Abs. 4 BörsG den Pflichten aus § 39 Abs. 2 Satz 3, Abs. 3 BörsG unterliegen⁴¹. Auch im Ausland ansässige Emittenten sind allerdings nur bei Nichtvorliegen der Voraussetzungen des § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 WpÜG (Rz. 40.12) zur Abgabe eines Angebots verpflichtet.

c) Erwerbsangebot

aa) Grundlagen

- 40.15 Nach § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG ist ein freiwilliges Delisting von Wertpapieren i.S.d. § 2 Abs. 2 WpÜG (Rz. 40.13) vorbehaltlich des Fortbestands einer Notierung gemäß § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 BörsG (Rz. 40.12) nur zulässig, wenn bei Antragstellung ein Angebot⁴² zum Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des Antrags sind, nach den Vorschriften des WpÜG vorliegt und in der Angebotsunterlage auf den Antrag hingewiesen wird. § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG verschafft den Aktionären damit zwar nicht unmittelbar einen Abfindungsanspruch, stellt aber sicher, dass der Emittent das Delisting nur vollziehen kann, wenn er seinerseits den Wertpapierinhabern ein den Vorgaben des WpÜG und des § 39 Abs. 3 BörsG genügendes Erwerbsangebot unterbreitet. Vorausgesetzt ist ein bei Antragstellung noch **nicht beendetes Erwerbsangebot**⁴³; die zunächst vorgesehene Regelung, ein nicht länger als sechs Monate vor der Antragstellung abgewickelter Übernahme- oder Pflichtangebot genügen zu lassen⁴⁴, ist nicht Gesetz geworden.
- 40.16 Indem § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG die Zulässigkeit des Widerrufs der Zulassung davon abhängig macht, dass **bei Antragstellung eine Angebotsunterlage nach Maßgabe des § 14 Abs. 3 WpÜG veröffentlicht** worden ist (was wiederum voraussetzt, dass die Angebotsunterlage zuvor nach § 14 Abs. 1 WpÜG der BaFin zur Prüfung übermittelt und von dieser das Angebot nicht nach § 15 WpÜG untersagt wurde), ist sichergestellt, dass die Gegenleistung angemessen und der Bieter zur Leistung der Gegenleistung imstande ist. Ers-

³⁷ Zum Delisting bei Insolvenz des Emittenten s. *Häller*, ZIP 2016, 1903 ff.

³⁸ Auch deshalb für eine kapitalmarktrechtliche und gegen eine gesellschaftsrechtliche Lösung *Habersack*, Stellungnahme Aktienrechtsnovelle 2014, S. 7.

³⁹ Näher dazu *Schulz/Wieneke*, NZG 2017, 449, 451 ff.

⁴⁰ Beschlussempfehlung Finanzausschuss, BT-Drucks. 18/6220, S. 86.

⁴¹ Zutr. *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750, 757 f.

⁴² Eine Aufforderung zur Abgabe von Angeboten (§ 17 WpÜG) genügt also nicht, s. *Eckhold* in *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.21.

⁴³ *Bungert/Leyendecker-Langner*, ZIP 2016, 49, 52; *Groß*, AG 2015, 812, 817; *Zimmer/v. Imhoff*, NZG 2016, 1056, 1059 f.

⁴⁴ So noch im Finanzausschuss der Änderungsantrag der Fraktionen der CDU/CSU und SPD zum Delisting vom 31.8.2015 zur BT-Drucks. 18/5010 – zitiert in der Stellungnahme *Brellocks* zur öffentlichen Anhörung im Finanzausschuss vom 7.9.2015, S. 22 f., verfügbar unter <https://www.bundestag.de/blob/386820/5ea2c4ee849631dfe2a4f220555d778c/01—dr—brellocks—data.pdf>; s. ferner *Bungert/Leyendecker-Langner*, DB 2015, 2251, 2252; *Bayer*, ZIP 2016, 853, 856.

teres – die Sicherung der Angemessenheit der Gegenleistung – wird dadurch erreicht, dass § 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG die Vorschriften des § 31 WpÜG – wenn auch mit gewissen Modifikationen – für entsprechend anwendbar erklärt (Rz. 40.19 ff.). Letzteres ergibt sich daraus, dass das Erwerbsangebot nach § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG den **Vorgaben der §§ 10 ff. WpÜG für einfache Erwerbsangebote** genügen muss, so dass § 13 WpÜG zur Anwendung gelangt. Die Börse, die über den Delistingantrag zu entscheiden hat, hat in der Folge nur zu prüfen, ob entweder ein Erwerbsangebot nach Maßgabe des § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG veröffentlicht worden ist oder die Voraussetzungen des § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 BörsG vorliegen; eine inhaltliche Überprüfung der Angebotsunterlage durch die Börse ist hingegen weder geboten noch zulässig. Hieraus erklärt sich wiederum die Vorschrift des § 39 Abs. 6 BörsG, wonach die Rechtmäßigkeit des Widerrufs der Zulassung „im Hinblick auf die Anforderungen des Absatzes“ unberührt bleibt, die Unangemessenheit der Gegenleistung und das Nichtvorliegen der weiteren Voraussetzungen des § 39 Abs. 3 BörsG die Rechtmäßigkeit des Verwaltungsakts also nicht berühren und die Anleger in diesem Fall den Zivilrechtsweg zu beschreiten haben (Rz. 40.32 f.)⁴⁵.

bb) Anwendbare Vorschriften des WpÜG

§ 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG verweist auf die Vorschriften des WpÜG über einfache Erwerbsangebote, mithin auf §§ 10–28 WpÜG nebst den für sämtliche Angebote geltenden §§ 2–9, 40–68 WpÜG⁴⁶. Nicht anwendbar sind hingegen die Vorschriften der §§ 29–39c WpÜG betreffend Übernahme- und Pflichtangebote. Allein § 31 WpÜG wird in § 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG für entsprechend anwendbar erklärt, freilich mit gewissen Modifikationen (Rz. 40.19 ff.); § 39 Abs. 3 Satz 1 BörsG statuiert zudem in Abweichung von § 18 WpÜG die **Bedingungsfeindlichkeit** des Erwerbsangebots (Rz. 40.21). Nach § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG muss sich das Erwerbsangebot zudem auf alle durch den Widerrufs-antrag betroffenen Wertpapiere beziehen und hat damit ein **Vollangebot** zu sein (Rz. 40.19). Nicht anwendbar ist hingegen § 1 WpÜG; die Anwendbarkeit der genannten WpÜG-Vorschriften ergibt sich vielmehr aus § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG⁴⁷. 40.17

Bei der Anwendbarkeit der Vorschriften des WpÜG über einfache Erwerbsangebote (mit den Modifikationen des § 39 BörsG, s. Rz. 40.19 ff.) hat es immer dann sein Bewenden, wenn der Stimmrechtsanteil des Bieters ohnehin schon die Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG erreicht oder überschreitet⁴⁸. Ein Delistingangebot i.S.d. § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG kann freilich mit einem **Übernahme- oder Pflichtangebot kombiniert** werden⁴⁹; von der Zulässigkeit einer Kombination mit einem Pflichtangebot geht auch § 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG aus, soweit er u.a. auf § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG verweist. Im Falle eines inländischen Emittenten⁵⁰ 40.18

45 Beschlussempfehlung Finanzausschuss, BT-Drucks. 18/6620, S. 86, dort Hinweis auf BGH v. 29.7.2014 – II ZR 353/12, BGHZ 202, 180 = AG 2014, 662.

46 Beschlussempfehlung Finanzausschuss, BT-Drucks. 18/6620, S. 85; *Eckhold* in *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.22.

47 *Eckhold* in *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.23.

48 *Eckhold* in *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.24; *Wackerbarth*, WM 2016, 385, 386; zur Reichweite des Verweises in § 39 Abs. 4 BörsG beim Delisting eines ausländischen Emittenten s. *Schulz/Wieneke*, NZG 2017, 449, 451 f.

49 *Bungert/Leyendecker-Langner*, ZIP 2016, 49, 52 f.; *Wieneke/Schulz*, AG 2016, 809, 811; *Zimmerl v. Imhoff*, NZG 2016, 1056, 1057 ff.

50 Zur Rechtslage in den Fällen des § 39 Abs. 4 BörsG s. hingegen *Schulz/Wieneke*, NZG 2017, 449, 451 f.; *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750, 757 f.; ferner *Eckhold* in *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.23.

muss das kombinierte Angebot allerdings sowohl den Vorgaben der §§ 29 ff., 35 ff. WpÜG als auch den Vorgaben des § 39 Abs. 3 BörsG genügen. Da § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG ein bei Antragstellung noch laufendes Erwerbsangebot voraussetzt (Rz. 40.15), lässt sich deshalb dem Bedingungsverbot des § 39 Abs. 3 Satz 1 BörsG (Rz. 40.21) nur durch hintereinander geschaltete Angebote Rechnung tragen⁵¹. Zwar wäre es mit dem Schutzzweck des § 39 Abs. 3 Satz 1 BörsG (Rz. 40.21) an sich vereinbar, wenn der Emittent den Delistingantrag stellt, nachdem sämtliche Bedingungen des kombinierten Angebots erfüllt sind⁵². Es müsste dann allerdings die Börsengeschäftsführung prüfen, ob das bereits veröffentlichte Erwerbsangebot bei Stellung des Widerrufsanspruchs noch angenommen werden kann; dies aber liefe der in § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1, Abs. 6 BörsG vorgesehenen Zuständigkeitsverteilung (Rz. 40.16) zuwider⁵³.

cc) Vollangebot

- 40.19 Das Erwerbsangebot muss nach § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG alle Wertpapiere, die Gegenstand des Delistingantrags sind, umfassen und damit Vollangebot sein; ein Teilangebot genügt nicht⁵⁴. Hat der Emittent **mehrere Wertpapiergattungen** ausgegeben und bezieht sich der Widerrufsanspruch nur auf eine dieser Gattungen, muss sich auch das Erwerbsangebot nur auf die vom Delistingantrag betroffenen Wertpapiere beziehen; auch insoweit gilt also der Grundsatz der gattungsbezogenen Gleichbehandlung (Rz. 40.23)⁵⁵. Innerhalb der vom Widerrufsanspruch betroffenen Wertpapiergattung werden allerdings sämtliche Wertpapiere i.S.d. § 2 Abs. 2 WpÜG erfasst, beim Antrag auf Widerruf der Zulassung von Aktien also insbesondere auch Wandel- und Optionsanleihen, die ein Recht zum Erwerb der vom Widerrufsanspruch betroffenen Aktien verkörpern (Rz. 40.13). Wertpapiere, die vom Bieter, vom den Widerrufsanspruch stellenden Emittenten oder von vom Emittenten abhängigen oder in dessen Mehrheitsbesitz stehenden Unternehmen gehalten werden, brauchen allerdings nicht Gegenstand des Erwerbsangebots zu sein⁵⁶.

dd) Bieter

- 40.20 Soll die Veröffentlichung eines Erwerbsangebots die Anleger vor einer Beeinträchtigung der Handelbarkeit ihrer Wertpapiere schützen, so spielt es keine Rolle, wer das Angebot abgibt; § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG verweist vielmehr auf § 2 Abs. 4 WpÜG (Rz. 40.17), so dass Bieter eine **jede Person** und auch eine **Erwerbbergemeinschaft** sein kann⁵⁷. Auch der **Emittent** ist börsenrechtlich als Bieter zugelassen; er hat freilich die sich aus §§ 71 f. AktG ergebenden Erwerbsbeschränkungen zu beachten⁵⁸.

51 Näher *Zimmer/v. Imhoff*, NZG 2016, 1056, 1058 ff.

52 Für eine entsprechende Einschränkung des § 39 Abs. 3 S. 1 BörsG denn auch *Bungert/Leyendecker-Langner*, ZIP 2016, 49, 53; ähnlich *Zimmer/v. Imhoff*, NZG 2016, 1056, 1060 f.

53 *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.36; *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750, 756.

54 Beschlussempfehlung Finanzausschuss, BT-Drucks. 18/6220, S. 84.

55 *Bayer*, NZG 2015, 1169, 1174; *Groß*, AG 2016, 812, 817; *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.26.

56 Näher und m.w.N. *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.27 f.

57 *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.30.

58 Näher *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.31 f.

ee) Bedingungs- und Vorbehaltslosigkeit

Schon aus § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG i.V.m. § 18 Abs. 2 WpÜG ergibt sich, dass das Erwerbsangebot nicht unter dem Vorbehalt des Widerrufs oder des Rücktritts abgegeben werden darf. § 39 Abs. 3 Satz 1 BörsG schließt es darüber hinaus aus, das Erwerbsangebot von einer Bedingung abhängig zu machen. Hierdurch soll sichergestellt werden, dass das Erwerbsangebot auch über den Zeitpunkt der Stellung des Widerrufsanspruchs hinaus fortbesteht und tatsächlich vollzogen wird; es soll mit anderen Worten vermieden werden, dass der Emittent den Widerrufsanspruch stellt und das Angebot sodann infolge des Eintritts einer auflösenden oder des Ausfalls einer aufschiebenden Bedingung hinfällig wird⁵⁹. Die Vorschriften der §§ 18 Abs. 1, 25 WpÜG finden deshalb im Rahmen des § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG keine Anwendung⁶⁰. Von § 39 Abs. 3 Satz 1 BörsG sind auch Bedingungen, die das Delistingangebot von der Erteilung **behördlicher Genehmigungen** abhängig machen, und damit insbesondere Kartellbedingungen erfasst⁶¹. In der Folge erlangt der Anleger ggf. einen Schadensersatzanspruch gegen den Bieter, wenn eine für den Vollzug des Angebots erforderliche Genehmigung versagt wird⁶². Gleichfalls ausgeschlossen ist es, dass der Bieter das Angebot unter die Bedingung eines **Widerrufsantrags** durch den Emittenten stellt⁶³ oder davon abhängig macht, dass dem **Widerrufsantrag stattgegeben** wird⁶⁴. Das Verbot des § 39 Abs. 3 Satz 1 BörsG gilt auch für ein mit einem Übernahme- oder Pflichtangebot kombiniertes Delistingangebot (Rz. 40.11).

ff) Gegenleistung

Hinsichtlich der den Anlegern anzubietenden Abfindung erklärt § 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG die Vorschriften des § 31 WpÜG und – über § 31 Abs. 7 WpÜG – die Vorschriften der **WpÜG-AV** über die im Falle eines Übernahmeangebots anzubietende Gegenleistung für anwendbar⁶⁵, dies allerdings mit der Maßgabe, dass die Gegenleistung abweichend von § 31 Abs. 2 WpÜG stets in einer Geldleistung in Euro zu bestehen hat und sich auf mindestens den gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs der Wertpapiere während der letzten sechs Monate vor der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 1 Satz 1 WpÜG (Entscheidung zur Abgabe eines Angebots) bzw. § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG (Kontrollerwerb) zu belaufen hat. Indem die **Regelabfindung** an den Börsenkurs anknüpft, trägt das Gesetz völlig zu Recht dem Umstand Rechnung, dass das Delisting zwar die Handelbarkeit der Wertpapiere beeinträchtigt, den Bestand der Papiere und die Inhaberschaft des Anlegers indes nicht berührt (Rz. 40.9).

Das Gebot eines **Barangebots** gilt umfassend und schließt es auch aus, den Anleger in Wertpapieren desselben Emittenten abzufinden, mögen diese auch weiterhin im regulier-

59 Beschlussempfehlung Finanzausschuss, BT-Drucks. 18/6220, S. 84.

60 Beschlussempfehlung Finanzausschuss, BT-Drucks. 18/6220, S. 84.

61 *Zimmer/v. Imhoff*, NZG 2016, 1056, 1058 f.

62 *Zimmer/v. Imhoff*, NZG 2016, 1056, 1058 f.

63 *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.37; *Bungert/Leyendecker-Langner*, ZIP 2016, 49, 50; *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750, 756; a.A. *Kocher/Seiz*, DB 2016, 153, 156.

64 *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.37; *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750, 756; *Wackerbarth*, WM 2016, 385 Fn. 3 f.; a.A. *Kocher/Seiz*, DB 2016, 153, 156.

65 S. noch Rz. 40.23; wie hier Beschlussempfehlung Finanzausschuss, BT-Drucks. 18/6220, S. 84; s. ferner *Bayer*, NZG 2015, 1169, 1174; *Groß*, AG 2015, 812, 817; a.A. *Sanders*, Anlegerschutz bei Delisting, 2017, S. 234 ff.; *Leyendecker/Herfs*, BB 2018, 643, 645 f.

ten Markt gehandelt werden⁶⁶. Hingegen ist es mit § 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG vereinbar, den Anlegern alternativ zum Barangebot einen Wertpapiertausch anzubieten⁶⁷. Was die **Referenzperiode von sechs Monaten** anbelangt, so soll die mit ihr verbundene Verdoppelung der Dreimonatsperiode des § 5 Abs. 1 WpÜG-AV „dem von Übernahme-situationen regelmäßig abweichenden Börsenumfeld in Delisting-Fällen Rechnung“ tragen⁶⁸. Die Berechnung des gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurses erfolgt nach Maßgabe des § 5 Abs. 3 WpÜG-AV⁶⁹. Der solchermaßen ermittelte Durchschnittskurs bildet den Mindestpreis; **Vor-, Parallel- und Nacherwerbe** sind nach Maßgabe des § 31 Abs. 4–6 WpÜG, § 4 Satz 1 WpÜG-AV zu berücksichtigen⁷⁰. Über § 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG gelangt der in § 3 Abs. 1 WpÜG geregelte Grundsatz der **gattungsbezogenen Gleichbehandlung** zur Anwendung⁷¹.

- 40.24 **Ausnahmen von der Regelabfindung** (Rz. 40.22 f.) sind – abschließend⁷² – in § 39 Abs. 3 Satz 3 und 4 BörsG geregelt. Sie tragen dem Umstand Rechnung, dass „die Aussagekraft des Börsenkurses durch eine unterlassene oder unzutreffende Veröffentlichung kursrelevanter Informationen regelmäßig beeinträchtigt wird“ (§ 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG) bzw. „der Börsenkurs nach übernahmerechtlichen Maßstäben nicht in aussagekräftiger Weise festgestellt werden kann“ (§ 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG)⁷³. Die Abfindung ist dann auf Grundlage einer **Unternehmensbewertung** zu ermitteln. Der Anleger hat in den Fällen des § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG einen **klagbaren Anspruch** in Höhe des Unterschiedsbetrags zwischen der im Angebot genannten Gegenleistung und dem anteiligen Unternehmenswert (Rz. 40.27 f.), in den Fällen des § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG – in Ermangelung eines aussagekräftigen Börsenkurses – in Höhe des anteiligen Unternehmenswerts (Rz. 40.29). Während also der Börsenpreis in den Fällen des § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG die **Untergrenze** der vom Bieter geschuldeten Gegenleistung bildet (Rz. 40.27), besteht der Anspruch des Anlegers in den Fällen des § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG von vornherein und ausschließlich in Höhe des anteiligen Unternehmenswerts (Rz. 40.29)⁷⁴.
- 40.25 Im Einzelnen verpflichten nach § 39 Abs. 3 Satz 3 Nr. 1 und 2 BörsG ein Verstoß des Emittenten gegen die **ad hoc-Publizitätspflichten aus Art. 17 VO Nr. 596/2014 (MAR)**⁷⁵ (sei es durch nicht unverzügliche Veröffentlichung einer den Emittenten unmittelbar betreffenden Insiderinformation⁷⁶ oder durch Veröffentlichung einer den Emittenten unmittelbar betreffenden, aber unwahren Insiderinformation) und ein Verstoß des Emittenten

66 Eckhold in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.38.

67 Eckhold in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.38.

68 Beschlussempfehlung Finanzausschuss, BT-Drucks. 18/6220, S. 84; zust. Bayer, NZG 2015, 1169, 1175; Casper in FS Köndgen, 2016, S. 117, 143.

69 Näher Bayer, NZG 2015, 1169, 1174.

70 S. bereits Rz. 40.22; näher Bayer, NZG 2015, 1169, 1174; a.A. Leyendecker/Herfs, BB 2018, 643, 645 f.; Sanders, Anlegerschutz bei Delisting, 2017, S. 234 ff.

71 Eingehend dazu am Beispiel von Stamm- und Vorzugsaktien Habersack, ZIP 2003, 1123 ff.

72 Casper in FS Köndgen, 2016, S. 117, 143; Harnos, ZHR 179 (2015), 750, 771 f.; Verse in FS Baums, 2017, S. 1317, 1330 f.; a.A. Eckhold in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.41.

73 Beschlussempfehlung Finanzausschuss, BT-Drucks. 18/6620, S. 84 f.

74 Zutr. Eckhold in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.43.

75 Dem gleich steht der Verstoß gegen eine entsprechende Vorschrift des ausländischen Rechts.

76 Es versteht sich, dass es bei erlaubter Selbstbefreiung von der ad hoc-Pflicht an einem Verstoß gegen Art. 17 VO Nr. 596/2014 (MAR) fehlt, s. Beschlussempfehlung Finanzausschuss, BT-Drucks. 18/6220, S. 85.

oder des Bieters gegen das **Verbot der Marktmanipulation nach Art. 15 VO Nr. 596/2014 (MAR)** zur Zahlung eines etwaigen Unterschiedsbetrags zwischen börsenkursbasierter Abfindung und anteiligem Unternehmenswert⁷⁷. Auf Kenntnis und Verschulden kommt es nicht an; der Bieter hat nach § 39 Abs. 3 Satz 3 Nr. 1, 2 BörsG vielmehr uneingeschränkt für ein Fehlverhalten des Emittenten einzustehen⁷⁸. Der Verstoß eines Dritten gegen Art. 15 VO Nr. 596/2014 (MAR) ist nach § 39 Abs. 3 Satz 3 Nr. 2 BörsG nur, aber immerhin relevant, wenn der Dritte dem Emittenten oder dem Bieter zuzurechnen ist⁷⁹, was in Konzernkonstellationen der Fall sein kann⁸⁰.

Das Gesetz stellt zwar darauf ab, dass der Verstoß gegen Art. 15, 17 VO Nr. 596/2014 (MAR) innerhalb der **Referenzperiode** erfolgt, doch dürfte ein zuvor begangener Verstoß auch dann relevant sein, wenn er in die Referenzperiode hineinwirkt und damit den für die Regelabfindung relevanten Börsenkurs verfälscht⁸¹. Umgekehrt ist der Wortlaut des § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG insoweit zu weit, als er einen Anspruch auf den Unterschiedsbetrag auch dann zu gewähren scheint, wenn der Börsenkurs durch Nichtveröffentlichung einer **negativen Insiderinformation** zum Vorteil des Anlegers verzerrt ist; insoweit ist eine teleologische Reduktion des § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG geboten⁸². 40.26

Indem das Gesetz den Bieter zur Zahlung des **Unterschiedsbetrags** zwischen börsenkursbasierter Abfindung und anteiligem Unternehmenswert verpflichtet, geht es davon aus, dass ein Verstoß gegen Art. 15, 17 VO Nr. 596/2014 (MAR) regelmäßig erst nach Veröffentlichung der Angebotsunterlage und Angebotsvollzug aufgedeckt wird. Auf die rechts- oder bestandskräftige Feststellung des Verstoßes sollte es indes für den Anspruch aus § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG nicht ankommen⁸³. Die erhöhte Abfindung kann der Anleger im Übrigen unabhängig davon beanspruchen, dass ihm ggf. Schadensersatzansprüche aus §§ 97, 98 WpHG, § 826 BGB zustehen; sie ist dann allerdings als schadensmindernder Posten zu berücksichtigen. Da in den Fällen des § 39 Abs. 3 Satz 3 BörsG der gewichtete Börsenkurs die **Untergrenze** der Abfindung markiert (Rz. 40.24), hat es bei ihm zu bewenden, wenn der anteilige Unternehmenswert darunterliegt; in diesem Fall ist der Börsenkurs auch nicht durch „Herausrechnen“ der informationsbedingten Marktverzerrung zu korrigieren⁸⁴. 40.27

Auch bei einem Verstoß gegen Art. 15, 17 VO Nr. 596/2014 (MAR) bleibt es nach § 39 Abs. 3 Satz 3 Halbs. 2 BörsG bei der Regelabfindung nach § 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG, wenn der Verstoß nur **unwesentliche Auswirkungen** auf den Durchschnittskurs hatte. 40.28

⁷⁷ Verse in FS Baums, 2017, S. 1317, 1332, weist zu Recht darauf hin, dass in den Fällen des § 39 Abs. 3 Satz 3 Nr. 1 BörsG zugleich ein Fall des § 39 Abs. 3 Satz 3 Nr. 2 BörsG gegeben ist.

⁷⁸ Drygala in VGR (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2015, 2016, S. 75, 84 f.; krit. Wackerbarth, WM 2016, 385, 388.

⁷⁹ Beschlussempfehlung Finanzausschuss, BT-Drucks. 18/6220, S. 85.

⁸⁰ Näher Harnos, ZHR 179 (2015), 750, 763 ff.; Verse in FS Baums, 2017, S. 1317, 1330 f.

⁸¹ Bayer, NZG 2015, 1169, 1175 f.; Casper in FS Köndgen, 2016, S. 117, 143; Verse in FS Baums, 2017, S. 1317, 1331 f.

⁸² Verse in FS Baums, 2017, S. 1317, 1328; a.A. Harnos, ZHR 179 (2015), 750, 762 f.

⁸³ So aber Beschlussempfehlung Finanzausschuss, BT-Drucks. 18/6220, S. 85; dagegen auch Drygala in VGR (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2015, 2016, S. 75, 83 f.; Harnos, ZHR 179 (2015), 750, 767 f.; s. dazu auch Bayer, NZG 2015, 1169, 1175, der zu Recht darauf hinweist, dass die BaFin einschreiten wird, sollte ihr vor Angebotsdurchführung der Verstoß gegen Art. 15, 17 VO Nr. 596/2014 (MAR) bekannt werden.

⁸⁴ So zumindest für die Fälle des Art. 15 VO Nr. 596/2014 (MAR) auch Casper in FS Köndgen, 2016, S. 117, 143.

Ausweislich der Materialien soll der Bieter die Gelegenheit des Nachweises erhalten, dass es angesichts der nur unwesentlichen Auswirkungen auf den Durchschnittskurs „nicht gerechtfertigt ist, von einer am Börsenkurs orientierten Bewertung des Emittenten abzusehen“⁸⁵. Maßgebend sind die Auswirkungen auf den **Durchschnittskurs**, so dass eine Abweichung auch dann unwesentlich sein kann, wenn es während der Referenzperiode vereinzelt zu einer erheblichen Kursbeeinflussung i.S.d. Art. 7 Abs. 1 VO Nr. 596/2014 (MAR) gekommen ist⁸⁶; gute Gründe sprechen für die Heranziehung der 5 %-Schwelle des § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG⁸⁷.

- 40.29 Nach § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG ist die Gegenleistung durch Unternehmensbewertung zu ermitteln, wenn für die betroffenen Wertpapiere während der Referenzperiode (Rz. 40.23) an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden sind und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abweichen. Nach zutreffender Einschätzung des Gesetzgebers kann der Börsenkurs dann mangels hinreichender Liquidität der Wertpapiere nicht in aussagekräftiger Weise festgestellt werden⁸⁸. Die Voraussetzungen der **Marktenge** entsprechen, abgesehen von der Verlängerung der Referenzperiode, denjenigen des § 5 Abs. 4 WpÜG-AV. Der Börsenkurs ist nach § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG gänzlich irrelevant und bildet deshalb auch nicht die Untergrenze der Abfindung⁸⁹.

gg) Sonstiges

- 40.30 Infolge des Verweises in § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG auf die Vorschriften des WpÜG über einfache Erwerbsangebote (Rz. 40.17) gelangen insbesondere die Vorgaben der §§ 11, 14 WpÜG hinsichtlich der **Angebotsunterlage** und deren Veröffentlichung, die Vorgaben des § 13 WpÜG hinsichtlich der **Finanzierung** des Angebots, die Vorgaben des § 16 WpÜG hinsichtlich der **Annahmefrist** zur Anwendung; insoweit ist auf das einschlägige übernahmerechtliche Schrifttum zu verweisen⁹⁰. §§ 18 Abs. 1, 25 WpÜG sind unanwendbar (Rz. 40.21).

d) Verfahren, Entscheidung und Rechtsschutz

aa) Verfahren und Entscheidung

- 40.31 Ein Widerruf nach § 39 Abs. 2 BörsG erfolgt auf **Antrag** des Emittenten. Ein solcher Antrag zielt auf Widerruf des gegenüber dem Emittenten erlassenen, die Zulassung zum Handel am regulierten Markt gewährenden Verwaltungsakt durch die **Börsengeschäftsführung**. Es handelt sich um ein Antragsverfahren i.S.d. § 22 Satz 2 Nr. 2 LVwVfG. Der seinerseits als **Verwaltungsakt** zu qualifizierende Widerruf kann zwar nach Maßgabe des § 36 LVwVfG **Nebenbestimmungen** enthalten, doch kommen Nebenbestimmungen anle-

⁸⁵ Beschlussempfehlung Finanzausschuss, BT-Drucks. 18/6220, S. 85.

⁸⁶ Zutr. *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.44; *Kumpan* in Baumbach/Hopt, HGB, § 39 BörsG Rz. 9.

⁸⁷ *Kumpan* in Baumbach/Hopt, HGB, § 39 BörsG Rz. 9.

⁸⁸ Beschlussempfehlung Finanzausschuss, BT-Drucks. 18/6220, S. 85; näher *Sanders*, Anleger-schutz bei Delisting, 2017, S. 113 ff.; krit. *Drygala* in VGR (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2015, 2016, S. 75, 82.

⁸⁹ *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.43.

⁹⁰ Zusammenfassender Überblick bei *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsen-notierte AG, Rz. 61.45 ff.

gerschützender Art im Rahmen des § 39 Abs. 2 Satz 3, Abs. 3, 4 BörsG – abgesehen von der Festlegung einer **Wartefrist** gemäß § 39 Abs. 5 Satz 2 BörsG – nicht in Betracht, nachdem das Gesetz für die Wertpapiere des § 2 Abs. 2 WpÜG die Anforderungen des § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsG an den Anlegerschutz unter Abwägung der divergierenden Interessen des Emittenten und der Anleger konkretisiert hat. Die Prüfung der Voraussetzungen des § 39 Abs. 3 BörsG ist nach § 39 Abs. 6 BörsG Sache der **BaFin**; die Börsengeschäftsführung hat allein zu prüfen, ob eine Angebotsunterlage veröffentlicht worden ist (§ 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1 BörsG) oder die Wertpapiere weiterhin nach Maßgabe des § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 2 BörsG zugelassen sind (Rz. 40.16)⁹¹. Liegen die Voraussetzungen des § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG vor, darf der Widerruf nicht verweigert werden; es handelt sich mit anderen Worten um eine **gebundene Entscheidung**⁹². Auch die **Börsenordnungen** können nunmehr keine über § 39 Abs. 2 Satz 3, Abs. 3, 4 BörsG hinausgehenden materiellen Voraussetzungen eines freiwilligen Delisting statuieren⁹³, wiederum abgesehen von der Regelung von Wartefristen gemäß § 39 Abs. 5 Satz 2 BörsG. Der Widerruf ist nach § 39 Abs. 5 Satz 1 BörsG unverzüglich (§ 121 Abs. 1 Satz 1 BGB) im Internet **zu veröffentlichen**⁹⁴.

bb) Rechtsschutz

Die Entscheidung der Geschäftsführung über den Antrag auf Widerruf der Zulassung ist Verwaltungsakt (Rz. 40.31) und kann nach Maßgabe der §§ 68, 42 VwGO angegriffen werden. Die Frage, ob die Inhaber der durch das Delisting betroffenen Wertpapiere nach § 42 Abs. 2 VwGO klagebefugt sind, war zwar unter Geltung des § 43 Abs. 4 BörsG a.F. zu bejahen⁹⁵. Nachdem § 31 Abs. 5 BörsG in der Fassung durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz und nunmehr § 15 Abs. 6 BörsG klarstellt, dass die Zulassungsstelle bzw. die Geschäftsführung die ihr nach dem BörsG zugewiesenen Aufgaben und Befugnisse nur im öffentlichen Interesse wahrnimmt, ist hingegen für eine **Klagebefugnis der Anleger**⁹⁶ **kein Raum** mehr⁹⁷. In sachlicher Übereinstimmung mit der Rechtslage nach § 4 Abs. 2 WpÜG⁹⁸ bringt das Gesetz vielmehr zum Ausdruck, dass die Tätigkeit der Geschäftsführung „den Belangen der Anleger in ihrer Gesamtheit und nicht dem Schutz einzelner Anleger dient“⁹⁹. Dies muss auch für das Delisting auf Antrag des Emittenten gelten. Jeden-

91 *Groß*, AG 2015, 812, 818; *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750, 775.

92 *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729, 731; *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750, 775 f.; *Groß*, AG 2015, 812, 815; a.A. *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.16.

93 *Bungert/Leyendecker-Langner*, ZIP 2016, 49, 50; *Groß*, AG 2015, 812, 815.

94 Näher *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.54 f.

95 Zutr. VG Frankfurt a.M. v. 17.6.2002 – 9 E 2285/01 (V), ZIP 2002, 1446, 1447; *Wirth/Arnold*, ZIP 2000, 111, 117.

96 Auch eine Klagebefugnis des Bieters ist nicht anzuerkennen, s. *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.70.

97 *Buckell/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373, 380; *Gegler*, BKR 2016, 273, 278; für § 39 Abs. 2 BörsG a.F. VG Frankfurt a.M. v. 25.3.2013 – 2 L 1073/13.F, AG 2013, 847 = ZIP 2013, 1886; *Beck/Hedtman*, BKR 2003, 190, 191 ff.; *Land/Behnke*, DB 2003, 2531, 253; *Mayen*, ZHR 179 (2015), 1, 5 ff.; a.A. *Groß*, AG 2015, 812, 818; *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750, 776; *Hammen*, ZBB 2016, 398, 405 f.; für § 39 Abs. 2 BörsG a.F. auch VG Düsseldorf v. 7.8.2015 – 20 L 2589/15, ZIP 2015, 1733 f.; *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 32 BörsG Rz. 76 ff., § 39 BörsG Rz. 12; *Streit*, ZIP 2003, 392, 395; *Wilsing/Kruse*, EWIR 2003, 953 f.

98 Dazu OLG Frankfurt a.M. v. 4.7.2003 – WpÜG 4/03, AG 2003, 513 ff.; allg. *Habersack*, ZHR 166 (2002), 619, 620 f.

99 Begr. RegE, BT-Drucks. 14/8017, S. 70.

falls aus § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsG folgt schon deshalb nichts Gegenteiliges, weil auch insoweit nur der Anlegerschutz im Allgemeinen angesprochen ist¹⁰⁰. Aber auch § 39 Abs. 2 Satz 3, Abs. 3, 4 und 6 BörsG lässt sich nicht entnehmen, dass die Anleger zur Anfechtung des Widerrufs befugt sein sollten¹⁰¹. Allzu große praktische Bedeutung dürfte der Frage nicht zukommen: Nachdem der Anlegerschutz abschließend in § 39 Abs. 2 Satz 3, Abs. 3, 4 BörsG geregelt ist (Rz. 40.31), die Rechtmäßigkeit des Verwaltungsakts nach § 39 Abs. 6 BörsG durch einen Verstoß gegen das WpÜG nicht berührt wird (Rz. 40.16) und der Streit über die Abfindungshöhe vor den Zivilgerichten auszutragen ist (Rz. 40.33), könnten die Anleger vor dem Verwaltungsgericht allenfalls geltend machen, dass die Voraussetzungen des § 39 Abs. 2 Satz 3 Nr. 1, 2 BörsG nicht erfüllt sind.

- 40.33 Bei Streit über die **Höhe der Abfindung** steht den Anlegern der Zivilrechtsweg offen. § 39 Abs. 3 Satz 3, 4 BörsG gewährt in Fortführung der „Postbank“-Entscheidung des BGH¹⁰² jedem Anleger, der das Angebot angenommen hat, einen Zahlungsanspruch (Rz. 40.24) und entlastet damit das Delisting-Verfahren von Streitigkeiten über die Abfindungshöhe; die Entscheidung der Börsengeschäftsführung über den Widerruf der Börsenzulassung wird weder durch die Geltendmachung von Zahlungsansprüchen noch durch ein der Klage des Anlegers stattgebendes Urteil berührt¹⁰³. Die Geltendmachung hat durch **allgemeine Leistungsklage**, nicht dagegen im Spruchverfahren zu erfolgen¹⁰⁴; nach § 1 Abs. 1 Nr. 3 KapMuG besteht allerdings die Möglichkeit eines **Musterverfahrens**¹⁰⁵. Anleger, die das Angebot nicht angenommen haben, können aus § 39 Abs. 3 Satz 3, 4 BörsG keine Ansprüche herleiten; insbesondere sind sie, nachdem sich die Unangemessenheit der vom Bieter angebotenen Gegenleistung herausgestellt hat, nicht zur Andienung ihrer Papiere berechtigt¹⁰⁶.

2. Delisting von Amts wegen

- 40.34 Der Widerruf der **Zulassung** von Wertpapieren zum Handel im regulierten Markt kann nach § 39 Abs. 1 BörsG von Amts wegen erfolgen, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel auf Dauer nicht mehr gewährleistet ist und die Geschäftsführung die Notierung im regulierten Markt nach § 25 Abs. 1 Nr. 2 BörsG eingestellt hat. Die Frage, unter welchen Voraussetzungen es an einem ordnungsgemäßen Börsenhandel fehlt, lässt sich nur von Fall zu Fall und auf Grundlage einer Prognose der Börsengeschäftsführung beurteilen; insbesondere genügt es nicht, dass der nach § 9 Abs. 1 Satz 2 BörsZulV für die Zulassung

100 Überzeugend *Beck/Hedtman*, BKR 2003, 190, 191 ff., *Land/Behnke*, DB 2003, 2531, 2534, jew. auch dazu, dass unionsrechtliche Vorgaben insoweit nicht bestehen; a.A. *Heidelbach* in *Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 32 BörsG Rz. 76 ff., § 39 BörsG Rz. 12; *Streit*, ZIP 2003, 392, 395; *Wilsing/Kruse*, EWIR 2003, 953 f.

101 So aber *Groß*, AG 2015, 812, 818; *Harnos*, ZHR 179 (2015), 750, 776; *Hammen*, ZBB 2016, 398, 405 f.; zumindest tendenziell auch *Drygala* in VGR (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2015, 2016, S. 75, 91; *Eckhold* in *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.69; wie hier dagegen *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373, 380; *Gegler*, BKR 2016, 273, 278.

102 BGH v. 29.7.2014 – II ZR 353/12, BGHZ 202, 180 = AG 2014, 662; s. dazu Beschlussempfehlung Finanzausschuss, BT-Drucks. 18/6220, S. 86.

103 Beschlussempfehlung Finanzausschuss, BT-Drucks. 18/6220, S. 86.

104 Krit. *Bayer*, NZG 2015, 1169, 1177; *Verse* in FS Baums, 2017, S. 1317, 1336 f.

105 Näher *Drygala* in VGR (Hrsg.), Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2015, 2016, S. 75, 86 ff.

106 *Verse* in FS Baums, 2017, S. 1317, 1333 ff.

erforderliche Streubesitz von 25 % nicht mehr gewährleistet ist¹⁰⁷. Darüber hinaus kann der Widerruf erfolgen, wenn der Emittent seine **Zulassungsfolgepflichten** nach §§ 40–43 BörsG, §§ 48 ff., 114 ff. WpHG auch nach einer angemessenen Frist nicht erfüllt¹⁰⁸. Die Veröffentlichung hat nach Maßgabe des § 32 Abs. 5 BörsG zu erfolgen¹⁰⁹. Davon unberührt bleibt die Pflicht der Börsengeschäftsführung nach § 39 Abs. 1a BörsG, Börsenaufsichtsbehörde und BaFin unverzüglich von einem Widerruf in Kenntnis zu setzen.

Hinsichtlich des Widerrufs der **Einbeziehung** nach § 33 Abs. 1 BörsG verweist § 33 Abs. 4 Satz 2 BörsG auf § 39 Abs. 1 BörsG. Neben die börsenrechtlichen Widerrufstatbestände tritt, wie § 39 Abs. 1 BörsG ausdrücklich betont, die Möglichkeit, die Zulassung nach allgemeinem Verwaltungsverfahren und damit nach §§ 48, 49 LVwVfG zu widerrufen oder zurückzunehmen. 40.35

3. Kaltes Delisting

a) Zulässigkeit, Erscheinungsformen und börsenrechtliche Folgen

Die hohen gesellschaftsrechtlichen Anforderungen, die der BGH in seiner „Macrotron“-Entscheidung für das reguläre Delisting aufgestellt hatte (Rz. 40.6), haben dem kalten Delisting (Rz. 40.1) größere Aufmerksamkeit beschert¹¹⁰. Die Neuregelung durch das Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 20.11.2015 (Rz. 40.9) verleiht entsprechenden Überlegungen nach wie vor Relevanz¹¹¹. Insbesondere lässt sich § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG nicht entnehmen, dass ein Delisting nunmehr ausschließlich nach börsenrechtlichen Regeln möglich wäre¹¹². Nach wie vor gilt vielmehr, dass § 39 BörsG gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahmen nicht ausschließt und aus solchen Maßnahmen zwar **ggf. börsenrechtliche Konsequenzen** zu ziehen sind, die freilich nicht in der analogen Anwendung des § 39 Abs. 2 Satz 3, Abs. 3 BörsG bestehen können. 40.36

Die größte praktische Bedeutung kommt dem in §§ 327a ff. AktG geregelten **Squeeze Out** zu¹¹³; seine Einführung durch Gesetz vom 20.12.2001¹¹⁴ hat dazu geführt, dass das reguläre Delisting vor allem für diejenigen Gesellschaften von Interesse sein dürfte, die über einen Streubesitz von über 5 % verfügen und denen deshalb der Weg über §§ 327a ff. AktG versperrt ist¹¹⁵. Gesellschaften mit einem Streubesitz von nicht mehr als 10 % können freilich 40.37

107 Näher *Krämer/Theiß*, AG 2003, 225, 233 f.; *Jaskulla*, WM 2002, 1093, 1095 ff.

108 Zum „provozierten“ Zwangsdelisting s. *Schlitt*, ZIP 2004, 533, 540 mit zutr. Erwägung, den Minderheitsaktionären in einem solchen Fall einen Anspruch auf Abfindung (Rz. 9 ff.) zu gewähren.

109 So zu Recht *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.7 m.w.N.; s. ferner § 47 Abs. 2 BörsO FWB.

110 Dazu aus dem Schrifttum vor „Frosta“ *Funke*, Minderheitenschutz im Aktienrecht beim kalten Delisting, 2005; *Kruse*, Das „kalte“ Delisting, börsennotierter Aktiengesellschaften, 2003; vgl. auch *Pluskat*, BKR 2007, 54 ff.

111 Eingehend zum Folgenden *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.82 ff.; s. ferner OLG Düsseldorf v. 19.11.2015 – I-26 W 4/15, AG 2016, 366 f.: Ungeachtet der „Frosta“-Entscheidung des BGH (Rz. 8) Barabfindung gem. § 29 Abs. 1 Satz 1, 2. Alt. UmwG.

112 *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.83; *Bayer*, NZG 2015, 1169, 1173.

113 Vgl. auch hierzu die Nachweise in Rz. 40.1 Fn. 1.

114 Art. 7 Nr. 2 des Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen, BGBl. I 2001, 3822, 3838.

115 *Krämer/Theiß*, AG 2003, 225, 226.

auch den verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out nach § 62 Abs. 5 UmwG betreiben und hierdurch ein reguläres Delisting vermeiden¹¹⁶. Neben dem Squeeze Out bietet das AktG in seinen §§ 320 ff. zwar die Möglichkeit der **Mehrheitseingliederung** an. Sofern es den Beteiligten nicht um die Begründung einer besonders intensiven Konzernbeziehung, sondern allein um das Ausscheiden der Minderheitsaktionäre geht, kommt ihr allerdings schon deshalb keine praktische Bedeutung mehr zu, weil auch sie eine Beteiligung von mindestens 95 % voraussetzt¹¹⁷, so dass auch die Möglichkeit eines Squeeze Out nach §§ 327a ff. AktG eröffnet ist. Mehrheitseingliederung und Squeeze Out haben zwar das Ausscheiden der Minderheitsaktionäre und den Übergang der Mitgliedschaften auf die Hauptgesellschaft bzw. den Hauptaktionär zur Folge. Hauptgesellschaft und Hauptaktionär können indes die Aktien ohne jede Einschränkung veräußern. Schon deshalb ist für die Annahme, die Zulassung erlösche ipso iure¹¹⁸, kein Raum¹¹⁹. Sobald die Aktien der Hauptgesellschaft oder dem Hauptaktionär ausgehändigt worden sind – bis dahin verbiefen sie nach §§ 320a Satz 2, 327e Abs. 3 Satz 2 AktG den Abfindungsanspruch, was ihrer Handelbarkeit indes nicht entgegensteht –, dürften allerdings regelmäßig die Voraussetzungen für einen Widerruf der Zulassung nach § 39 Abs. 1 BörsG erfüllt sein (Rz. 40.34).

- 40.38 Bei der **übertragenden Auflösung**¹²⁰ verlieren die Aktionäre ihre Mitgliedschaft erst mit Vollbeendigung der aufgelösten und um ihr Unternehmen gebrachten Gesellschaft¹²¹. Bis dahin kommt allenfalls ein Widerruf der Zulassung nach § 39 Abs. 1 BörsG in Betracht. Mit Vollbeendigung tritt dagegen Erlöschen der Zulassung ein; denn von nun an ist ein Handel in Aktien der Gesellschaft aus Rechtsgründen nicht mehr möglich¹²².
- 40.39 Insbesondere bei einem 5 bzw. 10 % übersteigenden Streubesitz (Rz. 40.37 f.) kommen schließlich die **Verschmelzung** auf eine nicht börsennotierte Gesellschaft (gleich welcher Rechtsform) nach §§ 2 ff. UmwG, der **Formwechsel** in eine GmbH oder Personengesellschaft nach §§ 190 ff. UmwG und die **Aufspaltung** auf mehrere nicht börsennotierte Gesellschaften (§§ 123 ff. UmwG) in Betracht¹²³. In allen genannten Fällen erlischt die Zulassung mit Erlöschen des Rechtsträgers, dem sie erteilt wurde, ipso iure¹²⁴.

116 Zu § 62 Abs. 5 UmwG s. OLG Hamburg v. 14.6.2012 – 11 AktG 1/12, AG 2012, 639 = ZIP 2012, 1347; *Kiefner/Brügel*, AG 2011, 525 ff.

117 Vgl. *Habersack* in Emmerich/Habersack, § 319 AktG Rz. 3, § 327a AktG Rz. 9.

118 So *Adolff/Tieves*, BB 2003, 797, 805; *Groß*, ZHR 165 (2001), 141, 150; *de Vries*, Delisting, S. 135.

119 Zutr. *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 39 Rz. 43 f.; differenzierend *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.85.

120 Zu ihr *Henze* in FS Peltzer, 2001, S. 181 ff.; *Henze* in FS Wiedemann, 2002, S. 935, 939 ff.; *Lutter/Drygala*, ZIP 1999, 261 ff.; *Wiedemann*, ZGR 1998, 857 ff.; *Habersack* in Emmerich/Habersack, § 327a AktG Rz. 10 m.w.N. insbesondere zur Frage der Zulässigkeit in Fällen, in denen die Voraussetzungen des § 327a AktG nicht vorliegen.

121 Vgl. *Habersack* in Emmerich/Habersack, § 327a AktG Rz. 10; allgemein zu den Voraussetzungen der Vollbeendigung der AG *Hüffer/Koch*, AktG, § 262 Rz. 23, § 273 Rz. 7 ff.

122 *Adolff/Tieves*, BB 2003, 797, 805; wohl auch *Schlitt*, ZIP 2004, 533, 540, der allerdings von „Auflösung“ spricht.

123 Vgl. OLG Stuttgart v. 22.9.2009 – 20 W 20/06, AG 2010, 42, 46 f. (kein Anspruch auf bare Zuzahlung nach § 15 UmwG bei Verschmelzung auf nicht börsennotierte Gesellschaft); näher *Schwichtenberg*, DStR 2001, 2075, 2076; *de Vries*, Delisting, S. 125 ff.

124 *Groß*, ZHR 165 (2001), 141, 149; *Kleindiek* in FS Bezenberger, 2000, S. 663, 654; *Schlitt*, ZIP 2004, 533, 540.

b) Abfindung der ausgeschiedenen Aktionäre und Bezugsberechtigten

Während die Mitwirkung der Aktionäre in §§ 179a, 262, 319 ff., 327a ff. AktG, §§ 2 ff., 123 ff., 190 ff. UmwG für sämtliche Tatbestände des kalten Delisting vorgeschrieben ist, **fehlt es an einheitlichen Regeln** über die den Minderheitsaktionären geschuldete Abfindung. So schreiben § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG für den Squeeze Out, §§ 29 Abs. 1 Satz 1, 125 Satz 1 UmwG für die Verschmelzung und Aufspaltung auf einen Rechtsträger anderer Rechtsform sowie seit 2007¹²⁵ auch für die Verschmelzung oder Aufspaltung einer börsennotierten AG auf eine nicht börsennotierte AG¹²⁶, §§ 29 Abs. 1 Satz 2, 125 Satz 1 UmwG für die Verschmelzung oder Aufspaltung auf einen Rechtsträger, dessen Anteile vinkuliert sind, und § 207 UmwG für den Formwechsel ein Angebot auf Barabfindung vor. Im Lichte des § 39 Abs. 2 Satz 3 BörsG wird man bei Verschmelzung oder Aufspaltung der bislang börsennotierten AG auf eine nicht börsennotierte AG grundsätzlich auf eine Unternehmensbewertung verzichten und stattdessen eine Barabfindungspflicht nach Maßgabe des gewichteten Durchschnittskurses bejahen können. Zum Bezug von Aktien der bislang börsennotierten Gesellschaft Berechtigte sind gleichfalls abzufinden¹²⁷. 40.40

Für die **Mehrheitseingliederung** begnügt sich § 320b Abs. 1 Satz 2 AktG dagegen grundsätzlich¹²⁸ mit einer Abfindung in Aktien der Hauptgesellschaft. Nach dem Wortlaut der Vorschrift gilt dies auch dann, wenn die Hauptgesellschaft nicht börsennotiert ist. Im Lichte der 2007 erfolgten Ergänzung des § 29 Abs. 1 Satz 1 UmwG erscheint dies nur noch schwer vertretbar. Denn aus Sicht der betroffenen Minderheitsaktionäre macht es keinen Unterschied, ob ihnen der Markt für Aktien ihrer Gesellschaft durch Verschmelzung oder durch Eingliederung der Gesellschaft auf eine nicht börsennotierte Gesellschaft genommen wird. Verlangt das Gesetz für die Verschmelzung eine Abfindung, dann scheint es veranlasst, diese Verpflichtung auch auf die Mehrheitseingliederung auf eine nicht börsennotierte Gesellschaft zu erstrecken; methodisch bietet sich insoweit die analoge Anwendung der § 29 Abs. 1 Satz 1 UmwG, § 320b Abs. 1 Satz 3 AktG an¹²⁹. Die abfindungsberechtigten Aktionäre können dann also zwischen der Abfindung in Aktien der Hauptgesellschaft und der – auf Grundlage des Börsenkurses ermittelten (Rz. 40.40) – Barabfindung wählen. Entsprechendes gilt für zum Bezug von Aktien Berechtigte (Rz. 40.40). 40.41

IV. Delisting von Anleihen und Derivaten

1. Anleihen und Derivate im Allgemeinen

Die Frage eines Delisting kann sich auch für andere Wertpapiere stellen. Auch insoweit ist zwischen dem Delisting von Amts wegen nach § 39 Abs. 1 BörsG und dem Delisting auf 40.42

125 Zweites Gesetz zur Änderung des Umwandlungsgesetzes v. 19.4.2007, BGBl. I 2007, 542; dazu *Simon/Burg*, Der Konzern 2009, 214 ff.

126 Eingehend zu § 29 Abs. 1 Satz 1 UmwG n.F. *Simon/Burg*, Der Konzern 2009, 214 ff.; vor Inkrafttreten des § 29 Abs. 1 Satz 1 UmwG n.F. für analoge Anwendung des § 29 Abs. 1 Satz 2 UmwG OLG Düsseldorf v. 30.12.2004 – 19 W 3/04, ZIP 2005, 300, 301 f. mit Anm. *Pluskat*, EWIR 2005, 275; LG Köln v. 19.12.2003 – 82 O 95/03, ZIP 2004, 220, 221 f.; 1. Aufl., § 28 Rz. 31 m.w.N.

127 Näher *Habersack* in Emmerich/Habersack, § 327b AktG Rz. 7 f. m.w.N.

128 Anderes gilt nach § 320b Abs. 1 Satz 3 AktG für den Fall, dass die Hauptgesellschaft ihrerseits abhängig ist.

129 *Habersack* in Emmerich/Habersack, § 320b AktG Rz. 5 m.w.N.; a.A. *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.87 m.w.N.

Antrag des Emittenten nach § 39 Abs. 2 BörsG zu unterscheiden. Was zunächst das **Delisting von Amts wegen** betrifft, so kommt es namentlich in Fällen in Betracht, in denen der Emittent in Zahlungsschwierigkeiten gerät oder gar insolvent ist; das Delisting zielt dann auf den Schutz der Neuanleger¹³⁰. Die Inhaber der Papiere sehen sich in der Folge zwar sowohl mit der Realisierung des Insolvenzrisikos als auch mit der faktischen Beeinträchtigung der Verkehrsfähigkeit konfrontiert. Sie haben dies indes auch dann hinzunehmen, wenn die Börsenzulassung in den Anleihebedingungen vorgesehen und damit Vertragsbestandteil ist; denn jede Zusicherung der Börsenzulassung steht unter dem selbstverständlichen Vorbehalt eines Zwangsdelistings.

- 40.43 Das reguläre, also auf **Antrag des Emittenten** erfolgende Delisting beurteilt sich nach § 39 Abs. 2 Satz 1, 2 BörsG¹³¹; § 39 Abs. 2 Satz 3, Abs. 3 BörsG findet keine Anwendung. Ein Widerrufsanspruch des Emittenten dürfte praktisch allenfalls insoweit in Betracht kommen, als die Anleihebedingungen einen Rückzug von der Börse erlauben oder aber sämtliche Stücke in der Hand eines oder mehrerer Investoren vereinigt sind und diese sich mit dem Widerruf einverstanden erklärt haben¹³². Stellt der Emittent, ohne dass die genannten Voraussetzungen vorliegen, Antrag auf Widerruf, so dürfte diesem Antrag nicht stattgegeben werden; denn ein vertragswidriges Verhalten läuft in jedem Fall dem Schutz der Anleger zuwider. Gestatten dagegen die Anleihebedingungen den Widerruf, so sind die in Erfüllung des Regelungsauftrags des § 39 Abs. 5 Satz 3 BörsG ergangenen Vorschriften der jeweiligen **Börsenordnung** zu beachten¹³³. Ein Rückkaufangebot des Emittenten ist verfassungsrechtlich in keinem Fall geboten (Rz. 40.7)¹³⁴. Soweit die einschlägige Börsenordnung nur eine Fristenregelung vorsieht (Rz. 40.19), obliegt es deshalb der Geschäftsführung nicht, auf der Abgabe eines Rückkaufangebots zu bestehen.

2. Bezugs- und Umtauschrechte im Besonderen

- 40.44 Das Delisting von Papieren, die Bezugsrechte auf Aktien verbriefen und unter den Wertpapierbegriff des § 2 Abs. 2 WpÜG fallen, beurteilt sich nach § 39 Abs. 2 Satz 3, Abs. 3, 4 BörsG (Rz. 40.13, 40.15 ff.). Seine Ergänzung findet der spezifisch börsenrechtliche Schutz der Bezugsberechtigten in **vertragsrechtlichen Rechtsbehelfen**. So kann die Unfähigkeit, börsennotierte Papiere zu liefern, als Pflichtverletzung anzusehen sein¹³⁵. Auch ist – entsprechend der Rechtslage bei Auflösung der Gesellschaft, auf deren Aktien sich das Bezugs- oder Umtauschrecht bezieht¹³⁶ – ein Recht auf vorzeitige Ausübung des Bezugs- oder Umtauschrechts anzuerkennen¹³⁷.

130 Näher dazu sowie zur Situation bei Insolvenz des Garanten *Siebel*, ZGR 2002, 842, 844 ff.

131 Zum Delisting von an einer Terminbörse gehandelten Derivaten s. *Hammen*, WM 2017, 2133 ff.

132 *Heidelbach* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, § 39 BörsG Rz. 29 ff.

133 *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.20.

134 Dazu *Eckhold* in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, Rz. 61.20.

135 Näher *Siebel*, ZGR 2002, 842, 852 f.; *Schlitt/Seiler/Singhof*, AG 2003, 254, 268.

136 *Habersack* in MünchKomm. AktG, § 221 Rz. 315 m.w.N.

137 *Habersack* in MünchKomm. AktG, § 221 Rz. 315 m.w.N.; *Casper*, Der Optionsvertrag, 2005, S. 356 ff.