

An das

Bundesministerium der Finanzen
z. Hd. Dr. Franziska Melcher
Wilhelmstraße 97
10117 Berlin

Geschäftszeichen: VII B 1 - WK 2000/24/10001 :010

Dokument: 2024/0622105

per E-Mail an:

- ZuFinG@bmf.bund.de
- nkr@bmj.bund.de

Verbändeanhörung

Stellungnahme zum Referentenentwurf eines Zweiten Zukunftsfinanzierungsgesetzes (ZuFinG II)

13. September 2024

Impressum

*Initiative Minderheitsaktionäre e.V.
Leipziger Platz 9
10117 Berlin*

info@initiative-minderheitsaktionaeere.org

Vorbemerkung

Mit Schreiben vom 27. August 2024 hat uns das Bundesministerium der Finanzen den Referentenentwurf eines zweiten Zukunftsfinanzierungsgesetzes (ZuFinG II) mit der Bitte um Stellungnahme vorgelegt. Dieser Bitte kommen wir gerne nach. Die Initiative Minderheitsaktionäre konzentriert sich nachfolgend auf die Punkte, die für Minderheitsaktionäre unmittelbar oder mittelbar relevant sind.

I. Einführung

Die Initiative Minderheitsaktionäre begrüßt, dass der Gesetzgeber aufbauend auf das Zukunftsfinanzierungsgesetz die Wettbewerbsfähigkeit und die Attraktivität des Finanzstandortes Deutschland weiter stärken möchte. Der vom ZuFinG II gesetzte Fokus auf Finanzierungsoptionen für „junge, dynamische Unternehmen“ sowie zur Förderung des Fondsmarktes und des Venture-Capital-Ökosystems erscheint sinnvoll. Eine Förderung des Kapitalmarktzugangs, beispielsweise durch die Ermöglichung englischsprachiger Prospekte oder der Einführung von Aktien mit einem Nennwert von einem Eurocent (fälschlich oft als Penny Stocks bezeichnet), soll die Aktienkultur weiter fördern und insbesondere den IPO-Markt als Exit-Kanal für Venture Capital weiter stärken. Wenngleich gegen diese Maßnahmen keine Bedenken bestehen, bleibt abzuwarten, ob sich insbesondere die „Cent-Aktie“ etablieren wird.

Kritikwürdig sind die überarbeiteten Regelungen zum Delisting. Das angebotsfreie Downlisting in KMU-Wachstumsmärkte steht dem Anlegerschutz entgegen. Denn bei KMU-Wachstumsmärkten handelt es sich letztlich um ein Segment des Freiverkehrs (vgl. § 48a BörsG). Der Gesetzgeber hat jedoch bewusst und aus gutem Grund den Segmentwechsel in den Freiverkehr mit dem Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie einem Delisting-Angebot unterworfen, da im Freiverkehr zumindest eine Beeinträchtigung von Veräußerungschancen zu besorgen ist. Dies gilt bis heute unabhängig davon, ob ein Freiverkehrs-Qualitätssegment vorliegt.

Auch die vorgesehenen Mindestpreisregelungen für das Delisting sind zu verbessern. Zwar ist die geplante Erweiterung des SpruchG für die Überprüfung der Angemessenheit der Höhe der Gegenleistung beim Delisting auf Antrag des Emittenten zu begrüßen. Die vom Gesetzgeber beabsichtigten Ausnahmen und Filterkriterien lassen jedoch zu viel Raum für missbräuchliches Vorgehen. Beispiele aus den letzten Jahren haben gezeigt, dass die auch im Referentenentwurf erneut vorgesehenen Regeln zu starr sind, um Gerichten die Möglichkeit zu geben, gegen Missbräuche effektiv einzuschreiten.

II. Delisting

Unzureichend und kontraproduktiv sind die vorgeschlagenen Änderungen zum Delisting.

Es ist bereits fraglich, ob die Annahme einer in jedem Fall gebundenen Entscheidung der Börse

bei einem Antrag des Emittenten auf Widerruf der Zulassung („Delisting-Antrag“) die richtige Herangehensweise ist. Bereits heute wird die Vorschrift als ermessenslenkend verstanden. Liegen die Voraussetzungen eines Eigenantrags vor, wird die Börse diesem in aller Regel stattgeben. Der Initiative Minderheitsaktionäre sind keine Fälle bekannt, in denen eine Börse einen Delisting-Antrag unter Verweis auf beispielsweise eigene Handelsinteressen der Börse abgelehnt hätte. Warum der Börse aber verwehrt sein soll, selbst in absoluten Ausnahmesituationen, die einen besonderen Anlegerschutz erfordern, eine zumindest zeitlich beschränkte Fortführung des Handels ausnahmsweise zu fordern, kann nicht nachvollzogen werden.

Notwendig wäre vielmehr eine Stärkung des Rechtsschutzes der Minderheitsaktionäre gegen den Vollzug eines rechtswidrigen Delistings. Denn nach der aktuellen Rechtsprechung der hessischen Verwaltungsgerichte soll ein Aktionär unter Verweis auf § 39 Abs. 6 BörsG in einem Widerspruchsverfahren bzw. in einem Verfahren des einstweiligen Rechtsschutzes nicht geltend machen können, die Anforderungen von § 39 Abs. 3 – d.h. die gesetzlichen Mindestanforderungen an ein Delisting-Erwerbsangebot – seien nicht erfüllt.¹ Mit anderen Worten: Der Minderheitsaktionär muss selbst eine rechtswidrige Maßnahme dulden und ist auf eine hypothetische Liquidation seines Schadens verwiesen. Warum der Aktionär aber beim Schutz seiner Rechte schlechter gestellt sein soll als ein Bürger im Staatshaftungsrecht, kann nicht nachvollzogen werden. Das Delisting erfolgt in aller Regel als privatnützige Maßnahme im Interesse des Großaktionärs. Jeder Aktionär sollte erwarten dürfen, dass diese zumindest gesetzeskonform erfolgt und eine Gesetzeskonformität auch gerichtlich eingefordert werden kann.

Zu den Einzelpunkten der Regelung:

1. Die Gegenleistung

Der Referentenentwurf geht unverändert davon aus, dass (abgesehen von absoluten Ausnahmefällen) ein Erwerbsangebot mit einer nach den Regeln des WpÜG zu bestimmenden Gegenleistung zu unterbreiten ist.² Allerdings soll für die Bestimmung des mindestens anzubietenden Betrags der volumengewichtete Durchschnittskurs über 6 Monate und nicht über 3 Monate maßgeblich sein. Anlässlich der Einführung von § 39 BörsG im Jahr 2015 sprach man insofern von einer „*kapitalmarktrechtlichen Lösung*“. Diese verstand sich als Gegensatz zu einer „*gesellschaftsrechtlichen Lösung*“, die entsprechend den Grundsätzen der früheren Macroton-Rechtsprechung des BGH einen zustimmenden Hauptversammlungsbeschluss und ein Erwerbsangebot basierend auf einer IDW S1-Bewertung der Gesellschaft (oder deren Börsenkurs, falls höher) zum Inhalt hatte.

Zum einen hat sich diese starre kapitalmarktrechtliche Lösung nicht bewährt, zum anderen hat sich auch die Rechtsprechung weiterentwickelt, so dass gegenwärtig die vermeintlich unauflösbaren Gegensätze zwischen den früheren Alternativen nicht mehr existieren.

¹ Hessischer Verwaltungsgerichtshof, 6 B 2656/20, S. 9.

² RefE, S.49.

Eines der Negativbeispiele, die exemplarisch die Missbrauchsanfälligkeit der starren „kapitalmarktrechtlichen Lösung“ aufzeigt, ist das Delisting der Rocket Internet SE. Professor Koch sprach zutreffend von einem „Delisting zu Schleuderpreisen“ und wies auf die Manipulationsgefährdung einer starren Regelung hin.³ Im Ergebnis führte dieses Delisting zu einer evidenten Bereicherung der Mehrheitsaktionäre (deren Anteile im Wert stiegen) auf Kosten der Gesellschaft (die die Gegenleistung zahlte) und der Minderheitsaktionäre (die eine zu geringe Gegenleistung erhielten).

Schon im Ansatz kann hinterfragt werden, ob der Verweis auf die Regelungen des WpÜG sich als sachgerecht erwiesen hat. Denn mit einer potentiell erfolgreichen Übernahme wird ein außenstehender Aktionär in seinen Rechten nicht betroffen. Er muss nur abwägen, ob er Gesellschafter eines Unternehmens mit dem Übernehmer als Hauptaktionär bleiben will oder die damit verbundenen Risiken scheut. Bei einem Delisting ist dies anders. Es kann dahinstehen, ob die Turbulenzen nach der Frosta-Entscheidung des BGH⁴ gezeigt haben, dass (in Übereinstimmung mit den Aussagen des BVerfG)⁵ ein Delisting doch regelmäßig in die Rechte von Aktionären eingreift. Jedenfalls wird niemand bestreiten können, dass als Folge eines Delistings regelmäßig eine rapide abnehmende Liquidität der Aktie zu beobachten war. Ein Beispiel hierfür ist das Delisting der Telefonica Deutschland AG, das mit Wirkung zum 18. April 2024 erfolgte. Das wöchentliche Transaktionsvolumen betrug in den Monaten vor dem Delisting durchschnittlich mehr als 10 Millionen Aktien. Seit dem Delisting ist die Liquidität der Aktie um ca. 97% eingebrochen. Ein ähnliches Bild (Rückgang der Liquidität um ca. 90%) zeigte sich u.a. nach dem Delisting der GK Software SE. Der Minderheitsaktionär sieht sich also vor die Frage gestellt, ob er das Erwerbsangebot zu dem angebotenen Preis annimmt oder aber das substantielle Risiko eingeht, seine Aktien nicht mehr oder nur mit einem großen Abschlag am Markt verkaufen zu können. Ein Delisting hat damit faktisch einem Squeeze-Out ähnliche Wirkungen. Für OGAW-Fonds, in denen gerade viele Kleinaktionäre investieren und die ein erhöhtes Schutzniveau aufweisen, steht ein Delisting einem Squeeze-Out sogar praktisch gleich. Denn der OGAW-Fonds darf die delisteten Wertpapiere nicht länger halten und ist gezwungen, diese zu verkaufen.⁶

Vor diesem Hintergrund sollte im Einzelfall jedenfalls gerichtlich umfassend überprüfbar sein, ob ein Erwerbsangebot zum Börsenkurs dem vom Gesetzgeber gewollten Anlegerschutz gerecht wird.

Auf der anderen Seite besteht die vom historischen Gesetzgeber im Jahr 2015 noch angenommene Gleichsetzung einer angemessenen Abfindung (z.B. bei einem Squeeze-Out) mit einer Unternehmensbewertung nach den Grundsätzen des Standards IDW S1⁷ so nicht mehr. Der BGH hat vielmehr in seiner WCM-Entscheidung⁸ ausdrücklich erklärt, dass auch bei der Bestimmung einer angemessenen Abfindung der Börsenkurs eines Unternehmens eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts und des Werts der Beteiligung des außenstehenden Aktionärs sein können. Dieses Verständnis wurde in der in diesem Jahr

³ Koch, AG 2021, S. 258.

⁴ BGH NJW 2014, 146.

⁵ BVerfG NZG 2016, 61.

⁶ § 193 KAGB.

⁷ BT-Drucksache 18/6220, S. 84.

⁸ BGH NJW 2023, 2114.

ergangenen Kabel-Deutschland-Entscheidung⁹ nochmals bestätigt. Diese Methode begegne nur dort Bedenken, wo sie aufgrund der Umstände des Einzelfalls ungeeignet sei. Ob dies (nicht) der Fall ist, müsse vom Gericht untersucht und begründet werden. Mit anderen Worten: Auch bei einer angemessenen Abfindung kann nach der Rechtsprechung mittlerweile regelmäßig der Börsenkurs als Bewertungsmethode herangezogen werden. Ein gesetzlicher Verweis auf eine angemessene Abfindung (anstelle der starren Bestimmungen des Referentenentwurfs zur Mindestgegenleistung und zu sonstigen Ausnahmen) vermeidet aber die Missbrauchsanfälligkeit der gegenwärtigen und vom Referentenentwurf vorgeschlagenen Lösung. Sie würde den Gerichten vielmehr gerade den Spielraum eröffnen, solchen Missbräuchen nachzugehen.

2. Ausnahmen vom Delisting-Angebot

Der Referentenentwurf führt zwei weitere Ausnahmen vom Delisting-Angebot ein: Bei Insolvenz des Emittenten sowie wenn die Wertpapiere weiterhin zum Handel an bestimmten KMU-Wachstumsmärkten einbezogen sind.

Während die Begründung der Ausnahme vom Delisting-Angebot bei Insolvenz des Emittenten nachvollziehbar ist und im Einklang mit der insolvenzrechtlichen Stellung des Aktionärs als Eigentümer der Gesellschaft steht, geht die vorgeschlagene Ausnahme des § 39 Abs. 2 Satz 2 Nr. 3 BörsG-E, wonach ein Delisting-Angebot nicht zu unterbreiten ist, wenn eine Notierung im Segment KMU-Wachstumsmarkt fortbesteht, zu weit.

Der Gesetzgeber hat bereits im Jahr 2015 mit dem Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie¹⁰ das Delisting-Angebot auch für einen Wechsel in den Freiverkehr gesetzlich verankert. Zutreffend hat der Gesetzgeber das Risiko erkannt, dass der Wechsel – auch in den qualifizierten – Freiverkehr zumindest eine Beeinträchtigung der Veräußerungschancen bedeutet.¹¹ Der Gesetzgeber sah eine gesetzliche Verbesserung des Anlegerschutzes beim Widerruf der Zulassung eines Wertpapiers zum Handel am regulierten Markt als erforderlich an¹², unabhängig davon, ob eine Notierung in einem Qualitätssegment des Freiverkehrs aufrechterhalten blieb.¹³

Im Rahmen des ZuFinG II geht der Referentenentwurf davon aus, dass im Falle einer bestehenden Notierung in KMU-Wachstumsmärkten ein Erwerbsangebot aus Anlegerschutzgesichtspunkten nicht erforderlich sei und begründet dies mit einem Regulierungsniveau, das regulierten Märkten bereits stark angeglichen sei und davon auszugehen sei, dass über den Markt weiterhin ausreichender Handel gewährleistet sei.¹⁴ Diese Annahme scheint jedenfalls auf den ersten Blick empirisch nicht belegt zu sein. Der Unterschied zwischen einem KMU-Wachstumsmarkt und einem qualifizierten Freiverkehrssegment wirkt aus Anlagersicht nicht relevant. Das Handelsvolumen von KMU-

⁹ BGH NZG 2024, 935.

¹⁰ BT-Drs. 18/6220.

¹¹ BT-Drs. 18/6220, S. 84.

¹² BT-Drs. 18/6220, S. 84.

¹³ Vgl. Schwark/Zimmer/Heidelberg BörsG § 39 Rn. 18.

¹⁴ Referentenentwurf ZuFinG II, S. 147.

Wachstumsmarkttiteln erscheint jedenfalls zum jetzigen Zeitpunkt nicht als gesichert ausreichend, um eine Desinvestition zu garantieren. Vor diesem Hintergrund erscheint es aus Anlegerschutzgesichtspunkten geboten, ein Delisting-Angebot auch im Falle des Downlistings aufrecht zu erhalten. Mit Blick auf den Streit in der Literatur, ob ein anderer organisierter Markt eine staatliche Zulassung durch die BaFin benötigen würde, bleibt auch unklar, ob OGAW-Fonds überhaupt in an ausschließlich an KMU-Wachstumsmärkten notierte Wertpapiere investieren dürften.

Dass der Referentenentwurf Umgehungsmöglichkeiten schließt, indem der Börsenträger für den Fall, dass der Emittent die Einbeziehung von Wertpapieren zum Handel an dem KMU-Wachstumsmarkt kündigt, „den § 39 Abs. 2 bis 6 entsprechende Vorschriften“ vorsehen muss¹⁵, ist zwar zu begrüßen. Es bleiben aber eklatante Rechtsschutzlücken. Zum einen fehlen gesetzliche Anspruchsgrundlagen für eine angemessene Gegenleistung, zum anderen bleiben die Umsetzungsmöglichkeiten vertraglicher Ansprüche offen. Dass auch hier das Spruchverfahren eröffnet ist und etwaige Regelungen in den Geschäftsbedingungen der KMU-Wachstumsmärkte eine unmittelbare Schutzwirkung zugunsten Dritter haben, bedarf der weiteren Klarstellung.

3. Ausnahmen vom Börsenkurs bei Gegenleistung

Die vorgeschlagenen Rückausnahmen, bei deren Vorliegen sich auch nach dem Referentenentwurf die Gegenleistung nicht an dem Börsenkurs orientieren soll, sind zu eng. Zwar stellen anders als bisher ein Verstoß gegen die Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht und ein Verstoß gegen das Verbot der Marktmanipulation nur noch Regelbeispiele einer Ungeeignetheit des Börsenkurses dar.¹⁶ Nach aktuellem Recht sind es die einzigen beiden anerkannten Fallgruppen. Da Regelbeispielen eine indizielle Rolle zukommt, erscheint es aber nur schwer vorstellbar, welche alternativen Gründe einer Ungeeignetheit angenommen werden könne, denen eine ähnliche Schwere des Verstoßes zukommt wie den im Entwurf genannten Regelbeispielen. Hinzu kommt eine Verschiebung der Beweislast. Nach bisherigem Recht ist beim Vorliegen eines Verstoßes gegen die Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht oder gegen das Verbot der Marktmanipulation die Notwendigkeit einer Unternehmensbewertung die automatische Folge. Dies gilt nur dann nicht, wenn diese Verstöße nur unwesentliche Auswirkungen auf den Durchschnittskurs haben. Die Beweislast hierfür trägt der Bieter. Ausweislich der Gesetzesbegründung hatte der Bieter nachzuweisen, dass ein Verstoß nur unwesentliche Auswirkungen hatte und deshalb (ausnahmsweise) ohne Konsequenzen bleiben konnte.¹⁷ Nach dem Entwurf wird diese Beweislast auf den Antragsteller verschoben. Denn nun ist kumulative Bedingung des Regelbeispiels, dass entweder ein Verstoß gegen die Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht oder gegen das Verbot der Marktmanipulation vorliegt und sich diese Verstöße auf den Durchschnittskurs wesentlich ausgewirkt haben. Letzteres wird für den außenstehenden Aktionär praktisch nie nachweisbar sein. Die Rückausnahme wird damit selbst in Fällen von Verstößen gegen die Ad-hoc-Veröffentlichungspflicht oder gegen das Verbot der Marktmanipulation regelmäßig leerlaufen. Diese im Entwurf aufgenommene Privilegierung durch Beweislastumkehr macht auch rechtspolitisch keinen Sinn. Bei beiden

¹⁵ Referentenentwurf, S. 50.

¹⁶ Referentenentwurf, S. 147.

¹⁷ BT-Drs. 18/6220, S. 85.

Verstößen handelt es sich um schwere Delikte. Solche Handlungen bedürfen der Ahndung, aber nicht der Privilegierung. Der Täter sollte nicht einen vom Gesetz gebilligten Vorteil aus solchen Handlungen erlangen dürfen.

4. Filterkriterien

Neben den Rückausnahmen lässt der Entwurf die Filterkriterien für eine etwaige Ungeeignetheit des Börsenkurses unverändert. Es soll weiterhin genügen, wenn gerade einmal an einem Drittel aller Börsentage überhaupt Börsenkurse festgestellt wurden und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um höchstens 5 Prozent voneinander abweichen. Die Filterkriterien folgen dabei nach wie vor § 5 Absatz 4 der WpÜG-AngVO.

Diese Filterkriterien sind nicht hinreichend. Wie dargestellt, sind die Schutzbedürfnisse des Minderheitsaktionärs bei einem Delisting höher als bei einer Übernahme. Auch die Gerichte setzen bei der Überprüfung der Relevanz des Börsenkurses höhere Anforderungen. Hier werden neben Informationsdefiziten und Kursmanipulationen unter anderem absolute und relative Handelsvolumina, Bid-Ask-Spreads oder die Höhe des Streubesitzes analysiert.¹⁸ Eine hinreichende Belastbarkeit des Börsenkurses ist auch für dessen Relevanz bei der Bestimmung des Mindestpreises für ein Delisting zu fordern. Die hierfür erforderlichen Kriterien sollten im Interesse der Einheit der Rechtsordnung und ihrer kontinuierlichen Weiterentwicklung der Rechtsprechung überlassen bleiben.

5. Zum Spruchverfahren

Es ist zu begrüßen, dass die Überprüfung der angebotenen Gegenleistung nunmehr im Spruchverfahren erfolgen soll. Die bisherige Rechtslage war schon insoweit unbefriedigend, als selbst im Fall der Ungeeignetheit des Börsenkurses der Minderheitsaktionär eine genau bezifferte Leistungsklage über einen bestimmten Mehrbetrag hätte erheben müssen¹⁹ – ein Ding der Unmöglichkeit bei bewertungsrelevanten Sachverhalten. Übersehen hat der Entwurf aber offenbar, § 1 Abs. 1 Nr. 3 KapMuG entsprechend zu ändern. Eine parallele Durchführung eines Spruch- und eines Musterverfahrens ist sicherlich nicht angedacht.

Zu begrüßen ist auch die mit dem Spruchverfahren bewirkte Einheitlichkeit der Entscheidung und die damit einhergehende erga-omnes-Wirkung für alle Minderheitsaktionäre, die das Delisting-Angebot angenommen haben. Der Entwurf lässt jedoch eine begleitende Zinsregelung vermissen. Ein Unterlassen einer Verzinsung würde einen Anreiz für den Bieter darstellen, den Abschluss des Spruchverfahrens möglichst zu verzögern, um sich so selbst zu bereichern. Sie würde den ein Delisting-Angebot annehmenden Minderheitsaktionär auch ohne Sachgrund schlechter behandeln als Minderheitsaktionäre bei anderen Strukturmaßnahmen. Nicht zuletzt mit Blick auf die regelmäßige lange Dauer auch ordentlich geführter Spruchverfahren würde eine Nichtverzinsung einer später gerichtlich bestimmten Erhöhung eine ungerechtfertigte Bereicherung des Bieters darstellen.

¹⁸ Vgl. bspw. OLG Frankfurt NZG 2021, 979.

¹⁹ BGH AG 2020, 124.

6. Fakultativer Schutz

Es verwundert, warum der Entwurf (anders als bei der Senkung des Mindestnennbetrags auf einen Cent) keine Öffnungsklausel in der Satzung ermöglicht.

Noch unter der Geltung der Macroton-Rechtsprechung hatten einige Aktiengesellschaften ihre Satzungen dahingehend ergänzt, dass für ein Delisting ein Hauptversammlungsbeschluss und ein Erwerbsangebot auf der Grundlage einer Unternehmensbewertung erforderlich sein sollte.²⁰

Zu Recht wird heute ausgeführt, dass ohne gesetzliche Grundlage eine Zuständigkeit der Hauptversammlung für ein solches Zustimmungserfordernis nicht durch Satzungsänderung geschaffen werden könne.²¹ Umstritten ist, ob durch die Satzung ein höherer als der gesetzlich geforderte Mindestpreis festgelegt werden kann.²² Die Reform sollte zum Anlass genommen werden, den Aktiengesellschaften diese Optionen rechtssicher zu gewähren. Es wird sich dann am Markt zeigen, ob und wie diese umgesetzt und welche Werteffekte solche zusätzlichen Schutzmechanismen mit sich führen.

III. Formulierungsvorschlag

Die Initiative Minderheitsaktionäre schlägt vor dem Hintergrund der vorherigen Ausführungen vor, die Regelungen zum Delisting in § 39 BörsG wie folgt neu zu fassen:

Artikel 21

[...]

4. § 39 wird wie folgt geändert:

- a) Die Absätze 2 und 3 werden wie folgt neu gefasst:
- 2) Die Geschäftsführung soll die Zulassung im Sinne des Absatzes 1 auch auf Antrag des Emittenten widerrufen. Der Widerruf darf nicht dem Schutz der Anleger widersprechen. Bei Wertpapieren im Sinne des § 2 Absatz 2 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes ist ein Widerruf nur zulässig, wenn
 1. bei Antragstellung unter Hinweis auf den Antrag eine Unterlage über ein Angebot zum Erwerb aller Wertpapiere, die Gegenstand des Antrags sind, nach den Vorschriften des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes veröffentlicht wurde oder
 2. die Wertpapiere weiterhin zugelassen sind

²⁰ Vgl. bspw. § 4 Abs. 8 der Satzung a.F. der GK Software AG.

²¹ Kubis, in: MüKo AktG, 5. Auflage (2022), § 119 Rn. 96.

²² Vgl. zur Diskussion Scholz, BB 2015, 2248.

- a) an einer anderen inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt oder
 - b) in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zum Handel an einem organisierten Markt, sofern für einen Widerruf der Zulassung zum Handel an diesem Markt Nummer 1 entsprechende Voraussetzungen gelten, oder
3. über das Vermögen des Emittenten das Insolvenzverfahren eröffnet wurde.

(3) Im Fall des Absatzes 2 Satz 3 Nummer 1 darf das Angebot nicht von Bedingungen abhängig gemacht werden. Auf die Angebotsunterlage ist § 11 des Wertpapier- und Übernahmegesetzes mit der Maßgabe entsprechend anzuwenden, dass diese keine Angaben nach Absatz 2 Satz 2 Nummer 5 zu enthalten hat. Die Angebotsunterlage muss den Erwerb der Wertpapiere nach Absatzes 2 Satz 3 Nummer 1 gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung vorsehen. Diese muss die Verhältnisse der Gesellschaft berücksichtigen. Die Barabfindung ist von dem Vollzug des Erwerbsangebots an mit jährlich 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz nach § 247 des Bürgerlichen Gesetzbuchs zu verzinsen; die Geltendmachung eines weiteren Schadens ist nicht ausgeschlossen.

b) In Absatz 5 Satz 3 werden die Wörter „den Widerruf“ durch die Wörter „das Widerrufsverfahren“ ersetzt.

c) Absatz 6 wird wie folgt neu gefasst:

Der Widerspruch kann nicht darauf gestützt werden, dass die Barabfindung nicht angemessen ist. Ist die Barabfindung nicht angemessen, so hat das in § 2 des Spruchverfahrensgesetzes bestimmte Gericht auf Antrag die angemessene Barabfindung zu bestimmen. Ist ein Antrag auf Bestimmung einer angemessenen Abfindung gestellt worden, so endet die Frist zum Erwerb aller Wertpapiere nach Absatz 2 Satz 3 Nummer 1 frühestens zwei Monate nach dem Tag, an dem die Entscheidung über den zuletzt beschiedenen Antrag im Bundesanzeiger bekanntgemacht worden ist.

d) Absatz 7 wird wie folgt neu eingeführt:

Die Satzung der Emittentin kann weitergehende Anforderungen an die Zulässigkeit eines Antrags nach Absatz 2 Satz 3 Nummer 1 wie die Zustimmung der Hauptversammlung oder anderer Organe der Emittentin oder die Bestimmung eines zusätzlichen Mindestpreises stellen.

IV. Zusammenfassung

Das Zukunftsfinanzierungsgesetz setzt an vielen Stellen richtige Akzente. Bei der Neugestaltung der Regelungen zum Delisting springt es aber nicht nur zu kurz, sondern verschlechtert die derzeitige Rechtslage sogar zum Nachteil des Minderheitsaktionärs.

Die Initiative Minderheitsaktionäre

Die Initiative Minderheitsaktionäre e.V. wurde 2016 von unabhängigen Anlegern gegründet. Von ihrem Sitz in der Hauptstadt Berlin aus betreibt die Initiative eine Kommunikationsplattform für Informationen rund um die sozialpolitische Funktion der Aktienanlage. Wir wirken auf die Verbesserung der Aktionärsrechte in der Rechts- und Wirtschaftspolitik hin, insbesondere dort, wo Minderheitsrechte über Jahre abgebaut worden sind. Wir möchten einen Dialog mit dem Gesetzgeber, der Justiz, den juristischen Fakultäten, den Medien sowie mit anderen interessierten Zielgruppen darüber führen, wie die Rechte der Anleger wieder gestärkt werden können.

Initiative Minderheitsaktionäre e.V.
Leipziger Platz 9
10117 Berlin
Tel: 030 - 4502 5560
Email: info@initiative-minderheitsaktionaere.org

Vertreten durch:
Robert Peres