

Deutsche
Schutzvereinigung für
Wertpapierbesitz e.V.

Postfach 35 01 63
D-40443 Düsseldorf

DSW e.V. Postfach 35 01 63 D-40443 Düsseldorf

Deutscher Bundestag
Finanzausschuss
Die Vorsitzende
Frau Ingrid Arndt-Brauer, MdB
Platz der Republik

11011 Berlin

per Email: finanzausschuss@bundestag.de



Düsseldorf, den 03. September 2015

**Öffentliche Anhörung zu dem Gesetzesentwurf der
Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der
Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie“
BT-Drucksache 18/5010
hier: Stellungnahme der Deutsche Schutzvereinigung für
Wertpapierbesitz e.V. (DSW)**

Sehr verehrte Frau Arndt-Brauer,

die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) bedankt sich für die Einladung zur öffentlichen Anhörung zu dem Gesetzesentwurf der Bundesregierung zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie am 07. September 2015.

Zugleich danken wir Ihnen für die Möglichkeit, dass wir als Deutschlands älteste und mitgliederstärkste Anlegervereinigung bereits im Vorfeld zu einzelnen Aspekten Stellung beziehen können.

Bei dem Aufbau unserer Stellungnahme haben wir das Ziel verfolgt, unsere Hinweise und Verbesserungsvorschläge in wenige Themenblöcke einzuordnen, was hoffentlich unsere Sichtweise direkter zu vermitteln mag. Insofern haben wir uns auch nur auf die aus unserer Sicht wichtigen Aspekte konzentriert. Dies sind:

1. Neuregelung der Meldefristen für Stimmrechtsmitteilungen
2. Sanktionsregime bei fehlerhaften oder unterbliebenen Stimmrechtsmitteilungen
3. Quartalsberichterstattung und Fristenregelung für Halbjahresberichte
4. Neuregelung des Delisting

Postanschrift:

Postfach 35 01 63
40443 Düsseldorf

Büroanschrift:

Peter-Müller-Straße 14
D-40468 Düsseldorf
Telefon 0211/6697-02
Telefax 0211/6697-60
Internet:
www.dsw-info.de
e-mail:
dsw@dsw-info.de

Präsident:
Ulrich Hocker
Vizepräsidenten:
Daniela Bergdolt
Klaus Nieding
Geschäftsführung:
Marc Tüngler
Jella S. Benner-Heinacher
Thomas Hechtfisher

Bankverbindung:
Postbank Essen
BLZ 360 100 43
Konto 68994430

Wir haben uns bemüht, in Teil 4 den erst unter dem 1. September 2015 vorgestellten informellen Änderungsantrag hinsichtlich einer Regelung des Delisting intensiv zu würdigen.

Wir hätten uns sehr gefreut, wenn dieses doch sehr einschneidende und für alle Beteiligten wichtige Thema nicht erst so kurzfristig vor Ablauf der Stellungnahmefrist eingebracht worden wäre. Dies gilt hier ganz besonders, da die vorgeschlagene Regelung unserer Ansicht nach sogar eine Verschlechterung der derzeitigen, gesetzlich nicht regulierten Situation darstellt.

Bereits an dieser Stelle möchten wir unterstreichen, dass die vorgeschlagene Regelung zum Delisting für die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz keinen gangbaren Weg darstellt, um einen Interessenausgleich sachgerecht herzustellen. Dazu folgen weitere Ausführungen in Teil 4 unserer Stellungnahme.

Folgende Hinweise möchten wir zu den einzelnen Regelungsvorschlägen vortragen:



1. Neuregelung der Meldefristen für Stimmrechtsmitteilungen

Die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz begrüßt grundsätzlich ein höchstmögliches Transparenzniveau bei der Offenlegung der Beteiligungsverhältnisse über die verschärfte Normierung von Stimmrechtsmitteilungen.

Wir erkennen sicher auch den Mehrwert, wenn – wie im Entwurf vorgesehen – nicht erst auf die Erfüllung, sondern bereits auf das Kausalgeschäft der Transaktion abgestellt wird. Dies gilt sicherlich erst recht, wenn die Bedingungen für einen Übergang der Stimmrechte alleine von dem Erwerber bestimmt werden bzw. der Übergang allein von ihm ausgelöst werden kann.

Die DSW fragt sich jedoch zugleich, ob darüber hinaus ein regelmäßiges Abstellen auf das schuldrechtliche Kausalgeschäft immer der richtige Anknüpfungspunkt ist.

Die in dem Regierungsentwurf als Begründung angeführte Harmonisierung der entsprechenden Regelung im europäischen Raum ist insofern differenziert zu betrachten, da das Abstraktionsprinzip nicht allen Rechtssystemen bekannt ist.

Zudem geben wir zu bedenken, dass durch die Anknüpfung der Meldepflicht an das Kausalgeschäft die im deutschen System bestehende Harmonie mit übernahmerechtlichen Meldepflichten durchbrochen wird. Hier könnte es zu Mehrfachmeldungen aufgrund des gleichen Sachverhaltes kommen, was den Markt eher irritieren sollte. Dies gilt es zu vermeiden.

2. Sanktionsregime bei fehlerhaften oder unterbliebenen Stimmrechtsmitteilungen

Auch das Sanktionsregime bei fehlerhaften oder unterbliebenen Stimmrechtsmitteilungen soll neu geregelt werden.

Grundsätzlich ist die DSW der Ansicht, dass entsprechende Meldepflichten nur dann ihre Wirkung voll werden entfalten können, wenn auch das Sanktionsregime entsprechend nachhaltig ausgestaltet ist.

Hinsichtlich der Wirkung der Sanktionen vertreten wir grundsätzlich den Ansatz, dass diese immer auch nur die Adresse treffen sollten, die fehlerhaft oder gar nicht ihrer Mitteilungspflicht nachgekommen ist.

Vor diesem Hintergrund sollte die Drittwirkung des Sanktionsregimes nochmals genauer untersucht werden und insbesondere geklärt werden, ob wirklich immer nur derjenige von den Sanktionen getroffen wird, der sich pflichtwidrig verhält.

So sind durchaus Fallkonstellationen denkbar, bei denen Sanktionen gegenüber natürlichen oder juristischen Personen wirken, die ihrerseits den Meldepflichten vollständig nachgekommen sind. Das aktuelle System hinsichtlich der Meldepflichten stellt auf die Aktie als Anknüpfungspunkt ab. Gegebenenfalls sollten hier Regelungen getroffen werden, die mehr oder ausschließlich den Meldepflichtigen im Fokus haben und nicht das Wertpapier.

Eine weitere Drittwirkung tritt bei der Verletzung von Meldepflichten unter Umständen bei der Emittentin von Aktien und damit den börsennotierten Aktiengesellschaften auf.

Die Flut an Stimmrechtsmitteilungen in den letzten Jahren hat dazu geführt, dass auch auf Hauptversammlungen die Frage diskutiert wird, ob jeder Aktionär, der auf der Hauptversammlung sein Stimmrecht ausübt, auch tatsächlich dazu berechtigt ist. Diese Fragen werden deutlich lauter gestellt werden, wenn nunmehr gemäß dem vorliegenden Gesetzesentwurf auch eine Strahlwirkung aus nur teilweise falsch gemeldeten Beständen normiert wird.

Hier ergeben sich erhebliche Risiken für die Emittenten der Wertpapiere, die sie unmittelbar ins Mark treffen können, ohne dass sie eine Kontrolle gegenüber ihren meldepflichtigen Aktionären ausüben oder aber überhaupt ein System implementieren könnten, die Veränderung von Stimmrechten eigenständig zu überwachen.

Die Anfechtungsgefahr würde also durch die Neuregelung nochmals deutlich ansteigen. Dies empfinden wir nicht als ausgewogen, da damit auch die Interessen der von Meldepflichten befreiten oder aber ihren Meldepflichten nachgekommenen Aktionären erheblich beeinträchtigt werden können. Die Folgen der Sanktionen gegenüber einem pflichtwidrig handelnden Aktionär würden also das gesamte Unternehmen und vor allem auch die ordnungsgemäß handelnden Aktionäre treffen.

Die Einschränkung des Anfechtungsrechts würde hier zunächst auf der Hand liegen. Würde man dieses jedoch pauschal ausschließen, würde man damit auch zugleich die Möglichkeit eröffnen, dass Beschlüsse, die mit Stimmen, die eigentlich einem Stimmrechtsverbot unterliegen, die Mehrheit erlangt haben und vielleicht zum Nachteil der Gesellschaft gereichen, nicht aus der Welt geräumt werden können.

Hier muss ein Ausgleich gefunden werden, der dem Unternehmensinteresse und dem Interesse der ordnungsgemäß handelnden Aktionäre gerecht wird.

Nach Ansicht der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz sollte ein solcher Ausgleich aber nicht durch das weitere Einschränken des Anfechtungsrechts ermöglicht werden. Vielmehr geht es darum, hier wie bei den etablierten Freigabeverfahren im Wege eines einstweiligen Rechtsschutz zur Klärung beizutragen.



Der teilweise vorgetragene Ansatz, dass eine Anfechtung nur dann möglich sein soll, wenn der Gesellschaft oder dem Versammlungsleiter bekannt oder fahrlässig unbekannt war, dass Stimmrechtsmitteilungen fehlerhaft abgegeben oder gänzlich unterlassen wurden, wirkt auf den ersten Blick ebenfalls angemessen, da durch die Bösgläubigkeit des Unternehmens in Bezug auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der Stimmrechtsmitteilung der Emittent nicht schützenswert erscheint. Allerdings deckt diese Lösung gerade nicht den Fall ab, dass ein Aktionär bewusst, gewollt und vor allen Dingen verdeckt unrechtmäßig seine Stimmrechte ausübt und damit eine Beschlusslage herbeiführt, die für das Unternehmen und die sonstigen Aktionäre nachteilig wirkt.

Die DSW präferiert daher den Weg über den einstweiligen Rechtsschutz, im Rahmen dessen zügig geklärt werden kann, ob tatsächlich gegen Meldepflichten verstoßen worden ist.

3. Quartalsberichterstattung und Fristenregelung für Halbjahresberichte

In dem Entwurf wird geregelt, dass zukünftig keine gesetzliche Verankerung und Vorgabe zu der Veröffentlichung von Quartalsberichten im Regulierten Markt mehr besteht. Faktisch entfällt damit die Quartalsberichterstattung. Die Anleger erhalten nur noch zum Halbjahr entsprechende Berichte.

Die Diskussion über die Sinnhaftigkeit und die Wirkung von Quartalsberichten wird nun schon sehr lange geführt und nicht zuletzt hat die Deutsche Börse AG im Zusammenhang mit der Einstellung der Quartalsberichterstattung durch die Porsche AG vor vielen Jahren deutlich betont, dass ein hohes Maß an Transparenz (auch mittels Quartalsberichten) entscheidend für die Qualitätssegmente der Deutsche Börse zu sein scheint.

Der allgemeine Trend und Wille, die Investoren mehr zu langfristig und nachhaltig orientierten Anlegern zu erziehen, kann aus Sicht der DSW jedoch nicht dadurch erreicht werden, dass ihnen wichtige Informationsquellen genommen werden. So sind es nicht die Quartalsberichte, die ein kurzfristig orientiertes Denken bei den Anlegern fördern. Auch sind es nicht Quartalsberichte, die Vorstände allein von Quartal zu Quartal denken lassen. Vielmehr geben Quartalsberichte den Anlegern im Mehrjahresvergleich wertvolle Anhaltspunkte dafür, wie gut sich ein Unternehmen entwickelt und welchen Zyklen die Geschäftsentwicklung unterliegt.

Nach Wertung der DSW sind also nicht die Quartalsberichte als solche als Problem zu werten, sondern vielmehr und allein die Ausrichtung verschiedener Anleger, die gegebenenfalls die Quartalsberichte fehlerhaft oder zum Schaden anderer als Anlass nehmen, ihre Anlageentscheidung kurzfristig auszurichten. Unseres Erachtens wird aber die Abschaffung von Quartalsberichten nicht dazu führen, gerade diese Anleger zu bekehren und zu langfristig orientierten Investoren umzuschulen.

Dies vorweg gestellt, sieht die DSW grundsätzlich kritisch, dass die gesetzliche Verankerung der Quartalsberichterstattung mit dem Gesetzesentwurf in Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie entfällt.

Richtig ist, dass zu erwarten ist, dass die Börsen gerade im Bereich der Qualitätssegmente weiterhin eine Quartalsberichterstattung oder eine Mitteilungspflicht unterjährig in den Börsenordnungen vorsehen werden. Ohne gesetzliche Verankerung der Quartalsberichterstattung kann dies von uns oder auch von anderen Marktbeteiligten aber allein als Wunsch oder Appell verstanden werden.

Insofern hoffen wir auf die Weitsicht insbesondere der Deutsche Börse AG bei einer möglichen Neugestaltung der Börsenordnung und dass sie dabei nicht nur die vermeintlichen Interessen der Emittenten, sondern auch der Anleger sachgerecht in einen Ausgleich bringt und weiterhin eine Quartalsberichterstattung vorschreibt. Diese sollte mit qualifizierten Anforderungen ausgestattet werden, damit die Anleger auch weiterhin unterjährig vergleichbare Informationen erhalten.

In diesem Zusammenhang kann die Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz aber nicht nachvollziehen, warum zugleich das Fristenregime für die Veröffentlichung von Zwischenmitteilungen und damit Halbjahresberichten von zwei auf drei Monate verlängert wird.

Derartige Zugeständnisse sind aus Anlegersicht nicht nachvollziehbar, zumal die Praxis zeigt, dass die Einhaltung der Zwei-Monats-Frist ohne weiteres möglich ist. Erst recht sollten die Halbjahresberichte aber früher veröffentlicht werden müssen, wenn die Anleger auf der anderen Seite auf Quartalsberichte zu verzichten haben.

4. Neuregelung des Delisting

Bereits zu Beginn dieser Stellungnahme haben wir unsere ablehnende Haltung gegenüber der vorgeschlagenen gesetzlichen Regelung des Delisting vorgetragen. Im Folgenden möchten wir unsere Wertung konkretisieren.

Unabhängig davon, dass wir uns bemüht haben, trotz der kurzfristigen Einbringung des wohl noch informellen Ergänzungsantrages, eingehend Stellung zu beziehen, fragen wir uns zugleich, ob die beteiligten Interessengruppen nochmalig die Gelegenheit erhalten werden, sich intensiv mit der Thematik und vor allen Dingen einem gesetzlichen Vorschlag auseinanderzusetzen oder ob aufgrund der zeitlichen Dichte hinsichtlich der Umsetzung des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie dazu keine weitere Möglichkeit mehr bestehen wird. Dies würden wir als ausgesprochen bedenklich befinden und regen daher an, eine gesetzliche Regelung des Delisting zunächst zurückzustellen und hier eher Sorgfalt vor Geschwindigkeit walten zu lassen.

Dies möchten wir auch deshalb unterstreichen, da wir der Ansicht sind, dass der derzeit vorliegende Antrag bzw. Vorschlag nicht vermag, die Problematik sach- und interessengerecht zu regeln bzw. zu lösen.

Zusammenfassend möchten wir zu dem eingebrachten Vorschlag Folgendes vorbringen:

Ein einem Delisting vorgeschaltetes, aber nicht justiziables und zudem nicht am Ertragswert orientiertes Übernahmeangebot kann die freien Aktionäre nicht angemessen schützen. Zwar erkennt die DSW den Willen der CDU/CSU- sowie der SPD-Fraktion, einen Ausgleich der Interessen herbeizuführen. Die vorgeschlagene Lösung vermag aber schon im Ansatz nicht, die Vermögensinteressen der freien Aktionäre sachgerecht zu berücksichtigen, da ein Übernahmeangebot und die Preisfindungsmechanismen für ein solches Angebot gemäß WpÜG nicht ausreichen, um das für die freien Aktionäre sehr einschneidend wirkende Delisting zu kompensieren.

Positiv werten wir, dass die Fraktionen von CDU/CSU und SPD die freien Aktionäre als schutzbedürftig ansehen und damit zugleich erkennen, dass aktuell eine zu schließende Lücke im Anlegerschutz besteht. Diese nach der Frosta-Entscheidung entstandene Lücke allerdings damit zu schließen, dass nunmehr der Schutz über ein dem Börsenrückzug vorgeschaltetes Übernahmeangebot als ausreichend gesehen wird, ist nicht nachvollziehbar. Ein Schutz über das WpÜG beim Delisting sieht die DSW als schlichtweg unzureichend an. Dies kann die Interessen der freien schützenswerten Aktionäre nicht sachgerecht abbilden.

Wir möchten grundsätzlich daran erinnern, dass im Rahmen der Einschränkung des Anfechtungsrechts die freien Aktionäre bewusst auf ihr Vermögensinteresse reduziert wurden. Und es war genau diese Reduzierung auf das Vermögensinteresse, die seinerzeit bei der Abwägung von subjektivem Rechtsschutz und objektiver Rechtskontrolle zu erheblichen Einbußen bei den Kontrollrechten und damit Mitgliedschaftsrechten des einzelnen Aktionärs geführt hat. Wenn dies weiterhin als systematisch richtig angesehen wird, darf bei der Findung einer (Neu-)Regelung für das Delisting das Vermögensinteresse dann nicht auch noch in den Hintergrund gedrängt werden.

Hat der Anleger ein berechtigtes und damit schützenswertes Vermögensinteresse, hat sich der Anlegerschutz beim Delisting auch daran zu orientieren. So kann man den Anleger nicht zunächst bei der Anfechtung auf seine Vermögensinteressen reduzieren, diese Vorgabe dann aber beim Delisting ignorieren.

Dies gilt erst recht für die unter Nummer 2 über den Ergänzungsantrag eingebrachte Variante, dass im Nachgang eines Übernahmeangebotes innerhalb von sechs Monaten ein Delisting ohne weitere Maßnahmen bzw. Bedingungen möglich sein soll.

Dieser neue Regelungsvorschlag verschlimmert nach Ansicht der DSW die aktuelle, bereits arg missliche Situation für die Streubesitz-Aktionäre nochmals erheblich gegenüber den aktuell geltenden Regeln (Fristenregelung gemäß Börsenordnungen). So haben die allermeisten Börsenordnungen zum Inhalt, dass über eine Fristenregelung dafür Sorge getragen wird, dass die Streubesitz-Aktionäre ausreichend Zeit erhalten, ihre Aktien – möglichst kursschonend – über den Markt zu veräußern. Selbst dieser Schutz wird den freien Aktionären nunmehr genommen, wenn im Nachgang eines Übernahmeangebotes ein Delisting ohne Weiteres möglich sein soll. Hier werden die Fristen unnötig und unzumutbar zum Nachteil der freien Aktionäre verkürzt.

In der Realität werden wir den Vorschlag für eine Neuregelung so umgesetzt sehen, dass nach jedem halbwegs gelungenen Übernahmeangebot ein Delisting als möglich gewertet wird.

Als „gelungen“ wird ein Übernahmeangebot von dem Übernehmer allerdings im Fall eines geplanten Delistings vor allem dann empfunden werden, wenn er möglichst wenige Stücke zu einem möglichst noch geringeren Preis erhalten hat, wobei ja selbst die Verweigerung der Angebotsannahme durch die Aktionäre ein Delisting möglich machen würde. Besonders misslich erachten wir insofern dabei den Umstand, dass bereits bei einer sehr geringen Beteiligungsquote ein Delisting möglich sein soll.

DSW-Lösungsvorschlag:

Hier wäre für die DSW durchaus denkbar, dass die Möglichkeit eines Delisting an die Erreichung einer qualifizierten Annahmequote des Übernahmeangebotes gekoppelt wird. Eine ähnliche Lösung wurde bereits im Rahmen der Diskussionen um das Spruchverfahrensgesetz erörtert. Seinerzeit sollte ein Übernahme- bzw. Abfindungsangebot als für alle freien Aktionäre bindend und nicht gerichtlich überprüfbar gelten, wenn sich eine überwältigende Mehrheit der freien Aktionäre (90 Prozent) für die Annahme des Angebotes entschieden hatte.

Eine solche Lösung sehen wir auch beim Delisting als grundsätzlich gangbar und angemessen an.

Sollte die qualifizierte Mehrheit aber nicht erreicht werden, ist aus Sicht der DSW ein Spruchverfahren zur Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung zwingend geboten.



Insgesamt kann die DSW nicht nachvollziehen, warum es übernahmebereiten Adressen so einfach gemacht werden soll, den Ausverkauf der deutschen, kapitalmarktorientierten Industrie zu ermöglichen.

Schon jetzt wird allgemein bemängelt, dass es zu wenige Börsengänge an deutschen Börsenplätzen gibt. Erleichtert man nunmehr die Möglichkeit eines Delisting, anstelle dieses stärker zum Schutze der freien Aktionäre einzuschränken, wird sich die Zahl der börsennotierten Unternehmen nochmals deutlich reduzieren. Zudem wird verhindert, dass gerade kleinere und mittelgroße Unternehmen überhaupt auf eine investitionsbereite Anlegerschaft treffen. Letztendlich wird durch die Regelung des Delisting in der vorgeschlagenen Art und Weise die Tür für neue Börsengänge in dem Small- und Midcap-Bereich zugeschlagen.

Damit steht der Vorschlag der Bundesregierung auch dem Bestreben der Europäischen Kommission, eine Kapitalmarktunion in Europa zu etablieren, diametral entgegen.

Die Erfahrungen der DSW zeigen, dass die allermeisten Delisting nach Übernahmen beziehungsweise größeren Wechseln bei den Hauptaktionären stattfinden. Da diese Wechsel meistens mittels Übernahmeangeboten erfolgen, würde die neue Regelung gemäß Nummer 2 zwangsläufig dazu führen, dass die Aktionäre in ihrer Entscheidung über die Annahme oder aber das Ablehnen eines Übernahmeangebotes nicht mehr frei sind, da der Druck beziehungsweise die Sorge vor einem Delisting deutlich die Entscheidungsfindung dominieren wird.

Eine freie Entscheidung, die es unseres Erachtens gerade durch den Gesetzgeber zu schützen gilt, würde dann nicht mehr möglich sein, so dass die neue, vorgeschlagene Regelung den Anlegerschutz reduziert und nicht – wie eigentlich gewollt – erhöht.

Die besonders negative Wirkung einer Anknüpfung an ein vorausgehendes Übernahmeangebot zeigt sich ungeschminkt, wenn man sich die freiwilligen oder aber auch pflichtigen Übernahmeangebote der letzten Jahre genauer anschaut. So besteht der erhebliche Nachteil eines Übernahmeangebotes – nicht nur, aber in erster Linie bei freiwilligen Angeboten – für die Angebotsadressaten darin, dass der Zeitpunkt für ein solches Angebot von dem Übernehmer bewusst und gewollt zu seinem Vorteil bestimmt werden kann. Dies gilt natürlich nur, wenn ein solches Angebot beziehungsweise das gesamte Prozedere gut orchestriert und damit gut vorbereitet wird. Hiervon dürfen wir jedoch gerade bei den größeren Fällen, wie wir sie mit Hochtief oder Celesio gesehen haben, in der Nachschau stark ausgehen. Zudem erkennen wir nicht, warum gerade der Übernehmer hier schützenswerter sein soll als die freien Aktionäre.

Denn wenn der Übernehmer in der Situation ist, den Zeitpunkt des Übernahmeangebotes zu bestimmen, bestimmt er damit auch letztendlich die Höhe des Preises für die Übernahmeofferte, die nach den Vorgaben des zur Diskussion stehenden Antrages auch noch die Tür öffnen soll für den Rückzug von der Börse.

Dass die Börsenkurse nicht zwangsläufig einen fairen Wert darstellen, hat insbesondere in den letzten Wochen der merkliche Einbruch der Märkte durch die Gerüchte um ein Abschwächen der chinesischen Wirtschaft gezeigt. Noch intensiver offenbart sich die Diskrepanz, wenn man sich den Verfall der Börsenkurse im Rahmen der Finanzkrise genauer anschaut. So waren es bei den voranstehenden Fällen eben nicht die unternehmensspezifischen Daten und Fakten, die den Börsenkurs beeinflussten, sondern die Marktstimmung und die makroorientierten Faktoren, die die Kurse deutlich nach unten trieben.

Die nicht zur Abgabe ihrer Anteile bereiten Aktionäre wären dann faktisch gezwungen, ihre Anteile zu einem Kurs abzugeben, der noch nicht einmal im Ansatz dem eigentlichen Wert ihres Investments entspricht. Nun mag man anführen, dass ein Delisting ja gerade nicht bedeutet, dass das Eigentum an den Aktien verlustig geht. Bei lebensnaher Betrachtung muss man aber sehr wohl eingestehen, dass eine Aktie ohne Börsennotiz für viele Investoren schlichtweg kein geeignetes Investment darstellt. Dies gilt aus Sicht der DSW eigentlich bereits für Unternehmen, die sich nicht den hohen Transparenzstandards des Prime Segments verpflichtet haben. Ohne Transparenz kann keine sachgerechte Kontrolle stattfinden. Damit entfällt zugleich die Möglichkeit, überhaupt eine nachhaltige und den individuellen Bedürfnissen angepasste Anlageentscheidung treffen zu können. Letztendlich sieht sich der Anleger bereits aufgrund der mangelnden Transparenz gezwungen, sich aus dem Investment zurückzuziehen. Freiwillige Zugeständnisse hinsichtlich der Transparenz mag es zwar auch bei nicht börsennotierten Unternehmen geben. Entscheidend ist aber, dass die Unternehmen verpflichtet sind, ein gewisses oder besser zuverlässiges Maß an Transparenz zu bieten. Aus dieser Pflicht resultieren dann wiederum entsprechende Sanktionen, um die Transparenz einzufordern und durchzusetzen.

Durch die Möglichkeit, ein Delisting bis zu sechs Monate nach einem Übernahmeangebot umzusetzen, wird zudem ein unnötiger „Deckel“ auf den Kurs der Aktie der Zielgesellschaft gelegt. Das Damoklesschwert namens Delisting wird in der Form wirken, dass es nach einem Übernahmeangebot keinerlei Partizipation der Aktionäre an positiven Entwicklungen - seien diese operativ oder aber marktgetrieben - geben wird. Auch dies ist schlichtweg nicht nachvollziehbar und ermöglicht allein dem Übernehmer die preisgünstige Fortsetzung seines Übernahmeplans. Auch diesbezüglich kann die DSW nicht nachvollziehen, warum der Übernehmer als schützenswerter gesehen wird als die Aktionäre, die bereits im Unternehmen investiert waren oder aber ggf. erst nach dem Übernahmeangebot eingestiegen sind.

Wenn davon ausgegangen wird – wie auch die Begründung des Ergänzungsantrages dies klar erkennen lässt –, dass nach der Ankündigung eines Delisting die Kurse deutlich absinken, und diesem „künstlich“ herbeigeführten Absinken zukünftig ein Übernahmeangebot entgegengestellt werden soll, so stellt sich für uns die Frage, warum dieses nicht zugleich justiziabel ausgestaltet sein sollte.

Nur über ein am Ertragswert orientiertes, der Höhe nach gerichtlich überprüfbares Übernahmeangebot wird es möglich sein, einen sachgerechten, verfassungsrechtlich gebotenen Ausgleich der höchst unterschiedlich ausgestalteten Interessenlagen von Übernehmer und freien Aktionären herbeizuführen.

Sollte eine solche gerichtliche Überprüfung nicht vorgesehen werden, würde die Neuregelung allein die Schwächen des seit der Frosta-Entscheidung vorherrschenden Status und die der Entscheidung zugrundeliegenden falschen Tatsachenwertung perpetuieren.

Wir hatten bisher den Eindruck, dass der Anspruch einer Neuregelung gerade darin liegt, die unbefriedigende Ist-Situation nach dem Frosta-Urteil einer für alle Beteiligten gerechteren Lösung zuzuführen. Diesen Anspruch sehen wir als nicht erfüllt an.

Abschließend möchten wir in Erinnerung rufen, dass unseres Erachtens eine Regulierung des Delisting in den letzten zehn Jahren unterblieben ist, da die freien Aktionäre über die Entscheidung in Sachen Macrotron von der Bundesregierung als ausreichend geschützt angesehen wurden. Dieser Schutz ist nun durch die Frosta-Entscheidung nicht mehr gegeben. Aus Sicht der DSW ist nur konsequent, diese Lücke im Sinne der Macrotron-Entscheidung zu schließen. Der eingebrachte Antrag geht leider einen anderen Weg mit der Konsequenz, dass das Anlegerschutzniveau absinkt.

Ohne ein der Höhe nach gerichtlich überprüfbares Übernahme- oder Abfindungsangebot sehen sich die von einem Delisting betroffenen freien Aktionäre schutzlos den Übernahmeplänen eines Dritten ausgesetzt.

Wir freuen uns auf den Austausch sowie die Diskussion mit Ihnen und den weiteren Mitgliedern des Finanzausschusses.

Mit freundlichen Grüßen

DEUTSCHE SCHUTZVEREINIGUNG FÜR WERTPAPIERBESITZ e.V.



Marc Tüngler
Hauptgeschäftsführer