

Martin Weimann

Ertragswert und Börsenwert

Martin Weimann

Ertragswert und Börsenwert

Empirische Daten zur Preisfindung beim Delisting

DE GRUYTER

Dr. *Martin Weimann*, Rechtsanwalt, Berlin

ISBN 978-3-11-062705-3

e-ISBN (PDF) 978-3-11-062923-1

e-ISBN (EPUB) 978-3-11-062714-5

Library of Congress Control Number: 2020936662

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2020 Walter de Gruyter GmbH, Berlin/Boston

Einbandabbildung: New York City / Alamy Stock Foto

Satz: jürgen ullrich typesatz, Nördlingen

Druck und Bindung: CPI books GmbH, Leck

www.degruyter.com

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungen — XV

Vorworte — XVII

Initiative Minderheitsaktionäre e.V. — **XVII**

IVA – Interessenverband für Anleger — **XIX**

SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. — **XX**

Einleitung — 1

Wesentliche Ergebnisse — 5

- I. Aktieneigentum – „Feldmühle-Entscheidung“ — **6**
- II. Bundesgerichtshof – „Stollwerck-Entscheidung“ — **8**
- III. Bundesverfassungsgericht – „Delisting-Entscheidung“ — **10**
- IV. Wesentliche empirische Erkenntnisse — **12**
 1. Kursentwicklung — **13**
 2. Umsatzentwicklung — **14**
 3. Verfassungsrechtlicher Schutzbereich — **14**

Gang der Darstellung — 17

Teil 1

Einführung — 19

§ 1 Aktie und Kapitalmarkt — 19

- I. Volkswirtschaftliche Bedeutung — **19**
 1. Eigenkapital ohne persönliche Haftung — **19**
 2. Legitimation der Wirtschaftsordnung — **21**
 3. Aktie als handelbarer Sachwert für Anleger — **21**
- II. Aktiengesellschaften im Vertrauensindex — **24**
 1. ROLAND Rechtsreport — **24**
 2. Global Trust Report — **26**
 3. Neuer Markt und Deutsche Telekom AG — **27**
 4. Zwischenergebnis — **30**
 5. Doing Business Report 2019 — **30**
- III. Bedeutung der Aktie in Deutschland — **30**
 1. Geldvermögensbildung in Deutschland — **31**
 2. Aktieneigentum in Deutschland — **33**
 3. Ausländische Investoren — **37**
 4. Global Wealth Report — **39**

- 5. Aktienkultur in Deutschland — 40
- 6. Marktkapitalisierung — 41
- IV. Strukturelles Ungleichgewicht — 41
- § 2 Delisting im Rechtsschutzsystem — 44**
 - I. Einführung — 45
 - II. Rechtsstand beim Delisting — 46
 - 1. Überblick — 47
 - 2. Regelungsbedarf — 48
 - 3. „Macrotron-Entscheidung“ — 49
 - 4. „FRoSTA-Entscheidung“ — 54
 - 5. § 39 BörsG (Delisting) — 63
 - a. Ausgangspunkt — 64
 - b. Parlamentarische Anfrage aus der Fraktion DIE LINKE — 65
 - c. Aktienrechtsnovelle – Empfehlung des Bundesrats vom 23. Februar 2015 — 66
 - d. Aktienrechtsnovelle – Erste Beratung im Bundestag am 26. März 2015 — 68
 - aa. Rede Dr. Stephan Harbarth — 68
 - bb. Rede Dr. Volker Ulrich — 68
 - cc. Rede Dr. Johannes Fechner — 69
 - dd. Rede Dr. Gerhard Schick — 71
 - ee. Rede Christian Lange — 72
 - e. Aktienrechtsnovelle – Anhörung im Rechtsausschuss am 6. Mai 2015 — 72
 - f. Transparenzrichtlinie – Anhörung im Finanzausschuss am 7. September 2015 — 72
 - g. Transparenzrichtlinie – Beschlussempfehlung und Bericht vom Finanzausschuss vom 30. September 2015 — 73
 - aa. Stellungnahme der Fraktionen von CDU/CSU und SPD — 74
 - bb. Finanzausschuss – DIE LINKE — 76
 - cc. Finanzausschuss – BÜNDNIS 90 / DIE GRÜNEN — 76
 - dd. Bericht – Besonderer Teil — 77
 - h. Transparenzrichtlinie – Zweite Beratung im Bundestag am 1. Oktober 2015 — 78
 - aa. Rede Dr. Mathias Middelberg — 78
 - bb. Rede Dr. Gerhard Schick — 79
 - cc. Rede Dr. Johannes Fechner — 79
 - dd. Rede Prof. Dr. Heribert Hirte — 80
 - ee. Zusammenfassung — 81
 - 6. § 52 BörsG (Übergangsregelung) — 82

- 7. Freiverkehr — **82**
 - a. Geltung von § 39 BörsG — **82**
 - b. Börsenordnungen — **83**
 - c. Notierungen auf Eigeninitiative — **85**
- 8. Börsenhandel nach Delisting — **85**
- III. Kapitalmarktrecht — **86**
 - 1. Regelungsgegenstand — **86**
 - 2. Normierung Delisting — **87**
- IV. Gesellschaftsrecht — **88**
 - 1. Ausgangspunkt — **88**
 - 2. Beschlussmängelkontrolle — **91**
 - 3. Spruchverfahren — **92**
 - 4. Anspruchsdurchsetzung — **94**
- V. Zulassungsfolgepflichten — **95**
- VI. Informationsanspruch — **95**
 - 1. Investitionsbezogene Informationen — **96**
 - 2. Verfassungsrechtlicher Gewährleistungsrahmen — **96**
- VII. Ablauf von Übernahmen — **97**
 - 1. Übernahmen auf der Grundlage der „Macrotron-Entscheidung“ — **97**
 - 2. Auswirkungen der „FRoSTA-Entscheidung“ — **99**
 - 3. Auswirkungen von § 39 BörsG — **100**
 - 4. Unternehmensübernahmen und Anlagestrategien — **100**

§ 3 Unternehmensbewertung und innerer Wert — 101

§ 4 Preisbildung an den Kapitalmärkten — 103

- I. Effizienzmarkthypothese — **103**
- II. Irrationaler Überschwang — **105**
- III. Alfred-Nobel-Gedächtnispreis für Wirtschaftswissenschaften — **105**
- IV. Übernahme — **106**
- V. Kompensationspflichtige Strukturmaßnahme — **106**
- VI. Delisting — **107**
- VII. Strategien für Anleger — **108**
 - 1. Ausgangslage — **108**
 - 2. Gegenleistung oder Abfindung? — **109**
 - 3. Funktion des Spruchverfahrens — **110**
 - 4. Anlegerstrategien bei Delisting — **111**
- VIII. Informationen in der Preisfindung — **111**
- IX. Beispiel: Kabel Deutschland AG — **111**

Teil 2

Empirische Daten — 115

§ 5 Ausgewertete Delisting-Verfahren — 115

- I. Zeiträume der Studie — 115
 1. „Macrotron-Entscheidung“ — 116
 2. „FRoSTA-Entscheidung“ — 116
 3. § 39 BörsG — 119
- II. Nicht einbezogene Delisting-Verfahren — 121
- III. Börsenhandel nach Delisting — 122
- IV. Marktsegmente — 123
 1. Zusammenfassung — 123
 2. „FRoSTA-Entscheidung“ — 124
 3. § 39 BörsG n. F. — 126
- V. Downgrading — 127
- VI. Weitere empirische Studien — 127

§ 6 Ausgewertete Daten — 128

§ 7 Datenanalyse — 128

- I. Datengrundlage — 129
- II. Kursreaktion auf die Ankündigung — 129
- III. Handelsvolumen — 130

§ 8 Auswertung der Delisting-Daten — 131

- I. „Macrotron-Entscheidung“ — 131
- II. „FRoSTA-Entscheidung“ — 132
 1. Ausgangspunkt — 133
 2. Kursreaktion auf Ankündigung eines Delisting — 134
 3. Kursreaktionen im Zeitvergleich — 137
 - a. Vergleich mit Referenzzeitraum (6 Monate) — 137
 - b. Vergleich mit anderen Zeiträumen — 140
 - c. Entwicklung des Kursverfalls — 141
 - d. Kursentwicklung: Tag der Ankündigung — 142
 - e. Kursentwicklung: Einen Tag nach der Ankündigung — 145
 - f. Kursentwicklung: Drei Tage nach der Ankündigung — 147
 - g. Kursentwicklung: Eine Woche nach der Ankündigung — 149
 - h. Kursentwicklung: Ein Monat nach der Ankündigung — 151
 - i. Kursentwicklung: Drei Monate nach der Ankündigung — 153
 - j. Kursentwicklung: Tag der Ankündigung bis Vollzug Delisting — 155

- 4. Handelsvolumen — 157
 - 5. Zusammenfassung — 158
 - III. § 39 BörsG n.F. — 158
 - 1. Ausgangspunkt — 158
 - 2. Kursreaktion auf die Ankündigung eines Delisting — 159
 - 3. Kursreaktionen im Zeitvergleich — 162
 - a. Vergleich mit Referenzzeitraum (6 Monate) — 162
 - b. Vergleich mit anderen Zeiträumen — 165
 - c. Entwicklung des Kursverfalls — 166
 - d. Kursentwicklung: Tag der Ankündigung — 168
 - e. Kursentwicklung: Einen Tag nach der Ankündigung — 171
 - f. Kursentwicklung: Drei Tage nach der Ankündigung — 173
 - g. Kursentwicklung: Eine Woche nach der Ankündigung — 175
 - h. Kursentwicklung: Ein Monat nach der Ankündigung — 177
 - i. Kursentwicklung: Drei Monate nach der Ankündigung — 179
 - j. Kursentwicklung: Tag der Ankündigung bis Vollzug Delisting — 181
 - 4. Handelsvolumen — 183
 - 5. Zusammenfassung — 184
 - IV. Delisting-Verfahren mit Übernahmeangebot — 184
 - V. Vergleich: „FRoSTA-Entscheidung“ und § 39 BörsG — 186
 - VI. Vergleich: Delisting und kompensationspflichtige Strukturmaßnahme — 188
 - 1. Anzahl Delisting — 188
 - 2. Zeitabstand — 189
 - 3. Wirtschaftliche Auswirkungen — 190
 - a. Delisting — 191
 - b. Spruchverfahren nach Squeeze-out — 193
- § 9 Stellungnahmen des Deutschen Aktieninstitut e.V. — 193**
- I. Ausgangspunkt — 194
 - II. Datengrundlage — 195
 - III. Ergebnis — 198
- § 10 Evaluierung der Bundesregierung — 199**
- I. Untersuchungsauftrag — 199
 - II. Kernaussagen der Evaluierung — 200
 - III. Empirische Daten — 202
 - 1. Aufstellung der Delisting-Verfahren — 202
 - 2. Angebotspreise — 204

Teil 3

Rechtliche Einordnung — 207

§ 11 Verfassungsrechtlicher Gewährleistungsrahmen — 207

- I. Einführung — 207
- II. „Feldmühle – Entscheidung“ vom 7. August 1962 — 208
- III. Umwandlung – Beschluss vom 4. April 1998 — 210
- IV. Unternehmensvertrag – Beschluss vom 27. Januar 1999 I (T.P. AG) — 211
- V. Unternehmensvertrag – Beschluss vom 27. Januar 1999 II (SEN AG) — 214
- VI. „DAT-Altana – Entscheidung“ vom 27. April 1999 — 216
- VII. Übertragende Auflösung – Beschluss vom 23. August 2000 — 219
- VIII. Eingliederung / Referenzzeitraum – Beschluss vom 29. November 2006 — 223
- IX. Squeeze-out (AktG) – Beschluss vom 30. Mai 2007 — 225
- X. Verschmelzung – Beschlüsse vom 30. Mai 2007, 20. Dezember 2010 und 26. April 2011 — 228
- XI. Squeeze-out (WpÜG) – Beschluss vom 16. Mai 2012 — 229
- XII. Verschmelzung durch Aufnahme – Beschluss vom 24. Mai 2012 — 237
- XIII. Delisting – Urteil vom 11. Juli 2012 — 239
- XIV. Zwischenergebnis — 245

§ 12 Bundesgerichtshof und Börsenwert — 247

- I. „Macrotron-Entscheidung“ vom 25. November 2002 — 247
- II. „FRoSTA-Entscheidung“ vom 8. Oktober 2013 — 249
- III. „Stollwerck-Entscheidung“ vom 19. Juli 2010 — 252
- IV. „Sachsenmilch-Entscheidung“ vom 22. Oktober 2019 — 255

§ 13 Rechtsschutzdefizite — 256

- I. Regelungsbedarf und Rechtsnatur beim Delisting — 256
- II. Relevante Interessenlagen — 258
 1. Konzernrechtlicher Ausgangspunkt — 259
 2. Eigeninteresse einer Aktiengesellschaft — 259
 3. Divergierende Interessen bei Aktionären — 259
 4. Interessenlagen bei kompensationspflichtigen Strukturmaßnahmen — 260
 5. Interessenlagen beim Delisting — 261
- III. Neuregelung Delisting — 262
 1. Handlungsbedarf — 262
 2. Kapitalmarktrechtlicher Rechtsschutz — 263
 3. Gesellschaftsrechtlicher Rechtsschutz — 264

- IV. Kompensationspflicht erweitern — **265**
 - 1. Formwechsel in nicht börsennotierte Rechtsform — **266**
 - 2. Veränderung der Vermögensverhältnisse — **266**
 - 3. Übernahmerechtlicher Squeeze-out — **266**
 - 4. Art der Kompensation — **268**
- V. Referenzzeitraum — **269**
- VI. Stärkung des Informationsanspruchs — **270**
- VII. Kollektiver Rechtsschutz — **271**
- VIII. Erweiterung des verfassungsrechtlichen Rechtsschutzes — **272**
 - 1. Anspruch auf Informationen — **272**
 - 2. Handelbarkeit der Aktien — **273**

Teil 4

Materialien — 275

- I. § 39 Börsengesetz – alte Fassung — **275**
- II. § 39 Börsengesetz – gegenwärtige Fassung — **275**
- III. § 2 Abs. 11 WpHG — **278**
- IV. Evaluierung zu § 39 BörsG — **278**

Teil 5

Ausgewertete Daten (Databook) — 287

- 1. ABAG Aktienmarkt Beteiligungs AG — **288**
- 2. ABO Wind AG — **289**
- 3. advantec Beteiligungskapital AG & Co. KGaA — **290**
- 4. AGO AG Energie + Anlagen — **291**
- 5. Aktien-Gesellschaft für Historische Wertpapiere — **292**
- 6. Amira Verwaltungs AG — **293**
- 7. Analytik Jena AG — **294**
- 8. Ariston Real Estate AG — **295**
- 9. AVW Immobilien AG — **296**
- 10. Baumaterialien-Handelsgesellschaft AG — **297**
- 11. Bayerische Gewerbebau AG — **298**
- 12. Bayreuther Bierbrauerei AG — **299**
- 13. Bioenergy Capital AG — **300**
- 14. BTBS Born to be styled AG — **301**
- 15. C. Bechstein Pianofortefabrik AG — **302**
- 16. Camera Work AG — **303**
- 17. CCP AG — **304**
- 18. CCR Logistics Systems AG — **305**

19. CD Deutsche Eigenheim AG — **306**
20. Celesio AG — **307**
21. Clere AG — **308**
22. Cloppenburg Automobil SE — **309**
23. Colonia Real Estate AG — **310**
24. CONET Technologies AG — **311**
25. Confidence Holding AG — **312**
26. Constantin Medien AG — **313**
27. Creaton AG — **314**
28. Custodia Holding AG — **315**
29. Cybits Holding AG — **316**
30. CYCOS AG — **317**
31. Design Hotels AG — **318**
32. Deufol SE — **319**
33. Deutsche Steinzeug Cremer & Breuer AG — **320**
34. DTB – Deutsche Biogas AG — **321**
35. elexis AG — **322**
36. EPG (Engineered nanoProducts Germany) AG — **323**
37. ERLUS AG — **324**
38. Esterer AG — **325**
39. eValue Ventures AG — **326**
40. Fidor Bank AG — **327**
41. GAG Immobilien AG — **328**
42. GBS Asset Management AG — **329**
43. Goldrooster AG — **330**
44. Greenwich Beteiligungen AG — **331**
45. HAHN Immobilien Beteiligungs AG — **332**
46. Haikui Seafood AG — **333**
47. Halloren Schokoladenfabrik AG — **334**
48. Hamburger Getreide-Lagerhaus AG — **335**
49. HYDROTEC Gesellschaft für Wassertechnik AG — **336**
50. i:FAO AG — **337**
51. IFM Immobilien AG — **338**
52. IKB Deutsche Industriebank AG — **339**
53. IMW Immobilien SE — **340**
54. ISARIA Wohnbau AG — **341**
55. Kabel Deutschland Holding AG — **342**
56. Kofler Energies AG — **343**
57. KTG Energie AG — **344**
58. KWG Kommunale Wohnen AG — **345**
59. Lenswista AG — **346**
60. m4e AG — **347**

61. MAGIX AG — 348
62. Matica Technologies AG — 349
63. Mercurius AG — 350
64. MISTRAL Media AG — 351
65. MME Moviemment AG — 352
66. Moninger Holding AG — 353
67. msg life — 354
68. n.runs AG — 355
69. net SE — 356
70. Nymphenburg Immobilien AG — 357
71. Online Marketing Solutions AG — 358
72. OnVista AG — 359
73. Opera One AG — 360
74. PETROTEC AG — 361
75. Pfandfinanz Holding AG — 362
76. Pilkington Deutschland AG — 363
77. Piper Deutschland AG — 364
78. Pironet NDH AG — 365
79. Pixelpark AG — 366
80. Planar Semiconductor AG — 367
81. POLIS Immobilien AG — 368
82. Powerland AG — 369
83. Primion Technology AG — 370
84. Rheintex Verwaltungs AG — 371
85. RA-MICRO Software AG — 372
86. Ropal Europe AG — 373
87. Roth & Rau AG — 374
88. Sachsenmilch AG — 375
89. Sanacorp Pharmaholding AG — 376
90. Schlossgartenbau-AG — 377
91. Schuler AG — 378
92. Sedlbauer AG — 379
93. SHF Communication Technologies AG — 380
94. Sinner AG — 381
95. Softship AG — 382
96. SOLARPRAXIS AG — 383
97. Studio Babelsberg AG — 384
98. Swarco Traffic Holding AG — 385
99. SWL Sustainable Wealth Lab AG — 386
100. Synaxon AG — 387
101. Tantalus Rare Earths AG — 388
102. Travel Viva AG — 389

- 103. Triplan AG — **390**
- 104. VS. Vereinigte Schmirgel und Maschinen-Fabrik AG — **391**
- 105. Vtion Wireless Technology AG — **392**
- 106. wallstreet:online capital AG — **393**
- 107. Weber & Ott AG — **394**
- 108. Wenig Fine Art AG — **395**
- 109. Württembergische Lebensversicherung AG — **396**
- 110. Zapf Creation AG — **397**
- 111. ZEAG Energie AG — **398**

Teil 6

Verzeichnisse — 399

- Verzeichnis der Abbildungen — **399**
- Stichwortverzeichnis — **403**

Abkürzungen

AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGH	Bundesgerichtshof
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMJV	Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz
BörsG	Börsengesetz
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
CDAX	Composite DAX mit allen im General Standard und Prime Standard notierten deutschen Aktien
DAX	Deutscher Aktienindex mit 30 Standardwerten
DAI	Deutsches Aktieninstitut e.V., www.dai.de
„DAT/Altana-Entscheidung“	Beschluss des Bundesverfassungsgerichts vom 23. August 2000 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 bis 313, zu beziehen über https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/1999/04/rs19990427_1bvr161394.html siehe auch die Pressemitteilung des Bundesverfassungsgerichts Nr. 84/1999 vom 10. August 1999, zu beziehen über https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/DE/1999/bvg99-084.html
„Delisting-Entscheidung“	Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 11. Juli 2012 – 1 BvR 3142/07 und 1 BvR 1569/08, BVerfGE 132, 99 bis 133, zu beziehen über https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/2012/07/rs20120711_1bvr314207.html siehe auch die Pressemitteilung des Bundesverfassungsgerichts Nr. 53/2012 vom 11. Juli 2012, zu beziehen über https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/DE/2012/bvg12-053.html
DIRK	Deutscher Investor Relations Verband, www.dirk.org
„Feldmühle-Entscheidung“	Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 07. August 1962 – 1 BvL 16/60, BVerfGE 14, 263 bis 288, zu beziehen über http://www.servat.unibe.ch/dfr/bv014263.html
FMStBG	Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz
„FRoSTA-Entscheidung“	Beschluss des Bundesgerichtshofs vom 8. Oktober 2013 – II ZB 26/12 zum Delisting, zu beziehen über http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=1d2c5de2856052b66cb88b00a347ca8e&nr=65834&pos=0&anz=1 Siehe auch die Pressemitteilung des Bundesgerichtshofs Nr. 185/2013 vom 12. November 2013, zu beziehen über http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=1d2c5de2856052b66cb88b00a347ca8e&anz=1&pos=0&nr=65836&linked=pm&Blank=1
GesAusG	Bundesgesetz über den Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern (Gesellschafter-Ausschlussgesetz – GesAusG) in der Fassung vom 03.09.2019 https://www.ris.bka.gv.at/GeltendeFassung.wxe?Abfrage=Bundesnormen&Gesetzesnummer=20004778

XVI — Abkürzungen

GDP	Gross Domestic Product = Bruttoinlandsprodukt
GfK Verein	Gesellschaft für Konsum-, Markt- und Absatzforschung e.V., www.gfk-verein.org
IDW S 1	Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertung, herausgegeben vom Institut der Wirtschaftsprüfer in der Fassung vom 04.07.2016
IVA	Interessenverband für Anleger (Austrian Shareholder Association), http://www.iva.or.at
KapInHaG	Kapitalmarkt-Informationshaftungsgesetz
KapMuG	Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten (Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz)
KFS BW 1	Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer für Wirtschaftstreuhandler zur Unternehmensbewertung (beschlossen in der Sitzung des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation am 26. März 2014)
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
„Macrotron-Entscheidung“	Urteil des Bundesgerichtshofs vom 25. November 2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47 bis 61, zu beziehen über http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=20acb5ae5d90c7b2f49176df470131c3&nr=25332&pos=11&anz=14 neue Fassung
n. F.	
PSTS	Parlamentarischer Staatssekretär
Referenzzeitraum	Zeitraum von sechs Monaten vor der Ankündigung des Delisting nach § 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG
SCE	Statut der Europäischen Genossenschaft
SCEAG	SCE-Ausführungsgesetz
SdK	SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. – Die Aktionärsvereinigung, www.sdk.org
SE	Societas Europaea, Europäische Gesellschaft
SEAG	SE-Ausführungsgesetz
SpruchG	Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren (Spruchverfahrensgesetz – SpruchG)
„Stollwerck-Entscheidung“	Beschluss des Bundesgerichtshofs vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09, BGHZ 186, 229 bis 242, zu beziehen über http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=906db964aaea4017dd14c3b9dece0d54&nr=52840&pos=1&anz=2 siehe auch die Pressemitteilung Nr. 157/10 vom 27. Juli 2010: http://juris.bundesgerichtshof.de/cgi-bin/rechtsprechung/document.py?Gericht=bgh&Art=en&sid=906db964aaea4017dd14c3b9dece0d54&anz=2&pos=1&nr=52807&linked=pm&Blank=1
UmwG	Umwandlungsgesetz
Vzfk	Verbraucherzentrale für Kapitalanleger e.V., www.vzfk.de
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-Angebotsverordnung	Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots
WStfG	Wirtschaftsstabilisierungsfondsgesetz

Vorworte

Initiative Minderheitsaktionäre e.V.

In einer Zeit, wo Fakten oft nicht mehr das rechte Gehör finden, hat Martin Weimann sich die Mühe gemacht, auf Empirie zu setzen. Die Ergebnisse seiner Untersuchungen zeigen deutlich, dass es bei der Verdrängung von Minderheitsaktionären immer wieder zu Ungerechtigkeiten hinsichtlich der Abfindungen kommt. Derzeit wird es dem übernehmenden Kapital zu einfach gemacht, Wertabschöpfungen bei den bisherigen Eigentümern vorzunehmen. Hier geht es nicht um „Peanuts“. Wenn man sich alle Strukturmaßnahmen und Börsenrückzüge der vergangenen Jahre ansieht, geht der Wertverlust der verdrängten Anleger in die Milliarden Euro. Immerhin konnte das im Spruchverfahren zumindest teilweise wieder ausgeglichen werden.

Das vorliegende Buch hat 111 Delisting-Verfahren seit der FRoSTA-Entscheidung des BGH ausgewertet, indem es die Kurse und Umsätze mit der allgemeinen Marktentwicklung verglichen hat. Dabei kommt es zum Ergebnis, dass es gesetzgeberischen Bedarf für Nachbesserungen beim Anlegerschutz gibt. Insbesondere kritisch zu sehen ist die Abstellung auf den Börsenwert, die bei der Delisting-Novelle im Herbst 2015 in den § 39 Börsengesetz festgeschrieben wurde. Sobald eine Mitteilung über den Widerruf einer Börsenzulassung veröffentlicht wird, erfolgt eine unmittelbare Kursreaktion. Da die Aktien sehr bald nicht mehr handelbar sind, verkaufen sie die Anleger, sobald sie die Information erhalten. Das führt zu einer Abwertung des Papiers und damit auch zu einer Herabstufung der Anteilsbewertung. Insofern wird dem Aktionär der immanente Zukunftswert der Aktien genommen.

Aus Sicht der übernehmenden Investoren ist es sicherlich attraktiv, die verdrängten Minderheitsaktionäre lediglich zu einem verringerten Preis abfinden zu müssen. Aber wo bleibt hier die Gerechtigkeit? Der Schutz des Aktieneigentums hat über Art. 14 Grundgesetz Verfassungsrang; das hat das Bundesverfassungsgericht immer wieder so entschieden. Dennoch wird dieses Recht immer wieder von Gerichten und vom Gesetzgeber unterlaufen. Wir müssen endlich wieder zu einem gerechten Interessenausgleich bei der Bewertung von Eigentumspositionen in Unternehmen kommen. Dazu gehört im Übrigen auch ein funktionierender Rechtsschutz für Anleger. Das in Abfindungsfällen anzuwendende Spruchverfahren hat sich im Ergebnis als geeignet erwiesen, einen Interessenausgleich herbeizuführen.

Ein alleiniges Abstellen auf den Börsenwert wirkt sich auf die Anlegerstrategien aus. Ein Spruchverfahren zum Ertragswertverfahren sichert auf den Zukunftserfolgswert gerichtete Anlagestrategien ab. Fällt diese Kappungsgrenze nach unten weg, könnte sich das auf die Investitionsstrategien auswirken, wenn die Beteiligungsgrenzen von 75 %, 90 % oder 95 % tangiert werden. Das lassen die Kursreaktionen auf die Ankündigung eines Delisting vermuten: Diese Werte koppeln sich sofort und deutlich von der allgemeinen Marktentwicklung ab. Auch diese Marktentwicklung rechnet das vorliegende Werk belastbar vor.

Initiative Minderheitsaktionäre e.V.
Leipziger Platz 9
10117 Berlin

Geschäftsführender Vorstand:

Robert Peres (Vorsitzender)

E-Mail: info@initiative-minderheitsaktionaere.org

Internet: www.initiative-minderheitsaktionaere.org

Telefon: +49 (0)30 – 5090 5621

IVA – Interessenverband für Anleger

Nicht nur die Sprache verbindet Österreich mit Deutschland. Auch in der Rechtsordnung finden sich viele Gemeinsamkeiten, aber auch Unterschiede und Differenzierungen. Ausgehend von Impulsen aus den USA, London und Brüssel werden Kapitalmarktprobleme und -themen zuerst in dem wesentlich größeren Wirtschaftsraum virulent. Damit entsteht ein Vorlauf, da es in Deutschland bereits Urteile und Entscheidungen der Gerichte gibt, wenn in Österreich noch über Einzelfälle diskutiert wird. Der Vorteil für österreichische Investoren ist darin zu sehen, dass bei der Formulierung der Gesetze auf die Erfahrungen und Erkenntnisse vom Nachbarland zurückgegriffen werden kann und mögliche Fehlentwicklungen vermieden werden können.

Spät, aber dennoch wurde 2018 in Österreich ein Gesetz betreffend Delisting verabschiedet, das in einigen Punkten nicht den Vorstellungen der Privatinvestoren entsprach. Es wird nur ein Mehrheitsbeschluss der Hauptversammlung von 75 % benötigt, um ein Delisting umzusetzen. Für den Streubesitz bedeute dies zwar keine Änderung seiner Gesellschaftsrechte, aber eine sehr oft unangenehme Beeinträchtigung, um bei einem Verkauf einen „fairen“ Preis zu erhalten, da er weitgehend dem Wohlwollen des Haupteigentümers ausgeliefert ist. Auch die börsenrechtlichen Anlegerschutzbestimmungen fallen weg.

Daher hat der Gesetzgeber ein Pflichtangebot des Mehrheitsgesellschafters an den Streubesitz normiert. Aber was ist fair und angemessen? Der Durchschnittskurs der letzten sechs Monate, der letzten fünf Tage oder ein von einem Gutachter festgestellter Preis?

Die Vielzahl der Fälle, die in Deutschland ausjudiziert oder in der Fachliteratur ausführlich behandelt wurden, sind wertvolle Grundlagen, um zu akzeptablen Lösungen bei der schwierigen Preisfindung zu kommen.

Der Autor und seine Mitstreiter, die sich seit Jahren kompetent mit diesen Themen beschäftigen, bieten mit diesem Buch, das die deutschen Fälle der Vergangenheit mit Akribie darstellt, allen mit diesem Thema befassten Personen in Österreich eine gut abgesicherte Basis für ihre oft gegensätzlichen Argumente, womit mit geringerem Aufwand in einer vertretbaren Zeit das heikle Problem der Preisfindung erledigt werden kann.

Wilhelm Rasinger

IVA – Interessenverband für Anleger

Austrian Shareholder Association

1130 Wien, Feldmühlgasse 22

<http://www.iva.or.at>

wilhelm.rasinger@iva.or.at

Tel. +43-1-8763343-30

Fax. +43-1-8763343-39

SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.

Das vorliegende Werk stellt anhand der Markteffizienzhypothese, die die Determinanten einer Börsenkursbildung beschreibt, überzeugend dar, warum der Börsenkurs allein aufgrund der bestehenden Informationsasymmetrien den inneren/wahren Wert bei Desinvestitionsentscheidungen aus Anlass von unternehmensinternen Strukturentscheidungen systembedingt nicht abbilden kann und unterlegt diesen Befund empirisch.

Der Autor zeigt auf, dass die Abfindungen kompensationspflichtiger Strukturmaßnahmen, die auf ein Delisting folgten, in der weit überwiegenden Mehrzahl der Fälle höher lagen als die Gegenleistung beim Delisting aufgrund des gewichteten sechsmonatigen Durchschnittskurses.

Anders noch – so die Studie weiter – als zu Zeiten der Macrotron-Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes kann für die Zeit seit der Frosta-Entscheidung konstatiert werden, dass allein die Ankündigung des Delisting zu fallenden Kursen bei steigenden Umsätzen führt.

Dies dokumentiert, dass entgegen anderweitiger Auffassung mit dem Delisting die Substanz des Aktieneigentums verletzt wird.

Dies macht es erforderlich, bei einem Delisting eine Kompensation auf Ertragswertbasis zu leisten und diese Gegenleistung einer institutionellen Nachprüfung in Form eines Spruchverfahrens zu unterziehen.

Die gesetzliche Regelung in § 39 Abs. 2 BörsG ist insuffizient und führt gerade nicht zu einer Verbesserung des Anlegerschutzes, weil sie zum einen nur den Rückzug vom Regulierten Markt erfasst und zum anderen die Gegenleistung nach dem sechsmonatigen Durchschnittsbörsenkurs ermittelt wird.

Der Börsenkurs kann allenfalls die Untergrenze einer Kompensation darstellen, ist aber kein Ersatz für die Ermittlung des inneren/wahren Wertes nach dem Ertragswertverfahren oder einer dieses Verfahren fortentwickelten Methode.

Wer die Aktienkultur in Deutschland weiterentwickeln und die Attraktivität der Aktie als Anlageform für die breite Bevölkerung erhöhen möchte, muss den Aktionär vor der Aushöhlung des inneren/wahren Wertes durch unternehmensstrukturelle Maßnahmen, die regelmäßig zugunsten eines einzelnen Aktionärs durchgeführt werden, schützen. Ein solcher Schutz kann durch eine „Entschädigung“ auf Börsenkursbasis ohne Vergleich mit dem Ertragswert nicht erfolgen.

München/Frankfurt, den 27.02.2020

Markus Kienle
Mitglied des Vorstands
Stellvertretender Vorstandsvorsitzender
Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.

SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.
– Die Aktionärsvereinigung –

Hackenstraße 7b
80831 München

Fon: +49/89/ 20 20 846 – 0

Fax: +49/89/ 20 20 846 – 10

E-Mail: kienle@sdk.org

Vorstandsvorsitzender: Dipl.-Kfm. Daniel Bauer
Zuständiges Vereinsregister: Amtsgericht München
Vereinsregister-Nummer: VR 202533

Internet:

www.sdk.org

www.anlegerplus.de

Einleitung

Der Verbraucherzentrale für Kapitalanleger e.V. – VzFK – ist ein im Vereinsregister beim Amtsgericht Berlin-Charlottenburg eingetragener Verein. Er vertritt die Interessen von Kapitalanlegern in Gesetzgebungsverfahren, vor Gerichten sowie gegenüber Unternehmensleitungen und Mehrheitsaktionären. Ein Schwerpunkt der Tätigkeiten liegt in der Durchführung von Spruchverfahren nach § 1 SpruchG für Minderheitsaktionäre nach kompensationspflichtigen Strukturmaßnahmen vor allem im Aktien- und Umwandlungsrecht.

Zu den satzungsmäßigen Aufgaben des VzFK gehören auch wissenschaftliche Tätigkeiten. Dazu haben wir bereits eine Studie zur quantitativen empirischen Justizforschung zu Spruchverfahren¹ und einen Praxisbericht zum kollektiven Rechtsschutz² erstellt.

Das ist unsere zweite Studie zur quantitativen empirischen Justizforschung. Sie untersucht die Entwicklung von Börsenkursen und Handelsvolumen vor und nach Ankündigung von Delisting-Verfahren und zieht daraus Schlüsse zum Zusammenhang zwischen Kapitalmarktinformationen und Kursentwicklung. Die „FRoSTA-Entscheidung“ des Bundesgerichtshofs vom 8. Oktober 2013 – II ZB 26/12 beruft sich auf die „Delisting-Entscheidung“ des Bundesverfassungsgerichts vom 11. Juli 2012, welches bei einem Delisting ein Pflichtangebot von Verfassung wegen nicht für geboten hält. Aufgrund der empirischen Datenlage im dortigen Verfahren³ sah das Gericht keine Gefahr für die wirtschaftliche Substanz des Aktieneigentums. Das Gericht behielt

1 Die erste Studie zur quantitativen empirischen Justizforschung *Weimann* Spruchverfahren nach Squeeze-out (Walter de Gruyter, Berlin/Boston 2015; ISBN 978-3-11-040250-6) erhebt für den Zeitraum von 2002 bis 2013 für 477 Squeeze-out-Beschlüsse mit 397 anschließenden Spruchverfahren bis zu 125 Angaben je Einzelfall. Bis zum Jahr 2013 konnten in 217 Fälle in gerichtlichen Verfahren Nachzahlungen in der Höhe von mehr als 600 Millionen Euro durchgesetzt werden. Der Wert des übertragenen Aktieneigentums lag bei 11,2 Milliarden Euro. Die Studie erschien 2015 im Verlag de Gruyter. Unsere Pressemitteilung: https://www.dgap.de/dgap/News/dgap_media/spruchverfahren-nach-squeezeout-neues-buch-zeigt-abfindung-fuer-aktionaere-den-meisten-faellen-gering/?newsID=843967 Weitere Informationen enthalten www.spruchverfahren.info und www.vzfk.de. Jetzt gibt es eine Fortschreibung zum 31. März 2020: www.vzfk.de/fortschreibung-31-maerz-2020/.

2 *Weimann* Kollektiver Rechtsschutz – ein Memorandum der Praxis (Walter de Gruyter, Berlin/Boston 2018, ISBN 978-3-11-060761-1) stellt die Anforderungen der Praxis an einen effektiven kollektiven Rechtsschutz dar. Pressemitteilung: https://www.dgap.de/dgap/News/dgap_media/kollektiver-rechtsschutz-neues-buch-stellt-musterfeststellungsklage-auf-den-pruefstand/?newsID=1094453 Sonderseite: www.kollektiverrechtsschutz.de.

3 Das Gericht stützt seine Entscheidung auf eine Studie des Deutschen Aktieninstitut e.V. zum Rechtsstand auf der Grundlage der „Macrotron-Entscheidung“ vom Bundesgerichtshof. Der damit verbundene gesellschaftsrechtliche Rechtsschutz wurde aber mit der „FRoSTA-Entscheidung“ beseitigt. Bezeichnenderweise ist das Deutsche Aktieninstitut nicht der hypothetischen Frage nachgegangen, wie sich das auf die Kursentwicklung auswirken könnte. Es wird auch nicht aufgezeigt, ob und in welchem Umfang die so geänderte Rechtslage den Interessen der Mitgliedsunternehmen entspricht.

sich aber eine andere Beurteilung aufgrund neuer Erkenntnisse vor, wenn mit dem Widerruf der Börsenzulassung regelmäßig ein Kursverfall einträte:

„Es kann dahingestellt bleiben, ob der verfassungsrechtlich zu gewährleistende Schutz des Aktieneigentums in seinem vermögensrechtlichen Element eine andere Beurteilung rechtfertigen könnte, wenn mit dem Widerruf regelmäßig ein Kursverfall einträte, der nach seinem Ausmaß die wirtschaftliche Substanz des Aktieneigentums träfe. Denn ein solcher Effekt lässt sich jedenfalls für die hier in Rede stehenden Zeiträume ab 2004 und die heutigen Verhältnisse nicht mehr tragfähig belegen. Ein regelmäßig zu verzeichnender Kursverfall nach Ankündigung der Widerrufsabsicht lässt sich nach keiner der Stellungnahmen sachkundiger Dritter hinreichend abstützen.“⁴

Genau an dieser Stelle setzt diese Studie an:

- Entgegen der Annahme des Bundesverfassungsgerichts tritt bereits mit der Ankündigung eines Delisting in den meisten Fällen ein Kursverfall ein, der in seinem Ausmaß die wirtschaftliche Substanz und damit den Vermögenswert des Aktieneigentums trifft.
- Das Bundesverfassungsgericht befasst sich in der Delisting-Entscheidung – anders als in vielen anderen Entscheidungen – nicht mit den divergierenden Interessen der Aktionärsgruppen in jeder Aktiengesellschaft. Neben den Großaktionären mit unternehmerischer Zielsetzung gibt es die Minderheitsaktionäre bzw. Finanzinvestoren, die ausschließlich oder überwiegend finanzielle Interessen verfolgen. Dieser Interessengegensatz zeigt sich besonders deutlich bei den steigenden Umsätzen nach der Bekanntgabe eines Delisting⁵.
- Hinzu kommt, dass mit dem Widerruf der Börsenzulassung nicht nur die jederzeitige Handelbarkeit der Aktie entfällt. Es entfallen auch die Informationspflichten, die sich als Zulassungsfolgepflichten aus der Börsennotierung ergeben. Damit fehlen wesentliche Informationen für die Kursbildung und etwaige Investitionsentscheidungen.
- Der zum 26. November 2015 novellierte § 39 BörsG verlangt ein Übernahmeangebot nur für die Emittenten, die ein Delisting vom Regulierten Markt durchführen. Das betrifft aber nur 7 von 54 Delisting-Verfahren, die seit dem 7. September 2015⁶ beantragt wurden. Damit erfolgen die anderen 47 Delisting-Verfahren auf der Grundlage der „FRoSTA-Entscheidung“ ohne zusätzlichen Rechtsschutz.

⁴ BVerfG vom 11. Juli 2012 – 1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08 – Tz. 68 zu beziehen über https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/2012/07/rs20120711_1bvr314207.html.

⁵ Die Mitgliederstruktur dürfte auch beim Deutschen Aktieninstitut e.V. die strukturellen Standpunkte prägen: <https://www.dai.de/de/das-sind-wir/mitglieder/unsere-mitglieder.html>.

⁶ § 39 BörsG trat am 26. November 2015 in Kraft. Die Übergangsregelungen in § 52 Abs. 9 BörsG verlangen aber, dass dieser Rechtsstand schon für alle Delisting-Verfahren gilt, die ab dem 7. September 2015 beantragt wurden. An diesem Tag fand die Anhörung vor dem Finanzausschuss statt.

Seit der „FRoSTA-Entscheidung“ sind bis zum 31. Dezember 2019 insgesamt 120 Delisting-Verfahren bekannt geworden. Davon ließen sich für 111 Delisting-Verfahren die Aktienkurse und Umsatzvolumina erfassen und auswerten. Dabei zeigt sich,

- dass sich schon kurz nach Ankündigung eines Delisting diese Werte zum Teil ganz erheblich von der allgemeinen Marktentwicklung abkoppeln.
- Gleichzeitig nehmen die Handelsvolumina zu, was auf Verkaufsdruck wegen des drohenden Verlusts der Handelbarkeit und einen möglichen Aufkauf durch den oder die unternehmerisch investierten Großaktionäre schließen lässt.

Damit verletzt das Delisting die verfassungsrechtlichen Gewährleistungen zum Aktieneigentum gleich mehrfach:

- Die Kursverluste bzw. der mit dem Delisting regelmäßig einhergehende Kursverfall reduzieren das „*vermögensrechtliche Element*“ des Aktieneigentums.
- Weil mit dem Spruchverfahren der gesellschaftsrechtliche Rechtsschutz des Aktieneigentums entfällt, gewährt der gegenwärtige Rechtsstand auch keinen effektiven Rechtsschutz. Das ist spätestens seit der „Feldmühle-Entscheidung“ das zweite Element des Aktieneigentums. Dort heißt es:

„Voraussetzung für die Zulässigkeit dieser gesetzgeberischen Wertung ist freilich, daß die berechtigten Interessen der zum Ausscheiden gezwungenen Minderheit gewahrt werden. Dazu gehört einmal, daß ihr wirksame Rechtsbehelfe gegen einen Mißbrauch der wirtschaftlichen Macht zur Verfügung stehen; zum anderen muß Vorsorge getroffen sein, daß sie für den Verlust ihrer Rechtsposition wirtschaftlich voll entschädigt wird.“⁷

Diese Studie zeigt auf, warum die verfassungsrechtlichen Gewährleistungen eine Reduzierung nur auf einen kapitalmarktrechtlichen Rechtsschutz nicht zulassen. Schließlich gibt es auch bei Eingliederungen, Verschmelzungen oder Squeeze-out neben der kapitalmarkttechnischen Handhabung ein gesellschaftsrechtliches Rechtsschutzsystem. Auch in diesen drei Fällen kommt es zu einem Delisting, wobei das AktG und das UmwG eine Kompensationspflicht und § 1 SpruchG ein Spruchverfahren vorsehen.

- Der Wegfall der Handelbarkeit der Aktie schließt den Zugriff auf den inneren Wert der Aktie aus und führt damit faktisch zu einer Enteignung.
- Außerdem reduziert das Delisting den Anspruch auf Informationen gegenüber dem Emittenten. Sie ergeben sich aus dem Gesetz und den Zulassungsfolgepflichten der jeweiligen Börsen. Das erschwert die Preisfindung bei Desinvestitionsentscheidungen.

Der gegenwärtige Rechtsstand reduziert die Attraktivität der Aktie. Das Spruchverfahren sichert am Zukunftserfolgswert orientierte Spekulationsstrategien auch bei kom-

⁷ BVerfG, Urteil vom 07. August 1962 – 1 BvL 16/60 –, BVerfGE 14, 263–288, Juris-Textziffer Rn. 65.

pensionspflichtigen Strukturmaßnahmen ab. Das gilt beim Rechtsstand unter der „FRoSTA-Entscheidung“ nicht mehr für Werte, wenn sich die Beteiligungsquoten einzelner Aktionäre denen für kompensationspflichtige Strukturmaßnahmen annähern. Hier ist ein Ausstieg möglichst vor der Ankündigung eines Delisting geboten. Die geringe Akzeptanz der Aktie bei Privatanlegern selbst in einer lange anhaltenden Niedrigzinsphase lässt aber weitere Einschränkungen der verfassungsrechtlichen Gewährleistungen zum Vermögenswert und Rechtsschutz einer Aktie nicht zu. Die Aktie muss attraktiver werden, um die Eigenvorsorge voranzubringen.

Naturgemäß vermag eine solche umfassende Datensammlung und -analyse keinen Anspruch auf Vollständigkeit oder Richtigkeit zu erheben. Daher bitten wir gegebenenfalls um Hinweise auf Mängel oder Lücken. Das gilt besonders dann, wenn einzelne Delisting-Verfahren übersehen wurden bzw. die Datenangaben nicht zutreffen. Bitte übermitteln Sie Ihre Hinweise bzw. die entsprechenden Unterlagen, aber auch Ihre Anregungen und Kritik an die folgende Anschrift:

Verbraucherzentrale für Kapitalanleger e.V.

Hiddenseer Straße 9

D – 10437 Berlin

Telefon: +49 (0)30 39509428

Telefax: +49 (0)30 39509429

E-Mail: info@vzfk.de

Homepages: www.vzfk.de

www.spruchverfahren.info.

www.kollektiverrechtsschutz.de

<https://twitter.com/VzfKInfo>

Weitere Informationen zum Delisting gibt es auf unserer Homepage unter:

www.vzfk.de/delisting/

www.vzfk.de/ertragswert-und-boersenwert/

www.vzfk.de/empirische-studie-zum-delisting/

www.vzfk.de/fortschreibung-31-maerz-2020/

Wesentliche Ergebnisse

Über die empirischen Erkenntnisse (IV.) zum Delisting hinaus versteht sich diese Studie als ein wesentlicher Beitrag zu den Fragen,

- wie sich **Informationen** auf die Kursentwicklung auswirken und
- ob der **Börsenwert** dem von Art. 14 GG geschützten inneren bzw. wahren Wert entspricht.

Die zentralen Untersuchungsgegenstände ergeben sich somit aus den **verfassungsrechtlichen Gewährleistungen** zum Vermögenswert im Aktieneigentum und dem Zusammenhang zwischen **Informationen und Kursbildung** an den Finanzmärkten. Dazu wird vor allem auf die Effizienzmarkthypothese verwiesen, für die der „Alfred-Nobel-Gedächtnispreis für Wirtschaftswissenschaften“ im Jahr 2013 „Für die empirische Analyse von Kapitalmarktpreisen“ an Eugene F. Fama, Lars Peter Hansen und Robert J. Shiller vergeben wurde⁸.

Dazu setzt sich diese Studie schwerpunktmäßig mit drei Gerichtsentscheidungen auseinander. Zwei dieser Entscheidungen stehen unter einem Vorbehalt, der nach den Erkenntnissen dieser Studie eingetreten ist:

- Die „**Feldmühle-Entscheidung**“ entwickelt einen zweiteiligen Schutzbereich für das Aktieneigentum: Vermögenswert und effektiver Rechtsschutz. Der Vermögenswert umfasst das, was die gesellschaftliche Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Die Unterschiede zwischen der Gegenleistung in einem Abfindungsangebot und der Abfindung im Squeeze-out zeigen, dass nur ein gesellschaftsrechtliches Rechtsschutzsystem den von der Verfassung verlangten Vermögensschutz gewährleistet (I.).
- Die „**Stollwerck-Entscheidung**“ legt den Referenzzeitraum für die Ermittlung des Börsenwerts als Wertuntergrenze fest. Sie stellt diesen Rechtsstand unter den **Vorbehalt der Kapitalmarktforschung**, besser geeignete Anhaltspunkte zu entwickeln. Dazu erklärt die Effizienzmarkthypothese von Eugene F. Fama⁹, wie sich Informationen auf die Kursentwicklung an den Finanzmärkten auswirken (II.).
- Die „**Delisting-Entscheidung**“ des Bundesverfassungsgerichts steht unter dem **Vorbehalt eines regelmäßigen Kursverfalls**, der die wirtschaftliche Substanz des Aktieneigentums träfe. Diese Studie zeigt auf, dass der gegenwärtige Rechtsstand aus der „FRoSTA-Entscheidung“ und nach § 39 BörsG den Vermögenswert der Beteiligung nicht ausreichend schützt (III.).

⁸ Für weitere Einzelheiten siehe § 4 III.

⁹ Für weitere Einzelheiten siehe § 4 I.

I. Aktieneigentum – „Feldmühle-Entscheidung“

Das verfassungsrechtlich geschützte Aktieneigentum umfasst neben dem Schutz des Eigentums bzw. des **Vermögenswerts** auch einen Anspruch **auf effektiven Rechtsschutz**. In der „Feldmühle-Entscheidung“ heißt es zum **Vermögenswert**:

„§ 12 UmwG gibt den ausscheidenden Aktionären Anspruch auf eine „angemessene“ Abfindung. Darunter ist nicht wie in Art. 153 Abs. 2 Satz 2 WRV eine geringere als die volle Abfindung zu verstehen. Im Schrifttum besteht Einigkeit darüber, daß der Ausscheidende das erhalten soll, „was seine gesellschaftliche Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist“ (vgl. Böttcher/ Meilicke, Umwandlung und Verschmelzung von Kapitalgesellschaften, 5. Aufl., S. 144; Veith/Börnstein, Umwandlungsgesetz und Umwandlungs-Steuerrecht, S. 125). Diese Auslegung ist auch allein mit Art. 14 GG vereinbar; denn wenn Art. 14 Abs. 3 Satz 3 GG für die Enteignung durch den Hinweis auf die Abwägung zwischen den Interessen der Allgemeinheit und der Beteiligten eine geringere als die volle Entschädigung zuläßt, fehlt doch jeder Grund für eine solche Abwägung im Verhältnis zwischen Gleichstehenden, zumal wenn der den Entschädigungsanspruch begründende Sachverhalt im eigenen Interesse des Großaktionärs liegt und von ihm herbeigeführt worden ist.“¹⁰

Daraus folgt für kompensationspflichtige Strukturmaßnahmen:

- Die **Abfindung** muss dem inneren bzw. wahren Wert entsprechen. Das setzt eine vollständige Unternehmensbewertung voraus, welche den Zukunftserfolgswert der Gesellschaft abbildet.
- Der **Börsenwert** kann nur dann herangezogen werden, wenn er dem wahren Wert entspricht. Die Effizienzmarkthypothese von Eugene F. Fama erklärt, dass sich ein für kompensationspflichtige Strukturmaßnahmen relevanter Börsenwert nur dann bilden kann, wenn alle bewertungsrelevanten Informationen innerhalb des Referenzzeitraums erteilt werden. Dazu zählen auch die nach §§ 293a, 293e AktG zu erstellenden Berichte mit den Angaben zum inneren Wert.
- Seit der „DAT/Altana-Entscheidung“ des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999 ist der Börsenwert als **Wertuntergrenze** heranzuziehen. Der Abfindungsberechtigte darf nicht weniger erhalten als er bei einer freien Desinvestitionsentscheidung erlöst hätte. Das aber hat nichts mit dem inneren Vermögenswert zu tun.

Die Studie zeigt, dass der Börsenwert von den vorliegenden Informationen abhängt und nicht den seit der „Feldmühle-Entscheidung“ gewährleisteten **Vermögenswert** abbildet. Dazu zeigt § 8 VI., wie sich die Wertverhältnisse bei Gesellschaften entwickelt haben, bei denen auf ein Delisting eine kompensationspflichtige Strukturmaßnahme gefolgt ist¹¹. In 20 von 26 Übernahmen liegt die Gegenleistung bei einem

¹⁰ BVerfG, Urteil vom 07. August 1962 – 1 BvL 16/60, BVerfGE 14, 263–288, Juris-Textziffer 68.

¹¹ Zu diesen Erkenntnissen kommt auch die andere Studie zur quantitativen empirischen Justizforschung *Weimann Spruchverfahren nach Squeeze-out*, Berlin/Boston 2015, S. 130 ff.

Delisting unter der Abfindung bei einer kompensationspflichtigen Strukturmaßnahme. Bis zum Stichtag dieser Studie am 31. Dezember 2019 betrug die Differenz an Unternehmenswerten 436.714.066,07 Euro. Aktionäre, die in Reaktion auf ein Delisting ihre Aktien nicht veräußert haben, erhielten in nachfolgenden Strukturmaßnahmen gesamt 24.385.557,29 Euro höhere Barabfindungen:

Firma	Werte				
	Differenz Börsenkurs zu Barabfindung	Anzahl Aktien		Gewinn / Verlust	
		Gesamt (ohne eigene Aktien der Gesellschaft)	davon im Freefloat	Unternehmenswert gesamt	davon auf Freefloat entfallend
AGO AG Energie + Anlagen	0,94 Euro	2 674 134 Stück	256 681 Stück	- 2 502 126,15 Euro	- 240 170,55 Euro
Analytik Jena AG	0,23 Euro	7 624 655 Stück	261 498 Stück	- 1 785 081,03 Euro	- 61 221,80 Euro
Ariston Real Estate AG	0,67 Euro	9 202 683 Stück	454 284 Stück	- 6 208 707,03 Euro	- 306 488,47 Euro
AWW Immobilien AG	- 1,12 Euro	26 665 000 Stück	925 919 Stück	29 844 762,43 Euro	1 036 333,49 Euro
Baumaterialien-Handelsgesellschaft AG	- 204,07 Euro	434 971 Stück	1 212 Stück	88 762 943,21 Euro	247 328,41 Euro
Colonia Real Estate AG	- 0,15 Euro	44 390 578 Stück	4 966 197 Stück	6 725 465,04 Euro	752 581,10 Euro
CONET Technologies AG	31,42 Euro	2 995 750 Stück	95 457 Stück	- 94 132 530,61 Euro	- 2 999 452,22 Euro
Creaton AG	4,98 Euro	6 382 750 Stück	152 290 Stück	- 31 805 941,39 Euro	- 758 877,73 Euro
Custodia Holding AG	176,34 Euro	588 783 Stück	52 693 Stück	- 103 824 944,86 Euro	- 9 291 789,71 Euro
elexis AG	5,86 Euro	9 200 000 Stück	413 000 Stück	- 53 893 085,96 Euro	- 2 419 330,92 Euro
Fidor Bank AG	6,07 Euro	10 553 071 Stück	110 119 Stück	- 64 051 172,63 Euro	- 668 360,05 Euro
IKB Deutsche Industriebank AG	- 0,10 Euro	663 384 923 Stück	26 099 441 Stück	66 858 807,76 Euro	2 630 414,78 Euro
KWG Kommunale Wohnen AG	0,89 Euro	16 101 082 Stück	1 244 842 Stück	- 14 406 135,02 Euro	- 1 113 798,56 Euro
m4e AG	0,62 Euro	4 927 725 Stück	244 087 Stück	- 3 050 409,75 Euro	- 151 097,18 Euro
OnVista AG	1,05 Euro	7 357 611 Stück	241 641 Stück	- 7 730 615,33 Euro	- 253 891,33 Euro
PETROTEC AG	0,36 Euro	30 843 741 Stück	2 906 039 Stück	- 11 127 518,65 Euro	- 1 048 413,78 Euro
Pironet NDH AG	5,12 Euro	14 589 900 Stück	716 642 Stück	- 74 727 066,00 Euro	- 3 670 522,35 Euro
Pixelpark AG	- 0,64 Euro	59 047 758 Stück	1 704 323 Stück	37 514 477,12 Euro	1 082 797,86 Euro
Prinion Technology AG	6,86 Euro	5 550 000 Stück	237 247 Stück	- 38 065 220,91 Euro	- 1 627 181,89 Euro
Roth & Rau AG	1,85 Euro	16 207 045 Stück	256 275 Stück	- 29 935 397,13 Euro	- 473 355,50 Euro
Sanacorp Pharmaholding AG	6,98 Euro	8 212 675 Stück	408 302 Stück	- 57 340 964,58 Euro	- 2 850 767,93 Euro
Softship AG	6,99 Euro	1 877 000 Stück	92 137 Stück	- 13 112 360,80 Euro	- 643 651,35 Euro
Swarco Traffic Holding AG	4,16 Euro	8 840 000 Stück	283 161 Stück	- 36 801 505,68 Euro	- 1 178 818,00 Euro
Travel Vna AG	2,39 Euro	1 000 000 Stück	33 043 Stück	- 2 394 811,75 Euro	- 79 131,76 Euro
Triplan AG	- 0,01 Euro	9 304 700 Stück	778 567 Stück	64 872,86 Euro	5 428,21 Euro
Weber & Ott AG	5,02 Euro	3 899 150 Stück	60 532 Stück	- 19 589 799,22 Euro	- 304 120,06 Euro
Summen		971 845 685 Stück	42 995 629 Stück	- 436 714 066,07 Euro	- 24 385 557,29 Euro

Abbildung 1: Vergleich Abfindungsangebot Delisting zu Barabfindung in Strukturmaßnahme seit FRoSTA

Die Erkenntnisse dieser Studie zum Delisting bestätigen damit die Erkenntnisse aus der ersten empirischen Studie „**Spruchverfahren nach Squeeze-out**“. Auch dort lag die Abfindung meist unter dem inneren Wert einer Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren¹². Das zeigt, dass es sich bei der Frage nach dem Börsenwert oder Ertragswert nicht um eine Rechtsfrage handelt. Es geht vielmehr um zwei völlig verschiedene Methoden zur Preisfindung. Sie können nicht gleichwertig sein, weil sie unterschiedliche Informationsgrundlagen haben.

Das bedeutet für die weitere Rechtsentwicklung, dass aus verfassungsrechtlichen Gründen der Börsenwert nicht an die Stelle des Ertragswerts treten darf.

¹² Weimann Spruchverfahren nach Squeeze-out, Berlin/Boston 2015, S. 130 ff.

II. Bundesgerichtshof – „Stollwerck-Entscheidung“

Die „Stollwerck-Entscheidung“ vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 zum Referenzzeitraum für den Börsenwert als Wertuntergrenze bei kompensationspflichtigen Strukturmaßnahmen steht unter dem Vorbehalt besserer Erkenntnisse aus der **Kapitalmarktforschung**:

„cc) Der Börsenwert ist nach dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs während der letzten drei Monate vor der Bekanntmachung, die nicht notwendig eine Bekanntmachung im Sinne des § 15 WpHG sein muss, zu bestimmen, weil dieser Zeitraum besser geeignet ist, den Verkehrswert der Aktie zu ermitteln, als ein mit dem Tag der Hauptversammlung endender Referenzzeitraum, solange die Kapitalmarktforschung keine noch besser geeigneten Anhaltspunkte entwickelt.“¹³

Die von Eugene F. Fama entwickelte **Effizienzmarkthypothese** erläutert den Zusammenhang zwischen Informationen und der Preisbildung an den Finanzmärkten. Im Jahr 2013 – und damit drei Jahre nach der „Stollwerck-Entscheidung“ – hat die Königlich Schwedische Akademie der Wissenschaften den Alfred-Nobel-Gedächtnispreis für Wirtschaftswissenschaften unter anderem an Eugene F. Fama für die Effizienzmarkthypothese vergeben.¹⁴ Damit bestehen jetzt in der Kapitalmarktforschung gefestigte Erkenntnisse, um den gegenwärtigen Rechtsstand weiterzuentwickeln.

Die Daten dieser Studie sprechen dafür, den **Referenzzeitraum** zu modifizieren. Die Börse muss die Gelegenheit erhalten, im Hinblick auf die bevorstehende kompensationspflichtige Strukturmaßnahme den inneren Wert einzupreisen. Schließlich gewährleistet der vom Aktieneigentum geschützte Vermögenswert diesen inneren Wert. Das erfordert im Referenzzeitraum die folgenden Informationen:

- Datum der Hauptversammlung;
- Höhe der Abfindung;
- Bekanntmachung der Berechnungsgrundlagen, die sich aus den nach §§ 293a, 293e AktG¹⁵ zu erstellenden Berichten ergeben;
- Aussprache auf der Hauptversammlung, soweit es um die in den Berichten nach §§ 293a, 293e AktG reflektierte künftige Unternehmensentwicklung geht.

Diese Informationen sind gleichzeitig für eine Entscheidung über eine **Desinvestition** oder weitere Investitionen erforderlich. Nur auf der Grundlage dieser Informationen kann ein Aktionär entscheiden, ob er noch weiter Aktien kauft und den Ausgang des Spruchverfahrens abwartet oder sinnvollerweise seine Aktien verkauft.

¹³ BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09, BGHZ 186, 229–242, Juris-Textziffer 20.

¹⁴ Begründung des Nobelpreiskomitees: <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2013/press-release/>.

¹⁵ Diese Berichte liegen auch dem Spruchverfahren zugrunde, §§ 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4, 7 Abs. 3 SpruchG.

Der Bundesgerichtshof diskutiert zwar zutreffend die Art und Weise, wie die Finanzmärkte auf die Informationen zur kompensationspflichtigen Strukturmaßnahme reagieren. Er stellt dann aber auf den Wert eines Unternehmens ab, welches die Werteffekte aus der Strukturmaßnahme ausblendet:

„Wenn diese Zeiten in die Referenzperiode einbezogen werden, spiegelt der ermittelte Börsenkurs nicht mehr – wie geboten – den Preis wider, den der Aktionär ohne die zur Entschädigung verpflichtende Intervention des Hauptaktionärs oder die Strukturmaßnahme erlöst hätte und der sich aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichtspunkt des vom Markt erwarteten Unternehmenswertes bildet, sondern den Preis, der gerade wegen der Strukturmaßnahme erzielt werden kann. Für die Entwicklung eines höheren Börsenkurses sorgt insoweit zwar nicht eine gezielte Kursmanipulation einzelner Minderheitsaktionäre, sondern die durch die Strukturmaßnahme geweckte besondere Nachfrage (OLG Stuttgart, ZIP 2007, 530, 533; ZIP 2010, 274, 278; Koch/Widders, Der Konzern 2007, 351, 353). Diese Nachfrage hat aber mit dem Verkehrswert der Aktie, mit dem der Aktionär für den Verlust der Aktionärsstellung so entschädigt werden soll, als ob es nicht zur Strukturmaßnahme gekommen wäre (BVerfGE 100, 289, 305; BVerfG, ZIP 2007, 175 Rn. 16), nichts zu tun.“¹⁶

Diese Überlegungen übersehen die **durchgreifende Veränderung** durch die anstehende kompensationspflichtige Strukturmaßnahme. Danach stellt sich der Zukunftserfolgswert völlig anders dar. Daher entspricht es nicht den tatsächlichen Verhältnissen, diese Entwicklung bei der Ermittlung des relevanten Börsenwerts auszuklammern. Nach dem Vollzug der von der Hauptversammlung beschlossenen Maßnahme besteht ein anderer Zukunftserfolgswert. Dazu gehört auch ein vermuteter Ausgang des Spruchverfahrens. Daher ist es marktwidrig, genau diese Informationen bei der Ermittlung des Börsenwerts nicht zu berücksichtigen. Genau das verlangt aber die Effizienzmarkthypothese.

Außerdem hätte der Bundesgerichtshof reflektieren müssen, dass neben den Minderheitsaktionären auch die unternehmerisch investierten Großaktionäre zielgerichtet „Kurspolitik“ betreiben können. Schließlich ist die Börse ein **Ort der Spekulation**. Daher erscheint es als marktgerecht, den vermuteten Ausgang eines Spruchverfahrens einzupreisen. Schließlich zeigen empirische Daten, dass es in den meisten Spruchverfahren zu einer Anhebung der Abfindung kommt. Falls der kompensationspflichtige (Haupt-)Aktionär Kursmanipulationen vermutet, bietet sich eine entsprechende Mitteilung an die BaFin an und er kann diesen Einwand im Spruchverfahren vorbringen.

Daher ermöglicht es die von Eugen F. Fama entwickelte **Effizienzmarkthypothese**, den Rechtsstand zum Referenzzeitraum bei der Ermittlung des Börsenwerts als Wertuntergrenze weiterzuentwickeln. Schließlich zeigen die hier ermittelten Daten¹⁷, dass die Abfindung nach einer kompensationspflichtigen Strukturmaßnahme fast im-

¹⁶ BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09, BGHZ 186, 229–242, Juris Textziffer 23.

¹⁷ Weimann Spruchverfahren nach Squeeze-out, Berlin/Boston 2015, Seite 130 ff. und in dieser Studie § 8 VI.

mer über der Gegenleistung bei einem Delisting liegt. Der unterschiedliche Informationsstand an der Börse bzw. in der Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren führt somit zu einer ganz anderen Preisfindung.

III. Bundesverfassungsgericht – „Delisting-Entscheidung“

Die empirischen Anforderungen an diese Studie ergeben sich auch aus der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts vom 11. Juli 2012 – 1 BvR 3142/07 und 1 BvR 1569/08. Dort heißt es in der Textziffer 56:

„cc) Es kann dahingestellt bleiben, ob der verfassungsrechtlich zu gewährleistende Schutz des Aktieneigentums in seinem vermögensrechtlichen Element eine andere Beurteilung rechtfertigen könnte, wenn mit dem Widerruf regelmäßig ein Kursverfall einträte, der nach seinem Ausmaß die wirtschaftliche Substanz des Aktieneigentums träfe. Denn ein solcher Effekt lässt sich jedenfalls für die hier in Rede stehenden Zeiträume ab 2004 und die heutigen Verhältnisse nicht mehr tragfähig belegen. Ein regelhaft zu verzeichnender Kursverfall nach Ankündigung der Widerrufsabsicht lässt sich nach keiner der Stellungnahmen sachkundiger Dritter hinreichend abstützen.“

Damit wirft das Bundesverfassungsgericht richtigerweise die Frage auf, ob und wie sich das Delisting auf den **Vermögenswert** der Aktie auswirkt. Führen Delisting regelmäßig zu einem Kursverfall, wäre der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts der Boden entzogen.

Diese Studie zeigt auf,

- dass die Ankündigung eines Delisting unter der „**Macrotron-Entscheidung**“ nicht zu einem Kursverfall führen konnte¹⁸. Denn die Vermögenswerte der außenstehenden Aktionäre wurden, wie bei den anderen nach § 1 SpruchG kompensationspflichtigen Strukturmaßnahmen auch, durch das Spruchverfahren geschützt. Die dort zu überprüfende, fast immer nach dem Ertragswertverfahren erstellte Unternehmensbewertung sicherte die weitere Kursentwicklung nach unten ab.
- Diese Absicherung besteht für das Delisting seit der „**FroSTA-Entscheidung**“ des Bundesgerichtshofs nicht mehr. Wie die in § 8 II. dargestellten Daten zeigen, führte die Ankündigung eines Delisting regelmäßig zu einem Kursverfall bei steigenden Umsätzen.
- Diese Entwicklung hat sich mit dem novellierten **§ 39 BörsG** fortgesetzt, wenn auch in abgeschwächtem Umfang, § 8 III. Das überrascht nicht, weil ein Übernahmeangebot nur für ein Delisting vom Regulierten Markt gesetzlich vorgeschrieben ist.

18 Zu diesem Ergebnis gelangen auch die Studien des Deutschen Aktieninstituts e.V., die der „Delisting-Entscheidung“ des Bundesverfassungsgerichts und der „FroSTA-Entscheidung“ des Bundesgerichtshofs zugrunde liegen.

- Weitere Einzelheiten zeigt ein **Vergleich** zwischen dem Rechtsstand unter der „FRoSTA-Entscheidung“ und dem novellierten § 39 BörsG, § 8 VI.
- Bei einigen Gesellschaften folgte dem Delisting eine **kompensationspflichtige Strukturmaßnahme**. In fast allen Fällen lag die Abfindung dann über dem Preis beim Delisting, § 8.

Damit besteht genau das **Marktgeschehen**, welches die „Delisting-Entscheidung“ auf der Grundlage der beiden Studien vom Deutschen Aktieninstitut ausdrücklich als nicht gegeben ansah. Der gegenwärtige Rechtsstand löst auch nicht den **strukturellen Interessengegensatz** zwischen den beiden Aktionärsgruppen auf, die schon die „Feldmühle-Entscheidung“ eingehend berücksichtigt hat. Die hier relevanten wesentlichen obergerichtlichen Entscheidungen¹⁹ reflektieren die divergierenden Interessenlagen nicht. Die steigenden Umsatzvolumen zeigen, dass die unternehmerisch investierten Großaktionäre fallende Kurse zum Zukauf nutzen, während die übrigen Aktionäre unter Verkaufsdruck stehen. Damit besteht das **Rechtsschutzdefizit** fort, das den Gesetzgeber im Jahr 2015 zur Normierung des Delisting in § 39 BörsG veranlasst hatte.

§ 39 BörsG verletzt die verfassungsrechtlichen Gewährleistungen zum Aktien Eigentum in beiden Ausprägungen:

- Er beeinträchtigt den **Vermögenswert**. Die Ankündigung eines Delisting führt zu einem Verkaufsdruck für Minderheitsaktionäre, die mit ihrer Investition ausschließlich oder überwiegend finanzielle Zielsetzungen verfolgen. Damit entstehen Kurse, die ausweislich der empirischen Daten offensichtlich von unternehmerisch investierten Großaktionären zum Zukauf genutzt werden. Damit tritt genau der Kursverfall ein, den das Bundesverfassungsgericht als Vorbehalt in der „Delisting-Entscheidung“ diskutiert hat.
- Außerdem fehlt **effektiver Rechtsschutz**. Das beginnt bereits damit, dass das Delisting anders als unter der „Macrotron-Entscheidung“ nicht mehr in das aktienrechtliche Rechtsschutzsystem mit Hauptversammlung und Spruchverfahren eingebunden ist. Unternehmerisch investierte Großaktionäre können jetzt die Aktien der unter Verkaufsdruck stehenden anderen Aktionärsgruppe (Minderheitsaktionäre) unter dem inneren Wert erwerben²⁰. Es gibt jetzt auch nicht mehr die Rechtsakte, die eine gerichtliche Kontrolle z.B. durch Anfechtungsklage und Spruchverfahren ermöglichen.

¹⁹ Dabei handelt es sich vor allem um die „Delisting-Entscheidung“ des Bundesverfassungsgerichts sowie die „Stollwerck-Entscheidung“ und das „FRoSTA-Urteil“ des Bundesgerichtshofs.

²⁰ Die empirischen Daten zeigen, dass die Abfindung in einer kompensationspflichtigen Strukturmaßnahme meist über der Gegenleistung eines Übernahmeangebots liegt, siehe § 8 VI. und *Weimann* Spruchverfahren nach Squeeze-out, Berlin/Boston 2015, Seiten 130 ff.

Für die weitere Rechtsentwicklung steht damit fest, dass der gegenwärtige Rechtsstand beim Delisting aus § 39 BörsG bei den Minderheitsaktionären zu **Rechtsschutzdefiziten** führt. Während das Delisting unter der „Macrotron-Entscheidung“ praktisch keine **Bedeutung** hatte, hat sich das mit der „FRoSTA-Entscheidung“ geändert. Wie unter § 2 VII. gezeigt wird, hat das Delisting nun einen festen Platz in der Reihenfolge der Strukturmaßnahmen, um die Eigentumsverhältnisse zu ändern. Jedoch verlangen die verfassungsrechtlichen Gewährleistungen weiterhin einen Interessenausgleich zwischen den beiden Aktionärsgruppen. Dazu gehört auch, dass der Vermögenswert der Minderheitsaktionäre nicht reduziert werden darf. Die regulatorischen Rahmenbedingungen dürfen eine Desinvestition zum inneren Wert nicht ausschließen.

IV. Wesentliche empirische Erkenntnisse

Diese Studie unterscheidet zwei **Untersuchungszeiträume**:

- Die „**FRoSTA-Entscheidung**“ erging am **8. Oktober 2013** und beseitigte mit dem Spruchverfahren den gesellschaftsrechtlichen Rechtsschutz des Delisting. Damit nahm die praktische Bedeutung des Delisting zu. Durch den Verkaufsdruck konnten die unternehmerisch investierten Großaktionäre infolge einer völlig anderen Preisfindung, die Aktien der Minderheitsaktionäre unter dem inneren Wert erwerben²¹. Damit zeigt sich an dieser Stelle, dass es sich bei der Frage nach dem Börsenwert oder Ertragswert nicht um eine Rechtsfrage handelt. Es geht vielmehr um zwei völlig verschiedene Methoden zur Preisfindung.
- Der Gesetzgeber entsprach dem **Handlungsbedarf**, indem er in **§ 39 BörsG** die Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebots nach den Regelungen des WpÜG aufnahm. Diese Verpflichtung besteht aber nur für ein Delisting aus dem **Regulierten Markt**. Für ein Delisting vom **Freiverkehr** bleibt es beim Rechtsrahmen aus der „**FRoSTA-Entscheidung**“. Das Gesetz trat am **26. November 2015** in Kraft. Die Übergangsregelung in § 59 Abs. 9 BörsG stellt allerdings auf die Anhörung im Finanzausschuss ab, die am 7. September 2015 stattfand. Für alle nach dem 7. September 2015 beantragten Delisting gilt das neue Recht.

Von den insgesamt **111 untersuchten Delisting-Verfahren** fanden 54 nach der Novellierung des § 39 Abs. 2 BörsG statt, die am 26. November 2015 in Kraft getreten ist. Nur 7 Verfahren fanden vom Regulierten Markt statt, bei denen es zu einem Übernahmeangebot kam²². Von der Übergangsregelung nach § 52 Abs. 9 BörsG hat allein die

²¹ Das zeigt der Vergleich zwischen der Gegenleistung im Übernahmeangebot und der Abfindung in einer kompensationspflichtigen Strukturmaßnahme: Siehe in dieser Studie § 8 VI. und *Weimann* Spruchverfahren nach Squeeze-out, Berlin/Boston 2015, Seiten 130 ff.

²² Die ausgewerteten Verfahren stellt im Einzelnen § 5 dar.

Rheintex Verwaltungs AG²³ als Zielgesellschaft eines Übernahmeangebots Gebrauch gemacht. Für beide Untersuchungszeiträume kommt diese Studie **zu ähnlichen Ergebnissen**²⁴. Die Auswertung der Kursdaten für den Zeitraum nach dem Inkrafttreten des novellierten § 39 BörsG werden nachfolgend für die Kursentwicklung (1.) und die Umsatzentwicklung (2.) zusammengefasst. Daraus ergibt sich, dass die Verfassung ein gesellschaftsrechtliches Rechtsschutzsystem zum Vermögensschutz des Aktien Eigentums verlangt (3.).

1. Kursentwicklung

Die hier ermittelten Daten zeigen, dass sich mit der **Ankündigung eines Delisting** die Aktie von der allgemeinen Marktentwicklung abkoppelt, welche hier aus dem CDAX²⁵ abgeleitet wird. Der CDAX enthält alle an der Frankfurter Wertpapierbörse im General Standard und Prime Standard notierten deutschen Aktien, womit er breit aufgestellt ist. Auf eine Bereinigung um Kursdaten aus jeweils einschlägigen Branchenindizes wird zur Reduktion der Komplexität der Analysen verzichtet. Zudem wirkt sich die damit verbundene zusätzliche Präzision nicht auf die Ergebnisse dieser Studie aus.

Die wesentlichen Ergebnisse stellen sich wie folgt dar:

- In 46 % aller Fälle lag der Schlusskurs am Tag der Ankündigung eines Delisting unter dem **Schlusskurs vom Vortag**; in 43 % lag er darüber, in 11 % war keine Kursreaktion zu verzeichnen; der Kursverfall an dem einen Tag der Ankündigung betrug im Durchschnitt 1,4 % – in der Spitze sogar 45 %.
- In 60 % aller Fälle lag der Schlusskurs am Tag der Ankündigung eines Delisting unter dem **durchschnittlichen gewichteten Kurs im sechsmonatigen Zeitraum vor der Ankündigung**; in 40 % lag er darüber; der durchschnittliche Kursverfall betrug 7,0 % – in der Spitze 81 %.
- **Bis zum Vollzug des jeweiligen Delisting** besserte sich diese Quote nur leicht: In 57 % aller Delisting lag der letzte Kurs unter dem Referenzkurs in den sechs Monaten vor der Ankündigung; im Durchschnitt mussten die Aktionäre einen Kursverfall von 12,7 % hinnehmen.
- **Bereinigt um die allgemeine Marktentwicklung**, also im Vergleich zum CDAX, war in 60 % aller Delisting ein Kursabfall zu verzeichnen; der Kursverfall betrug durchschnittlich 11,3 %.

²³ Am 12. September 2017 veröffentlichte erstmals eine Zielgesellschaft ein Delisting-Erwerbsangebot an ihre eigenen Aktionäre. Bieterin und Zielgesellschaft war die Vermögensverwaltungsgesellschaft Rheintex Verwaltungs AG (vormals Rheinische Textilfabriken AG): <https://www.bafin.de/Shared-Docs/Downloads/DE/Angebotsunterlage/rheintex.html?nn=7845970>.

²⁴ Siehe § 8 V.

²⁵ Für weitere Informationen zum CDAX: <https://deutsche-boerse.com/dbg-de/unternehmen/wissen/boersenlexikon/boersenlexikon-article/CDAX-243044>.

2. Umsatzentwicklung

Die Änderung des Börsengesetzes mildert den Kursdruck nur geringfügig ab. Von den 54 Delisting, die nach Änderung des Börsengesetzes angekündigt wurden, lösten nur 12 (das entspricht 23 Prozent) überhaupt ein Übernahmeangebot nach § 39 BörsG aus. In 42 Delisting-Verfahren wurde überhaupt kein Angebot unterbreitet.

Das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen sprang mit Ankündigung eines Delisting an, flachte danach aufgrund des geringer werdenden Streubesitzes wieder ab:

- In 57 % aller Delisting-Verfahren lag das **durchschnittliche tägliche Handelsvolumen** in den ersten drei Tagen nach Ankündigung über dem des Referenzzeitraums in den sechs Monaten davor.
- Im **Zeitraum unmittelbar vor dem Widerruf der Börsenzulassung** sank das Handelsvolumen signifikant: In 67 % aller Fälle lag das Handelsvolumen dann unter dem im Referenzzeitraum. Das dürfte am Rückgang des Streubesitzes liegen.

Die Zahlen zeigen die **divergierenden Interessen der Aktionäre**:

- Für die unternehmerisch investierten Großaktionäre bedeuten fallende Kurse **Kaufkurse**. Das gilt vor allem für solche Großaktionäre, die sich auf diesem Weg den für eine kompensationspflichtige Strukturmaßnahme relevanten Schwellenwerten von 75 %, 90 % oder 95 % annähern.
- Der Verlust der Handelbarkeit setzt Finanzinvestoren unter **Verkaufsdruck**. Das trifft gleichermaßen Minderheitsaktionäre und Fondsgesellschaften, die nach den Fondsbedingungen nur in handelbare Aktien investieren dürfen.

3. Verfassungsrechtlicher Schutzbereich

Diese Daten zeigen, dass der gegenwärtige Rechtsstand **keinen Interessenausgleich** zwischen den verschiedenen Aktionärsgruppen gewährleistet. Das Bundesverfassungsgericht hat aber vor allem in seinen älteren Entscheidungen immer wieder eingehend die divergierenden Interessen der beiden Aktionärsgruppen untersucht, um sie dann auszugleichen²⁶. Die in § 11 dargestellte Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts stellt das für die einzelnen kompensationspflichtigen Strukturmaßnahmen dar. Dabei zeigt sich auch, wie der aktien- und kapitalmarktrechtliche Regelungsbedarf ineinander greift.

²⁶ Hierzu kann beispielhaft auf die „Feldmühle-Entscheidung“ vom 7. August 1962 verwiesen werden, siehe § 11 II.

Das Delisting lässt sich unter den anderen nach § 1 SpruchG **kompensationspflichtigen Strukturmaßnahmen** wie folgt einordnen:

- Die empirischen Erkenntnisse dieser Studie zeigen, wie bereits die Ankündigung des Delisting den Vermögenswert reduziert. Wenn mit dem Delisting die Handelbarkeit entfällt, wirkt das im wirtschaftlichen Ergebnis wie eine Enteignung oder ein Veräußerungsverbot. Der innere Wert der Aktie lässt sich nicht mehr realisieren. Die **verfassungsrechtlichen Gewährleistungen zum Vermögensschutz** lassen es aber nicht zu, dass den Minderheitsaktionären kompensationslos der Zugang zum inneren Wert abgeschnitten wird²⁷. Genau das beginnt aber bereits damit, dass mit der Ankündigung des Delisting die Kurse bei den meisten Werten verfallen.
- Das Delisting wirkt zunächst wie eine **Eingliederung, Verschmelzung** oder ein **Unternehmensvertrag**: Die Aktionäre behalten zwar formal ihre Rechtsposition, die kompensationspflichtige Strukturmaßnahme verändert aber den inneren Wert der Aktie im Interesse des Großaktionärs.
- Der **Squeeze-out** hat ähnliche wirtschaftliche Folgen: Die Übertragung der Aktien führt zum Aktienverlust und zu einem Delisting an den Börsen. Hier gewährt aber der gesetzliche Rechtsrahmen über das Spruchverfahren den Aktionären Zugang zum inneren bzw. wahren Wert.

Die grundrechtsrelevanten Auswirkungen treten beim Delisting wie bei den anderen nach § 1 SpruchG kompensationspflichtigen Strukturmaßnahmen in der Aktie ein. Der grundgesetzliche **Vermögensschutz** verlangt aber immer einen Zugang zum inneren Wert. Der Börsenwert gibt diesen inneren Wert solange nicht wieder, wie die Marktteilnehmer nicht über alle notwendigen Informationen zum inneren bzw. wahren Wert verfügen²⁸. Daher ist das Delisting in den Anwendungsbereich des § 1 SpruchG aufzunehmen. Außerdem müssen die Aktionäre einen Zugang zu den bewertungsrelevanten Informationen erhalten, die die Berichte nach §§ 293a, 293e AktG enthalten.

²⁷ Für weitere Einzelheiten siehe das Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 07. August 1962 – 1 BvL 16/60, Juris-Textziffer 60 bis 65 und 68.

²⁸ Die Effizienzmarkthypothese von Eugene F. Fama erklärt das Zusammenwirken zwischen den Informationen und der weiteren Kursentwicklung, siehe § 4 I.

Gang der Darstellung

Die Überlegungen in **Teil 1** führen zu dem Ergebnis, dass sich das Delisting nicht alleine auf eine technische Handhabung beschränken darf. Die **Aktienkultur in Deutschland** entspricht nicht den Anforderungen des Wirtschaftsstandorts an die Finanzmärkte. Das mag auch daran liegen, dass große Wirtschaftsunternehmen am unteren Ende der einschlägigen Vertrauensindices rangieren. Die negativen Erfahrungen vom Neuen Markt sowie mit den Börsengängen der Deutschen Telekom AG scheinen auch heute noch das Anlegerverhalten zu prägen. Daher geht es bei der Regelung des Delisting auch darum, die Attraktivität der Aktie zu steigern. Ein Delisting darf nicht automatisch zu einem Kursverfall führen. Wie bei den nach § 1 SpruchG kompensationspflichtigen Strukturmaßnahmen muss auch hier ein Zugriff auf den inneren Wert der Aktie möglich bleiben.

Wie die **empirischen Untersuchungen** im **Teil 2** zeigen, führt bereits die Ankündigung eines Delisting zu einer Abkoppelung der Aktie von der allgemeinen Marktentwicklung. Das modifiziert natürlich auch die Anlegerstrategien: Während jeder Investor unter einem Zukunftserfolgswert kaufen möchte, geht es im Vorfeld eines Delisting nur noch darum, die Aktie möglichst schnell und vor der Abkoppelung des Börsenkurses²⁹ von der Marktentwicklung zu verkaufen.

Die **rechtliche Einordnung** geht in **Teil 3** vor allem vom verfassungsrechtlichen Gewährleistungsrahmen aus. Sie beginnt mit den wesentlichen Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts und Bundesgerichtshofs und führt die diesen Entscheidungen zugrundeliegenden empirischen Erkenntnisse fort. Außerdem wird angeregt, den Schutzbereich des Aktieneigentums von zwei auf vier Bestandteile zu erweitern. Neben den Schutz des Eigentums und die Gewährung effektiven Rechtsschutzes sollten die Handelbarkeit der Aktie sowie ein Anspruch auf bewertungsrelevante Informationen treten.

²⁹ In dieser Studie werden die Begriffe „Börsenpreis“ im Sinne des § 24 BörsG und „Börsenkurs“ im Sinne des § 39 Abs. 3 BörsG synonym verwendet.

Teil 1 Einführung

Ein Delisting erfüllt keinen Selbstzweck. Daher beginnt diese Studie mit Überlegungen zur **Aktie im Kapitalmarkt**, siehe § 1. Danach geht es um die **regulatorischen Rahmenbedingungen** für ein Delisting, § 2, die für diese Studie relevanten Zusammenhänge zwischen einer **Unternehmensbewertung und dem inneren Wert**, § 3, und die **Preisbildung an den Kapitalmärkten**, § 4.

§ 1 Aktie und Kapitalmarkt

Die Aktie hat eine zentrale **volkswirtschaftliche Bedeutung** (I.). Bedauerlicherweise findet die Aktie in Deutschland keine angemessene **Verbreitung unter Privatanlegern** (II.), was möglicherweise die Stellung von großen Wirtschaftsunternehmen im **Vertrauensindex** erklärt (III.). Vielleicht liegt das auch am **strukturellen Ungleichgewicht** im Aktien- und Kapitalmarktrecht, welches der Gesetzgeber nicht nivelliert hat (IV.).

I. Volkswirtschaftliche Bedeutung

Die Aktie schafft **unternehmerische Handlungsspielräume**, indem sie Zugang zu Eigenkapital ohne persönliche Haftung ermöglicht (1.). Eine hohe **Aktienquote** legitimiert die Wirtschaftsordnung und bindet zugleich die Unternehmen an einen Wirtschaftsstandort (2.). Außerdem ermöglicht die Aktie weiten Bevölkerungsteilen einen **Zugang zu Sacheigentum** und den damit verbundenen Wertsteigerungspotentialen (3.). Daher macht es durchaus Sinn, wenn sich die Politik Gedanken über eine konstruktive Partnerschaft zwischen wirtschaftlichem und sozialem Kapital macht, um auch die Kapitalmärkte zu erneuern³⁰.

1. Eigenkapital ohne persönliche Haftung

Die Aktie verschafft einer Aktiengesellschaft Eigenkapital, um kapitalintensive Vorhaben umzusetzen. Damit entstehen vielfältige volkswirtschaftliche Handlungsspielräume. Es gibt keine andere Anlageklasse, die diese Vorteile so in sich vereint:

30 Weitere Überlegungen stellt *Friedrich Merz* in einem Essay in der Wochenzeitschrift *Die Zeit* vom 11. Juni 2019 an, zu beziehen über <https://www.zeit.de/wirtschaft/2019-04/wirtschaftspolitik-deutschland-wohlstand-soziale-gerechtigkeit-demokratie-kapitalismuskritik/komplettansicht>.

- Aktionäre verschaffen der Gesellschaft **Eigenkapital**. Dabei ermöglicht der aktienrechtliche Regelungsrahmen eine deutlich effektivere Kommunikation und Verwaltung der Gesellschaftsanteile als bei einer Personengesellschaft.
- Die Anleger bzw. Aktionäre **haften** nur in Höhe ihrer Einlage.
- Die Aktie ist ein **Sachwert**. Aktionäre nehmen an möglichen Wertsteigerungen teil und partizipieren über Dividenden an den laufenden Einnahmen. Diese Kombination bieten andere Anlageformen wie Anleihe, Lebensversicherung oder Sparbuch nicht.
- Am grauen Kapitalmarkt erworbene Beteiligungen oder Lebensversicherungen verursachen häufig weitere erhebliche Kosten bei der Verwaltung der Gesellschafteranteile, die es so bei der Aktie nicht gibt. Das Aktiengesetz ermöglicht eine vergleichsweise günstige und verhältnismäßig rechtssichere **Organisation der Eigenkapitalgeber**.
- Zudem hat die Aktie im Gegensatz zu vielen Beteiligungen am grauen Kapitalmarkt einen weiteren wesentlichen Vorteil: Die **Handelbarkeit**. Soweit eine Gesellschaft an einer Börse zum Handel zugelassen ist, kann die Aktie jederzeit verkauft werden.
- Die Aktiengesellschaft unterscheidet sich von anderen Rechtsformen wie den **Personengesellschaften** und der **GmbH** auch dadurch, dass sie ohne großen organisatorischen Aufwand eine unbestimmte Vielzahl von Anlegern aufnehmen kann. Auch die Vermögens- und Verwaltungsrechte sind so ausgestaltet, dass die Organe nicht zugleich Gesellschafter sein müssen.
- Zudem gilt die Aktie als die **Rechtsform des Interessenausgleichs**. Die Eigeninteressen der juristischen Person lassen sich von den Partikularinteressen von Vorstand und Aufsichtsrat abgrenzen. Daneben besteht eine Mitbestimmung für Arbeitnehmer. Vor allem die älteren Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts und des Bundesgerichtshofs befassen sich intensiv mit den divergierenden Interessen der Aktionärsgruppen, um sie dann auszugleichen. Wie die empirischen Erkenntnisse dieser Studie zeigen, gelingt das bei den neueren Entscheidungen wie zum Beispiel zum Delisting oder maßgeblichen Referenzzeitraum für den Börsenkurs als Wertuntergrenze nicht mehr.

Die Aktie hat – neben der Dampfmaschine als neuer Energiequelle – die **industrielle Revolution** eingeleitet. Nur so wurde es möglich, kapitalintensive Industrien ohne individuelle Haftungsrisiken für eine unbestimmte Vielzahl von Anlegern aufzubauen.

Das erforderte natürlich ein entsprechendes **Rechtsschutzkonzept**. Neben den aktienrechtlichen Rechtsschutz tritt ein kapitalmarktrechtlicher Rechtsschutz. Dabei unterscheiden sich die Jurisdiktionen in der Ausgestaltung und Gewichtung. Während in den USA der kapitalmarktrechtliche Rechtsschutz stärker als der gesellschaftsrechtliche Rechtsschutz ist, galt in Deutschland jahrelang das Gegenteil. Nach dem Rückbau des gesellschaftsrechtlichen Rechtsschutzes warten die Anleger in

Deutschland aber immer noch auf einen effektiven kollektiven Rechtsschutz³¹ sowie ein umfassendes Haftungskonzept im Kapitalmarktrecht für kursrelevante Informationen³².

2. Legitimation der Wirtschaftsordnung

Eine hohe Aktionärsquote bedeutet auch, dass die Anleger am **Geschäftsmodell einer Volkswirtschaft** mit ihrem Privatvermögen partizipieren. Dabei spielt es keine Rolle, ob sie die Aktie in Mitarbeiterbeteiligungsmodellen³³, über Fondsgesellschaften oder direkt erwerben. Eine solche Beteiligung stärkt das Grundverständnis für volkswirtschaftliche Zusammenhänge und die Bindung an das „eigene“ Unternehmen. Das zeigt sich auch bei Übernahmen: Mitarbeiteraktionäre erweisen sich häufig als besonders unternehmensverbunden.

Wie weiter unten § 1 III. noch zeigt, ist die Bedeutung der Aktie in Deutschland vergleichsweise gering. Das wirft natürlich auch die Frage nach der **Legitimation der Wirtschaftsordnung** auf. Zunächst geht es aber darum, ob und in welchem Umfang die Steuerzahler von den Erträgen der Volkswirtschaft profitieren. Schließlich finanzieren sie mit ihren Steuergeldern die Infrastruktur und den rechtlichen Regelungsrahmen. Der unter § 1 III.4. angesprochene Global Wealth Report sowie der nachfolgend unter § 1 I.3. dargestellte angesprochene World Wealth Report zeigen jedenfalls, dass die Bürger in anderen Ländern der EU ein weitaus höheres **Haushaltsvermögen** erwirtschaften als in Deutschland.

3. Aktie als handelbarer Sachwert für Anleger

Der **World Wealth Report** von Capgemini erfasst die Vermögen und das Anlageverhalten von vermögenden Einzelpersonen³⁴. Dabei zeigt sich ganz deutlich, dass Ak-

³¹ Einen Überblick über die Sichtweisen der Praxis gibt *Weimann Kollektiver Rechtsschutz – ein Memorandum der Praxis*, Berlin/Boston 2018.

³² Mit weiteren Einzelheiten: https://www.jura.uni-augsburg.de/lehrende/professoren/moellers/Archiv/Archiv-2004/kapinhag_gestoppt.html.

³³ Auch in aktuellen Diskussionen über Mitarbeiterbeteiligungen durch Aktien geht es immer wieder auch um die Fragen, die schon in den sechziger Jahren und von Bundeskanzler Gerhard Schröder aufgeworfen wurden. Für weitere Einzelheiten: *Günter Buchstab Vom Mitarbeiter zum Miteigentümer*. Der Burgbacher-Plan von 1969, zu beziehen über https://www.kas.de/c/document_library/get_file?uuid=b92281f9-5d6f-83fd-8d49-a582c3ca0945&groupId=252038 Siehe auch <https://www.agpev.de/wissen-und-archiv/studien/index.html> oder Der Tagesspiegel vom 21.11.2018, *Vom Mitarbeiter zum Miteigentümer*, zu beziehen über <https://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/deutsches-aktieninstitut-vom-mitarbeiter-zum-miteigentuemmer/23665546.html>.

³⁴ Weitere Einzelheiten enthält die Ausgabe 2019. Die Zusammenfassung kann bezogen werden über <https://www.capgemini.com/de-de/news/world-wealth-report-2019/> und der Report über <https://worldwealthreport.com/>.