

Prof. Dr. Christian Aders / Dennis Muxfeld / Felix Lill, alle München

# Die Delisting-Neuregelung und die Frage nach dem Wert der Börsennotierung

**Prof. Dr. Christian Aders** ist Vorstandsvorsitzender der ValueTrust Financial Advisors SE in München. **Dennis Muxfeld** ist Senior Associate und **Felix Lill** Analyst der ValueTrust, einer fokussierten Valuation und Corporate Finance-Beratung.

**Kontakt:** autor@cf-fachportal.de

Die durch die Frosta-Entscheidung des BGH entstandene Rechtssituation in Bezug auf die Durchführung von Delistings wurde durch Verabschiedung des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie revidiert. Die Neuregelung des Börsengesetzes sieht ein Pflichtangebot bei Durchführung eines Delisting vor, das sich primär an dem Sechsmonatsdurchschnittsbörsenkurs orientiert. Aufgrund der mangelnden Liquidität der Aktien vor und nach der Ankündigung des Delisting ist ein alleiniges Abstellen auf den Börsenkurs zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktien nicht sachgerecht. Ein vollständiger Anlegerschutz erfordert eine Unternehmensbewertung durch einen Sachverständigen sowie eine Überprüfungsmöglichkeit im Rahmen eines Spruchverfahrens.

## I. Einleitung

Seit der Frosta-Entscheidung<sup>1</sup> des BGH im Jahr 2013 rollt die Delisting-Welle über Deutschland hinweg. 76 Unternehmen haben seitdem den Rückzug ihres Unternehmens vom Handel an einer deutschen Wertpapierbörse bzw. einem Segment einer deutschen Börse beantragt oder angekündigt.<sup>2</sup> Die steigende Anzahl von Delisting-Fällen ging mit Besorgnisbekundungen seitens der Minderheitsaktionäre und Anlegerschützer einher, welche die mangelnde Rechtssicherheit und die Eröffnung missbräuchlicher Gestaltungsmöglichkeiten durch die Frosta-Entscheidung beklagten. Sie sahen ihre Vermögensposition darin gefährdet, dass ihnen nach Ankündigung des Delisting eine Veräußerung nur mit erheblichen Abschlägen auf den bis dato an der Börse beobachtbaren Aktienkurs möglich ist.<sup>3</sup> Am 01.10.2015 hat der Bundestag im Rahmen des Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie eine Änderung der im Anschluss an die Frosta-Entscheidung entstandenen Rechtssituation beschlossen.<sup>4</sup> Die Überarbeitung des BörsG sieht vor, dass ein Delisting ohne Hauptversammlungsbeschluss auf Antrag der Gesellschaft durchgeführt werden kann. Den Aktionären ist bei Durchführung eines Delisting ein Pflichtangebot zu unterbreiten, dessen Höhe sich primär an dem sechsmonatigen Durchschnittsbörsenkurs vor Ankündigung des Delisting orientiert. Eine gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit des Pflichtan-

gebots im Rahmen eines Spruchverfahrens auf Antrag der Aktionäre ist nicht vorgesehen. Die Erstellung einer Unternehmensbewertung durch einen Sachverständigen ist zu beauftragen, wenn der Durchschnittsbörsenkurs aufgrund von mangelnder Liquidität der Aktien nicht aussagekräftig ist, gegen Ad-Hoc-Mitteilungspflichten verstoßen wurde oder eine Manipulation des Börsenkurses nachgewiesen werden kann. Der Gesetzentwurf wurde seitens der Anlegerschützer bis zuletzt als unzureichend kritisiert.<sup>5</sup> Nach Auffassung der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (SdK) sei ein reines Abstellen auf den Börsenkurs bzw. eine Unternehmensbewertung ohne die Möglichkeit einer gerichtlichen Überprüfung im Rahmen eines Spruchverfahrens nicht ausreichend.

Zwar hat die Frosta-Entscheidung die Rechtssituation im Zusammenhang mit der Durchführung eines Delisting neu definiert, der zuletzt in der wissenschaftlichen Literatur ausgetragene Diskurs ist jedoch aus zahlreichen Spruchverfahren im Zusammenhang mit der Durchführung von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen bekannt. Auf der einen Seite stehen die börsennotierten Unternehmen und dessen Hauptaktionäre, welche insbesondere strategischen und wirtschaftlichen Interessen folgen. Auf der anderen Seite stehen klassische Minderheitsaktionäre, wie etwa Kleinanleger und Mitarbeiter, die vermuten, dass Großaktionäre ihre Interessen zulasten der Minderheitsaktionäre durchsetzen. Unter den Minderheitsaktionären sind aber auch Hedgefonds und Berufskläger vertreten, die auf aktienrechtliche Strukturmaßnahmen spekulieren und Spruchverfahren benutzen, um die Rendite ihrer Kapitalanlage, notfalls im jahrelangen Rechtsstreit, zu optimieren. Bei neutraler Betrachtung sind beiden Seiten schützenswerte Interessen zuzugestehen: So auch im Falle der aktuellen Diskussion um die Delisting-Rechtsprechung.

Aufgrund der öffentlichen Kritik an der durch die Frosta-Entscheidung entstandenen Rechtssituation, der verabschiedeten Neuregelung mit primärem Bezug auf den Börsenkurs zur Bemessung der Abfindungshöhe sowie der damit verbundenen Diskussion im Vorfeld der verabschiedeten Neuregelung analysieren wir im Folgenden zunächst konzeptionell die durch die Frosta-Entscheidung veränderten Rahmenbedingungen für Unternehmen und Aktionäre. Anschließend wird anhand einer Ereignisstudie untersucht, ob eine Delisting-Ankündigung Einfluss auf die Entwicklung des Aktienkurses der betroffenen Aktien genommen hat und inwieweit damit Aussagen über die Nachteiligkeit einer solchen Entscheidung für den Aktionär getroffen werden können. Dies setzt allerdings voraus, dass der Börsenkurs, welcher im Rahmen der verabschiedeten Neuregelung in den Fokus rückt, den tatsächlichen Verkehrswert der Aktien repräsentiert. Zur Interpretation der beobachtbaren Aktienkursreaktion sowie der Würdigung, ob ein reines

1 BGH vom 08.10.2013 – II ZB 26/12, DB 2013 S. 2672 = AG 2013 S. 877.

2 ValueTrust-Analyse; Bei den 76 Fällen handelt es sich um angekündigte De- oder Downlisting-Fälle (Stand 03.09.2015).

3 Vgl. o.V., Börsenzeitung, 07.03.2015, S. 5; o.V., FAZ, 03.02.2015, S. 23; Drygala, Legal Tribune Online, abrufbar unter: <http://hbfm.link/45/>, Abruf am 10.02.2015.

4 Vgl. Bundestag, Plenarprotokoll DS 18/127 vom 01.10.2015, TOP 12.

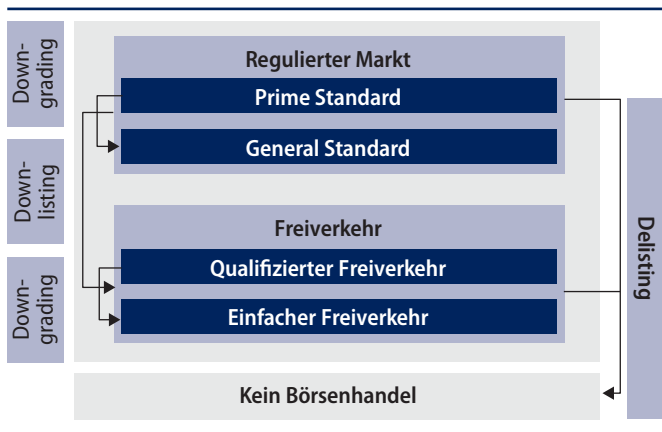
5 Vgl. SdK, SdK hält geplante Regelungen zum Delisting für unzureichend, Aktuelle Meldung vom 08.09.2015, abrufbar unter: <http://hbfm.link/46/>, Abruf am 11.09.2015 und SdK, Regierungskoalition beim Delisting auf Enteignungskurs, abrufbar unter: <http://hbfm.link/47/>, Abruf am 02.10.2015.

Abstellen auf den Börsenkurs sachgerecht ist, wird insbesondere eine Untersuchung der Liquidität der betroffenen Aktien einbezogen. Darüber hinaus wird einzelfallbezogen analysiert, inwieweit tatsächlich eine „missbräuchliche“ Anwendung des Delisting im Interesse strategischer Investoren belegt werden kann.

**II. Die Begriffe „Delisting“ und „Downlisting“**

Unter dem Begriff „Delisting“ wird im Sprachgebrauch der Rückzug eines Unternehmens von der Börse bzw. einem bestimmten Börsensegment verstanden. Der Rückzug von der Börse erfolgt börsenrechtlich durch den Widerruf der Börsenzulassung der Aktien durch den Vorstand (sog. „reguläres Delisting“, siehe § 39 BörsG),<sup>6</sup> Streng genommen ist dabei der Begriff „Delisting“ von den Begriffen „Downlisting“ und „Downgrading“<sup>7</sup> abzugrenzen. Während der Wechsel der Aktien eines Unternehmens vom regulierten Markt in den qualifizierten oder einfachen Freiverkehr als „Downlisting“ bezeichnet wird, erfolgt bei einem Delisting eine vollständige Einstellung des Handels der Aktien an einem Handelsplatz einer deutschen Börse.<sup>8</sup> Der Wechsel innerhalb von Börsensegmenten des regulierten Marktes oder Freiverkehrs wird als Downgrading bezeichnet. Im Folgenden verwenden wir den Begriff Delisting i.S. des vollständigen Rückzugs von einem Handelsplatz, sei es vom regulierten Markt oder dem Freiverkehr (siehe Abb. 1<sup>9</sup>).

**Abb. 1: Abgrenzung von Delisting und Downlisting**



**III. Die Entwicklung der Rechtsprechung vor und nach der Frosta-Entscheidung**

Die Rechtssituation in Bezug auf die Durchführung eines Delisting wurde bereits vor der Frosta-Entscheidung im Wesentlichen durch die Rechtsprechung des BGH geprägt.<sup>10</sup> Die aus der Macrotron-Entscheidung des BGH abgeleiteten Grundsätze wurden anschließend durch eine Entscheidung des BVerfG<sup>11</sup> aus

dem Jahr 2012 und der viel zitierten Frosta-Entscheidung des BGH<sup>12</sup> in 2013 stufenweise revidiert.

Nach dem Macrotron-Urteil aus dem Jahr 2002 erforderte ein Delisting (d.h. hier die vollständige Einstellung des Handels der Aktie an einem Börsenplatz) einen entsprechenden Beschluss der Hauptversammlung und war für die Unternehmen mit der Verpflichtung, den Aktionären ein Abfindungsangebot zu unterbreiten, verbunden. Gleiches galt für einen Wechsel aus dem regulierten Markt in den einfachen Freiverkehr, jedoch nicht für einen Wechsel aus dem regulierten Markt in den qualifizierten Freiverkehr.<sup>13</sup> Das Abfindungsangebot konnte auf Antrag der Aktionäre in einem nachfolgenden Spruchverfahren überprüft werden. Der BGH argumentierte, dass durch ein Delisting bzw. Downlisting aus dem regulierten Markt in den Freiverkehr zwar die innere Struktur der Gesellschaft unverändert bleibt, der Wert und die Fungibilität der Aktie allerdings betroffen sind. Die Liquidität der Aktie stellte nach der damaligen Ansicht des BGH eine Eigenschaft des Aktieneigentums dar und genoss somit den Schutz des Eigentumsrechts nach Art. 14 Abs. 1 GG.

Im Jahr 2012 wurde das Macrotron-Urteil durch ein Urteil des BVerfG zwar nicht unmittelbar revidiert, jedoch eine Fortentwicklung des bis dahin geltenden Rechts angestoßen. Nach Auffassung des BVerfG greift sowohl ein Delisting als auch ein Downlisting grundsätzlich nicht in den oben erwähnten Schutzbereich des Aktieneigentums ein, weil Art. 14 Abs. 1 GG lediglich die rechtliche (im Sinne der Befugnis, eine Aktie jederzeit veräußern zu können) und nicht auch die tatsächliche Verkehrsfähigkeit (im Sinne der ökonomischen Handelbarkeit) der Aktie schützt.<sup>14</sup> Die Fungibilität der Aktie sei lediglich eine ökonomische Handels- und Ertragschance und rechtlich nicht schützenswert.

Das Urteil des BVerfG nahm der BGH im Jahr 2013 mit seiner Frosta-Entscheidung zum Anlass, die bis dato gültige Rechtsprechung aus dem Jahr 2002 zu revidieren. Mit der jüngsten Entscheidung des BGH war der oben erwähnte Pflichtenkatalog zur Durchführung eines Delisting bzw. Downlisting obsolet. Die Durchführung eines Delisting erforderte nunmehr lediglich einen Vorstandsbeschluss (ggf. mit Zustimmung des Aufsichtsrats). Die Verpflichtung zur Einholung eines Hauptversammlungsbeschlusses über die Durchführung des Delisting und zur Unterbreitung eines Abfindungsangebots entfiel ebenso wie die Möglichkeit der Überprüfung des Angebots im Rahmen eines Spruchverfahrens auf Antrag der Aktionäre.<sup>15</sup> Folglich war auch eine rechtliche Unterscheidung zwischen den Begriffen Delisting und Downlisting nicht mehr notwendig, denn auch im Rahmen der Macrotron-Rechtsprechung wurde eine Beeinträchtigung der Verkehrsfähigkeit einer Aktie bei einem Downlisting von einem regulierten Markt in den qualifizierten Freiverkehr durch die Gerichte verneint und erforderte insofern kein Pflichtangebot.<sup>16</sup> Dagegen erforderte ein Wechsel aus dem regulierten Markt in den

6 Auch gesellschaftsrechtliche Maßnahmen, wie z.B. Squeeze-outs, Formwechsel, Verschmelzungen oder Eingliederungen in nicht-börsennotierte Gesellschaften sowie Aufspaltungen in zwei nicht-börsennotierte Gesellschaften führen im Ergebnis zu einem Delisting (sog. kaltes Delisting), unterliegen aber eigenen gesellschaftsrechtlichen Schutzmechanismen und werden daher im Folgenden nicht näher betrachtet.  
 7 Zieht sich ein Unternehmen nur von bestimmten Börsen zurück und erhält die Börsennotierung an wenigstens einer Börse, wird auch von einem partiellen Delisting gesprochen. Der Komplett-rückzug von der Börse wird als Total Delisting definiert.  
 8 Vgl. Heidel/Locher in: Heidel (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2014, S. 1859; Buck-Heeb, Kapitalmarktrecht, 7. Aufl. 2014, S. 17f., 51.  
 9 Eigene Darstellung in Anlehnung an Bayer/Hoffmann, AG 2015 R55 (R56).  
 10 BGH vom 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, S. 53ff. = DB 2003 S. 544 = AG 2003 S. 273.  
 11 BVerfG vom 11.07.2012 – 1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08, AG 2012 S. 557.

12 BGH vom 08.10.2013, a.a.O. (Fn. 1).  
 13 Vgl. Karami/Schuster, Eine empirische Analyse des Kurs- und Liquiditätseffekts auf die Ankündigung eines Börsenrückzugs am deutschen Kapitalmarkt im Lichte der „FRoSTA“-Entscheidung des BGH, Working Paper, Bewertung im Recht, 2015, S. 8.  
 14 BVerfGE 132, S. 99ff. (Rdn. 63).  
 15 Vgl. Paschos/Klaaßen, AG 2014 S. 33 (35).  
 16 Vgl. OLG München, Beschl. vom 21.05.2008 – 31 Wx 62/07; KG Berlin, Beschl. vom 30.04.2009 – 2 W 119/08; OLG Bremen, Beschl. vom 12.10.2012 – 2 W 25/12. Eine Umgehung der Macrotron-Rechtsprechung über ein sog. „gestuftes Total Delisting“, d.h. ein dem Total Delisting vorgeschaltetes Downlisting in den qualifizierten Freiverkehr, ohne Abfindung und Spruchverfahren, wird in der Rechtsprechung und auch überwiegend in der Literatur verneint, vgl. Karami/Schuster, a.a.O. (Fn. 13), S. 8, 13, 17; Rubel/Kunz, AG 2011 S. 399 (407); Paschos/Klaaßen, ZIP 2013 S. 154 (159); Lampert/Weichel WM 2014, S. 1024 (1029); Kritisch dagegen Bayer, ZIP 2015 S. 853 (858f.).

einfachen Freiverkehr unter der Macrotron-Rechtsprechung ein Pflichtangebot, was mit der Frosta-Entscheidung ebenfalls revidiert wurde.

#### IV. Die Auswirkungen der Frosta-Entscheidung in der

##### Praxis

#### 1. Kosten- und Nutzenüberlegungen bei der Entscheidung zum Delisting

Die Frosta-Entscheidung eröffnete börsennotierten Unternehmen die Möglichkeit, sich nunmehr kostengünstig und zeitnah von der Börse im Rahmen eines „regulären“ Delisting zurückzuziehen. Die Entscheidung ein Delisting durchzuführen basiert u.a. auf einer Abwägung der Kosten des Delisting mit den daraus resultierenden Kosteneinsparungen sowie dem Nutzen der Börsennotierung. Nach der Macrotron-Rechtsprechung mussten börsennotierte Unternehmen bei der Delisting-Entscheidung die Kosten für die Unterbreitung des Abfindungsangebots sowie für die Durchführung des Spruchverfahrens veranschlagen. Sofern das Unternehmen aus Kostenüberlegungen ein Delisting durchführen wollte, war der Mehrheitsaktionär zum Ankauf von Aktien verpflichtet. Zwar konnte der Ankauf weiterer Anteile bei Überschreitung bestimmter Schwellenwerte zur Durchführung aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen im Interesse des Mehrheitsaktionärs sein. War für den Mehrheitsaktionär der Erwerb weiterer Anteile allerdings nicht interessant, wurde ihm dennoch die Verpflichtung auferlegt, im Rahmen des Übernahmeangebots weitere Anteile zu erwerben. Diese Pflicht sowie damit auch die entsprechenden Kosten entfielen durch die Frosta-Entscheidung und werden nunmehr erneut den Mehrheitsaktionären auferlegt.

Den Kosten für die Durchführung eines Delisting seitens der Gesellschaft und des Mehrheitsaktionärs stehen Kosteneinsparungen im Zusammenhang mit der entfallenden Börsennotierung gegenüber. Dabei sind nicht nur Einsparungen für die direkten Kosten der Notierung am jeweiligen Handelsplatz, sondern auch Einsparungen im Bereich Investor-Relations, der Rechts- und Beratungskosten, der Vergütungen und Kosten für Unternehmensorgane sowie aus den geringeren Anforderungen bezüglich der Publizitäts- und Offenlegungspflichten zu berücksichtigen. Der Entfall der direkten und indirekten Kosten für die Börsennotierung bedeutet für sämtliche Aktionäre gleichermaßen eine verbesserte Aussicht auf zukünftige Dividendenzahlungen, sofern kein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (BGAV) geschlossen wurde. Während gem. der Macrotron-Rechtsprechung alle Aktionäre gleichermaßen an den gesteigerten Dividendenzahlungen partizipieren, hatte lediglich der Mehrheitsaktionär zusätzliche Belastungen aus dem Pflichtangebot zu tragen. Da mit einem Delisting auch Publizitäts- und Offenlegungspflichten des Unternehmens entfallen, entsteht allerdings eine Informationsasymmetrie zwischen einem einflussnehmenden Mehrheitsaktionär und den sonstigen Aktionären.

Gegenüber den sich aus der Börsennotierung ergebenden Kosten ist auch abzuwägen, welchen Nutzen das Unternehmen aus der Notierung der Aktien an einem Handelsplatz zieht. Neben dem vereinfachten Zugang zu Fremdfinanzierungsquellen und der Aufnahme von Eigenkapital durch Ausgabe neuer Aktien spielen auch qualitative Faktoren, wie z.B. eine höhere

öffentliche Aufmerksamkeit, Markenimage, Prestige und der verbesserte Zugang zu qualifizierten Mitarbeitern eine Rolle.

#### 2. Börsenkursreaktion im Rahmen der Macrotron-Rechtsprechung

Für die Minderheitsaktionäre bedeutete der Entfall der generellen Pflicht zur Unterbreitung eines Pflichtangebots, dass sie im Falle einer Delisting-Ankündigung grundsätzlich nicht mehr vor einem Kursverfall der Aktie an der Börse geschützt sind. Ein Pflichtangebot musste nach § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung mindestens in Höhe des umsatzgewichteten Dreimonatsdurchschnittsbörsenkurses vor Ankündigung des Angebots abgegeben werden. Im Rahmen der Macrotron-Rechtsprechung waren Minderheitsaktionäre vor einer Schädigung ihrer Vermögensposition insoweit geschützt, als dass sie ihre Anteile im Rahmen des Pflichtangebots zum Angebotspreis andienen konnten. Gleichzeitig wird der Börsenkurs nicht unter den im Rahmen des Pflichtangebots angebotenen Preis fallen. Aus diesem Grund ist die Untersuchung der Kursreaktionen auf die Delisting-Ankündigungen unter der Macrotron-Rechtsprechung durch das DAI<sup>17</sup>, auf der u.a. die Frosta-Entscheidung beruht<sup>18</sup>, bereits dem Grunde nach nicht belastbar. Die Kursreaktionen auf die Delisting-Ankündigungen im Rahmen der Macrotron-Rechtsprechung sind durch Spekulationen in Bezug auf die Höhe des mit dem Delisting verbundenen Pflichtangebots sowie der seitens eines Mehrheitsaktionärs zu zahlenden Übernahmeprämie begründet. Insofern sind die potentiellen Kurseffekte aus der Ankündigung des Delisting durch die genannten Effekte überlagert.<sup>19</sup>

#### 3. Börsenordnungen im Fokus

Mit dem Frosta-Urteil hing der Einfluss der Delisting-Entscheidung auf die Vermögensposition der Minderheitsaktionäre wesentlich von der Ausgestaltung der jeweiligen Börsenordnungen ab, denen die gehandelten Aktien des Unternehmens unterliegen.<sup>20</sup> Die Börsenordnungen regeln u.a. die Länge der Karenzfrist, d.h. der Frist zwischen dem Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung und dem Stichtag an dem das Delisting tatsächlich durchgeführt wird. Die Karenzfristen variieren von Börse zu Börse, aber auch zwischen den jeweiligen Börsensegmenten und nach Art des Delisting. Die Bandbreite der Karenzfristen bei einem Total Delisting aus dem regulierten Markt reicht von 6 Monaten bis hin zu 2 Jahren.<sup>21</sup> Zudem können die Börsenordnungen vorsehen, dass sich bei einem vorliegenden Kaufangebot die Karenzzeit verkürzt.<sup>22</sup> Die Börse München fordert neben dem Widerruf zur Börsenzulassung

17 Vgl. Deutsches Aktieninstitut, Stellungnahme zu Delisting und Spruchverfahren – Anfrage des BVerfG vom 08.10.2010 – BvR 1569/08, abrufbar unter: <http://hbfm.link/48>, Abruf am 24.08.2015.

18 BVerfG vom 11.07.2012, a.a.O. (Fn. 11); BVerfGE 132, S. 99ff. (Rdn. 68).

19 Heldt/Royé, AG 2012 S. 660; Eisele/Walter, zfbf 2006 S. 337ff.; Bayer/Hoffmann, AG 2013 R371 (R371-R373).

20 Vgl. Pasch/Schmeling/Starke, CF 2015 S. 295.

21 § 46 Abs. 2 S. 3 BörsO Börse Frankfurt (Stand: 16.12.2013) beim Delisting aus dem regulierten Markt der Börse Frankfurt 6 Monate; beim Delisting aus dem Open Market nur 6 Wochen (siehe § 23 Abs. 1 Allgemeine Geschäftsbedingungen der Deutsche Börse AG für den Freiverkehr Frankfurt); § 42 Abs. 7 S. 3 BörsO Börse Hamburg (2 Jahre) (Stand: 29.11.2013); § 43 Abs. 7 S. 3 BörsO Börse Hannover (2 Jahre) (Stand: 29.11.2013); § 51 Abs. 3 BörsO Börse München (2 Jahre) (Stand: 03.07.2014); § 22 BörsO Börse Stuttgart (min. 6 Monate).

22 § 42 Abs. 2 lit. B i.V.m. Abs. 77 BörsO Börse Hamburg; § 43 Abs. 2 lit. B i.V.m. Abs. 7 BörsO Börse Hannover; § 46 Abs. 3 BörsO Börse Frankfurt (von 6 auf 3 Monate); § 51 Abs. 3 BörsO Börse München (von höchstens 2 Jahren auf 1 Jahr) (Stand: 03.07.2014); § 22 BörsO Börse Stuttgart (min. 6 Monate) (Stand: 01.01.2014).

und einer Karenzzeit auch weiterhin einen Hauptversammlungsbeschluss über die Delisting-Maßnahme.<sup>23</sup> Ein Delisting an der Berliner Börse wird bei einem vorliegenden Kaufangebot sofort wirksam.<sup>24</sup> Die Börse Düsseldorf geht noch einen Schritt weiter und ermöglicht ein Total Delisting nur dann, wenn den Minderheitsaktionären sowohl ein Hauptversammlungsbeschluss als auch ein verpflichtendes Kaufangebot vorliegt.<sup>25</sup> Damit orientiert sich die Düsseldorfer Börsenordnung sehr nah an den Macrotron-Grundsätzen. Die hier skizzierte Rechtssituation verdeutlicht, dass es insbesondere an einheitlichen Regelungen an den Börsenplätzen mangelte. Allerdings ist auch festzuhalten, dass die Frosta-Entscheidung nicht zwangsläufig zu der von Anlegerschützern vermuteten Schädigung ihrer Vermögensposition in Delisting-Fällen führen musste.

#### 4. Aktionärsrechte durch Delisting nicht eingeschränkt

Unabhängig davon, ob ein Pflichtangebot Bestandteil der jeweiligen Börsenordnung war, hat der Minderheitsaktionär grundsätzlich die Möglichkeit seine Anteile auch über den Zeitpunkt des tatsächlichen Delisting hinaus zu halten. Dies konnte und kann eine attraktive Alternative für den Minderheitsaktionär darstellen, wenn die Veräußerung der Anteile für ihn nur eine untergeordnete Rolle spielt. Im Gegensatz zu aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen, wie etwa dem Abschluss eines BGAVs oder der Durchführung eines Squeeze-out, wird der Minderheitsaktionär durch ein Delisting nicht in seinen Mitgliedschaftsrechten als Aktionär, wie z.B. dem Dividendenbezugsrecht sowie dem Stimmrecht, eingeschränkt und kann weiterhin entsprechend seines Anteils an der Gesellschaft und folglich an der Unternehmensentwicklung partizipieren. Allerdings sollten auch die Risiken aus entstehenden Informationsasymmetrien bedacht werden. Nach einer Studie von Leuz/Triantis/Wang führt bei börsennotierten US-amerikanischen Unternehmen ein sog. „Going Dark“, d.h. der Entfall der SEC-Publizitätsvorschriften bei fortbestehender Börsennotierung, zu einem durchschnittlichen Rückgang der Aktienkurse von ca. -4,5% bis -9%.<sup>26</sup> Insofern ist davon auszugehen, dass eine Reaktion des Aktienkurses auf eine Delisting-Ankündigung nicht nur einen Liquiditätseffekt beschreibt, sondern zusätzlich auch einen Effekt aus der entstehenden Informationsasymmetrie. Darüber hinaus ist abzuwägen, inwieweit durch die Ankündigung des Delisting eine aktienrechtliche Strukturmaßnahme, z.B. der Abschluss eines BGAV oder die Durchführung eines Squeeze-out, wahrscheinlicher wird.

#### 5. Delisting im Vorfeld von Übernahmeangeboten oder aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen

Hierin lag ein Hauptkritikpunkt der Anlegerschützer an der Delisting-Rechtsprechung im Anschluss an die Frosta Entscheidung. Ein strategischer Investor hätte aufgrund seines herrschenden Einflusses als Mehrheitsaktionär den Vorstand des börsennotierten Unternehmens dazu veranlassen können, ein Delisting im Vorweg einer aktienrechtlichen

Strukturmaßnahme durchzuführen. Nach Ankündigung des Delisting hätte ein strategischer Investor bereits während der Karenzfrist aufgrund eines möglichen Kursverfalls günstig Anteile börslich erwerben und sich somit ggf. die zur Durchführung der Strukturmaßnahme erforderlichen Anteile sichern können. Ob die Ankündigung eines Delisting die Minderheitsaktionäre zum Verkauf der Anteile bewegen kann, hängt auch davon ab, welche Investoren auf der Seite der Minderheiten vertreten sind. Eine Fondsgesellschaft, die aufgrund ihrer Fondsstatuten nur in börsennotierte Unternehmen bzw. Unternehmen, die in einem bestimmten Börsensegment notiert sind, investieren darf, könnte durch die Ankündigung des Delisting zu einem Verkauf der Anteile gezwungen werden.<sup>27</sup> Ähnliches gilt im Rahmen der verabschiedeten Neuregelung, sofern der Sechsmonatsdurchschnittsbörsenkurs bzw. der anhand einer gerichtlich nicht überprüfbaren Unternehmensbewertung ermittelte Wert nicht den tatsächlichen Verkehrswert repräsentiert. In diesem Fall wird der Minderheitsaktionär, der nur in börsennotierte Unternehmen investieren darf, gezwungen, das ggf. unangemessene Pflichtangebot zu akzeptieren. Ein Hedgefonds dagegen, sofern er einer solchen Auflage nicht unterliegt, wird durch das Delisting wohl kaum zu beeinflussen sein. Für diesen Investor könnte ein schneller Veräußerungsgewinn durch Verkauf seiner Anteile eben an den strategischen Investor im Mittelpunkt stehen. Ziel des Hedgefonds wäre dann der Erwerb eines Minderheitenanteils, der ihn in die Lage versetzt, synergiebegründende Strukturmaßnahmen blockieren zu können und hierdurch seine Verhandlungsposition gegenüber dem strategischen Investor zu stärken. Eine Veräußerung der Anteile über die Börse oder durch Andienung der Anteile im Zusammenhang mit dem Pflichtangebot spielt für diesen Investor nur eine untergeordnete Rolle. Der Entzug der Börsennotierung stellt für diesen Investorentyp kein echtes „Drohpotenzial“ dar.

Des Weiteren hätte unter der Frosta-Rechtsprechung ein Delisting auch einem beabsichtigten Übernahmeangebot vorgeschaltet werden können. Sofern zu erwarten war, dass der Aktienkurs auf die Ankündigung des Delisting mit einem Kursverfall reagiert, hätte der für das Übernahmeangebot relevante Dreimonatsdurchschnittsbörsenkurs vor Ankündigung des Übernahmeangebots gezielt beeinflusst werden können. Diese Gestaltungsmöglichkeiten waren jedoch, sofern nicht bereits ein BGAV besteht, rechtlich dadurch eingeschränkt, dass der Vorstand der AG zum Wohle der Gesellschaft handeln muss (vgl. § 93 AktG, sog. „Business Judgement Rule“). Insofern ist der Vorstand aus rechtlicher Sicht gegenüber einer einseitigen Einflussnahme durch einen Mehrheitsaktionär immun. Der klassische Kleinaktionär dagegen wird nach erfolgtem Delisting in der Veräußerungsmöglichkeit seiner Anteile deutlich eingeschränkt sein. Zwar ist die Verkehrsfähigkeit seiner Aktie nicht im aktienrechtlichen Sinn eingeschränkt, ihm wird es jedoch i.d.R. an dem Zugang zu einer ausreichenden Anzahl von Kaufinteressenten fehlen, sodass er einen Verkauf seiner Anteile mit einem Abschlag auf die bis dahin beobachtbaren Aktienkurse in Kauf nehmen muss.

Aufgrund der öffentlichen Kritik an der durch die Frosta-Entscheidung entstandenen Rechtssituation und der verab-

23 § 56 Abs. 4 BörsO Börse München.

24 § 51 Abs. 2 BörsO Börse Berlin (Stand: 12.03.2014).

25 §§ 57 (6 Monate), 56 Abs. 4 Börs Düsseldorf (Stand: 04.06.2014); Vgl. Dirkes, Börsenzeitung, Nr. 96 vom 22.05.2015, S.11.

26 Zur Auswirkung eines sog. „Going Dark“, d.h. dem Entfall der Offenlegungs- und Publizitätsvorschriften siehe Leuz/Triantis/Wang, Journal of Accounting and Economics 2008 S. 181.

27 Vgl. Glienke/Röder, BB 2014 S. 899 (903).

Tab. 1: Übersicht der analysierten Delisting-Fälle

Nr.	Unternehmen	Bereinigtes Sample	Datum Ankündigung Delisting	Marktkapitalisierung (Mio. €)
1.	ZEAG Energie AG	X	15.07.2015	322,20
2.	Elexis AG	✓	20.03.2014	221,72
3.	Württembergische Lebensversicherung Aktiengesellschaft	X	10.12.2014	214,61
4.	POLIS Immobilien AG	✓	05.03.2015	157,92
5.	VSM . Vereinigte Schmirgel- und Maschinen-Fabriken Aktiengesellschaft	✓	19.05.2014	150,00
6.	Meyer Burger (Germany) AG	X	03.11.2014	76,01
7.	Pironet NDH AG	✓	12.09.2014	67,49
8.	cycos AG	X	09.07.2014	62,54
9.	CCR Logistics Systems AG	X	30.12.2014	60,47
10.	Fidor Bank AG	X	20.01.2015	51,44
11.	Pixelpark AG	X	20.11.2014	38,38
12.	Marseille-Kliniken AG	✓	10.06.2014	35,42
13.	OperaOne AG	✓	03.12.2013	35,00
14.	Cloppenburg Automobil SE	✓	23.02.2015	33,13
15.	HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG	✓	04.08.2014	29,25
16.	Jetter AG	X	04.02.2014	26,25
17.	primion Technology AG	✓	17.09.2014	25,97
18.	MAGIX AG	✓	20.05.2014	24,87
19.	Swarco Traffic Holding AG	✓	04.04.2014	24,30
20.	OnVista AG	X	27.11.2014	18,73
21.	informica real invest AG	✓	14.03.2014	17,65
22.	Studio Babelsberg AG	✓	08.07.2014	15,00
23.	Travel Viva AG	X	15.05.2014	14,72
24.	Kofler Energies AG	✓	13.11.2014	6,98
25.	AGO AG Energie + Anlagen	✓	17.04.2014	3,30
26.	wallstreet:online AG	✓	28.08.2014	3,19
27.	Online Marketing Solutions AG	✓	18.07.2014	2,25
28.	KINGHERO AG	✓	07.02.2014	2,14
29.	Schlossgartenbau AG	✓	13.05.2014	2,10
30.	CCP AG	✓	18.11.2014	1,46
31.	eValue Ventures AG	✓	08.07.2014	1,17
32.	DTB - Deutsche Biogas AG	✓	01.09.2014	0,99
33.	Solarpraxis AG	✓	04.04.2014	0,34

\* Delisting-Sample bereinigt um Unternehmen, deren Kurse nicht oder nur noch in geringem Maße auf die Delisting-Ankündigung reagieren (Unternehmen mit „sticky prices“, siehe nachfolgende Analyse)

schiedeten Neuregelung analysieren wir im Folgenden anhand empirischer Daten, inwieweit Delistings im Anschluss an die Frosta-Entscheidung tatsächlich zu einem Kursverfall der entsprechenden Aktien geführt haben. Im Gegensatz zur Mehrheit der vorherigen statistischen Erhebungen betrachten wir nicht nur die Aktienkursreaktion und den Zusammenhang der Kursreaktion zur Delisting-Ankündigung, sondern analysieren auch die Liquidität der vom Delisting betroffenen Aktien. In diesem Kontext nehmen wir auch Stellung, inwieweit ein primäres Abstellen auf den Börsenkurs, wie durch die verabschiedete Neuregelung vorgesehen, bei Delisting-Fällen sachgerecht ist.

## V. Würdigung empirischer Daten

Bei der Analyse der empirischen Daten greifen wir auf 33 Unternehmen zurück, die seit der Frosta-Entscheidung im Jahr 2013 ein Delisting beantragt haben (siehe Tab. 1). Dabei werden nur Delistings deutscher Rechtsträger betrachtet, die an einem deutschen Handelsplatz notiert waren und keinen Insolvenzbezug oder einen sonstigen Zusammenhang mit einem Rechtsverstoß aufwiesen.

Betrachtet man die Marktkapitalisierung dieser 33 Delisting-Unternehmen, so ist festzustellen, dass vor allem Unternehmen mit vergleichsweise geringer Marktkapitalisierung ein

Delisting durchführten.<sup>28</sup> Nur fünf Unternehmen verfügten zum Zeitpunkt der Ankündigung der Maßnahme über eine Marktkapitalisierung von über 100 Mio. € und nur insgesamt 10 Unternehmen von über 50 Mio. €.

**1. Analyse der Aktienkursentwicklung**

Eine Analyse der Aktienkursentwicklung der Delisting-Kandidaten über einen Zeitraum von 20 Tagen seit Ankündigung des Delisting zeigt, dass die Kurse der entsprechenden Unternehmen im Durchschnitt um ca. -8,8% fallen.

Um festzustellen, ob diese negative Kursentwicklung tatsächlich auf die Ankündigung des Delisting zurückzuführen ist, wurde sich der in der Kapitalmarktforschung häufig eingesetzten Ereignisstudienmethodik bedient, welche im Folgenden zunächst theoretisch erläutert wird.<sup>29</sup> Bei einer Ereignisstudie wird versucht, die Ankündigungseffekte eines bestimmten Ereignisses im Zeitpunkt  $t$  auf die Aktie  $i$  in Form der abnormalen Rendite  $AR_{i,t}$  zu ermitteln.<sup>30</sup> Die abnormale Rendite  $AR_{i,t}$  ergibt sich als Differenz von der im Ereignisfenster, d.h. in einem engen Zeitfenster um das Ereignis herum, tatsächlich gemessenen Rendite  $R_{i,t}$  und der erwarteten Rendite  $E(R_{i,t})$ . Zur Ermittlung der erwarteten Rendite  $E(R_{i,t})$  werden die tatsächlichen Renditen in einem Schätzfenster vor dem Ereignis ermittelt und für den Zeitraum des Ereignisfensters fortgeschrieben. Die erwartete Rendite  $E(R_{i,t})$  stellt hierbei jene Rendite dar, die ohne Eintritt des Ereignisses im Zeitpunkt  $t$  für Aktie  $i$  zu erwarten gewesen wäre.

Mathematisch ausgedrückt ergibt sich die abnormale Rendite wie folgt:<sup>31</sup>

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \tag{1}$$

wobei die Ermittlung der Rendite  $R_{i,t}$  diskret erfolgt:

$$R_{i,t} = \frac{K_t - K_{t-1}}{K_{t-1}} \tag{2}$$

mit  $K_t$  als Börsenschlusskurs eines Unternehmens am Tag  $t$ . Zur Modellierung der erwarteten Rendite  $E(R_{i,t})$  wurde das in der Literatur am weitesten verbreitete statistische Marktmodell verwendet. Die Grundidee des Marktmodells basiert auf dem im Jahr 1963 von Sharpe eingeführten Indexmodell.<sup>32</sup> Die erwartete Rendite  $E(R_{i,t})$  setzt sich dabei aus einer vom Gesamtmarkt bestimmten Renditekomponente  $R_{m,t}$  und einer unternehmensabhängigen Komponente  $\alpha_i$  zusammen. Der Zusammenhang zwischen der Marktrendite  $R_{m,t}$  und der Aktienrendite  $R_{i,t}$  wird durch den Beta-Faktor  $\beta_i$  ausgedrückt. Danach ergibt sich für eine Aktie  $i$  im Zeitpunkt  $t$  die erwartete Rendite  $E(R_{i,t})$  folgendermaßen:

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \tag{3}$$

mit:

$E(R_{i,t})$  erwartete Rendite der Aktie  $i$  im Zeitpunkt  $t$

28 Alle in dieser Studie verwendeten Daten entstammen der Datenbank S&P Capital IQ.

29 Vgl. Gerpott, Ereignisstudie, in: Baumgarth/Eisend/Evanschitzky, Empirische Masterer Techniken, Eine anwendungsorientierte Einführung für die Marketing- und Managementforschung, 2009, S. 205 f.; Peterson, Quarterly Journal of Business and Economics 3/1989 S. 36.

30 Vgl. MacKinlay, Journal of Economic Literature 1997 S. 13.

31 Vgl. Campbell/MacKinlay, The Econometrics of Financial Markets, 1997, S. 154.

32 Vgl. Sharpe, Management Science 1963 S. 281.

$\alpha_i$  unternehmensabhängige Rendite, die regelmäßig durch das Unternehmen erzielt wird

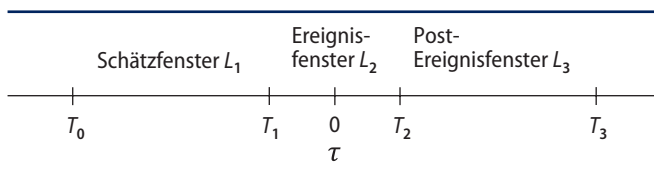
$\beta_i$  repräsentiert, wie stark  $R_{i,t}$  von der Marktentwicklung abhängt

$R_{m,t}$  Gesamtmarktrendite  $m$  eines zu wählenden Benchmarks im Zeitpunkt  $t$

$\varepsilon_{i,t}$  Fehlerterm

Abb. 2<sup>33</sup> beschreibt die Zeitfenster einer Ereignisstudie. Definiert man  $\tau = 0$  als Ereignistag, dann beschreibt das Intervall  $\tau = T_1 + 1$  zu  $\tau = T_2$  das Ereignisfenster<sup>34</sup> und  $\tau = T_0 + 1$  zu  $\tau = T_1$  das Schätzfenster. Die Länge des Schätzfensters und des Ereignisfensters kann demnach mit  $L_1 = T_1 - T_0$  bzw.  $L_2 = T_2 - T_1$  beschrieben werden. Das Post-Ereignisfenster liegt im Intervall  $\tau = T_2 + 1$  zu  $\tau = T_3$  mit der Länge  $L_3 = T_3 - T_2$ .

**Abb. 2: Zeitstrahl für eine Ereignisstudie**



Zur Schätzung der Regressionsparameter  $\alpha_i$  und  $\beta_i$  wird die Kleinste-Quadrate-Schätzer Methode (OLS) mit den Annahmen des klassischen linearen Regressionsmodells unterstellt:<sup>35</sup>

$$1. E(\varepsilon_{i,t}) = 0 \tag{4}$$

$$2. \text{var}(\varepsilon_{i,t}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2 \tag{5}$$

Danach lassen sich die Kleinste-Quadrate-Schätzer  $\hat{\alpha}_i$  und  $\hat{\beta}_i$  für  $\alpha_i$  bzw.  $\beta_i$  wie folgt schätzen:<sup>36</sup>

$$\hat{\alpha}_i = \hat{\mu}_i - \hat{\beta}_i \hat{\mu}_m \tag{6}$$

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i,\tau} - \hat{\mu}_i)(R_{m,\tau} - \hat{\mu}_m)}{\sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{m,\tau} - \hat{\mu}_m)^2} \tag{7}$$

$$\hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2 = \frac{1}{L_1 - 2} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} (R_{i,\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m,\tau})^2 \tag{8}$$

wobei:

$$\hat{\mu}_i = \frac{1}{L_1} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} R_{i,\tau} \tag{9}$$

33 Eigene Darstellung in Anlehnung an MacKinlay, Journal of Financial and Quantitative Analysis 1997 S. 20.

34 In der Ereignisstudienmethodik wird i.d.R. statt eines einzelnen Ereignistages ein Ereignisfenster um den Tag der Ankündigung des Ereignisses gewählt, um Marktreaktionsverzögerungen oder Marktreaktionsüberreibungen in die Überlegungen mit einfließen zu lassen, vgl. Elton/Gruber, Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, 5. Aufl. 1995, S. 428.

35 Die OLS-Methode ermöglicht eine konsistente Schätzung der Parameter, solange Autokorrelationsfreiheit, Homoskedastizität und Parameterkonstanz unterstellt wird, vgl. Backhaus/Erichson/Plinko/Weiber, Multivariate Analysemethoden, Eine anwendungsorientierte Einführung, 12. Aufl. 2008, S. 8f.

36 Vgl. MacKinlay, Journal of Economic Literature 1997 S. 13 (19f.).

$$\hat{\mu}_m = \frac{1}{L_1} \sum_{\tau=T_0+1}^{T_1} R_{m,\tau} \quad (10)$$

Die Parameter  $\hat{\mu}_i$  und  $\hat{\mu}_m$  beschreiben die über den Schätzzeitraum durchschnittlich festgestellte Rendite der Aktie  $i$  bzw. des Marktes  $m$ .

Auf Basis der ermittelten Marktmodell-Parameter können im nächsten Schritt die über das Ereignisfenster aufgetretenen täglichen abnormalen Renditen der Aktien  $i$  ermittelt und analysiert werden, wobei  $\tau = T_1 + 1, \dots, T_2$  gilt:

$$\widehat{AR}_{i,\tau} = R_{i,\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m,\tau} \quad (11)$$

Im Anschluss werden die so ermittelten täglichen abnormalen Renditen  $\widehat{AR}_{i,\tau}$  weiter komprimiert, um Aussagen über das gesamte Sample bilden zu können.<sup>37</sup> Dazu erfolgt eine Durchschnittsbildung der ermittelten täglichen abnormalen Renditen aller Aktien  $i$  zu jedem Zeitpunkt  $\tau$  innerhalb der Ereignisperiode  $\tau = T_1 + 1, \dots, T_2$  zur durchschnittlichen täglichen abnormalen Rendite  $\overline{AR}_\tau$  wie folgt:

$$\overline{AR}_\tau = \frac{1}{N} \times \sum_{i=1}^N \widehat{AR}_{i,\tau} \quad (12)$$

mit:

$N$  Anzahl der Aktien im zu untersuchenden Sample

Um den kumulativen Mehrwert der Aktionäre über das gesamte Ereignisfenster bestimmen zu können, werden danach die durchschnittlichen täglichen abnormalen Renditen  $\overline{AR}_\tau$  über das Ereignisfenster zu kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen  $\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)$  wie folgt kumuliert:

$$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \overline{AR}_\tau \quad (13)$$

Alternativ können auch zuerst die ermittelten abnormalen Renditen  $\widehat{AR}_{i,\tau}$  der jeweiligen Aktie  $i$  über die Ereignisperiode  $[\tau_1; \tau_2]$  zu kumulierten abnormalen Renditen  $\widehat{CAR}_i(\tau_1, \tau_2)$  der jeweiligen Aktie  $i$  wie folgt aufsummiert werden:

$$\widehat{CAR}_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \widehat{AR}_{i,\tau} \quad (14)$$

und anschließend der durchschnittliche  $\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)$  über alle Aktien gebildet werden:

$$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \widehat{CAR}_i(\tau_1, \tau_2) \quad (15)$$

Beide Möglichkeiten führen laut MacKinlay<sup>38</sup> bei verfügbaren Preisen zum selben Ergebnis.

Im konkreten Fall schätzen wir für die Ermittlung der abnormalen Rendite  $\widehat{AR}_{i,\tau}$  der jeweiligen Aktie  $i$  die erwartete Rendite  $E(R_{i,t})$  über das Schätzfenster  $L_1$  mit der Länge von 252 Handelstagen und verwenden zur Ermittlung der Marktrendite  $R_{m,t}$  den CDAX-Index als Benchmark. Das Ereignisfenster  $[\tau_1, \tau_2]$  wurde mit zwanzig Tagen ab dem Ereignistag  $\tau_1 = t_0$ , d.h. dem Tag der Delisting-Ankündigung, gewählt. Die Berech-

nung zur Ermittlung des Beta-Faktors  $\beta_i$  basiert auf täglichen diskreten Renditen.<sup>39</sup>

Die so ermittelten kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen  $\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2)$  weisen einen Kursrückgang von durchschnittlich ca. -7,1% über die Ereignisperiode auf (siehe Abb. 3).<sup>40</sup> Damit kann davon ausgegangen werden, dass der Kursrückgang von der Ankündigung des Delisting ausgelöst wird. Insbesondere zum Börsenschluss am Tag der Bekanntgabe der Delisting-Absicht ( $t_0$ ) fällt der Kursrückgang mit ca. -4,3% besonders stark aus.

Allerdings sind in der Datenbasis der Analyse der Kursreaktion Aktien von Unternehmen enthalten, deren Kurse nicht oder nur noch in geringem Maße auf die Delisting-Ankündigung reagieren (Unternehmen mit „Sticky Prices“, siehe Tab. 1). Ein solcher Effekt tritt insbesondere bei jenen Unternehmen auf, für die im Vorfeld ein BGAV geschlossen oder zeitnah zur Delisting-Ankündigung ein Squeeze-out oder ein Übernahmeangebot angekündigt wurde. Der Börsenkurs orientiert sich dann an den jeweils gebotenen Abfindungen, Angebotspreisen oder Garantiedividenden. Obwohl diese Unternehmen die beobachtbare Kursreaktion nach oben verzerren, sind trotzdem deutliche Kursverluste nach Ankündigung des Delisting zu erkennen. Nach Bereinigung der Unternehmen mit „Sticky-Prices“ fällt der Kursrückgang sowohl am Tag der Ankündigung mit ca. -7,1% und über den Zeitraum von 20 Tagen ab Ankündigung mit ca. -13,0% bzw. -9,4% stärker aus (siehe Abb. 4).

Zu ähnlichen Ergebnissen kommen Karami/Cserna/Schuster in ihren Erhebungen auf Basis eines um Insolvenzen, Abfindungsangebote und ausländische Rechtsträger bereinigten Datensamples. Am Tag der Delisting-Ankündigung beträgt die durchschnittliche Kursreaktion nach Karami/Cserna/Schuster für Delistings aus dem regulierten Markt -5,8% und für Delistings aus dem qualifizierten Freiverkehr -8,5%.<sup>41</sup> Die kumulierten durchschnittlichen abnormalen Renditen über einen Zeitraum von 5 Tagen vor Ankündigung des Delisting bis 4 Tage nach der Ankündigung betragen -4,5%, für Delistings aus dem regulierten Markt -14,7%. Allerdings weisen Karami/Cserna/Schuster darauf hin, dass es bei den Erhebungen für den regulierten Markt an statistischer Signifikanz mangelt.<sup>42</sup> In einer Studie von Bayer/Hofmann beträgt die durchschnittliche Kursreaktion am Tag der Ankündigung des Delisting -9,6%.<sup>43</sup>

## 2. Analyse der Liquidität der Aktien

Zur Interpretation der Entwicklung der Aktienkurse ist aus ökonomischer Sicht auch die Liquidität der analysierten Aktien zu betrachten. Zur Überprüfung der Liquidität bietet sich eine Reihe von möglichen Liquiditätskriterien an. So wird in der deutschen Rechtsprechung regelmäßig auf die Anzahl aktiver Handelstage, den Anteil des Streubesitzes im Verhältnis zur Anzahl der ausgegebenen Aktien sowie die durchschnittlichen täglichen Handelsvolumina in Relation zum gesamten Aktienbestand und/oder den Streubesitz

39 An Tagen mit fehlenden Umsätzen sind wir von konstanten Aktienkursen ausgegangen.

40 Negative Ankündigungseffekte wurden ebenso in folgenden Studien aufgezeigt: Schlote/Schmitt, HV Magazin 01/2015 S. 26; Bayer/Hoffmann, AG 2015 R55-R59; Karami/Cserna/Schuster, Wie frostig ist die „FRoSTA“-Entscheidung des BGH in der Rechtsrealität?, Working Paper, Bewertung im Recht, 2015; Leuz/Triantis/Wang, Journal of Accounting and Economics 2008 S. 181.

41 Vgl. Karami/Cserna/Schuster, a.a.O. (Fn. 40), S. 18.

42 Eine Analyse der statistischen Signifikanz haben wir aufgrund der hohen Illiquidität der Aktien nicht vorgenommen.

43 Vgl. Bayer/Hofmann, AG 2015 R 55-R 59.

37 Vgl. MacKinlay, Journal of Economic Literature 1997 S. 13 (21-24); Fama/Fischer/Jensen/Roll, International Economic Review 1969 S. 1-21.

38 Vgl. MacKinlay, Journal of Economic Literature 1997 S. 13 (24).

Abb. 3: Entwicklung der Aktienkurse nach Ankündigung des Delisting

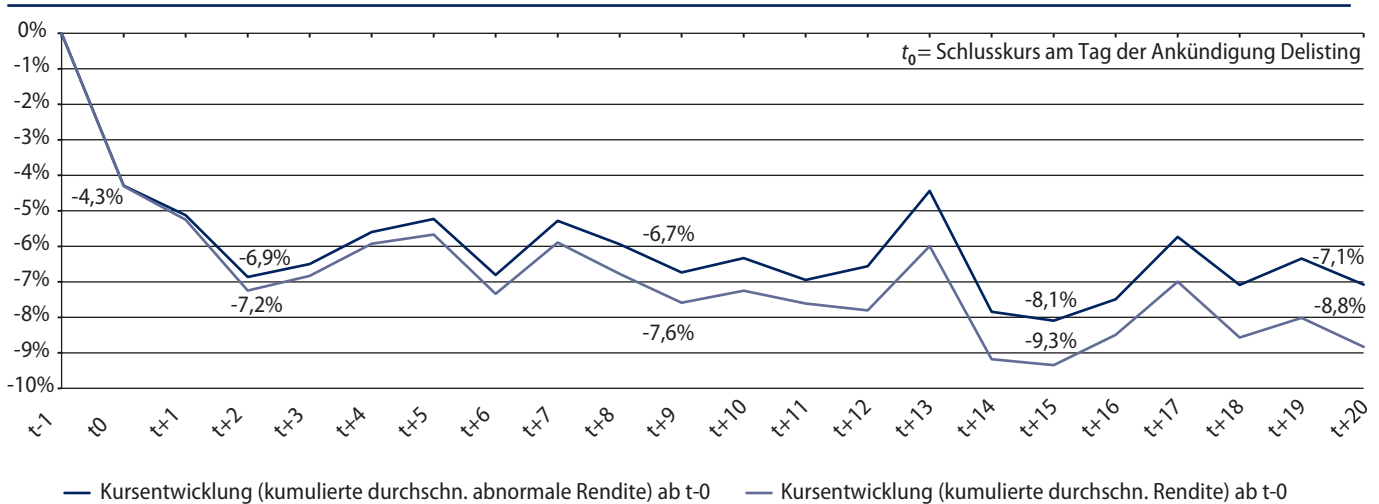
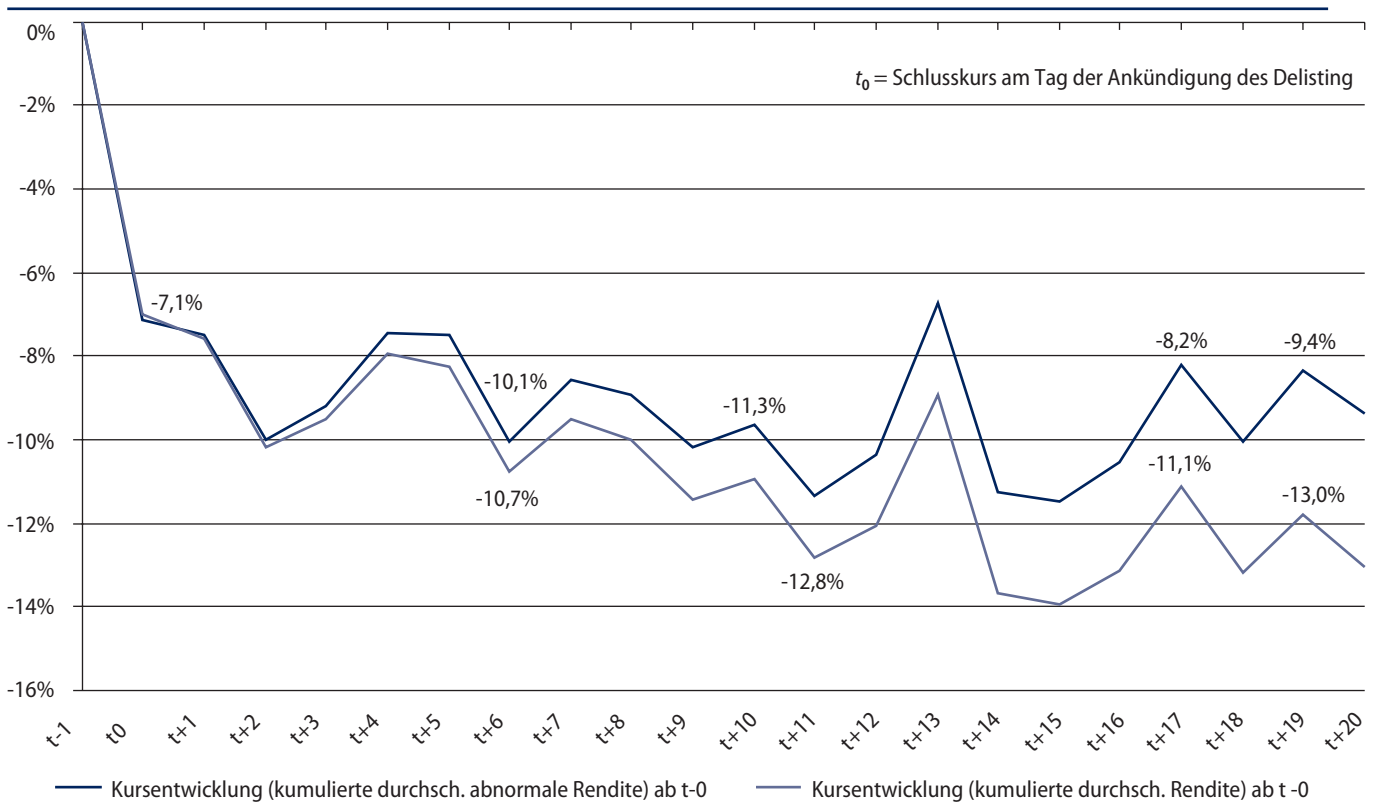


Abb. 4: Entwicklung der Aktienkurse nach Ankündigung des Delisting (bereinigt um „Sticky Prices“)



abgestellt. Die möglichen Kriterien wurden jedoch in der Vergangenheit durch die Gerichte nicht einheitlich angewendet und ausgelegt.<sup>44</sup>

Dagegen wird in der Neufassung des BörsG die Liquidität der Aktien explizit als Voraussetzung zur Abfindungsbemessung anhand des Sechsmonatsdurchschnittsbörsenkurses definiert. In Anlehnung an §5 Abs. 4 der Wertpapierübernahmegesetz-Angebotsverordnung ist gem. §39 Abs. 3 Satz 4 der

44 Vgl. Land/Hallermayer, AG 2015 S. 659; herangezogene Rechtsprechung u.a.: BGH-Beschl. vom 12.03.2001 – II ZB 15/00; OLG München, Beschl. vom 11.07.2006 – 31 Wx 041/05 und 06/05; OLG Frankfurt/M., Beschl. vom 02.11.2006 – 20 W 233/93; LG Frankfurt/M., Beschl. vom 17.01.2006 – 3.5 O 75/03; Laut § 5 Abs. 4 WpÜGAngeV sollten zudem „mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse“ um nicht mehr als 5% voneinander abweichen, um den Börsenkurs zur Bestimmung der Höhe der Gegenleistung heranziehen zu können.

Neufassung des BörsG der Sechsmonatsdurchschnittskurs zur Abfindungsbemessung nicht zugrunde zu legen, wenn folgende Kriterien für mangelnde Liquidität erfüllt sind:

- a) an mehr als zwei Drittel der möglichen Handelstage in der sechsmonatigen Referenzperiode kein aktiver Handel stattfand und
- b) die Börsenkurse an mehreren nacheinander festgestellten Börsenkursen um mehr als 5% voneinander abweichen.

Unseren Untersuchungen zufolge wurden 16 der 33 Delisting-Kandidaten über einen Referenzzeitraum von 126 Handelstagen (d.h. dem Sechsmonatszeitraum) vor dem Stichtag der Ankündigung an mehr als zwei Drittel der Handelstage nicht aktiv über die Börse gehandelt und erfüllen damit Liquiditätskriterium a) nicht. Zudem wichen bei neun Unternehmen



**Tab. 2: Anzahl der Handelstage der Delisting-Kandidaten**

Zeitperiode	t-126 bis t <sub>0</sub>	t-20 bis t <sub>0</sub>	t-5 bis t <sub>0</sub>	t <sub>0</sub> bis t+5	t <sub>0</sub> bis t+20	t-20 bis t+20
Ø Anzahl der Handelstage ohne Handel	77,0	13,2	3,5	2,1	8,8	21,8
Ø Quote der Handelstage ohne Handel	60,7%	62,8%	58,6%	34,3%	42,1%	53,1%

die nacheinander festgestellten Börsenkurse um mehr als 5% voneinander ab. Insgesamt wäre für vier der 33 Delisting-Unternehmen eine Unternehmensbewertung durchzuführen gewesen, da diese sowohl das Kriterium a) und b) erfüllen.

Die juristischen Liquiditätskriterien erscheinen u.E. enger gefasst als dies aus ökonomischer Sicht auf Basis statistischer Analysen angemessen wäre. Ökonomisch betrachtet ist eine Analyse des täglichen Handelsvolumens im Verhältnis zu den im Streubesitz gehaltenen Aktien grundsätzlich aussagekräftiger als in Bezug zur Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien.<sup>45</sup> Zudem nehmen die juristischen Kriterien keinen Bezug zu den absolut gehandelten Beträgen, basierend auf der gehandelten Anzahl sowie dem Preis der Aktien.

Zur Verifizierung der beobachtbaren Kursreaktionen führen wir daher weiterführende Analysen der Liquidität der Aktien um den Zeitpunkt der Delisting-Ankündigung durch.

Über alle betrachteten Unternehmen, die ein Delisting durchgeführt oder angekündigt haben, beträgt die Anzahl der Handelstage ohne Handel der Aktien im Verhältnis zur Anzahl der Handelstage mit Handel vor dem Stichtag  $t_0$  in Abhängigkeit zum gewählten Zeitraum zwischen 58,6% und 62,8% (siehe Tab. 2). In einem Zeitraum von  $t_0$  bis  $t_{+20}$  findet zwar eine verstärkte Handelsaktivität der Aktien statt. Allerdings sind im Zeitraum von sechs Tagen bzw. 21 Tagen ab Ankündigung des Delisting an durchschnittlich 34,3% bzw. 42,1% der Handelstage keine Transaktionen zustande gekommen.

Darüber hinaus kann die Liquidität der Aktien anhand der Transaktionskosten in Form des sog. Bid-Ask Spread analysiert werden.<sup>46</sup> Der Bid-Ask Spread ist die Differenz aus dem Preis, zu dem Marktteilnehmer bereit sind ein Wertpapier zu kaufen (Bid-Price) und dem Preis, zu dem Marktteilnehmer bereit sind das Wertpapier zu verkaufen (Ask-Price). Ein hoher Spread wird auch als „Markteng“ verstanden und impliziert hohe Transaktionskosten. Zwar ist der Bid-Ask Spread nicht als Liquiditätsmaß im engeren Sinne zu verstehen, jedoch werden hohe Transaktionskosten mit niedriger Liquidität assoziiert. Werden die Transaktionskosten bzw. der Bid-Ask Spread zu groß, kommen keine regelmäßigen Transaktionen zustande und die beobachtbaren Kurse sind hinsichtlich ihrer Aussagekraft zu hinterfragen bzw. werden lediglich von dem sog. „Market Maker“ gestellt. In Abb. 5 wird die Analyse des Bid-Ask Spread des Delisting-Samples gegenüber dem durchschnittlichen Bid-Ask Spread von DAX und CDAX dargestellt. Der durchschnittliche Bid-Ask Spread der Referenzindizes DAX und CDAX liegt bei ca. 0,30% bzw. 1,25%. Aufgrund der Größe der Indizes und der Marktkapitalisierung der in diesen Indizes enthaltenen Unternehmen kann davon ausgegangen werden, dass die in diesen Indizes gehandelten Aktien, insbesondere im DAX-Index, über ein hohes Maß an Liquidität verfügen. Die Aktien der untersuchten Delisting-Fälle dagegen

weisen im Median deutlich höhere Bid-Ask Spreads auf als die genannten Referenzindizes. Im Betrachtungszeitraum von 125 Handelstagen vor Ankündigung des Delisting bis 125 Handelstagen nach Ankündigung des Delisting liegen die Bid-Ask Spreads im Median in einer Bandbreite von ca. 3% bis 5%. Sie liegen damit deutlich über den durchschnittlichen Werten der Aktien der Referenzindizes. Die Aktien der Delisting-Kandidaten waren somit deutlich illiquider.<sup>47</sup> Dies bestätigt ebenfalls die Aussage, dass es sich bei den Delisting-Fällen im Wesentlichen um illiquide Aktien handelt.

### 3. Aussagekraft der Aktienkursentwicklung

Aufgrund der Illiquidität der Aktien ist die Aussagekraft der Börsenkurse in Bezug auf den Verkehrswert der Aktien vor und nach der Delisting-Ankündigung ebenso eingeschränkt, wie die statistische Validität der Ermittlung der abnormalen Renditen. Insofern lässt die Vermutung der Aktionäre, bereits die Delisting-Ankündigung würde den Aktionären die Möglichkeit entziehen, die Aktien an der Börse zum Verkehrswert der Aktien zu veräußern, nicht zweifelsfrei bestätigen. Die Veräußerungsmöglichkeit zum Verkehrswert bestand aufgrund der Illiquidität der Aktien möglicherweise bereits vor der Ankündigung des Delisting nicht. Vor diesem Hintergrund erscheint ein reines Abstellen auf den Börsenkurs, sei es eine Durchschnittsbetrachtung auf Basis eines drei- oder sechsmoatigen Zeitraums, als alleiniges Kriterium zur Ermittlung der Untergrenze des Pflichtangebots im Rahmen der Anpassung des BörsG nicht sachgerecht. Die Überprüfung des Börsenkurses anhand der Liquiditätskriterien stellt hierbei grundsätzlich einen richtigen Ansatz des Gesetzgebers dar. Allerdings lässt sich die Liquidität der Aktien und damit die Aussagekraft eines Börsenkurses in Bezug auf den Verkehrswert der Aktien meist nicht anhand eines standardisierten Kriterienkatalogs, wie in der Neuregelung des BörsG vorgesehen, einwandfrei feststellen und erfordert die qualifizierte Würdigung eines Sachverständigen im Einzelfall. Auch eine Verlängerung des Zeitraums auf sechs Monate zur Erhebung des relevanten Durchschnittsbörsenkurses, anstelle von drei Monaten im Falle von anderweitig motivierten Übernahmeangeboten, erhöht das Risiko, dass außergewöhnliche Ereignisse und Vorerwerbe die täglichen Börsenkurse und damit den für das Pflichtangebot maßgeblichen Durchschnittsbörsenkurs verzerren. Zudem wird in der Praxis der zur Durchführung einer Unternehmensbewertung geforderte Tatbestand der Manipulation des Börsenkurses durch einen Minderheitsaktionär nicht nachgewiesen werden können. Diese Thematiken wären durch einen Sachverständigen im Rahmen der Unternehmensbewertung allerdings standardmäßig gewürdigt worden.

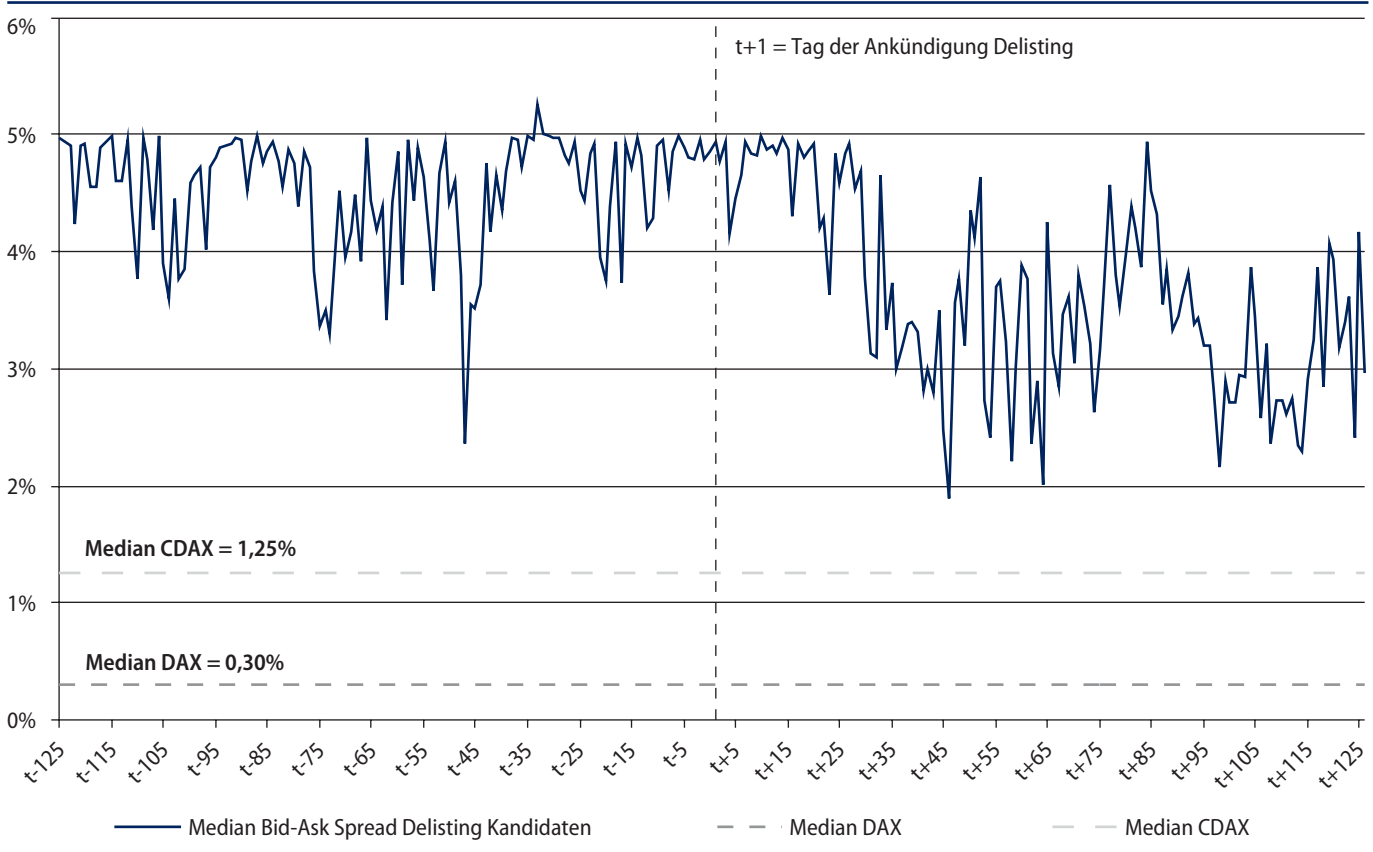
Auch wenn die generelle Aussagekraft der Aktienkursverläufe durch die vorhandene Illiquidität der Anteile in Frage zu stellen

45 Die korrekte Bestimmung des Streubesitzes ist in den benannten Delisting-Fällen nicht immer eindeutig möglich gewesen, weshalb auf eine weitergehende Analyse verzichtet wurde.

46 Vgl. Damodaran, Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount, 2005; Bünzli/Eichenberger/Gantenbein/Kley, Messung der Marktliquidität am Beispiel des Schweizerischen Aktienmarktes, Working Paper ZHAW School of Management and Law Zürich, 2013, S. 9.

47 Zur Analyse der Liquidität der Aktien die von einem Delisting, Downlisting oder Downgrading betroffen waren siehe Karami/Schuster, a.a.O. (Fn. 13), S. 44ff. Die ermittelten Bid-Ask Spreads liegen je nach Datensample und Betrachtungszeitraum in einer Spanne von 4,8% bis 23,6%. Eine Würdigung der Liquidität wird hier jedoch nicht anhand von breiten Marktindizes vorgenommen.

Abb. 5: Entwicklung des Bid-Ask Spread der Delisting-Kandidaten



ist, lässt sich die Kritik, ein Delisting würde unter der Frosta-Rechtsprechung den Aktionären die Veräußerungsmöglichkeit nehmen, nicht von der Hand weisen. Ökonomisch lässt sich die Kursreaktion der illiquiden Aktien mit dem Gesetz von Angebot und Nachfrage erklären. Selbst eine geringe Handelbarkeit der Anteile hat für Minderheitsaktionäre einen höheren Preis als gar keine Handelbarkeit. Zwar waren die Anteile der Delisting-Kandidaten grundsätzlich illiquide, aber selbst unregelmäßige Transaktionen gewährleisteten die grundsätzliche Veräußerbarkeit der Anteile über den Handelsplatz. Mit Ankündigung eines Delisting entfällt die – wenn auch bis dato geringe und sporadische – Nachfrage nach den Aktien. Der geringeren Nachfrage nach Aktien steht ein größeres Angebot an Aktien gegenüber, insbesondere dann, wenn Fondsgesellschaften zur Veräußerung ihrer Anteile gezwungen werden. Es kommt zu einem Kursverfall bis zu einem Punkt, an dem sich wiederum Käufer finden, die in den Aktien unabhängig von ihrer Handelbarkeit an der Börse und den bestehenden Informationsasymmetrien ein attraktives Rendite-Risikoverhältnis sehen. Damit kann die Delisting-Ankündigung und eine „Zwangsveräußerung“ der Anteile auch dazu führen, dass Käufern die Möglichkeit geboten wird, die Anteile deutlich unter dem mit einem Ertragswertverfahren ermittelten (inneren) Wert der Anteile zu erwerben. Die Börsennotierung hätte damit einen Wert, was aber gerade nicht die Aussage der Frosta-Entscheidung war.

Ein weiterer Kritikpunkt der Antragsteller war die Eröffnung missbräuchlicher Gestaltungsspielräume durch die Frosta-Entscheidung. In den von uns analysierten Fällen ist eine grundsätzliche Tendenz zur missbräuchlichen Ausnutzung eines Delisting bzw. Downlisting durch den Mehrheitsaktionär nicht erkennbar. Viele Unternehmen zeigten zum Zeitpunkt

der Delisting-Ankündigung oder zu einem späteren Zeitpunkt die Bereitschaft, die noch im Streubesitz befindlichen Aktien über oder zum Börsenwert durch ein freiwilliges Übernahmeangebot im Zusammenhang mit der Delisting-Ankündigung zu kaufen.<sup>48</sup> Die Vorgehensweise, zunächst ein Delisting anzukündigen und im Anschluss ein Squeeze-out durchzuführen, war grundsätzlich nur in drei Fällen beobachtbar. Ein „Fraud-Potenzial“ bestand in diesen Fällen jedoch nicht. Im Falle der Viva Travel AG wurden Squeeze-out und Delisting-Absicht gleichzeitig angekündigt. Insofern orientierte sich der Dreimonatsdurchschnittsbörsenkurs bereits an einem Zeitraum vor Ankündigung des Delisting. Im Falle der Onvista AG wurde zwar das Delisting vor dem Squeeze-out angekündigt, allerdings war eine negative Kursreaktion in Form einer negativen abnormalen Rendite nach Ankündigung des Delisting nicht festzustellen. Insofern lag auch der im Rahmen des Squeeze-out ermittelte Dreimonatsdurchschnittsbörsenkurs nicht unter dem Börsenkurs vor Ankündigung des Delisting. Im Falle der Swarco Traffic Holding AG erfolgte ca. vier Monate nach Ankündigung des Delisting die Ankündigung eines freiwilligen Übernahmeangebots. Die Angebotsunterlage sah die Durchführung eines Squeeze-out bei Erreichen der Schwelle von 95% der Anteile vor. Der Angebotspreis lag jedoch ca. 37,5% über dem Dreimonatsdurchschnittsbörsenkurs. Angesichts dieser Übernahmeprämie kann jedoch trotz eines leichten Kursrückgangs im Anschluss an die Ankündigung des Delisting nicht auf eine missbräuchliche Gestaltung geschlossen werden.

<sup>48</sup> Zu beobachten z.B. bei Ariston Real Estate AG (Partielles Delisting), Deutsche Steinzeug Cremer & Breuer AG (Partielles Delisting), Informica Real Estate AG (Total Delisting), Petrotec AG (Partielles Delisting), Württembergische Lebensversicherung AG (Total Delisting), Swarco (Total Delisting), Franconfurt AG (Partielles Delisting), Roth & Rau AG (Total Delisting), Jetter AG (Total Delisting).

Im Falle der Magix AG und der Elexis AG wurde den Aktionären im Nachgang zum Delisting ein Übernahmeangebot unterbreitet, welches unter dem Dreimonatsdurchschnittsbörsenkurs vor der Ankündigung des Delisting lag.<sup>49</sup> Für diese Unternehmen ist der Erwerb der Anteile durch Organmitglieder oder strategische Investoren nicht vollständig auszuschließen. Zudem ist in sechs Fällen zu beobachten, dass ein nicht im Zusammenhang mit einem Mehrheitsaktionär oder Organmitglied stehender Investor gezielt Anteile von Unternehmen im Anschluss an ein Delisting erwirbt und somit auf einen günstigen Kauf der Anteile aufgrund der mangelnden Fungibilität der Aktien spekuliert.<sup>50</sup> Eine grundsätzliche missbräuchliche Anwendung eines Delisting im Vorfeld eines Anteilserwerbs von strategischen Investoren kann somit anhand einer Einzelfallbetrachtung nicht festgestellt werden.

## VI. Fazit

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass u.E. die Delisting-Welle vor allem aus einem Grund rollte: Die Kosten für die Börsennotierung überstiegen ihren Nutzen. Die Unternehmen verfügen über eine geringe Marktkapitalisierung und eine geringe Handelsaktivität. Vor diesem Hintergrund war eine Börsennotierung für die meisten Unternehmen nicht mehr sinnvoll und lediglich mit unverhältnismäßigen Kosten verbunden.<sup>51</sup> Angesichts der geringen Marktkapitalisierung der Unternehmen können die direkten und indirekten Kosten der Börsennotierungen durchaus Größenordnungen annehmen, die für diese Unternehmen wesentlich sind. Zudem fördert die Notierung der Anteile vor dem Hintergrund der Illiquidität der Aktien und der damit verbundenen Kursschwankungen nur in geringem Maße eine positive öffentliche Wahrnehmung des Unternehmens. Dies gilt insbesondere, wenn die Anteile ohnehin nur in Börsensegmenten mit verhältnismäßig geringen Publizitätsvorschriften notiert sind. Die Delisting-Entscheidungen basierten daher vor allem auf Kostenüberlegungen. Nach der Frosta-Entscheidung nutzten die börsennotierten Unternehmen nun die Gelegenheit, um kostengünstig ein Delisting durchzuführen. Die große Anzahl an Delisting-Fällen im Anschluss an die Frosta-Entscheidung zeigt, dass diese Möglichkeit unter der Macrotron-Rechtsprechung nicht bestand und die hohe Anzahl der Delisting-Fälle lediglich Nachholeffekte darstellen. Mit der Unterbreitung eines Pflichtangebots im Falle eines Delisting, dem damit verbundenen erzwungenen Ankauf von Anteilen sowie der Aussicht auf einen jahrelangen, ressourcenbindenden und kostspieligen Rechtsstreit im Rahmen des Spruchverfahrens war die Durchführung eines Delisting wirtschaftlich nicht attraktiv.

Die Ankündigung des Rückzugs von dem Handelsplatz, an dem die Aktien des jeweiligen Unternehmens gehandelt werden, führte zu beobachtbaren Kursrückgängen, die auf die Ankündigung des Delisting zurückzuführen waren. Somit ist die Kritik der Minderheitsaktionäre, eine Delisting-Ankün-

digung unter der Frosta-Rechtsprechung könnte Einfluss auf ihre Vermögensposition nehmen, berechtigt. Allerdings bestehen aufgrund der Illiquidität der von dem Delisting betroffenen Aktien Zweifel, inwieweit der Börsenkurs vor und nach dem Delisting den eigentlichen Verkehrswert der Aktien repräsentiert. Anhand der durchgeführten Analysen kann somit nicht grundsätzlich bestätigt werden, dass eine Delisting-Ankündigung den Aktionären die Möglichkeit nimmt, die Aktien zum Verkehrswert zu veräußern, da diese für größere Aktienpakete bereits vor der Delisting-Ankündigung schon nicht vorlag. Die Überprüfung der Liquidität der Aktien nach den Kriterien des BörsG stellt eine geringe Hürde dar. Aus ökonomischer Sicht ist die Aussagekraft des Börsenkurses als Gesamtwürdigung unter Bezugnahme auf verschiedene Liquiditätskennzahlen zu hinterfragen. Somit wäre bei vielen Delisting-Unternehmen bei rein ökonomischer Betrachtung die Abfindungshöhe anhand einer Unternehmensbewertung, die u.a. auf den Börsenkurs sowie die Liquidität der jeweiligen Aktie Bezug nimmt, durch einen unabhängigen Sachverständigen zu ermitteln. Hierdurch kann gleichzeitig eine mögliche Verzerrung des Börsenkurses durch außergewöhnliche Ereignisse oder manipulative Eingriffe entgegengewirkt werden.

Zudem haben wir aufgezeigt, dass seit der Frosta-Entscheidung theoretisch missbräuchliche Gestaltungsmöglichkeiten seitens strategischer Investoren bestanden, die zu einer Schädigung der Vermögensposition der Minderheitsaktionäre hätten führen können. Zwar bieten die Börsenordnungen auch nach der Frosta-Rechtsprechung den Minderheitsaktionären Schutzmechanismen, allerdings sind diese uneinheitlich. Die Delisting-Neuregelung schafft nunmehr eine einheitliche Rechtslage. Eine missbräuchliche Anwendung von Delisting im Zusammenhang mit geplanten aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen konnte zwar nicht grundsätzlich beobachtet werden, jedoch ist eine Schließung der Regelungslücken nach der Frosta-Entscheidung im Sinne der Kapitalmarkteffizienz und Rechtssicherheit das richtige Signal des Gesetzgebers.

Der Gesetzgeber war im Rahmen einer Delisting-Neuregelung dem Zwiespalt unterworfen, einerseits einen vollständigen Schutz der Aktionäre zu gewährleisten und andererseits den Unternehmen einen schnellen und kostengünstigen Rückzug von einem Handelsplatz zu ermöglichen. Welchem Interesse der Gesetzgeber höhere Priorität beimisst, war letzten Endes eine politische Entscheidung. Ein vollständiger Schutz der Aktionäre wird jedoch nur durch ein obligatorisches Abfindungsangebot mit einem Durchschnittsbörsenkurs als Untergrenze und einer Unternehmensbewertung eines Sachverständigen in Verbindung mit der Möglichkeit einer gerichtlichen Überprüfung im Spruchverfahren gewährleistet.

METATAGS:meta\_zeitschrift\_CF:meta\_ressort\_KA:meta\_doctype\_Aufsatz:meta\_SiriusID\_1160298:meta\_RawID\_0:

49 Vgl. Arendts, Spruchverfahren aktuell (SpruchZ) Nr. 6/2015, S. 141.

50 Vgl. Bekanntmachungen auf [www.bundesanzeiger.de](http://www.bundesanzeiger.de) für folgende Unternehmen: Kofler Energies AG (Meldung vom 27.01.2015 und 21.08.2015), AGO AG (Meldung vom 16.01.2015 und 20.07.2015), wallstreet:online capital AG (Meldung vom 09.02.2015 und Stellungnahme zum öffentlichen Kaufangebot vom 20.02.2015), Online Marketing Solutions AG (Meldung vom 19.11.2014), Schlossgartenbau (Meldung vom 24.11.2014), CCP AG (Meldung vom 25.02.2015).

51 Eine Untersuchung der Charakteristika der Unternehmen, die ein Downlisting durchgeführt haben bietet Pasch/Schmelting/Starke, CF 2015 S. 295.