

ERTRAGSWERT UND BÖRSESWERT – Empirische Daten zur Preisfindung beim Delisting

Die „**FRoSTA-Entscheidung**“ des Bundesgerichtshofs vom 8. Oktober 2013 – II ZB 26/12 hat beim Delisting den gesellschaftsrechtlichen Rechtsschutz beseitigt. Es gibt jetzt nur noch eine finanzmarkttechnische Ausgestaltung in § 39 BörsG. Die praktische Bedeutung des Delisting im Vorfeld von abfindungspflichtigen Strukturmaßnahmen nimmt rapide zu. Seit dieser Entscheidung gab es bis zum 31. Dezember 2019 insgesamt 120 Delisting-Verfahren.

Bereits die **Ankündigung** eines Delistings führt zu **Verkaufsdruck** bei **steigenden Umsätzen** und fallenden Kursen. Das zeigt den strukturellen Gegensatz zwischen den beiden Aktionärsgruppen: Unternehmer und Anleger.

„FRoSTA“ verweist für den **Vermögensschutz** auf ein Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 11. Juli 2012 – 1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08. Es steht unter dem **Vorbehalt**, dass das Delisting im wirtschaftlichen Ergebnis nicht die wirtschaftliche Substanz des Vermögenswerts reduziert: *„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.“*

Die Daten dieser Studie weisen diese Substanzreduzierung nach. Die Verbraucherzentrale für Kapitalanleger e.V. hat in ihrer zweiten Studie zur quantitativen empirischen Justizforschung für insgesamt **111 Delisting-Verfahren** die Auswirkungen eines Delisting-Verfahrens auf **Kurs** und **Umsatz** untersucht:

- Im **Zeitraum vom 8. Oktober 2013 (FRoSTA) bis zum 25. November 2015** wurden 57 Delisting-Verfahren (25 Regulierter Markt / 32 Freiverkehr) untersucht.
- Dann wurden 54 Delisting-Verfahren (7 Regulierter Markt / 47 Freiverkehr) im **Zeitraum vom 26. November 2015 (§ 39 BörsG verlangt seitdem ein Übernahmeangebot für den Regulierten Markt) bis zum 31. Dezember 2019** untersucht.
- Für neun weitere Delisting-Verfahren fehlte die erforderliche Datengrundlage.
- Bei **26 Emittenten** kam es nach dem Delisting-Verfahren zu einer **abfindungspflichtigen Strukturmaßnahme**.

Das sind die wesentlichen Ergebnisse:

1. Die **Delisting-Ankündigung** löst auch nach § 39 BörsG (neu) **Verkaufsdruck** aus.
 - a. Die **Kurse** fallen hinter die allgemeine Marktentwicklung (CDAX) zurück.
 - b. Die **Umsätze** nehmen deutlich zu.
 - c. Seit der Novellierung von § 39 BörsG (26. November 2015) kommt es zu höheren Umsätzen und geringeren Verlusten.
2. **Abfindungen** in nachfolgenden Strukturmaßnahmen liegen in 20 von 26 Fällen über dem **Börsenpreis** im Delisting: **Ertragswert und Börsenwert sind nicht gleichwertig**.
3. **§ 39 BörsG** erreicht das **Regelungsziel** nicht, weil er nur für den Regulierten Markt gilt. Das betrifft nur sieben von 54 Delisting-Verfahren (= 13 %).

Empirische Erkenntnisse I: Verkaufsdruck nach Ankündigung eines Delisting

- Die **Kurse** fallen hinter die allgemeine Marktentwicklung (CDAX) zurück.
- Die **Umsätze** nehmen deutlich zu.
- Nach der Novellierung von § 39 BörsG (26. November 2015) kommt es zu höheren Umsätzen und geringeren Verlusten.

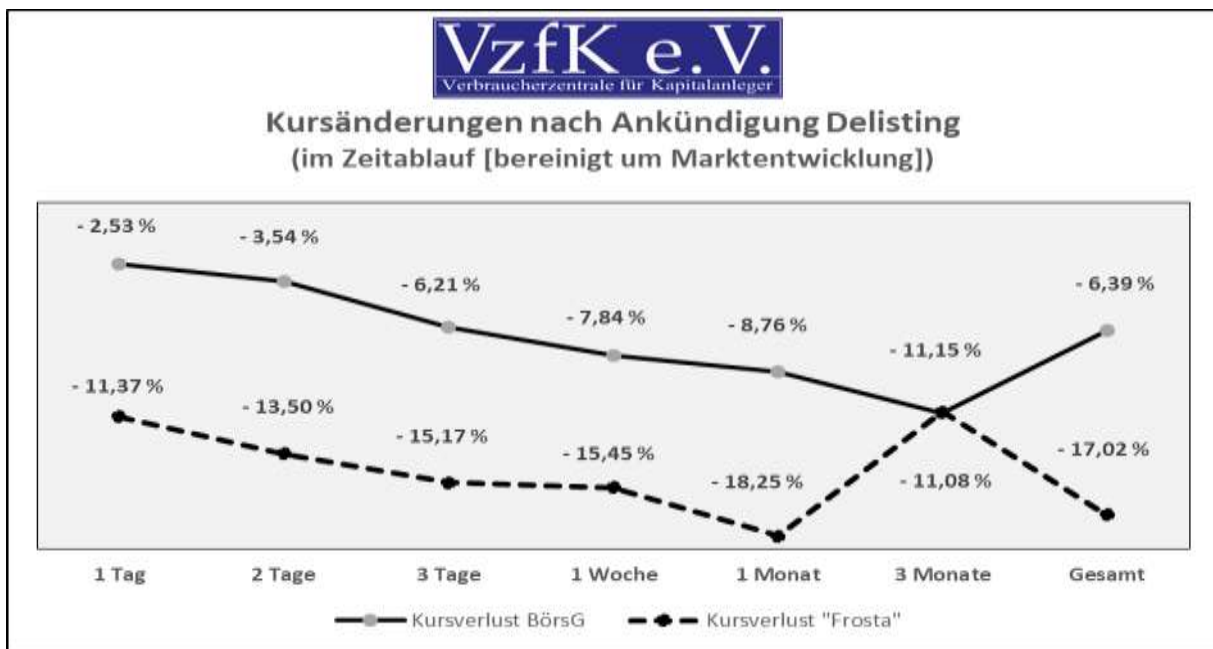


Abbildung 1: Vergleich Kursentwicklung unter Geltung der „FRoSTA-Entscheidung“ und der Neuregelung des § 39 BörsG

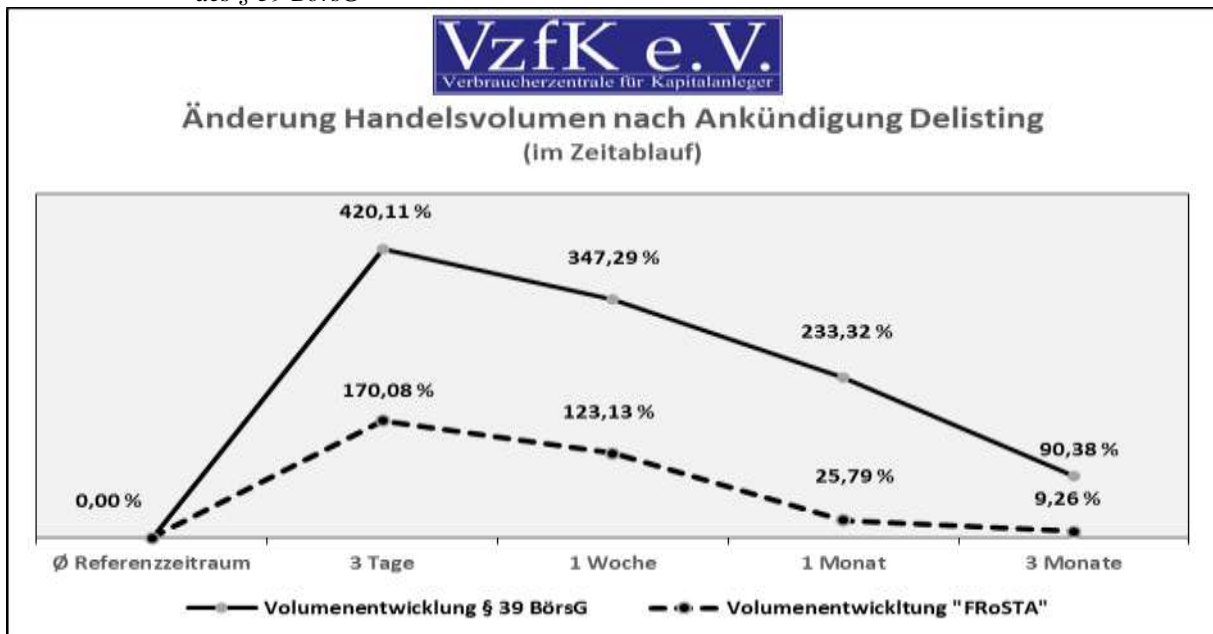


Abbildung 2: Vergleich Handelsvolumenentwicklung unter Geltung der „FRoSTA-Entscheidung“ und der Neuregelung des § 39 BörsG

I. Kursdaten Phase I: 8. Oktober 2013 (FRoSTA) bis 25. November 2015 (§ 39 BörsG alt)

Firma	Wertpapierkennnummer		Datum		Kursauswertung (Kursdifferenzen)	
	WKN	ISIN	Ankündigung	Wirksamwerden	Schlusskurs letzter Handelstag	
					Differenz zu Referenzkurs	
					entspricht	bereinigt
AGO AG Energie + Anlagen	A1TNL4	DE000A1TNL44	17.04.2014	30.12.2014	- 53,20 %	- 55,69 %
Analytik Jena AG	521 350	DE0005213508	18.09.2014	26.03.2015	0,24 %	- 23,15 %
Ariston Real Estate AG	A0F5XM	DE000A0F5XM5	16.05.2014	30.12.2014	- 16,96 %	- 18,51 %
CCP AG	A0H1P2	DE000A0H1P22	18.11.2014	14.01.2015	- 13,67 %	- 18,64 %
CCR Logistics Systems AG	762 720	DE0007627200	22.12.2014	29.06.2015	0,20 %	- 13,55 %
CD Deutsche Eigenheim AG	A16827	DE0006208333	17.07.2014	03.11.2015	- 67,89 %	- 72,03 %
Cloppenburg Automobil SE	501 560	DE0005015606	23.02.2015	31.03.2015	- 16,20 %	- 23,38 %
CONET Technologies AG	A0LD6V	DE000A0LD6V0	17.09.2015	04.11.2015	- 33,87 %	- 37,43 %
CYCOS AG	770 020	DE0007700205	09.07.2014	22.01.2015	- 20,07 %	- 25,73 %
Deufol SE	A1R1EE	DE000A1R1EE6	12.10.2015	24.11.2015	- 34,28 %	- 39,01 %
Deutsche Steinzeug Cremer & Breuer AG	A1TNLL	DE000A1TNLL3	11.06.2014	28.10.2014	48,24 %	62,71 %
DTB - Deutsche Biogas AG	A1E898	DE000A1E8988	01.09.2014	20.10.2014	- 86,30 %	- 85,23 %
elexis AG	508 500	DE0005085005	20.03.2014	03.10.2014	- 1,31 %	0,44 %
EPG (Engineered nanoProducts Germany) AG	A0J3TN	DE000A0J3TN2	02.04.2014	16.09.2015	- 75,85 %	- 77,90 %
eValue Ventures AG	A1RFM4	DE000A1RFM45	08.07.2014	31.03.2015	- 86,62 %	- 89,24 %
Fidor Bank AG	A0MKYF	DE000A0MKYF1	20.01.2015	30.06.2015	- 18,80 %	- 25,70 %
Goldrooster AG	A0AYYU	DE000A0AYYU6	15.01.2015	25.02.2015	- 56,19 %	- 62,33 %
HAHN Immobilien Beteiligungs AG	A1EWNF	DE000A1EWNF4	04.08.2014	18.02.2015	0,93 %	- 18,82 %
Haikui Seafood AG	A1JH3F	DE000A1JH3F9	07.08.2015	17.02.2016	6,93 %	25,86 %
HYDROTEC Gesellschaft für Wassertechnik AG	613 030	DE0006130305	23.01.2015	09.03.2015	- 28,94 %	- 36,51 %
IFM Immobilien AG	A0JDU9	DE000A0JDU97	04.11.2015	25.02.2016	0,83 %	14,70 %
IMW Immobilien SE	A0BVVY	DE000A0BVVY6	13.05.2015	29.09.2015	- 26,62 %	- 15,29 %
Kabel Deutschland Holding AG	KD8888	DE000KD88880	03.09.2015	16.06.2016	- 14,83 %	- 11,37 %
Kofler Energies AG	A0HNHE	DE000A0HNHE3	13.11.2014	29.12.2014	- 74,80 %	- 76,70 %
MAGIX AG	722 078	DE0007220782	20.05.2014	28.11.2014	- 13,73 %	- 16,56 %
Mercurius AG	A0HHKA	DE000A0HHKA7	23.07.2015	07.09.2015	- 10,38 %	- 0,38 %
MISTRAL Media AG	A1PHC1	DE000A1PHC13	10.09.2015	29.10.2015	- 3,90 %	- 8,21 %
MME Moviemat AG	576 115	DE0005761159	06.02.2015	08.02.2016	8,09 %	25,39 %
n.runs AG	A0LEFF	DE000A0LEFF5	17.02.2014	10.09.2014	- 97,09 %	- 97,08 %
Online Marketing Solutions AG	A0ZZ31	DE000A0ZZ318	18.07.2014	30.09.2014	- 78,12 %	- 77,42 %
OnVista AG	546160	DE0005461602	27.11.2014	12.06.2015	22,04 %	3,77 %
Opera One AG	A1H6YK	DE000A1H6YK2	03.12.2013	13.01.2014	8,90 %	7,38 %
PETROTEC AG	PET111	DE000PET1111	20.03.2015	12.10.2015	5,73 %	19,61 %
Pfandfinanz Holding AG	A1X3TA	DE000A1X3TA0	17.11.2014	30.12.2014	- 40,96 %	- 45,16 %
Pilkington Deutschland AG	558 800	DE0005588008	26.06.2015	09.02.2016	- 11,72 %	6,79 %
Pironet NDH AG	691 640	DE0006916406	12.09.2014	25.03.2015	- 13,46 %	- 33,32 %
Pixelpark AG	A1KRMK	DE000A1KRMK3	20.11.2014	29.06.2015	- 10,83 %	- 26,34 %
Planar Semiconductor AG	A1TNW4	DE000A1TNW41	21.10.2015	30.12.2015	- 90,86 %	- 91,41 %
POLIS Immobilien AG	691 330	DE0006913304	05.03.2015	07.10.2015	16,84 %	29,64 %
Powerland AG	PLD555	DE000PLD5558	05.06.2015	29.12.2015	151,25 %	158,95 %
Primion Technology AG	511 700	DE0005117006	17.09.2014	02.04.2015	- 11,84 %	- 33,66 %
Rheintex Verwaltungs AG	703 400	DE0007034001	20.11.2015	17.04.2018	- 36,95 %	26,09 %
Roth & Rau AG	A0JCZ5	DE000A0JCZ51	03.11.2014	10.02.2015	- 41,78 %	- 51,00 %
Schlossgartenbau-AG	730 600	DE0007306003	10.04.2014	12.11.2014	- 1,91 %	1,12 %
Schuler AG	DE000A0V9A22	DE000A0V9A22	04.04.2014	30.10.2014	- 7,43 %	- 2,36 %
Sedlbauer AG	722 460	DE0007224602	03.11.2015	29.06.2016	- 16,54 %	- 7,44 %
SOLARPRAXIS AG	549 547	DE0005495477	04.04.2014	06.02.2015	- 56,86 %	- 62,39 %
Studio Babelsberg AG	A1TNM5	DE000A1TNM50	30.09.2014	29.06.2016	18,09 %	11,64 %
Swarco Traffic Holding AG	723 630	DE0007236309	04.04.2014	05.11.2014	6,89 %	10,56 %
SWL Sustainable Wealth Lab AG	545 955	DE0005459556	05.11.2015	29.12.2015	- 21,97 %	- 22,34 %
Synaxon AG	687 380	DE0006873805	18.03.2015	07.10.2015	- 15,08 %	- 2,60 %
Travel Viva AG	A0HNGF	DE000A0HNGF2	15.05.2014	15.10.2014	19,99 %	34,54 %
VSM Vereinigte Schmirgelund Maschinen-Fabriken AG	763 700	DE0007637001	19.05.2014	30.12.2014	4,24 %	1,90 %
wallstreet:online capital AG	A0HL76	DE000A0HL762	28.08.2014	07.01.2015	3,82 %	3,68 %
Weber & Ott AG	776 250	DE0007762502	17.09.2015	29.06.2016	0,73 %	5,91 %
Württembergische Lebensversicherung AG	840500; 840502	DE0008405002; DE0008405028	10.12.2014	14.07.2015	- 0,20 %	- 18,29 %
ZEAG Energie AG	781 600	DE0007816001	15.07.2015	26.01.2016	- 10,46 %	1,36 %
Mittelwerte					- 17,45 %	- 17,02 %

II. Kursdaten Phase II:

26. November 2015 (§ 39 BörsG neu) bis 31. Dezember 2019:

Firma	Wertpapierkennnummer		Datum		Kursauswertung (Kursdifferenzen)	
	WKN	ISIN	Ankündigung	Wirksamwerden	Schlusskurs letzter Handelstag	
					Differenz zu Referenzkurs	
					entspricht	bereinigt
ABAG Aktienmarkt Beteiligungs AG	525 460	DE0005254601	21.04.2016	29.09.2016	6,38 %	5,98 %
ABO Wind AG	576 002	DE0005760029	26.02.2016	29.09.2016	- 7,80 %	- 19,10 %
advantec Beteiligungskapital AG & Co. KGaA	A0E95R	DE000A0E95R6	13.01.2017	31.03.2017	- 36,97 %	- 41,35 %
Aktien-Gesellschaft für Historische Wertpapiere	502 010	DE0005020101	24.02.2017	29.12.2017	- 2,55 %	94,90 %
Amira Verwaltungs AG	764 700	DE0007647000	06.07.2016	30.06.2017	17,92 %	- 15,98 %
AVW Immobilien AG	508 890	DE0005088900	26.02.2016	08.04.2016	- 44,48 %	- 46,51 %
Baumaterialien-Handelsgesellschaft AG	517 020	DE0005170203	05.07.2016	29.09.2016	42,86 %	32,24 %
Bayerische Gewerbebau AG	656 900	DE0006569007	16.12.2015	29.06.2016	5,60 %	13,04 %
Bayreuther Bierbrauerei AG	519 910	DE0005199103	12.07.2016	29.09.2016	- 24,04 %	- 28,64 %
Bioenergy Capital AG	A0MF11	DE000A0MF111	21.04.2016	30.03.2017	- 81,00 %	- 84,25 %
BTBS Bom to be styled AG	A0M1JE	DE000A0M1JE1	21.04.2016	29.09.2016	5,67 %	4,61 %
C. Bechstein Pianofortefabrik AG	A13SXG	DE000A13SXG9	08.06.2016	14.11.2016	15,21 %	12,26 %
Camera Work AG	677 150	DE0006771504	04.10.2017	04.04.2018	- 4,12 %	1,27 %
Celesio AG	CLS100	DE000CLS1001	10.06.2016	26.04.2017	2,37 %	- 20,62 %
Clere AG	A2AA40	DE000A2AA402	03.05.2017	23.06.2017	0,53 %	- 1,55 %
Colonia Real Estate AG	633 800	DE0006338007	29.08.2016	27.10.2016	- 0,56 %	- 1,54 %
Confidence Holding AG	A1X3WB	DE000A1X3WB2	13.01.2017	31.03.2017	- 6,83 %	- 13,30 %
Constantin Medien AG	914 720	DE0009147207	20.06.2019	26.09.2019	22,36 %	22,42 %
Creaton AG	548 303	DE0005483036	18.07.2016	25.09.2017	1,35 %	102,70 %
Custodia Holding AG	649 600	DE0006496003	28.06.2016	30.12.2016	17,13 %	- 8,59 %
Cybits Holding AG	724 000	DE0007240004	04.12.2015	14.01.2016	- 78,63 %	- 77,09 %
Design Hotels AG	514 100	DE0005141006	11.04.2019	30.12.2019	- 2,24 %	- 12,99 %
ERLUS AG	558 900	DE0005589006	04.12.2015	28.06.2016	1,46 %	12,92 %
Esterer AG	657 702	DE0006577026	27.04.2016	30.12.2016	2,64 %	- 8,80 %
GAG Immobilien AG	586 353	DE0005863534	30.05.2016	01.12.2016	- 2,73 %	- 10,72 %
GBS Asset Management AG	589 870	DE0005898704	28.04.2016	17.09.2018	- 97,80 %	- 95,60 %
Greenwich Beteiligungen AG	A2BPL1	DE000A2BPL17	23.05.2017	23.08.2017	2,74 %	105,48 %
Halloren Schokoladenfabrik AG	A0LR5T	DE000A0LR5T0	21.10.2016	30.11.2016	- 1,77 %	- 0,48 %
Hamburger Getreide-Lagerhaus AG	601 150	DE0006011505	28.08.2018	31.08.2018	- 6,03 %	- 3,63 %
i :FAO AG	622 452	DE0006224520	20.10.2016	23.12.2016	12,76 %	6,01 %
IKB Deutsche Industriebank AG	806 330	DE0008063306	25.02.2016	25.01.2017	0,45 %	- 27,25 %
ISARIA Wohnbau AG	760 010	DE0007600108	17.06.2016	30.08.2016	25,14 %	11,00 %
KTG Energie AG	A0HNG5	DE000A0HNG53	09.12.2016	23.01.2017	- 98,84 %	- 98,88 %
KWG Kommunale Wohnen AG	522 734	DE0005227342	09.03.2016	29.05.2017	16,21 %	- 19,72 %
Lenswista AG	A0LR80	DE000A0LR803	11.05.2016	16.11.2016	- 60,47 %	- 62,57 %
m4e AG	A0MSEQ	DE000A0MSEQ3	19.09.2017	22.12.2017	31,27 %	25,11 %
Matica Technologies AG	A0JELZ	DE000A0JELZ5	22.02.2016	12.04.2016	- 42,14 %	- 44,58 %
Moninger Holding AG	524 730	DE0005247308	08.10.2018	28.02.2019	- 34,06 %	- 26,96 %
msg life	513 010	DE0005130108	16.01.2017	22.03.2017	4,35 %	1,73 %
net SE	A1682B	DE000A1682B9	04.04.2016	05.07.2017	- 80,72 %	- 85,92 %
Nymphenburg Immobilien AG	760 010	DE0007600108	06.07.2016	30.06.2017	9,36 %	- 22,08 %
Piper Deutschland AG	692 420	DE0006924202	08.07.2016	30.12.2016	0,30 %	- 19,56 %
RA-MICRO Software AG	A1M MD3	DE000A1MMD34	26.09.2019	30.09.2019	7,39 %	5,77 %
Ropal Europe AG	A1MBGB	DE000A1MBGB4	31.03.2017	25.07.2017	- 53,64 %	- 54,31 %
Sachsenmilch AG	A0DRXC	DE000A0DRXC4	23.09.2016	22.12.2016	11,31 %	4,94 %
Sanacorp Pharmaholding AG	A2BPP7	DE000A2BPP70	03.05.2016	13.06.2016	16,98 %	21,59 %
SHF Communication Technologies AG	A0KPMZ	DE000A0KPMZ7	19.07.2018	19.10.2018	28,46 %	41,58 %
Sinner AG	724 100	DE0007241002	03.07.2018	09.10.2018	0,13 %	7,21 %
Softship AG	575 830	DE0005758304	17.08.2017	16.01.2018	19,68 %	8,16 %
Tantalus Rare Earths AG	A1MMFF	DE000A1MMFF4	21.10.2016	31.05.2017	- 64,01 %	- 70,44 %
Triplan AG	749 930	DE0007499303	26.04.2017	02.01.2018	- 9,79 %	80,42 %
Vtton Wireless Technology AG	CHEN99	DE000CHEN993	12.10.2017	12.12.2017	55,49 %	
Weng Fine Art AG	518 160	DE0005181606	13.05.2016	27.06.2016	- 38,46 %	- 34,84 %
Zapf Creation AG	A11QU7	DE000A11QU78	22.08.2018	22.03.2019	77,38 %	97,94 %

Empirische Erkenntnisse II: Vergleich Delisting und Abfindung

Die **Gegenleistung** im öffentlichen Übernahmeangebot liegt meist **unter der Abfindung** in einer nachfolgenden abfindungspflichtigen Strukturmaßnahme. **Börsenwert und Ertragswert sind** somit vor allem wegen unterschiedlichen Informationsgrundlagen **nicht gleichwertig**.

In 26 von insgesamt 111 ausgewerteten Delisting-Verfahren folgte dem Delisting eine abfindungspflichtige Strukturmaßnahme.

- In 20 Fällen lag die **Abfindung über dem Börsenkurs**, nur in sechs Fällen darunter.
- Im Durchschnitt lagen die von den Hauptversammlungen beschlossenen **Barabfindungen um 75,28 % über der Gegenleistung nach § 39 BörsG**.
- Für die zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme noch im Streubesitz befindlichen Aktien – insgesamt 42.995.629 Stück – ergibt sich eine **Differenz** in Höhe von **24.137.708,76 Euro** zwischen der gesetzlichen Gegenleistung laut Börsengesetz und der Barabfindung in der nachfolgenden abfindungspflichtigen Strukturmaßnahme.
- Nach **Abschluss der Spruchverfahren** wird sich dieser Betrag noch erhöhen.

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
AVW 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	44 380 578 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
elaxis 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
Primion 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	4,30 Euro	1 877 000 Stück	92 137 Stück	- 8 063 230,80 Euro	- 395 802,82 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 Viva 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	- 431 664 936,07 Euro	- 24 137 708,76 Euro

Abbildung 3: Vergleich Abfindungsangebot Delisting zu Barabfindung in Strukturmaßnahme

3. Rechtliche Einschätzung

- Der **Börsenwert** entsteht auf einer anderen Informationsgrundlage als der **Ertragswert**. Die von Eugene F. Fama entwickelte **Effizienzmarkthypothese** („Nobelpreis“ 2013) erklärt den Zusammenhang zwischen Informationen und Preisbildung an den Finanzmärkten. Damit kommt es auf die Qualität der Informationen an.
- Das **Aktieneigentum** (Art. 14 Abs. 1 GG) gewährleistet den Vermögenswert (innerer Wert) und effektiven Rechtsschutz. Das erfordert eine umfassende **Unternehmensbewertung**. Die Berichte nach §§ 293a, 293e AktG enthalten – auch für Finanzmarktteilnehmer – die für eine (De-)Investitionsentscheidung relevanten **Informationen zum inneren Wert**. Die Prüfung der Abfindung auf ihre Angemessenheit erfolgt in einem gerichtlichen **Spruchverfahren**.
- Die empirischen Daten zur Kursentwicklung und zu den Umsätzen zeigen, dass bereits die **Ankündigung eines Delistings** den Vermögenswert reduziert. Damit wirkt sie wie eine nach § 1 SpruchG **abfindungspflichtige Strukturmaßnahme**.
- Der kapitalmarktrechtliche **Regelungsgehalt** wirkt nicht **individualschützend**. Zudem gilt § 39 BörsG nur für den Regulierten Markt, nicht aber für den Freiverkehr. Daher lässt sich ein **effektiver Rechtsschutz** nur im **Gesellschaftsrecht** normieren. Für das Delisting bietet sich eine Kodifizierung in § 119 Abs. 1 AktG und § 1 SpruchG an. Das entspricht dem Rechtsstand aus der „Macrotron-Entscheidung“, unter dem die Minderheitsaktionäre den inneren Wert realisieren konnten.
- Es spricht einiges dafür, die **Gewährleistungen zum Aktieneigentum** über den Vermögensschutz und das Gebot effektiven Rechtsschutzes zu erweitern. Die Minderheitsaktionäre benötigen **bewertungsrelevante Informationen** zum inneren Wert. Außerdem führen die mit dem Delisting verbundenen Verluste dazu, dass die **Beendigung einer bestehenden Handelbarkeit** wie eine abfindungspflichtige Strukturmaßnahme behandelt werden muss.
- Das **Spruchverfahren zur Überprüfung des Ertragswerts** sichert Spekulationen über den **Zukunftserfolgswert** im Vorfeld von abfindungspflichtigen Strukturmaßnahmen ab. Kommt es nur noch auf einen **Börsenwert** an, koppeln sich Aktien von der allgemeinen Marktentwicklung ab, wenn sich ein Großaktionär den relevanten Beteiligungswerten wie 75 %, 90 % oder 95 % annähert. Das bedeutet ein **mehrfaches Verlustrisiko**:
 - o Der Börsenwert liegt schon jetzt fast immer unter der Abfindung, die eine Hauptversammlung beschließt.
 - o Im Spruchverfahren kommt es oft zu Nachbesserungen.
 - o Mit der Ankündigung einer abfindungspflichtigen Strukturmaßnahme dürften die Kurse wie hier bei einem Delisting spürbar zurückgehen.
 - o Schon im Vorfeld einer Ankündigung ist mit einer Abkopplung der Aktie von der allgemeinen Marktentwicklung zu rechnen.

Weitere Einzelheiten enthält die Studie „Ertragswert und Börsenwert – Empirische Daten zur Preisfindung beim Delisting“, die am 24. August 2020 im Verlag de Gruyter erschienen ist. <https://www.degruyter.com/view/product/510602?rskey=RAWbjN&result=1> Quelle dieser Zusammenfassung: <http://www.vzfk.de/wp-content/uploads/2020/11/Ertragswert-Boersenwert-Delisting-Zusammenfassung-Stand-2020.08.24.pdf>