

Projektbeschreibung
für die Ausschreibung eines Forschungsvorhabens

1. Titel des Forschungsvorhabens

Bietet die regelmäßige Anknüpfung von Delisting-Angeboten an den 6-Monats-Durchschnittskurs einen angemessenen Schutz für Anleger?

2. Ausgangslage, Forschungsbedarf

Der Bundesgerichtshof (BGH) hatte in der Frosta-Entscheidung vom 8. Oktober 2013 (Az. II ZB 26/12) seine bisherige Rechtsprechung zum Schutz der Minderheitsaktionäre beim Widerruf der Zulassung der Aktie zum Handel im regulierten Markt auf Veranlassung der Gesellschaft aufgegeben und entschieden, dass die Aktionäre in diesem Fall keinen Anspruch auf eine Barabfindung haben und kein Beschluss der Hauptversammlung erforderlich ist. Die Auswirkungen des freiwilligen Rückzugs von Unternehmen vom regulierten Markt auf die Interessen der Anleger rechtfertigten nach Ansicht des BGH keine Schutzmaßnahmen des Gesellschaftsrechts, sondern allenfalls solche des Kapitalmarktrechts.

Der Bundesgesetzgeber hat mit dem Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 25. November 2015 (BGBl. I S. 2029) Regelungen zum freiwilligen Rückzug von Unternehmen aus dem regulierten Markt (sog. Delisting) und zum Wechsel vom regulierten Markt in den (qualifizierten) Freiverkehr (sog. Downlisting) neu in das Börsengesetz (BörsG) aufgenommen. Die Neuregelung in § 39 Abs. 2 bis 6 BörsG legt fest, unter welchen Voraussetzungen ein Emittent börsennotierter Wertpapiere ein Delisting oder Downlisting veranlassen kann. Die Regelung sieht im Regelfall ein Barangebot (sog. Delisting-Erwerbsangebot) an die Aktionäre zum gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs während der letzten sechs Monate vor der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 1 oder § 35 Abs. 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) unter Berücksichtigung der diesbezüglichen Maßgaben des WpÜG (sog. 6-Monats-Durchschnittsbörsenkurs) vor.

Die Bundesregierung hat am 29. Dezember 2017 an den Finanzausschuss des Deutschen Bundestages über die praktischen Erfahrungen mit der Neuregelung berichtet. Das Bundesministerium der Finanzen hat hierzu ein Konsultationsverfahren bei den beteiligten Kreisen durchgeführt, das Thema in der Börsensachverständigenkommission (BSK) erörtert und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beteiligt. Im maßgeblichen Berichtszeitraum seit dem Inkrafttreten der Neuregelung in § 39 Abs. 2 bis 6 BörsG wurden insgesamt sieben Delisting-Erwerbsangebote abgegeben. Die im Zusammenhang mit diesen

Angeboten gesammelten praktischen Erfahrungen gaben der Bundesregierung zum damaligen Zeitpunkt keinen Anlass für eine Überarbeitung der gesetzlichen Regelung. Die Bundesregierung hat in dem Bericht jedoch darauf hingewiesen, dass sie die Regelung einer erneuten Überprüfung unterziehen werde, sofern sich im Zuge künftiger Delisting-Verfahren Anhaltspunkte für Defizite der gesetzlichen Regelung zeigen sollten.

Laut Pressemeldungen geht die Ankündigung von Delistings (einschl. Downlistings) seit der Änderung der Rechtsprechung durch den BGH auch nach der gesetzlichen Neuregelung regelmäßig mit Kursrückgängen einher. Die im Rahmen von in der jüngeren Vergangenheit durchgeführten Delisting-Erwerbsangeboten angebotenen Barangebotsgegenleistungen zum 6-Monats-Durchschnittsbörsenkurs lägen teilweise erheblich unter den Kursen, zu denen die Aktien erstmalig öffentlich angeboten worden waren bzw. entsprächen nicht dem wahren Unternehmenswert. Vor diesem Hintergrund und angesichts zwischenzeitlich vorliegender partieller Untersuchungen der Kursverläufe von Aktien, die Gegenstand eines Delistings oder einer Beendigung der Einbeziehung in den Freiverkehr waren (vgl. etwa Weimann, Ertragswert- und Börsenwert, Empirische Daten zur Preisfindung beim Delisting, 2020), stellt sich die Frage, ob die regelmäßige Anknüpfung von Delisting-Erwerbsangeboten an den 6-Monats-Durchschnittsbörsenkurs zum Schutz der Anleger angemessen ist.

Für die Beurteilung der Angemessenheit ist es erforderlich, die Kursverläufe von Aktien, die Gegenstand eines Delistings sind, auch unter Berücksichtigung der gesetzlichen Neuregelung umfassend und repräsentativ auszuwerten und die Unternehmen, die von einem Delisting betroffen sind, insb. in ihrer Entwicklung und Struktur sowie im Hinblick auf ihre Bewertungsmöglichkeiten eingehend zu analysieren.

3. Leistungsbeschreibung

- Empirische Analyse, insbes. durch Durchführung von Regressionsanalysen, der Kursverläufe von Aktien und der Bestimmungsfaktoren von Kursverläufen beim (i) beim Delisting und Downlisting sowie (ii) bei der Beendigung der Einbeziehung von Aktien zum Handel im Freiverkehr unter Berücksichtigung von Sondereffekten (z.B. vorab bekanntgewordene Marktgerüchte über ein Delisting oder Downlisting, (nachträglich veröffentlichte) Insiderinformationen, die möglicherweise Auswirkungen auf den Kursverlauf hatten) unter Berücksichtigung einer möglichst großen Zahl von in DEU gelisteten und gehandelten Aktien.
- Analyse der Entwicklung, Struktur und der Möglichkeiten zur Bewertung von Unternehmen, die von einem Delisting oder einer Beendigung der Einbeziehung betroffen sind (Entwicklung seit Börsengang; Aktionärsstruktur; Alternativen zum Börsenwert, z.B. Ertragswertverfahren);
- Untersuchung der Möglichkeiten bzw. Anreize für Unternehmensinsider (z.B. Management, Großaktionär) infolge der Anknüpfung der Erwerbsangebote an den

zurückliegenden Durchschnittskurs ein Delisting oder die Einbeziehung in den Freiverkehr oder Downlisting zu Lasten von Minderheitsaktionären zu betreiben;

4. Zeithorizont

Die Untersuchung sollte innerhalb von 6 Monaten nach Auftragserteilung abgeschlossen sein, damit die Ergebnisse als Grundlage für eine zeitnahe Bewertung der Angemessenheit des börsenrechtlichen Anlegerschutzes dienen können.