



## **Bewertung im Recht**

– BUSINESS VALUATION LAW –

*Dipl.-Kfm. Dr. Behzad Karami/Dipl.-Inform. René Schuster*

### **Kritische Anmerkungen zur Neugestaltung des Anlegerschutzes beim Widerruf der Börsenzulassung zum regulierten Markt**

Stellungnahme zum Änderungsantrag vom 29. September 2015 zum Entwurf eines Gesetzes  
zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie (Delisting)

– BT-Drucks. 18/5010 –

Bewertung im Recht

Schöne Aussicht 12

60311 Frankfurt am Main

Tel.: 069 - 68 97 80 90

Fax: 069 - 92 89 40 21

E-Mail: [info@bewertung-im-recht.de](mailto:info@bewertung-im-recht.de)

Home: [www.bewertung-im-recht.de](http://www.bewertung-im-recht.de)

## Prolog

Der Börsenrückzug ist seit der Überarbeitung des § 39 BörsG ein gesetzlicher Bewertungsanlass, der im Grundsatz ein Erwerbsangebot zum Börsendurchschnittskurs erfordert. Auf der Grundlage der empirischen Untersuchungsergebnisse von *Karami/Schuster* wird im Folgenden verdeutlicht, dass der vom Gesetzgeber „im Schweinsgalopp“ beschlossene Anlegerschutz aus ökonomischer Sicht nicht gänzlich überzeugt. Die nachfolgenden Ausführungen können helfen, die Regulierung eines Rückzugs vom regulierten Markt stärker evidenzorientiert und damit effektiver auszugestalten. In Anbetracht der komplexen Abwägung von Partikularinteressen, die der Gesetzgeber typischerweise vorzunehmen hat, werden unter Beachtung der aktuellen wissenschaftlichen Erkenntnisse Alternativansätze präsentiert sowie zur Diskussion gestellt.

## I. Börsenrückzug im Spannungsfeld zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht

Der Deutsche Bundestag hat am 1. Oktober 2015 das Umsetzungsgesetz zur Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie in der Fassung der Beschlussempfehlung des Finanzausschusses vom 30. September 2015 beschlossen. In diesem Rahmen wurde ebenfalls der *Anlegerschutz* beim Rückzug eines Emittenten aus dem regulierten Markt neu geregelt.

*Ziel* der großen Koalition aus CDU/CSU und SPD ist, den Schutz von Aktionären bei einem Rückzug ihres Emittenten von der Börse – sog. Delisting (einschließlich Downlisting) – zu stärken. Auslöser dafür war der Beschluss des BGH in der Rechtssache „FRoSTA“ (BGH v. 8.10.2013 – II ZB 26/12). Nachdem das BVerfG in seinem vorangegangenen Delisting-Urteil klarstellte, dass der Widerruf der Börsenzulassung nicht den Schutzbereich des Eigentumsrechts berühre (BVerfG v. 11.7.2012 – 1 BvR 3142/07 und 1 BvR 1569/08), baute der BGH die Rechtsschutzmöglichkeiten *vollständig* ab, die er im Jahre 2002 in der Sache „Macrotron“ errichtet hatte (BGH v. 25.11.2002 – II ZR 133/01). Vormalig war die Durchführung eines Delisting nur zulässig, wenn ein zustimmender Beschluss der Hauptversammlung vorlag und der Emittent (unter Beachtung der Kapitalvorschriften i. S. d. § 71 AktG) oder ein Großaktionär den Minderheitsaktionären ein Angebot zum Erwerb ihrer Aktien unterbreitete, dessen Angemessenheit in einem gerichtlichen Spruchverfahren überprüfbar war.

Der mit der „FRoSTA“-Entscheidung vollzogene Paradigmenwechsel des BGH führte im sich anschließenden Zeitraum bis zum 30. September 2015 zu einer regelrechten Rückzugswelle am deutschen Aktienmarkt. Gemäß der unter dem Titel [„Eine empirische Analyse des Kurs- und Liquiditätseffekts auf die Ankündigung eines Börsenrückzugs am deutschen Kapitalmarkt im Lichte der ‚FRoSTA‘-Entscheidung des BGH“](#) veröffentlichten empirischen Studie von *Karami/Schuster* sowie weiterer Untersuchungen der Autoren haben im „FRoSTA“-Zeitalter bislang 53 Gesellschaften einen *freiwilligen* Rückzug vom regulierten Markt (Delisting/Downlisting) angekündigt und teilweise bereits vollzogen. Parallel zu der Ausfertigung der vorgenannten Studie entbrannte in Wissenschaft und in praxi ein Streit darüber, ob und – wenn ja – auf welche Weise der Schutz der Anleger im „FRoSTA“-Zeitalter sicherzustellen sei. Schließlich war dieser bis dahin – angesichts der vormaligen „Macrotron“-Rechtsprechung – gesetzlich nur rudimentär geregelt. Nach § 39 Abs. 2 Satz 2 BörsG darf der Widerruf der Zulassung nicht dem Anlegerschutz widersprechen. Konkreter wurde der Gesetzgeber nicht. Stattdessen war es in der Vergangenheit im Lichte des § 39 Abs. 2 Satz 5 BörsG (a. F.) ausschließlich den Regionalbörsen überlassen, dieses abstrakte Postulat in ihren jeweiligen Börsenordnungen (BörsO) näher zu bestimmen, wobei die unterschiedlichen Anforderungen der Börsenordnungen (etwa sechsmonatige Auslauffrist in

Frankfurt/M., Pflichtangebot in Berlin, zusätzlicher Hauptversammlungsbeschluss in Düsseldorf) recht unterschiedlich und mitunter komplex ausgestaltet sind.

Während einzelne Vertreter aus der Beratungspraxis die in den Börsenordnungen vornehmlich vorgesehene Fristenlösung, wonach der Widerruf nicht sofort, sondern nach Ablauf einer Frist wirksam wird, als ausreichende Schutzvorkehrung betrachteten und die neu gewonnene unternehmerische Freiheit und Rechtssicherheit begrüßten, vertrat die überwiegende Anzahl der Fachkundigen die Ansicht, dass nach der „FRoSTA“-Entscheidung des *BGH* die (Vermögens-)Interessen von Aktionären im Falle eines Börsenrückzugs nicht mehr hinreichend geschützt seien und vor diesem Hintergrund Einzelheiten des Anlegerschutzes nicht mehr ausschließlich den Börsenordnungen überlassen werden dürften, die nur vereinzelt ein Abfindungsangebot vorsehen. Dieser Beurteilung lagen erste – wenngleich wissenschaftlich weniger fundierte – Untersuchungen im „FRoSTA“-Zeitalter zugrunde, die in der Zeitspanne zwischen der Ankündigung und der Wirksamkeit eines Widerrufs zum Teil erhebliche Kurseinbrüche belegten. Wenngleich diese, auf einem unsicheren empirischen Fundament beruhenden Untersuchungen die finanziellen Konsequenzen der „FRoSTA“-Rechtsprechung etwas dramatischer erscheinen ließen, als sie tatsächlich waren und sind – weil weder eine Unterscheidung der Vorgänge (Delisting vs. Downlisting) noch der Handelsplätze (Regulierter Markt vs. Freiverkehr) erfolgte –, verdeutlichen auch die jüngeren, differenzierenden Auswertungen von *Karami/Schuster*, auf die an späterer Stelle näher eingegangen wird, statistisch signifikante Kurseinbrüche nach der Ankündigung eines Börsenrückzugs, die jedoch insgesamt geringer ausfallen als vorangegangene Studien suggerier(t)en. Dass vor diesem Hintergrund der Ruf nach einer *sachgerechten Ausgestaltung des Anlegerschutzes* beim Widerruf der Börsenzulassung immer lauter und in zahlreichen Stellungnahmen jüngeren Datums ein Tätigwerden des Gesetzgebers gefordert wurde, erscheint im Ausgangspunkt rechtlich wie ökonomisch gerechtfertigt.

So groß die Einigkeit hinsichtlich des grundsätzlichen Handlungsbedarfs auch sein mag, so umstritten war (und ist nach wie vor), wie dieses Anliegen (*de lege ferenda*) im Detail umgesetzt werden soll. Im Schrifttum wurden zwei Gestaltungsvarianten für eine gesetzliche Regelung intensiv diskutiert, wobei der Gesetzgeber im Hinblick auf die Verortung der Neuregelung des Anlegerschutzes einen (vorläufigen) Schlusspunkt hinter diese kontroverse Diskussion gesetzt hat. Er hat sich *de lege lata* für die sog. *kapitalmarktrechtliche Lösung* entschieden. Die Befürworter einer gesellschaftsrechtlichen Lösung – worunter nicht lediglich Anlegerschützer, sondern ebenfalls namhafte Rechtswissenschaftler zu zählen sind – fordern jedoch weiterhin eine Gesamtanalogie zu gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen (§§ 305, 320b, 327b AktG, §§ 29, 207 UmwG), d. h. eine gesetzliche Kodifizierung der „Macrotron“-Grundsätze (Hauptversammlungsbeschluss, Abfindung nach dem Börsendurchschnittskurs oder höherem anteiligen Unternehmenswert sowie dessen Überprüfung im gerichtlichen Spruchverfahren). Dahinter steckt der Gedanke, dass Aktionäre im Falle eines Börsenrückzugs nicht „lediglich“ die Desinvestitionsmöglichkeit zum aktuellen Börsenkurs verlören, sondern zur Vermeidung von Kurs- oder Fungibilitätsverlusten unter wirtschaftlichen Aspekten faktisch (nicht rechtlich) zur Anteilsveräußerung gezwungen wären, so dass ihnen die Chance auf einen künftigen höheren Ertrag und damit auf einen höheren Börsenkurs entgehe.

Demgegenüber betonen die Verfechter einer kapitalmarktrechtlichen Lösung – ebenso von prominenten Rechtswissenschaftlern vertreten –, dass ein Delisting (einschließlich des Downlisting) die Handelbarkeit der Aktien eines Aktionärs und nicht dessen Mitgliedschaftsrechte, etwa das Gewinnbezugsrecht, das Bezugsrecht bei Kapitalerhöhungen und das Recht auf anteiligen Liquidationserlös, berühre und daher der Börsenrückzug keine

gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahme darstelle. Auch der durch den Rückzug vom regulierten Markt bewirkte Verlust der nur dort geltenden kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten rechtfertige (allenfalls) einen kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutz. Insoweit werde die Notwendigkeit einer Ausgleichszahlung im Falle eines Delisting, das eine spürbare Einschränkung der Fungibilität bewirke, oder eines Segmentwechsels vom regulierten Markt in den Freiverkehr (*Downlisting*) zum Schutz der Anleger anerkannt; diese Kompensation solle sich jedoch grundsätzlich nicht am anteiligen Unternehmenswert, sondern am umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs orientieren, wie dies auch für Übernahmeangebote nach dem WpÜG vorgeschrieben ist. Ob darüber hinaus ein Hauptversammlungsbeschluss erforderlich sei oder nicht, solle den Börsenordnungen überlassen bleiben. Schließlich habe eine Verortung des Anlegerschutzes im Kapitalmarktrecht, mithin eine Anknüpfung an die Börsenzulassung, den Vorteil, auch in Deutschland gelistete ausländische Emittenten, die von der „Macrotron“-Rechtsprechung nicht betroffen waren, zu erfassen.

Nach Abwägung der beiden vorgenannten Lösungsvorschläge und der intensiven Diskussion in der Finanzausschusssitzung am 7. September 2015 ist der Gesetzgeber, wie bereits erwähnt, im Ergebnis den Überlegungen zum kapitalmarktrechtlichen Ansatz gefolgt. Gemäß dem Gesetzesvorschlag der Koalitionsfraktionen vom 29. September 2015 wird § 39 BörsG in Abs. 2 modifiziert sowie um die Absätze 3 bis 6 ergänzt. Die Neuregelung gilt rückwirkend für alle Widerrufe ab dem 7. September 2015, womit das rund zweijährige Zeitfenster geschlossen wurde, in dem ein Börsenrückzug ohne Abfindungsangebot möglich war. Im Kern hat der Gesetzgeber die Generalklausel, wonach der Zulassungswiderruf dem Anlegerschutz nicht widersprechen darf, näher konkretisiert. Danach ist ein *freiwilliger* Börsenrückzug zulässig, wenn der Emittent dem Antrag ein Angebot zum Erwerb aller Aktien, die Gegenstand des Antrags sind, beifügt. Dieses Erwerbsangebot hat nach § 39 Abs. 3 Satz 2 BörsG-Entwurf (Änderungsantrag) entsprechend den Vorschriften des WpÜG mindestens dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs der Aktien während der letzten *sechs Monate* vor der Veröffentlichung nach § 10 Abs. 1 Satz 1 oder § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG zu entsprechen. Ausnahmen von dieser Regel sieht der Gesetzgeber im Falle der in § 39 Abs. 3 Satz 3 Nr. 1 ff. BörsG-Entwurf (Änderungsantrag) genannten Tatbestände vor. Danach bemisst sich das Erwerbsangebot (ausnahmsweise) nach dem Fundamentalwert des Emittenten, wenn an der Aussagekraft des Börsenkurses auf Grund von unberechtigterweise zurückgehaltenen oder unwahren Insiderinformationen, nachweisbaren Kursmanipulationen seitens des Emittenten oder des Bieters und/oder einer Marktenge in Anlehnung an § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO (hier bezogen auf den Sechsmoantszeitraum) berechnete Zweifel bestehen.

Hat der Gesetzgeber die Bewertungsfragen in dieser Weise umrissen, müssen noch die (Ausnahme-)Fälle beleuchtet werden, in denen unter Schutzwürdigkeitserwägungen (k)ein Erwerbsangebot vorgeschrieben ist. Anders als im Gesetzesvorschlag vom 31. August 2015 besteht nunmehr auch dann die Pflicht zur Abgabe eines Erwerbsangebots, wenn dem Widerrufs Antrag ein nicht länger als sechs Monate zurückliegendes Übernahme- oder Pflichtangebot gemäß den Vorschriften des WpÜG vorausgegangen ist. Zudem wird das Erwerbsangebot – in Übereinstimmung mit dem rechtlichen Schrifttum – insgesamt an den Verlust der Börsennotierung i. S. d. § 3 Abs. 2 AktG gekoppelt, mithin auch auf das Downlisting erstreckt. Im Gegensatz hierzu waren vor „FRoSTA“ Hauptversammlungsbeschluss und Abfindungsangebot gemäß der oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung entbehrlich, wenn ein Downlisting in ein sog. Qualitätssegment des Freiverkehrs erfolgte, weil bei diesem Vorgang – wenn überhaupt – nur eine geringfügige Beeinträchtigung der Verkehrsfähigkeit der betroffenen Aktien zu angemessenen Kursen

feststellbar war. Sofern jedoch im Anschluss an das abfindungsfreie Downlisting ein sog. Downgrading in den „einfachen“ Freiverkehr oder ein vollständiger Rückzug vom Freiverkehr (gestuftes Delisting) erfolgte, lebten die „Macrotron“-Grundsätze zum Schutz der Anleger wieder auf. Vor dem Hintergrund des gerade Gesagten ist nach geltendem Recht ein Börsenrückzug ohne Erwerbsangebot lediglich bei einem partiellen Delisting möglich, also in Fällen, in denen die Aktien des Emittenten weiterhin an einem anderen regulierten inländischen oder (außer)europäischen Markt notiert sind, wobei gemäß § 39 Abs. 2 Nr. 2 b) BörsG-Entwurf (Änderungsantrag) das ausländische Recht ein gleichwertiges Schutzniveau sicherstellen muss, weil ansonsten die Gefahr einer Umgehung der Pflicht zur Abgabe des Erwerbsangebots bestünde.

## II. Stellungnahme

Empirische Studien zu den wirtschaftlichen Konsequenzen eines freiwilligen Börsenrückzugs können helfen, den Anlegerschutz stärker evidenzorientiert und damit effektiver auszugestalten. Vor diesem Hintergrund ist das *Ziel* der nachfolgenden Stellungnahme, den zuvor skizzierten Gesetzesentwurf vom 29. September 2015 unter Beachtung der von *Karami/Schuster* festgestellten empirischen Befunde aus *ökonomischer Sicht* zu beleuchten und dabei speziell die hier als defizitär oder inkonsistent erachteten Textstellen aufzuzeigen und erste Änderungsvorschläge einzubringen. Gleichwohl beanspruchen die nachfolgenden Ausführungen keine Vollständigkeit und erheben nicht den Anspruch einer systematisch rechtlichen Behandlung und Beurteilung einzelner Detailfragen. Auf die umfangreichen (rechtsgeprägten) Stellungnahmen neueren Datums wird nur eingegangen, wenn auf ihre ökonomische Argumentation Bezug genommen werden kann. Im Folgenden wird schwerpunktmäßig diskutiert, ob die Stärkung des Anlegerschutzes in dem vom Gesetzgeber vorgesehenen Umfang angesichts der im Nachgang zur „FRoSTA“-Entscheidung ermittelten Kurs- und Liquiditätseffekte auf die Ankündigung einer Rückzugsabsicht zweckgerecht ist. Diese wäre im Falle eines *ausgewogenen Anlegerschutzes* zu bejahen, der einerseits den berechtigten Vermögensinteressen betroffener (Minderheits-)Aktionäre Rechnung trägt, andererseits ökonomisch sinnvolle Börsenrückzüge nicht erschwert, um in einem Umfeld rückläufiger Börsengänge in Deutschland die Attraktivität des Kapitalmarktes nicht (weiter) zu schwächen.

Nähert man sich aus *ökonomisch-empirischer* Sicht der Thematik systematisch an, ist – auch und gerade mit Blick auf die in der unten stehenden Tabelle 2 (teilweise) wiedergegebenen Befunde von *Karami/Schuster* – eine weitere Ausdifferenzierung des Begriffs *Börsenrückzug* notwendig. Dabei sind folgende Fälle zu unterscheiden: Zunächst ist zu nennen das Delisting aus dem regulierten Markt (Fall 1), das Downlisting in den „qualifizierten“ Freiverkehr (Fall 2) oder den „einfachen“ Freiverkehr (Fall 3). Darüber hinaus sind Anteilsbesitzkonzentration und Aktienliquidität zu untersuchen. Schließlich ist auch darüber zu diskutieren, ob und in welcher Form Aktionäre einer zum Zeitpunkt der Widerrufsentscheidung faktisch oder vertraglich beherrschten Gesellschaft oder im Falle einer bereits vor Ankündigung der Widerrufsabsicht eingetretenen Marktengung schutzwürdig sind. Werden die aktuellen Untersuchungsergebnisse von *Karami/Schuster*, die aus der unten stehenden Tabelle 2 zu entnehmen sind, akzeptiert, ist es fraglich, ob der vom Gesetzgeber kodifizierte – sowie vom rechtlichen Schrifttum geforderte – *undifferenzierte* (!) Anlegerschutz, der das obligatorische Erwerbsangebot ohne Beachtung der konkreten Unternehmenssituation ausschließlich an den Verlust der Börsennotierung koppelt, einem *ausgewogenen* Anlegerschutz im oben verstandenen Sinne gerecht wird.

An dieser Sichtweise ändern auch die im juristischen Schrifttum überwiegend vorgetragenen – und aus rein rechtlicher Sicht durchaus nachvollziehbaren – Argumente nichts. Danach schaffe das an die Börsennotierung anknüpfende Normengeflecht einen größeren Anlegerschutz, der auch im Falle einer Fortsetzung des Handels im „qualifizierten“ Freiverkehr nicht annähernd erreicht werde; schon deshalb müsse der Anlegerschutz ohne weitere Differenzierungen jeden Rückzug vom regulierten Markt erfassen. So intuitiv plausibel diese Begründung in der Sache auch sein mag, so erscheint sie jedoch keineswegs zwingend, denn damit wird, soweit ersichtlich, ohne Rückgriff auf eine gesicherte empirische Datenbasis unterstellt, dass die Börsennotierung selbst ein den Aktienkurs und die Verkehrsfähigkeit beeinflussender Faktor ist. Wäre dies der Fall, müsste auch die Ad-hoc-Mitteilung zum Downlisting negative Kurs- und Liquiditätseffekte auslösen. Schließlich verändert jede auf einem (mittelstrengen) informationseffizienten Kapitalmarkt öffentlich zugängliche Information die Erwartungen der Marktteilnehmer zu den künftigen Zahlungen und über den Marktmechanismus den Börsenkurs. Mithin würden Marktteilnehmer die mit einem Rückzug des Emittenten in den („qualifizierten“) Freiverkehr einhergehenden Schutzlücken zu Lasten der bisherigen Aktionäre einpreisen. Allerdings können gemäß den empirischen Daten von *Karami/Schuster* auf die Ankündigung eines Downlisting überwiegend keine in statistischer Weise signifikanten Kurs- und Liquiditätseffekte festgestellt werden. Vielmehr deuten die Untersuchungsergebnisse darauf hin, dass die Anzahl der Handelstage, die Aktienkursvolatilität sowie die Höhe des Streubesitzanteils für einen liquiden Handel – operationalisiert durch die relative Geld-Brief-Spanne – entscheidender sind als das Börsensegment. Gleichwohl wäre es vermessen zu behaupten, diese Befunde, die erste Ursache-Wirkungs-Zusammenhänge der „FRoSTA“-Entscheidung verlässlich aufzeigen wollen, ließen sich zu einem unumstößlichen Fazit verdichten.

Aus ökonomischer Sicht besteht – wie im Folgenden darzulegen sein wird – keine Notwendigkeit, ein Erwerbsangebot *per se* vorzusehen bzw. dieses an den Verlust der Börsennotierung zu knüpfen. Vielmehr ist es geboten, den unbestimmten Rechtsbegriff „Anlegerschutz“ am Normzweck auszulegen. Insoweit ist nach hier vertretener Ansicht das Aktionärsvertrauen in die Börsennotierung schutzwürdig, wenn die *konkrete rechtliche und wirtschaftliche Situation* dieses Vertrauen rechtfertigt. Bei einem Börsenrückzug ist ein Aktionär in zwei Bereichen betroffen: Einerseits vergrößert der Widerruf das Informationsgefälle zwischen Geschäftsleitung und (Minderheits-)Aktionären, soweit ausschließlich im regulierten Markt vorgeschriebene Publizitätspflichten (und sonstige aus Anlegersicht wesentliche Schutzinstrumente – z. B. die Pflichten nach dem WpÜG) wegfallen. Andererseits ist die (wirtschaftliche) Verkehrsfähigkeit betroffen, soweit der Aktienmarkt für den Handel vollständig wegbricht. Die ökonomische Analyse hat sich somit darauf zu konzentrieren, ob ein Börsenrückzug unter den vorgenannten Aspekten einen Hauptversammlungsbeschluss und/oder ein Pflichtangebot erfordert. Darüber hinaus wäre eine an § 31 Abs. 5 WpÜG angelehnte Regelung, die der Gesetzgeber *de lege lata* nicht vorsieht, in bestimmten Konstellationen denkbar. Danach könnte ein Investor, der innerhalb eines zu definierenden Zeitraums (etwa zwei Jahre) ab Wirksamkeit des Widerrufs durch außerbörslichen Beteiligungsverkauf eines oder mehrerer Großaktionäre die Kontrolle über das betreffende Unternehmen i. S. d. § 29 Abs. 2 WpÜG erlangt, verpflichtet werden, den übrigen Aktionären ebenfalls ein Erwerbsangebot in Höhe des an den oder die Großaktionäre bezahlten Kaufpreises zu unterbreiten. Auf diese Weise könnte der im Schrifttum mehrfach betonten Gefahr einer mutmaßlich missbräuchlichen Übernahme durch Umgehung der übernahmerechtlichen Regelungskomplexe begegnet werden. Schließlich bleibt ein potentieller Investor, der unter wirtschaftlichen Aspekten gewöhnlich an einer schnellstmöglichen Übernahme und Integration der Zielgesellschaft interessiert ist und mit

dem der Emittent womöglich bereits Verhandlungen aufgenommen hat, auch nach einem Börsenrückzug abfindungspflichtig.

Zweifellos erweist sich der sachliche Kern des Regelungsgegenstands als vielschichtig und komplex. Eine pauschale Betrachtungsweise im Hinblick auf das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses und/oder eines Erwerbsangebots sowie ggfs. einer analogen Anwendung von § 31 Abs. 5 WpÜG ist, wie die nachfolgende Tabelle 1 demonstriert, nicht möglich, sondern einzelfallspezifisch zu beurteilen.

Vorgang	Unternehmenscharakteristika vor Widerruf			Vorgeschlagene Schutzmaßnahme(n)		
	Markteng § 5 Abs. 4 WpÜG-AV	Anteilsbesitz- konzentration > 75 %	BGV	HV- Beschluss	Erwerbs- angebot	§ 31 Abs. 5 WpÜG analog
Delisting		✓	✓		(✓)	
	✓	✓	✓			
				✓	✓	✓
	✓			✓		
		✓			✓	✓
	✓	✓				✓
Downlisting		✓	✓			
	✓	✓	✓			
				✓		✓
	✓			✓		
		✓				✓
	✓	✓				✓

**Tab. 1: Ausgewogener Anlegerschutz im Lichte der empirischen Befunde von Karami/Schuster**

Aus Gründen des *ausgewogenen Anlegerschutzes* lassen sich auf der Grundlage der vorstehenden Tabelle zwölf Konstellationen generieren, auf die nachfolgend jedoch nicht im Detail eingegangen wird; vielmehr sollen die dahinterstehenden Überlegungen, die rechtliche Aspekte und empirische Erkenntnisse verknüpfen, beleuchtet werden. Im Ausgangspunkt sollte ein Börsenrückzug durch Beendigung der vollständigen Notierung im regulierten Markt – auch im Falle einer Fortsetzung des Handels im Freiverkehr – eines *Beschlusses der Hauptversammlung* mit qualifizierter Mehrheit bedürfen, und nicht – wie gegenwärtig vorgesehen – allein in die Geschäftsführungskompetenz des Vorstands fallen. Das schutzwürdige Vertrauen der (Klein-)Aktionäre verlangt, diese in die Entscheidung über den Wegfall der zahlreichen Offenlegungs- und Verhaltens- sowie Berichtspflichten, die an die Börsennotierung anknüpfen, einzubeziehen. Demgegenüber stellt ein Pflichtangebot kein Instrument dar, Aktionäre vor künftigen Informationsdefiziten zu schützen. Indes kann von einem HV-Beschluss abgesehen werden, wenn der Vorstand auf Verlangen des Mehrheitsaktionärs, der die benötigte Kapitalmehrheit besitzt, oder nach dessen Zustimmung beschließt, einen Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung zu stellen. Im letzteren Fall wird der Vorstand nach einer sorgfältigen Prüfung darzulegen haben, welche wirtschaftlichen Erwägungen (etwa die Befreiung von kostspieligen Zulassungsfolgepflichten bei gegebener Markteng und/oder geringem Streubesitzanteil) einen Börsenrückzug rechtfertigen. Insbesondere diese (hier zur Diskussion gestellte) Regelung, in der die *Hybridstellung* des Börsenrückzugs zwischen Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht zum Ausdruck kommt, erscheint vor dem Hintergrund der empirischen Befunde erforderlich, denn – anders als in der (praxisnahen) Literatur zum Teil dargelegt wird – vollziehen nicht lediglich Emittenten mit einem starken Mehrheitsaktionär und geringem Streubesitzanteil einen Börsenrückzug.

Insoweit stellt das Beschlusserfordernis nicht stets einen reinen Formalakt dar (siehe Tabelle 2).

Ein *Erwerbsangebot* i. S. d. kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzes wird als erforderlich erachtet, wenn das Anlegervertrauen, die Aktien jederzeit zu einem „angemessenen“ Börsenkurs veräußern zu können, gestört ist. Ob im Falle eines Börsenrückzugs dieses Vertrauen noch schutzwürdig ist, hängt von der faktischen Möglichkeit einer solchen Desinvestition ab, die stets im Einzelfall anhand der gegebenen Marktsituation zu prüfen ist. Ein *erster* normativer Anknüpfungspunkt für eine solche Beurteilung – den auch der Gesetzgeber in § 39 Abs. 3 Satz 3 Nr. 2 BörsG-Entwurf (Änderungsantrag) entsprechend vorsieht – können die Kriterien sein, die § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO für das Vorhandensein einer Marktengung aufstellt. Gleichwohl ist anzumerken, worauf *Karami/Schuster* in ihrer Studie hinweisen, dass eine ausschließlich schematische Betrachtung nicht ausreicht, um die (Ir-)Relevanz des Börsenkurses zu bejahen, denn ein geringer Handel mit der betreffenden Aktie ist *per se* ökonomisch nicht bedenklich: Befindet sich nämlich der Markt im Gleichgewicht, d.h. sind Angebot und Nachfrage ausgeglichen, wird überhaupt kein weiterer Umsatz zu erwarten sein. Insoweit können die normativen Kriterien einen Rahmen vorgeben, die Analyse des Einzelfalls muss anhand weiterer Liquiditätskennziffern vorgenommen werden. Entscheidend ist, ob die sog. Markttiefe ausreicht, um die betreffenden Aktien tatsächlich zu dem beobachtbaren Kurs veräußern zu können. Dem Gesetzgeber ist hier – mangels derzeitig ökonomisch besserer Erkenntnisse – ein pragmatisches Vorgehen zu empfehlen. Er sollte zusätzlich, auch um der häufig im Schrifttum erwähnten Gefahr der Kursmanipulation entgegenzuwirken, einen bezogen auf den Streubesitzanteil durchschnittlichen (z. B. wöchentlichen) Mindestumsatz definieren, ab dem von einem liquiden Aktienhandel gesprochen werden kann.

Da zum Schutz der Anleger prinzipiell strenge Anforderungen an die Unbeachtlichkeit des Börsenkurses zu stellen sind, besteht nach hier vertretener Ansicht das Erfordernis eines Erwerbsangebots jedenfalls dann nicht, wenn nach einer eingehenden Liquiditätsanalyse konstatiert werden kann, dass bereits zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Widerrufsabsicht eine Marktengung bzw. eine nicht ausreichende Aktienliquidität vorlag. In diesem Fall ist die Fungibilität der in Rede stehenden Aktien bereits vor einem Börsenrückzug nachweisbar erheblich eingeschränkt, so dass auch der infolge der Wirksamkeit des Widerrufs eingetretene Verlust der börslichen Veräußerungschance keine unzumutbare Beeinträchtigung der Aktie mehr bewirken kann. Demgegenüber schreibt der Gesetzgeber – ohne dies in der Begründung zum Gesetzesentwurf näher zu erläutern – gemäß § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG-Entwurf (Änderungsantrag) auch im Falle einer Marktengung eine Bemessung des Erwerbsangebots nicht anhand des Börsendurchschnittskurses, sondern anhand einer Unternehmensbewertung vor. Allerdings verkennt der Gesetzgeber – bewusst oder unbewusst – die *Doppelnatur der Aktie*. Der Börsenkurs i. S. einer „Exit“-Option verkörpert bei Vorliegen eines hinreichend informationseffizienten Kapitalmarktes und einer ausreichenden Aktienliquidität eine Wertindikation dessen, was einem kurzfristig orientierten, womöglich spekulativen, Anleger bei einem Totalrückzug angesichts des Verlustes der börslichen Handelbarkeit künftig als potentiellen Verkaufserlös entgeht. Gemäß den empirischen Befunden von *Karami/Schuster* tritt beim regulären Delisting unmittelbar nach der Ankündigung der Widerrufsabsicht ein signifikanter Kursverfall liquider Aktien ein, der es den betroffenen Aktionären regelmäßig unmöglich macht, die durch die Ankündigung verursachten Kursverluste im Zeitraum bis zur Wirksamkeit auszugleichen. Da in diesem Fall das Vertrauen in das Fortbestehen einer Veräußerungsmöglichkeit zu angemessenen Kursen gestört ist, erfordert der ausgewogene Anlegerschutz ein Erwerbsangebot. Wie erwähnt, ist das Erwerbsangebot entbehrlich, wenn



das Anlegervertrauen in die Desinvestition mangels hinreichender Aktienliquidität selbst nicht mehr schutzwürdig ist.

Ein auf den fundamentalanalytisch ermittelten Ertragswert der Aktie ausgerichtetes Erwerbsangebot wäre nur dann begründet, wenn beim Wegfall der Börsennotierung ebenfalls die Vermögensinteressen der *langfristig orientierten Anleger* berührt wären. Dies wäre gegeben, wenn im Nachgang eines Börsenrückzugs der Hauptaktionär eine unternehmerische Maßnahme, insbesondere einen Squeeze-out, beschließen und bei der Bemessung der Abfindung einen Wertabschlag wegen mangelnder Fungibilität veranschlagen würde. Ein solcher Illiquiditätsabschlag wird jedoch bei gesellschaftsrechtlichen Bewertungsanlässen unter Minderheitenschutzabwägungen aus guten Gründen sowohl im fundierten Schrifttum als auch in der Rechtsprechung ausdrücklich abgelehnt und in praxi nicht eingepreist. Einer Unternehmensbewertung bedarf es damit bei Vorliegen einer Marktengung nicht; allenfalls kommt eine Regelung infrage, die außerbörsliche (Nach-)Erwerbe erfasst, wenn der Börsenrückzug auf Initiative des Mehrheitsaktionärs betrieben wird.

Im Hinblick auf das *Downlisting* lässt sich mit Blick auf die Daten von *Karami/Schuster* ein systematischer Kursverfall oder eine wesentliche Einschränkung der Verkehrsfähigkeit nach Ankündigung der Widerrufsabsicht nicht belegen. Dies dürfte wohl auch damit zusammenhängen, dass im privatrechtlich organisierten Freiverkehr – ganz unabhängig von den zusätzlichen Anforderungen spezieller Segmente – nach §§ 24 Abs. 1 Satz 2, 48 BörsG ebenfalls eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels mit Börsenpreisbildung und, nach bisherigen Erkenntnissen, eine hinreichende Verkehrsfähigkeit gewährleistet bleibt. Aus den oben bereits genannten Gründen ist daher ein obligatorisches Erwerbsangebot nicht erforderlich, es sei denn, dass die außerbörsliche (Nach-)Erwerbe berücksichtigende Regelung gebilligt wird und greift. Soweit im Zusammenhang mit der Diskussion um eine Kompensationspflicht vereinzelt – ohne belastbares empirisches Datenmaterial – vorgetragen wird, ein Erwerbsangebot sei grundsätzlich (!) entbehrlich, weil nach der Ankündigung eines Börsenrückzugs Nachfrage und Preis der betreffenden Aktien in der Erwartung über eine bevorstehende Strukturmaßnahme spekulationsbedingt steigen würden, überzeugt dies nicht. Ein Aktionär ist für die erhebliche Beeinträchtigung der künftigen Desinvestitionsmöglichkeit, wenn diese aus den bereits mehrfach genannten Gründen schutzwürdig ist, zu kompensieren. An dieser *grundsätzlichen* Haltung ändert auch die Tatsache nichts, dass in Einzelfällen ökonomisch begründete Spekulationen durch professionelle Marktteilnehmer den Börsenkurs steigern mögen, vor allem, wenn ein Mehrheitsaktionär bereits die für einen Minderheitenausschluss erforderliche Anteilsschwelle erreicht hat. Handelsaktivitäten entstehen dann vornehmlich innerhalb des Kreises der (aktuellen und potentiellen) Minderheitsaktionäre: sie verkaufen ihre Anteile, weil sie die Durchführung eines Squeeze-out nicht erwarten, weil sie ihr Portfolio aus Risiko- oder Liquiditätsgründen umschichten etc., sie kaufen in der Erwartung, dass bei einem bevorstehenden Gesellschafterausschluss eine bezogen auf den aktuellen Börsenkurs höhere Bewertung des Unternehmens erreicht wird (ggfs. in einem späteren Spruchverfahren). Naturgemäß steht es jedem Aktionär frei, spekulationsgetriebene Renditesteigerungen zu realisieren. Mit Blick auf Tabelle 2 haben im „FRoSTA“-Zeitalter bislang vier der analysierten 53 Unternehmen einen Squeeze-out im Nachgang zu einem Börsenrückzug durchgeführt.

Es bleibt noch zu diskutieren, ob die in Tabelle 1 zur Diskussion stehenden Schutzmaßnahmen auch bei *Bestehen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages* (BGV) zum Zeitpunkt der Ankündigung der Widerrufsabsicht greifen sollten. Bislang betrifft dies mit Blick auf Tabelle 2 lediglich zwei Fälle, namentlich Celesio AG und Kabel

Deutschland Holding AG. Unbeschadet der Notwendigkeit eines HV-Beschlusses müssen Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge neben der Verpflichtung zum Ausgleich gemäß § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG nach § 305 Abs. 1 AktG die Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen eines Minderheitsaktionärs der Untergesellschaft dessen Aktien gegen eine angemessene Abfindung zu erwerben, die dem „vollen“ Wert der Beteiligung entsprechen muss. Im Rahmen der Abfindungsbemessung findet eine – im gerichtlichen Spruchverfahren überprüfbare – Bewertung der zu konzernierenden Untergesellschaft statt. Der Börsendurchschnittskurs i. S. d. „Stollwerck“-Entscheidung des BGH bildet dabei gemäß den verfassungsrechtlichen Vorgaben des BVerfG die Abfindungsuntergrenze. Die Verpflichtung zum Erwerb der Aktien kann befristet werden, wobei gemäß § 305 Abs. 4 Satz 2 AktG die Frist frühestens zwei Monate nach dem Tag endet, an dem die Eintragung des BGV im Handelsregister bekanntgemacht worden ist. Nach ihrem Ablauf ist eine Abfindung nicht mehr geschuldet, so dass die Minderheitsaktionäre auf die angebotene Ausgleichszahlung verwiesen sind. Hat jedoch ein Minderheitsaktionär das Spruchverfahren eingeleitet, endet die Frist nach § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG frühestens zwei Monate nach dem Tage, an dem die letzte gerichtliche Entscheidung im elektronischen Bundesanzeiger bekanntgemacht worden ist. Im Lichte dieser Bestimmungen erscheint nach hier vertretener – und konträr zum Gesetzgeber stehenden – Ansicht jedenfalls *innerhalb der vorgenannten Fristen* die Unterbreitung eines zusätzlichen Erwerbsangebots, sofern dieses überhaupt geboten ist, zum Schutz der Anleger nicht erforderlich (daher ist in Tabelle 1 der Haken in Klammern gesetzt). Der Börsenkurs wird erstmalig durch die Bekanntgabe des BGV beeinflusst und in der Zeit danach insbesondere durch die Bekanntgabe des konkreten Abfindungsangebots. Das ist ein Marktmechanismus und die Konsequenz daraus, dass der Börsenkurs einer Aktie die Barwertsumme der künftig erwarteten Zahlungen widerspiegelt, die den Abfindungsberechtigten im Zusammenhang mit der Aktie künftig (mit Sicherheit) zufließen. Werden die Strukturmaßnahme oder die Abfindung bekanntgegeben, ändern sich somit die Erwartungen der Marktteilnehmer – nicht nur wegen der sicheren Abfindung, sondern, wie bereits erwähnt, auch mit Blick auf einen möglicherweise durch eine Gerichtsentscheidung oder einen Vergleich erzielbaren Aufschlag. Die veränderte Erwartung wirkt sich dann auf die Höhe des Börsenkurses aus. In der Folge lässt sich die Abfindungserwartung gewöhnlich nicht mehr von der durch die unternehmensspezifische Entwicklung (mit)verursachte positive oder negative Erwartung trennen. Nach Bekanntgabe des Abfindungsbetrags pendelt sich der Börsenkurs zwangsläufig auf einen über das Abfindungsangebot liegenden Kurs ein, weil der Abfindungsbetrag lediglich als Mindestbetrag im Raum steht. Daran ändert auch die spätere Wirksamkeit eines Börsenrückzugs nichts, wie auch die Beispiele Celesio und Kabel Deutschland verdeutlichen (siehe Abbildungen 1 und 2). Da die Abfindung (einschließlich etwaiger Abfindungsergänzungsansprüche) bis zum Ablauf der vorgenannten Erwerbsfristen jederzeit von der Obergesellschaft eingefordert werden kann, liegt jedenfalls in dieser Zeitspanne eine Beeinträchtigung der Verkehrsfähigkeit nicht vor.

Der Verweis des Gesetzgebers auf eine *Mittelung des Börsenkurses* wurde in den juristischen Stellungnahmen, soweit ersichtlich, nicht beanstandet. Dass bei ökonomischer Betrachtungsweise sich eine Durchschnittsbildung über (deutlich) längere – ganz gleich, ob drei- oder sechsmonatige – Zeiträume nicht rechtfertigen lässt, ist hinlänglich bekannt und soll deshalb an dieser Stelle nicht weiter vertieft werden. Jedoch muss das Folgende noch einmal in Erinnerung gerufen werden: Hinter dem Gedanken der langfristigen Mittelung steht in der juristischen Literatur die Idee, dass dadurch zufällige Schwankungen ausgeglichen werden können. Allgemein lässt sich sagen, dass eine Mittelung zum Ausgleich zufälliger Schwankungen nur dann korrekt ist, wenn die Zeitreihe der Börsenkurse stationär ist, d.h. wenn diese keinem positiven oder negativen Trend folgen. Sobald ein Börsenkurs im

maßgeblichen Referenzzeitraum mit einem positiven oder negativen Trend vorliegt, geht die Mittelung entweder zu Gunsten oder zu Lasten der Aktionäre, so dass eine alleinige Ausweitung des Referenzzeitraums von drei auf sechs Monate nicht zwingend zur Verbesserung des Anlegerschutzes beiträgt. Werden etwa im (hier maßgeblichen sechsmonatigen) Referenzzeitraum positive unternehmensspezifische Informationen und/oder Informationen, die den Kapitalmarkt als Ganzen betreffen, veröffentlicht, schlagen sich diese auch in der Kursentwicklung nieder. Gleichwohl spiegelt der Börsendurchschnittskurs diese neuen wertrelevanten Informationen nur partiell wider, d.h. der positive Trend wird durch die Durchschnittsbildung abgeschwächt. Grundsätzlich gilt daher für den Durchschnittskurs: Je länger der Referenzzeitraum ist, umso eher werden zufällige Schwankungen ausgeglichen, aber umso weniger wird einer trendmäßigen Entwicklung des Börsenkurses Rechnung getragen. Insoweit ist ökonomisch der Desinvestitionswert, mithin der Preis, relevant, zu dem ein Aktionär seine Anteile „eine juristische Sekunde“ vor Ankündigung der Widerrufsabsicht bei einer freien Deinvestitionsentscheidung hätte veräußern können; ein eventuell höhere Börsendurchschnittskurs kann allenfalls die Mindestkompensation darstellen.

Unbeschadet der vorangegangenen Ausführungen seien abschließend noch folgende Bemerkungen erlaubt: Wengleich die Kombination von Börsenrückzug und Erwerbsangebot vorerst rechtlich zwingend ist und auf diese Weise die Diskussion um die diesbezügliche Rechtslage neu entfacht wurde, sollte das weitere, höchst praxisrelevante Problem, dass bei einem Rückzug aus dem Freiverkehr der Anlegerschutz nur rudimentär geregelt ist, in Anbetracht der empirischen Befunde von *Karami/Schuster* nicht vernachlässigt werden. Bei diesem Vorgang sind zum Teil deutlich höhere Kursverluste als beim regulären Delisting zu verzeichnen. Aus Sicht der Börsenträger und der Emittenten mag dies unbedenklich sein, aus Anlegersicht jedoch ist der Gedanke des ausgewogenen Anlegerschutzes nicht dort erschöpft, wo die rechtliche Grenze zwischen börsennotierten und nicht-börsennotierten Gesellschaften gezogen wird. Da der Börsenhandel im Freiverkehr im Wesentlichen durch die Börsenordnungen und Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB) der Börsenträger geregelt wird (§ 48 BörsG), sind diese gefragt, in ähnlicher Weise über die Freiverkehrs-AGB einen ausgewogenen Anlegerschutz herzustellen. Insoweit erscheint eine handelsplatzübergreifende Abstimmung der Schutzinstrumente dringend erforderlich. Einen ersten Anknüpfungspunkt für weitere Diskussionen bieten die in Tabelle 1 dargestellten einzelfallspezifischen Schutzmaßnahmen sowie die oberlandesgerichtliche Rechtsprechung zum gestuften Delisting.

## Untersuchungsergebnisse der Aktienkursreaktion auf die Ankündigung eines Rückzugs vom regulierten Markt

Gesellschaft	Streubesitzanteil	Maßnahme	Abnormale Renditen (Ereignisperiode)						Besonderheiten				
			T-2	T-1	T	T+1	T+2	[-5; +5]	Marktenge (§ 5 Abs. 4 WpüG-AngVO)	Ausländischer Rechtsträger	BGV	Erwerbs-Angebot	BGV/SO nach (Ankündigung) Börsenrückzug
ZEAG Energie AG	1,74%	Delisting (Reg. Markt)	0,000	0,000	0,001	0,000	0,000	0,049				✓	
Schlossgartenbau-AG	2,24%	Delisting (Reg. Markt)	0,000	-0,039*	-0,075*	0,070	-0,008	-0,057					
cycos AG	5,18%	Delisting (Reg. Markt)	-0,013	-0,011	-0,027	-0,115*	-0,006	-0,165					
GAGFAH S.A.	6,07%	Delisting (Reg. Markt)	0,010	-0,010	-0,018	0,019	-0,002	-0,021		✓		✓	
aleo solar AG	6,31%	Delisting (Reg. Markt)	0,007	0,007	0,004	0,005	-0,244*	-0,317					SO
SWARCO Traffic Holding AG	6,97%	Delisting (Reg. Markt)	0,000	0,000	-0,137*	0,005	0,001	-0,154					SO
OnVista AG	7,16%	Delisting (Reg. Markt)	0,069	-0,035	-0,063*	0,103	0,012	0,068					SO
n.runs AG**	8,30%	Delisting (Reg. Markt)	0,007	0,007	0,008	-0,494*	-0,729*	-0,664					Insolvenz
elexis AG	8,51%	Delisting (Reg. Markt)	-0,002	-0,001	0,000	-0,001	-0,038*	0,002					
HAHN-Immobilien-Beteiligungs AG	8,63%	Delisting (Reg. Markt)	0,003	0,003	0,069	-0,070*	-0,022	-0,015					
Plaut AG**	8,93%	Delisting (Reg. Markt)	0,000	-0,045*	0,062	-0,022	0,004	-0,059		✓		✓	
Sachsenmilch AG	9,02%	Delisting (Reg. Markt)	-0,003	0,0011	-0,009	-0,013	0,0046	-0,001					
primion Technology AG	9,77%	Delisting (Reg. Markt)	0,000	0,001	-0,110	0,078	-0,017	-0,072					
The Fantastic Company AG**	15,14%	Delisting (Reg. Markt)	0,005	0,034	-0,129	-0,129	0,811	0,705		✓			
Deutsche Steinzeug Cremer & Breuer AG**	16,58%	Delisting (Reg. Markt)	-0,211*	0,000	0,014	0,339	0,008	0,115				✓	
Württembergische Lebensversicherung AG	16,58%	Delisting (Reg. Markt)	0,001	0,002	0,006	0,005	0,002	0,015				✓	
PIRONET NDH AG	20,82%	Delisting (Reg. Markt)	-0,007	0,002	-0,002	-0,042*	-0,008	-0,073					
Schuler AG	5,00%	Downlisting (Einf. FV)	-0,001	-0,001	-0,114	-0,049	0,000	-0,163					
Strabag AG	6,37%	Downlisting (Einf. FV)	0,000	-0,001	-0,021	0,005	-0,054*	-0,066					
Custodia Holding AG	7,76%	Downlisting (Einf. FV)	-0,002	-0,034	0,020	0,000	0,003	-0,008					
Pulsion Medical Systems SE	16,95%	Downlisting (Einf. FV)	0,000	0,000	0,001	0,000	0,021	0,015					BGV
RM Rheiner Management AG	36,64%	Downlisting (Einf. FV)	0,000	0,001	0,000	-0,024	0,000	-0,020					
Dahlbusch AG	0,19%	Downlisting (Qual. FV)	0,000	0,000	0,000	0,000	-0,001	-0,002					
IFM Immobilien AG	1,95%	Downlisting (Qual. FV)	-0,021	0,000	0,000	-0,001	0,005	-0,019					
GAG Immobilien AG	3,26%	Downlisting (Qual. FV)	0,000	0,009	-0,057*	-0,036*	0,008	-0,106					
Lechwerke AG	3,39%	Downlisting (Qual. FV)	-0,003	0,042	-0,038	0,025	0,003	-0,004					
POLIS Immobilien AG	4,38%	Downlisting (Qual. FV)	0,033	0,063	0,041	-0,088*	-0,052*	-0,028					
MME MOVIEMENT AG	6,47%	Downlisting (Qual. FV)	0,008	0,000	0,015	-0,021	0,002	-0,051*					

CCR Logistics Systems AG	9,15%	Downlisting (Qual. FV)	0,000	0,000	-0,028	-0,009	0,010	0,006					
centrotherm photovoltaics AG	10,00%	Downlisting (Qual. FV)	-0,005	-0,007	-0,036	0,023	-0,002	-0,080					
PETROTEC AG**	10,57%	Downlisting (Qual. FV)	0,004	0,051	-0,001	-0,014	0,020	0,023					
Haikui Seafood AG	12,10%	Downlisting (Qual. FV)	0,044	0,004	0,067	0,076	-0,034	0,140				✓	
EHLEBRACHT AG	12,25%	Downlisting (Qual. FV)	-0,002	-0,018	-0,001	-0,004	-0,002	-0,004					SO
Esterer AG	12,25%	Downlisting (Qual. FV)	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	0,020	0,015					
Amira Verwaltungs AG	14,58%	Downlisting (Qual. FV)	0,000	0,010	-0,001	0,026	-0,001	0,029					
Powerland AG**	15,49%	Downlisting (Qual. FV)	-0,021	0,132	-0,757	-0,020	-0,076	-0,799					
HCI Hammonia Shipping AG	16,90%	Downlisting (Qual. FV)	-0,127	0,114	0,013	0,013	0,067	0,245	✓				
Kabel Deutschland Holding AG	18,48%	Downlisting (Qual. FV)	-0,003	-0,007	0,0132	-0,002	<b>-0,018*</b>	-0,027			✓		
Analytik Jena AG	18,80%	Downlisting (Qual. FV)	0,018	-0,013	0,012	-0,012	-0,011	-0,015					
NTT Com Security AG	19,39%	Downlisting (Qual. FV)	0,114	0,022	0,014	<b>-0,048*</b>	0,071	-0,013					
Celesio AG	21,88%	Downlisting (Qual. FV)	0,007	0,000	<b>-0,018*</b>	-0,002	0,003	-0,022			✓		
Homag Group AG	22,05%	Downlisting (Qual. FV)	0,001	-0,004	0,002	-0,009	0,006	-0,005					BGV
YOUNIQ AG	23,10%	Downlisting (Qual. FV)	0,001	0,004	0,003	0,005	-0,006	0,021					
Deutsche Balaton AG	23,18%	Downlisting (Qual. FV)	0,004	0,003	-0,004	0,000	-0,011	0,009					
IMW Immobilien SE	23,89%	Downlisting (Qual. FV)	-0,027	0,001	-0,024	0,024	0,005	0,141					
Synaxon AG	24,65%	Downlisting (Qual. FV)	-0,002	0,001	0,222	<b>-0,061*</b>	-0,029	0,152					
NÜRNBERGER Beteiligungs-AG	29,90%	Downlisting (Qual. FV)	-0,015	0,021	-0,003	-0,007	0,007	-0,007					
Creaton AG	31,00%	Downlisting (Qual. FV)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	-0,003	✓				
Allerthal-Werke AG	43,63%	Downlisting (Qual. FV)	-0,011	0,012	-0,011	-0,002	0,000	-0,003			✓		
Catalis SE	48,01%	Downlisting (Qual. FV)	-0,081	-0,025	-0,031	-0,016	0,011	-0,035			✓		
Greenwich Beteiligungen AG**	65,81%	Downlisting (Qual. FV)	0,003	0,013	0,008	0,007	0,004	0,044	✓				
Softship AG	66,56%	Downlisting (Qual. FV)	-0,007	-0,010	0,041	-0,027	-0,004	-0,019					
Archer Daniels Midland Company	75,65%	Downlisting (Qual. FV)	-0,009	0,007	-0,004	0,006	-0,017	-0,017			✓		

Tab. 2: Empirische Untersuchungsergebnisse von Karami/Schuster zu den Kursreaktionen auf die Ankündigung eines Börsenrücks im „FRoSTA“-Zeitalter

\* Statistische Signifikanz auf dem 1 %-/5 %-Niveau (einseitige Fragestellung).

\*\* Penny-Stock

BGV Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrag

SO Squeeze-out

HV Hauptversammlung

