

Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts zu Delisting und Spruchverfahren – Anfrage des Bundesverfassungsgerichtes 1 BvR 1569/08

Oktober 2010

Vorbemerkung

Das Deutsche Aktieninstitut dankt für die Gelegenheit, zu den in der Verfassungsbeschwerde aufgeworfenen Rechtsfragen Stellung nehmen zu können. Hierzu möchte es die Anmerkung voran stellen, dass die hier zu behandelnden Fragen zum Delisting und zum Spruchverfahren im Zusammenhang mit der grundsätzlichen Frage zu sehen sind, wie die Regulierungen des Kapitalmarktes gestaltet sein sollten, damit sie gleichermaßen die Interessen von Anlegern und kapitalsuchenden Unternehmen optimal ausbalancieren.

Leistungsfähige Volkswirtschaften benötigen funktionsfähige Börsen und Kapitalmärkte. Zusammen mit Banken und anderen Finanzintermediären sind Börsen für Wachstum und Beschäftigung entscheidende Faktoren, indem sie zwischen Sparern und Unternehmen vermitteln und dabei die Interessen- und Informationsunterschiede überbrücken helfen und Transaktionskosten senken. Dies belegen zahlreiche ökonomische Untersuchungen. Inzwischen deuten einige Untersuchungen zudem darauf hin, dass von der Finanzierung über die Börse zusätzliche Investitions- und Wachstumsimpulse ausgehen können. Kapitalmärkte haben insbesondere bei der Auswahl und Finanzierung von innovativen Projekten, den entscheidenden Triebkräften der wirtschaftlichen Entwicklung, Vorteile gegenüber der reinen Bankfinanzierung.

Aus Sicht der Unternehmen sollten die rechtlichen Rahmenbedingungen daher grundsätzlich darauf ausgerichtet sein, den Gang an die Börse und die anschließende Börsennotiz für die Unternehmen handhabbar und rechtssicher zu gestalten. Dabei ist zu beachten, dass die unternehmerische Entscheidung für den Börsengang nicht unabhängig von der Frage ist, ob diese Entscheidung gegebenenfalls später revidiert werden kann, indem sich das Unternehmen wieder von der Börse zurückzieht. Gerade für mittelständische Unternehmen, die traditionell größere Vorbehalte gegenüber dem Börsengang haben, können daher sowohl Rechtsunsicherheiten im Hinblick auf einen etwaigen Börsenrückzug als auch übermäßig hohe Anforderungen an diesen Börsenrückzug bereits die Entscheidung für den Börsengang negativ beeinflussen. Ein möglicher Gang an die Börse darf aber nicht wie eine Einbahnstraße wirken, aus der man sich nur mit drohenden unüberschaubaren finanziellen Risiken und Rechtstreitigkeiten befreien kann.

Die bisherige Macroton-Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (BGH)¹ hat nach Auffassung des Deutschen Aktieninstituts die oben angesprochene Unsicherheit verstärkt. Sie führt zu einer unangemessenen vollen Abfindungspflicht für Unternehmen, obwohl den Aktionären das Aktieneigentum nicht entzogen wird und entzogen werden soll. Damit werden die gesellschaftsrechtlichen Anforderungen an ein reguläres Delisting für Unternehmen so gestaltet, dass es oftmals nur unter Inkaufnahme von langjährigen rechtlichen Auseinandersetzungen zu erreichen sein wird.

Motive für einen Börsenrückzug sind oftmals die hohen Kosten der Zulassungsfolgepflichten, die sich für die Unternehmen und damit auch Aktionäre nur dann rechnen, wenn die Vorteile der Börsennotierung die Kosten überwiegen. Vorteile für das kapitalsuchende Unternehmen sind die weiteren Finanzierungsmöglichkeiten neben Bankkrediten und gegebenenfalls Unternehmensanleihen für Wachstum und Innovation. Eine Gesellschaft mag sich eine erhöhte Visibilität für Anleger erhoffen, indem etwa Analysten durch einen Börsengang auf sie aufmerksam werden. Analysten, die für die Bewertung einer Aktie von zentraler Bedeutung sind, analysieren nicht jedes Unternehmen. Visibilität lässt sich aber auch durch von den Börsen organisierte Eigenkapitalkonferenzen und die Aufnahme in besondere Handelssegmente und in Indizes erreichen. Gerade die Aufnahme in einen Index wie den S-DAX oder M-DAX der Frankfurter Wertpapierbörse ist von zentraler Bedeutung. Solche Erwartungen an die Visibilitätssteigerung mögen enttäuscht werden. Findet dann nur ein geringer Aktienhandel statt, kann jeder Aktienhandel einen beachtlichen Kursauschlag auslösen, der börslich festgestellte Preis wird stark volatil. Dies führt, obwohl das Unternehmen die mit der Zulassung zum Börsenhandel einhergehenden gesetzlichen Transparenz- und Informationspflichten erfüllt, möglicherweise zu Verunsicherung und Ablehnung bei den Anlegern. Dann lohnen sich die mit der Börsennotierung einhergehenden Kosten u.U. nicht mehr. Zudem können Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten über die Börse für kleinere Unternehmen wider Erwarten nur eingeschränkt gegeben sein; die Börsennotierung kann hier sogar ein Hindernis für andere Kapitalbeschaffungsmöglichkeiten z.B. auf dem Private Equity Markt darstellen.² Weitere Motive für ein Going Private sind häufig der Wunsch nach operativer Erleichterung.

Der Vorteil von Aktien ist für die Anleger wiederum die überdurchschnittliche Rendite, die sich mit Aktien erzielen lässt. Es fällt auf, dass in der Diskussion über Delistings dagegen das Liquiditätsrisiko stark in den Vordergrund gestellt wird. Allerdings ergibt sich die Attraktivität der Aktie letztlich aus der Kombination von Renditechance und Liquidität. Würden Anleger die Liquidität so stark in den Vordergrund stellen, wie vielfach behauptet, würden sie ihr

¹ Az. II ZR 133/01, NJW 2003, 1032 = ZIP 2003, 387.

² Schanz/Richard/Schalast, Unternehmen im Prime Standard „Staying Public“ oder „Going Private“ – Nutzenanalyse der Börsennotiz, HfB Arbeitspapier Nr. 60, Dezember 2004, S. 4 f., weitere Untersuchungen zu Delisting-Motiven finden sich bei Pfüller/Anders NZG 2003, 459; diese kommen zu dem Ergebnis, dass zB neben einer funktionslos gewordenen Börsennotiz der Wunsch nach operativer Erleichterung und Kostensenkung besteht. Going-Private-Unternehmen weisen nach Untersuchung für die Jahre 1993 bis 2000 u.a. einen geringen Freefloat und eine unterdurchschnittliche Kapitalmarktperformance auf und haben einen bestimmenden Hauptaktionär, Eisele/Götz/Walter, Finanzbetrieb 2003, 839.

Kapital eher in Tagesgeld anlegen, aber in Kauf nehmen, dass die Rendite gegenüber anderen Anlageformen gering ist. Gesteigerte Renditechancen gehen immer mit gesteigerten Risiken einher. Bei der Aktie kann es zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals kommen. Deshalb rät das Deutsche Aktieninstitut Privatanlegern bei der Kapitalanlage immer zu einem ausgewogenen Portfolio aus verschiedenen Anlageformen, wie festverzinslichen Anlagen, Aktien, Aktienfonds und ggf. Immobilien. Innerhalb der risikoreichen Anlageformen sollte eine ausreichende Diversifizierung gegeben sein, so dass sich etwa Verluste in den Aktien eines Unternehmens mit Gewinnen eines anderen möglicherweise ausgleichen lassen. So sollte es nur sehr wenig Privatanleger geben, die bei einer ausgewogenen Streuung ihres zum Zweck der Kapitalanlage eingegangenen Aktienengagements auf mehrere Unternehmen übermäßig von einem Delisting oder gar mehrfach von Delisting-Entscheidungen betroffen wären. Die Zahl regulärer Delistings seit 2003 ist gering. Laut Hoppenstedt-Aktienführer³, der alle deutschen Börsen einbezieht, haben seit dem Jahr 2003 insgesamt 293 inländische Unternehmen den vollständigen Rückzug von den deutschen Wertpapierbörsen vorgenommen.⁴ Hiervon haben immerhin 196 inländische Unternehmen ein „kaltes Delisting“ vollzogen, wobei dies in 181 Fällen über einen Squeeze-out geschehen ist und in 15 Fällen über die Verschmelzung oder einen Aktientausch. Ein reguläres Delisting kommt dagegen nur bei 97 inländischen Unternehmen in Betracht, wobei sich 69 dieser Unternehmen in Insolvenz oder in Liquidation befanden.

Die geringe Zahl von vermutlich 28 regulären Delistings außerhalb der Insolvenz/Liquidation zeigt, dass das reguläre Delisting für die börsennotierten Unternehmen eine Ausnahme darstellt; diese wählen eher den Weg über ein vollständigen Squeeze-out, bei dem der Mehrheitsaktionär die Gesellschaft komplett übernimmt.

Nach Auffassung des Deutschen Aktienrechts ist es verfassungsrechtlich nicht geboten, für ein reguläres Delisting in richterlicher Rechtsfortbildung die Unternehmen dazu zu verpflichten, einen Hauptversammlungsbeschluss herbeizuführen oder ein Abfindungsangebot vorzulegen. Das Deutsche Aktieninstitut würde es aber begrüßen, Rechtssicherheit für alle Beteiligten zu Fragen des regulären Delistings zu schaffen, um auch diesen vom Gesetzgeber vorgesehenen Weg der Börsenrückzugsmöglichkeit offen zu halten. Wie oben angedeutet, ist es wichtig, bei den Kapitalmarktregulierungen eine ausgewogene Lösung zu finden, die sowohl Anleger- als auch Unternehmensinteressen berücksichtigt.

1. Fragekomplex:

Äußerung zu in der Verfassungsbeschwerde angesprochenen Rechtsfragen

In der vorliegenden Verfassungsbeschwerde 1 BvR 1569/08 hat eine Gesellschaft den Zulassungsantrag zum regulierten Markt an der Münchener Börse widerrufen und eine Einbeziehung in das Freiverkehrsegment m:access der

³ Unter www.hoppenstedt-aktienfuehrer.de; in Druckform bis Anfang 2009 in Hoppenstedt Aktienführer 2009, 102. Ausgabe, Darmstadt 2008.

⁴ Hier gibt es allerdings keine genauen Angaben, ob es sich um Unternehmen mit einer ehemaligen Notierung am regulierten Markt oder um Freiverkehrswerte handelt.

Münchener Börse betrieben. Hierüber wurden weder ein Hauptversammlungsbeschluss gefasst, noch wurde seitens der Gesellschaft ein Abfindungsangebot an die Aktionäre unterbreitet. Die Beschwerdeführerin ist der Auffassung, dass das Delisting eine die Verkehrsfähigkeit ihrer Aktien beeinträchtigende Maßnahme sei, weswegen ein Hauptversammlungsbeschluss hätte ergehen, ein Abfindungsangebot von der Gesellschaft oder dem Großaktionär hätte unterbreitet werden müssen und ein Spruchverfahren statthaft sei.

In einer weiteren Verfassungsbeschwerde 1 BvR 3142/07 geht es der Beschwerdeführerin in diesem Verfahren vorrangig darum, die Statthaftigkeit des Spruchverfahrens nach einem regulären Delisting eines ehemals an der Börse Berlin-Bremen notierten Unternehmens zu verneinen, da es hierfür keine gesetzliche Grundlage gebe. Hierzu verneint sie unter anderem, dass die Verkehrsfähigkeit von Aktien verfassungsrechtlich durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützt sei, wie es der BGH in seiner Macroton-Entscheidung vorgesehen hat. Einen Hauptversammlungsbeschluss sowie ein Abfindungsangebot lagen vor; hierüber ist ein Spruchverfahren anhängig.

Da die beiden Verfassungsbeschwerden zugrunde liegenden Rechtsfragen thematisch eng miteinander verknüpft sind, werden sie im 1. Fragekomplex gemeinsam behandelt.

1. Einschränkung der Verkehrsfähigkeit – Eingriff in das Eigentum des Aktionärs iSv Art. 14 Abs. 1 GG?

Der BGH hat entschieden, dass der Verkehrswert der Aktie und die jederzeitige Möglichkeit seiner Realisierung Eigenschaften des Aktieneigentums darstellen, die wie das Aktieneigentum selbst verfassungsrechtlichen Schutz genießen.⁵

Das Deutsche Aktieninstitut ist der Auffassung, dass nur die rechtliche, nicht aber tatsächliche jederzeitige Verkaufsmöglichkeit einer Aktie dem Eigentumsbegriff im Sinne von Art. 14 Abs. 1 GG zuzuordnen und dies auch nicht mit der Börsenzulassung gleichzusetzen ist. Sonst würde letztlich die Börsenzulassung in den Rang eines verfassungsrechtlich geschützten Gutes erhoben werden. Dies würde die Frage nach dem Verfassungsrang anderer wesentlicher für den Aktionär bedeutender (wertbildender) Faktoren aufwerfen, wie z.B. des besonderen regulatorischen Rechtsrahmens, der für börsennotierte Unternehmen gilt.

Der Verkehrswert einer Aktie hängt in erster Linie von Einschätzungen der Marktteilnehmer über die künftige Unternehmensentwicklung ab, was wiederum von unternehmensspezifischen Faktoren (z.B. Geschäftsmodell, Kostenentwicklung) und allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklungen (z.B. Konjunktur, allgemeine Marktverfassung) abhängt. Diese Einschätzung, die sich dann über das Kaufverhalten im Kurs niederschlägt, ist umso leichter, je mehr Informationen über das Unternehmen verfügbar sind. So ist auch die aus den gesetzlichen Zulassungsfolgepflichten folgende Transparenz eines Unternehmens von wesentlicher Bedeutung für die Aktionäre und prägt die Börsennotiz. Die Befürworter einer Erhebung der besonderen Verkehrsfähigkeit börsen-

⁵ BGH (Macroton), ZIP 2003, 387.

notierter Aktien in den Rang eines Verfassungsgutes müssten dies dann eigentlich auch für die einfachgesetzlichen Transparenzstandards erwägen, da sie die börsennotierte Aktie prägen. Jede künftige Änderung der sich in ständiger Veränderung befindlichen Vorschriften müsste der Gesetzgeber dann an Art. 14 Abs. 1 GG messen. Auch eine solche Einschätzung wäre abzulehnen. Die Bestimmung des Schutzbereichs des Art. 14 Abs. 1 GG anhand die börsennotierte Aktie prägender tatsächlicher Eigenschaften ist abzulehnen.

a) Zuordnung der jederzeitigen Möglichkeit zur Realisierung des Verkehrswerts zum Eigentumsbegriff bei börsennotierten Aktien

Nach Auffassung des Deutschen Aktieninstituts kann aus den bisherigen Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts zum Delisting nicht hergeleitet werden, dass die tatsächliche Möglichkeit zur Realisierung des Verkehrswerts verfassungsrechtlichen Schutz genießt. Die Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts, die der BGH in der Macroton-Entscheidung für seine Auffassung anführt,⁶ unterstützen dessen Auslegung nicht.⁷ Das Bundesverfassungsgericht hat grundsätzlich nicht die Verkehrsfähigkeit von börsennotierten mit nicht börsennotierten Aktien, sondern die Verkehrsfähigkeit von Aktien mit den Anteilen an einer Personenhandelsgesellschaft oder GmbH verglichen: „Das Aktieneigentum ist - im Vergleich zu einer Beteiligung an einer Personenhandelsgesellschaft oder an einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung - nicht zuletzt durch seine Verkehrsfähigkeit geprägt. Das gilt vor allem für die börsennotierte Aktie.“⁸ Also ist auch die nicht börsennotierte Aktie durch ihre Verkehrsfähigkeit geprägt.

Nach ständiger Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts soll die Eigentumsgarantie dem Träger des Grundrechts einen Freiheitsraum im vermögensrechtlichen Bereich sichern und ihm damit eine eigenverantwortliche Gestaltung des Lebens ermöglichen. Art. 14 GG schützt den konkreten Bestand an vermögenswerten Gütern vor ungerechtfertigten Eingriffen durch die öffentliche Gewalt.⁹ Dagegen folgt eine allgemeine Wertgarantie vermögenswerter Rechtspositionen aus Art. 14 Abs. 1 GG nicht.¹⁰ Art. 14 Abs. 1 GG erfasst nur Rechtspositionen, die einem Rechtssubjekt bereits zustehen, nicht aber in der Zukunft liegende Chancen und Verdienstmöglichkeiten.¹¹ Das verfassungsrechtlich geschützte Eigentum ist zwar durch die dem Eigentümer zustehende grundsätzliche Verfügungsbefugnis über den Eigentumsgegenstand gekennzeichnet. Hierunter fällt grundsätzlich auch das Recht des Eigentümers, sein Eigentum zu veräußern. Während die rechtliche Befugnis, Sachen zum Ver-

⁶ Moto Meter BVerfG vom 23.8.2000 – 1 BvR 68/95, BB 2000, 2011; DAT/Altana, BVerfG vom 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, AG 1999, 566, Hartmann & Braun, BVerfG vom 8.9.1999 – 1 BvR 301/89, ZIP 1999, 1804.

⁷ So u.a. Adolff/Tieves BB 2003, 797; Holzborn, WM 2003, 1105, 1108f.

⁸ BVerfG (DAT/Altana), AG 1999, 566, 568. Zudem erläutert das Bundesverfassungsgericht zwar, dass die Verkehrsfähigkeit als Eigenschaft des Aktieneigentums bei der Wertbestimmung des Eigentumsobjekts nicht außer Betracht bleiben dürfe. Der Verkehrswert der Aktien wird vom Bundesverfassungsgericht jedoch für eine zuvor festgestellte Entschädigungspflicht wegen vollständigen Entzugs des Aktieneigentums herangezogen, und zwar zur Konkretisierung, nicht aber zu deren Begründung.

⁹ BVerfGE 105, 252 (Glykol), NJW 2002, 2621, 2625.

¹⁰ Vgl. BVerfGE 105, 17, 30 (Sozialpfandbriefe), NJW 2002, 3009.

¹¹ Vgl. BVerfGE 68, 193, 222 (Zahntechniker-Innungen), NJW 1985, 1385 m.w.N.

kauf anzubieten, zum erworbenen und über Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Bestand zu rechnen ist, gehört die tatsächliche Absatzmöglichkeit nicht zu dem bereits Erworbenen, sondern zur Erwerbstätigkeit.¹² Dies gilt auch für die börsennotierte Aktie. Die Macroton-Rechtsprechung des BGH erhebt dagegen die tatsächliche Absatzmöglichkeit in den Verfassungsrang. Dies ist problematisch.

Würde man die tatsächliche Absatzmöglichkeit bzw. die Verkehrsfähigkeit im Sinne einer jederzeitigen Möglichkeit zur Realisierung des Verkehrswerts börsennotierter Aktien am regulierten Markt in Verfassungsrang erheben, müsste man Merkmale der Börsennotiz finden, um die besondere Verkehrsfähigkeit börsennotierter gegenüber nicht börsennotierter Aktien abgrenzen zu können. Dabei ist jedoch schon zweifelhaft, ob die Börsennotiz im Sinne des BGH die jederzeitige Möglichkeit der Realisierung des Verkehrswerts bietet.

(aa) Verfassungsrechtlicher Schutz des Verkehrswerts

Der BGH unterstellt den Verkehrswert der Aktie dem gleichen verfassungsrechtlichen Schutz wie das Aktieneigentum selbst. Inwieweit ein Verkehrswert verfassungsrechtlichen Schutz genießen kann, ist nicht ersichtlich.

(bb) Verkehrswert und Wert

Zunächst sind zudem die Begrifflichkeiten „Verkehrswert“ und „Wert“ zu klären. Der BGH hat festgestellt, dass der Verkehrswert der Aktie und die jederzeitige Möglichkeit seiner Realisierung Eigenschaften des Aktieneigentums darstellen. Der aktuelle Verkehrswert der börsennotierten Aktie ergibt sich allerdings erst in dem Augenblick der Kursfeststellung, in die zuvor auch das Angebot des verkaufswilligen Aktionärs mit seinen Preisvorstellungen eingegangen ist, wie unten sogleich beschrieben. Der aktuelle Verkehrswert der Aktie ergibt sich in aller Regel in der „Nähe“ des zuletzt festgestellten Kurses, aber ohne Rücksicht auf ihn. Daher wird durch den BGH etwas zur Voraussetzung erklärt, was eigentlich erst Folge ist – ein Zirkelschluss. Sollte das Gericht dagegen gemeint haben, dass es sich bei dem Verkehrswert einer börsennotierten Aktie um einen Wert handeln kann, der nicht durch Angebot und Nachfrage bzw. tatsächliche Transaktionen bestimmt wird, wäre dies zu begründen. Schließlich misst das Gericht der Börsennotiz eine hohe Bedeutung bei. Auch das Bundesverfassungsgericht geht davon aus, dass es möglich ist, dass der Börsenkurs ausnahmsweise, etwa bei einer Marktengpass, nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt.¹³ Da es sich bei Börsenkursen aber in jedem Fall um einen am Markt gebildeten Kurs handelt, handelt es sich immer um einen Verkehrswert. Was dagegen gemeint sein dürfte, ist, dass der Börsenkurs sich in engen Märkten von dem sich im Unternehmensanteil verkörpert „inneren“ Unternehmenswert stark entfernt, während er in funktionierenden Märkten idealerweise ziemlich identisch sein sollte. Dann sollte aber ein anderer Begriff gewählt werden, etwa „Wert“ oder „wahrer Wert“. Im Gegensatz zum Bundesverfassungsgericht dürfte der BGH allerdings der Auffassung sein, dass die jederzeitige Realisierung eines vom Börsenkurs abweichenden „wahren“ Werts verfassungsrechtlichen Schutz genießt. An anderer Stelle in der Macroton-Entscheidung heißt es: „Es darf jedoch nicht übersehen

¹² BVerfGE 105, 252 (Glykol), NJW 2002, 2621, 2625.

¹³ BVerfG (DAT/Altana), AG 1999, 566, 568.

werden, daß dem Aktionär mit dem Rückzug der Gesellschaft aus dem amtlichen Handel (§ 38 Abs. 4 BörsG) oder vom geregelten Markt (§ 52 Abs. 2 BörsG) der Markt genommen wird, der ihn in die Lage versetzt, den Wert seiner Aktien jederzeit durch Veräußerung zu realisieren.“¹⁴ Sollte der BGH tatsächlich zum Ausdruck habe bringen wollen, der („wahre“) Wert von Aktien sei am regulierten Markt jederzeit zu realisieren, wäre dies nicht nachvollziehbar.

Die Börsennotierung garantiert die jederzeitige Verkäuflichkeit von Aktien nicht, weder zum Verkehrswert (Zirkelschluss) noch zu einem „wahren“ Wert. Börsen haben die Aufgabe, multilaterale Systeme zu regeln und zu überwachen, welche die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Wirtschaftsgütern und Rechten innerhalb des Systems nach festgelegten Bestimmungen in einer Weise zusammenzubringen oder das Zusammenbringen zu fördern, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Handelsobjekte führt (vgl. § 2 BörsG). Zur Preisfeststellung, Zusammenführung von Kauf- und Verkauforders werden von der Börsengeschäftsführung Skontroführer zugelassen, die auf einen geordneten Marktverlauf hinzuwirken haben (§ 28 BörsG). Dabei stellen die Skontroführer aufgrund der bei ihnen eingegangenen Kaufgesuche und Verkaufsangebote nach dem Meistausführungsprinzip einmal täglich (oder in fortlaufender Notierung) den Kurs (oder die Kurse) fest, der die meisten Umsätze ermöglicht. Dabei kann gerade bei nicht oft gehandelten Aktien ein Überhang entstehen. Die Pflicht zur Hinwirkung auf einen geordneten Marktverlauf kann es auch umfassen, dass etwa Skontroführer Eigengeschäfte abschließen, wenn keine entsprechende Gegenpartei zu einer Verkauforder zu finden ist.¹⁵ Das bedeutet, dass die liquiditätsstiftenden Handelsteilnehmer Aktien zeitweilig auf eigenes Risiko in die eigenen Bücher nehmen, um dem Aktionär den Verkauf zu ermöglichen. Dieses Risiko gehen sie jedoch nicht in unbegrenztem Umfang ein,¹⁶ rechtliche Grenzen stellt etwa das Kreditwesengesetz auf. Hierdurch ist also nicht garantiert, dass ein Aktionär jederzeit verkaufen kann. Erst recht ist nicht garantiert, dass der Aktionär die Aktien jederzeit zu seinen Preisvorstellungen verkaufen kann. In dem Maße wie Preisvorstellungen von Käufern und Verkäufern variieren und Transaktionen zustande kommen, unterliegt der Börsenkurs Schwankungen. Bei einem Verkaufsangebot ohne Limit, d.h. zu jedem Preis, dürfte der Verkauf mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit jedoch gelingen, allerdings mit erheblichen Preisabschlägen. Zudem dürfte dies für jedes Wirtschaftsgut und jeden Marktplatz, wie z.B. www.ebay.de, gelten.

(b) Bestimmung der besonderen Verkehrsfähigkeit durch das Liquiditätsrisiko

Das Bundesverfassungsgericht dagegen führt zu recht aus: „Das Aktieneigentum (ermöglicht) eine Sphäre individueller Freiheit in finanzieller Hinsicht. Dieser Freiraum fußt auf der besonders ausgeprägten Verkehrsfähigkeit von Aktien. Darin unterscheidet sich die Beteiligung an einer Aktiengesellschaft von anderen Unternehmensbeteiligungen. Vor allem trifft das auf Beteiligungen an börsennotierten Aktiengesellschaften zu, die es dem Gesellschafter, je-

¹⁴ BGH (Macroton), ZIP 2003, 387, 389.

¹⁵ Ekkenga, in Claussen (Hg.), Bank- und Börsenrecht, München 2008, § 6 Rn. 437.

¹⁶ Franke, in Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Auflage München 2007.

denfalls in Zeiten eines funktionierenden Kapitalmarktes, praktisch jederzeit erlauben, sein Kapital nach freiem Belieben zu investieren oder zu deinvestieren. Die Aktie ist aus der Sicht des Privataktionärs gerade deshalb so attraktiv, weil er sein Kapital nicht auf längere Sicht bindet, sondern sie fast ständig wieder veräußern kann.“¹⁷ Hierbei darf aber jedoch – wie in der Einleitung angeführt – nicht außer Acht gelassen werden, dass nicht nur das Liquiditätsrisiko, sondern auch die Renditechance für die Investitionsentscheidung maßgeblich sind. Das Liquiditätsrisiko ist das Risiko, dass ein investierter Betrag ohne übermäßige Preisabschläge oder zu einem bestimmten Zeitpunkt in Bargeld oder Bankguthaben zurückverwandelt werden kann. Die zu erzielende Aktienrendite ist etwa gegenüber dem Tagesgeldkonto, bei dem ein Verlust des investierten Betrags im Umfang der üblichen Anlagen eines Privatanlegers wegen der Einlagensicherungssysteme der Banken quasi ausgeschlossen ist, höher.

Die geordnete Ermittlung der Börsenkurse und Vermittlung von Aufträgen, die Organisation bzw. Abstimmung der verschiedenen Liquiditätsstifter durch die Börsengeschäftsführungen führen, wie oben beschrieben, zu einem gegenüber anderen nicht entsprechend organisierten Marktplätzen geringeren Liquiditätsrisiko für den Aktionär. Das Liquiditätsrisiko hängt allerdings auch von der Liquidität der Aktie selbst ab. Bei kleineren Unternehmen auch im regulierten Markt, für die sich weniger Aktionäre interessieren und deshalb kaum Handel stattfindet, ist es in der Regel höher als etwa bei einer Gesellschaft, deren Aktien in den DAX aufgenommen wurden. Wegen des großen Handelsvolumens der DAX-Gesellschaften ist die Wahrscheinlichkeit, dass der aktuelle Kurs nahe beim letzten festgestellten Kurs liegt, hoch. Sind Anleger zur Investition in ein bestimmtes Unternehmen nicht bereit, etwa weil sie keine Wachstumschancen sehen, finden sich entsprechend nur wenige Käufer für die Aktie, aber u.U. viele Verkäufer. Kommt eine Transaktion dann zustande, kann diese starke Kurssprünge auslösen.

Im der Verfassungsbeschwerde 1 BvR 3142/07 zugrunde liegenden Delisting der – wie sich anderen Quellen entnehmen lässt – MVS Miete Vertrieb Service AG wird in der Einladung zu der das Delisting beschließenden Hauptversammlung am 1. Juli 2004¹⁸ beschrieben, dass der Börsenhandel mit MVS-Aktien in den vorausgehenden Jahren kaum nennenswert gewesen sei. Das Deutsche Aktieninstitut konnte dies anhand der historischen Kurse der Börse Berlin bestätigen. Weiter wird ausgeführt, dass die Anzahl von Tagen, an denen mangels Angebot oder Nachfrage kein Handel stattfinden konnte, erheblich gewesen sei; habe Handel stattgefunden, so hätten bereits kleinste Kauf- oder Verkaufsoorder ausgereicht, um Kurssprünge auszulösen, denen keine unternehmerischen Einschätzungen oder konkrete Tatsachen zugrunde gelegen hätten. Daneben können auch für am regulierten Markt notierte große Unternehmen große Positionen in engen Märkten auch über die Börse zumindest zeitweise unverkäuflich sein. Dies zeigt, wie oben bereits dargestellt, dass auch am regulierten Markt der besonderen Verkehrsfähigkeit keinesfalls immer Rechnung getragen werden kann.

(aa) Freiverkehr, Open Market

¹⁷ BVerfG (DAT/Altana), AG 1999, 566, 568.

¹⁸ Veröffentlicht im elektronischen Bundesanzeiger am 21. Mai 2004.

Das so umschriebene Liquiditätsrisiko im regulierten Markt ist mit dem Freiverkehr, der hier wegen der Abgrenzung zu den unten aufgeführten Qualitätssegmenten im Freiverkehr als „Open Market“ bezeichnet werden soll, vergleichbar. Eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels ist nach § 48 BörsG auch in den Freiverkehrsegmenten zu gewährleisten. Auf den Betrieb des Open Market finden fast alle Vorschriften des Börsengesetzes Anwendung, § 48 Abs. 3 BörsG, er wird also vom Gesetzgeber eher dem börslichen Handel zugeordnet.¹⁹ Freiverkehrspreise sind Börsenpreise, § 24 Abs. 1 Satz 2 BörsG.

Auch im Open Market der Börsen gibt es liquiditätsstiftende Elemente. Die Einbeziehung von Aktien in den Freiverkehr erfolgt auf Antrag eines Handelsteilnehmers. Dieser hat ein Interesse daran, dass die Aktie auch gehandelt wird.

Gegenüber dem Listing im regulierten Markt können Freiverkehrswerte über eine höhere Liquidität verfügen. Maßgeblich ist dabei die Attraktivität des Unternehmens an sich.

(bb) Entry Standard, m:access

Die von der Börse eingerichteten privatrechtlichen Qualitätssegmente sehen dagegen durch privatrechtliche Vereinbarung weitere liquiditätsstiftende Elemente vor. In solchen Segmenten, wie dem Entry Standard der Deutschen Börse AG und dem m:access der Bayerischen Börse in München, sorgen die Handelsteilnehmer als Liquiditätsspender für einen liquiden Handel im Umfang typischer Privatanleger für die von ihnen betreuten Aktien.²⁰ Die gesteigerte Verkehrsfähigkeit entspricht dann praktisch derjenigen im regulierten Markt.

(cc) Handel außerhalb des Freiverkehrs

Auch eine nicht börsennotierte Aktie ist verkehrsfähig, gerade im Vergleich zu anderen Gesellschaftsanteilen, wie vom Bundesverfassungsgericht festgestellt.²¹ Auch bei einer nicht börsennotierten Aktie steht dem Aktionär die In- und Deinvestitionsentscheidung frei.

Die Liquidität nicht börsennotierter Aktien ist allerdings eingeschränkt, weil der Markt nicht entsprechend dem Handel an der Börse oder im Freiverkehr organisiert ist, und keine geregelte Kursfeststellung stattfindet. Es gibt allerdings auf nicht börsennotierte Aktien spezialisierte Handelshäuser, die eine Vermittlungstätigkeit ausüben.

Für Käufer einer nicht börsennotierten Aktie, die diese wie etwa die Beteiligung an einem geschlossenen Fonds als Kapitalanlage sehen, dürfte gegenüber der Liquidität die Renditechance stark im Vordergrund stehen. Bei ihrer Investitionsentscheidung werden sie eine (Dividenden-)Rendite erwarten, die das erhöhte Liquiditätsrisiko überkompensiert. Daneben sind als Käufer nicht börsennotierter Aktien Investoren zu erwarten, die Einfluss auf die Unterneh-

¹⁹ Vgl. Ekkenga in: Claussen (Hg.), Bank- und Börsenrecht, München 2008, § 6 Rn. 438.

²⁰ § 7 Abs. 2 Regelwerk m:access: Liquiditätsgarantie in Höhe von 5000 EUR und garantierter Spread für einen Zeitraum von 6 Monaten durch den Emissionsexperten.

²¹ S.o. BVerfG (DAT/Altana), AG 1999, 566, 568.

menspolitik nehmen wollen und die Aktie als unternehmerische Beteiligung sehen.

So ist zwischen dem regulierten Markt einschließlich der Freiverkehrssegmente auf der einen und unnotierten Aktien auf der anderen Seite ein signifikanter Unterschied des Liquiditätsrisikos festzustellen. Für die für Aktionäre allerdings auch entscheidende Renditechance muss dies jedoch nicht gelten, da auch bei nicht börsennotierten Aktien attraktive Renditen erzielt werden können.

Nach einem Delisting treten gegenüber den Elementen der Kapitalanlage (wieder) die mitgliedschaftlichen Rechte der Aktionäre stärker in den Vordergrund. Manche Vorschriften, die nur für börsennotierte Gesellschaften gelten, entfallen sogar, so dass die Rechte der Verwaltung geschwächt werden, z.B. beim Bezugsrechtsausschluss gemäß § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG.²² So könnte man die Feststellung treffen, die Beteiligung bekomme eher den Charakter einer unternehmerischen Beteiligung. Das Bundesverfassungsgericht hat entschieden, dass der „Gesetzgeber das Mitgliedschaftsinteresse eines Aktionärs in der Regel umso niedriger bewerten (darf), je geringer dessen Anteil an der Gesellschaft ausfällt. Relevanten Einfluss auf die Unternehmenspolitik können Minderheitsaktionäre in der Regel nicht ausüben. Für sie stellt die Aktie typischerweise eher eine Kapitalanlage als eine unternehmerische Beteiligung dar“.²³ Ob das im Umkehrschluss aber bedeutet, dass Aktionäre auch davor geschützt werden müssen, dass ihre als reine Kapitalanlage gedachte Investitionsentscheidung, bei der der Liquiditätsaspekt im Vordergrund steht, davor geschützt werden müssen, dass die Beteiligung in stärkerem Maße zu einer unternehmerischen Beteiligung wird, ist fraglich. Insgesamt gleicht damit das Risiko, die Börsenhandlungsmöglichkeit zu verlieren, durchaus anderen Risiken der Aktienanlage, die sich aus unternehmerischen Entscheidungen ergeben, und die sich im Nachhinein als falsch heraus gestellt haben.

Nach Auffassung des Deutschen Aktieninstituts kann sich der verfassungsrechtliche Eigentumsschutz des Art. 14 Abs. 1 GG nicht nach dem sich in dem Begriff „besondere Verkehrsfähigkeit“ ausdrückenden Liquiditätsrisiko richten.

2. Delisting ohne Entscheidung der Hauptversammlung – Eingriff in das Eigentum des Aktionärs iSv Art. 14 Abs. 1 GG?

Wie oben dargestellt, ist das Liquiditätsrisiko bei einer Aktie, die im regulierten Markt oder Freiverkehr gehandelt wird, in der Regel geringer als bei einer Aktie, bei der das nicht der Fall ist. Insbesondere für Aktionäre, die die Aktie als Kapitalanlage sehen, ist die Einstellung der Börsennotierung von Aktien von großer Bedeutung. So stellt diese Entscheidung zwar keinen Eigentumseingriff oder Eingriff in die Eigentumsgarantie dar, aber natürlich hat sie erhebliche Auswirkungen für Unternehmen und Aktionäre. Das Unternehmen verzichtet damit auf eine vereinfachte weitere Aufnahme von Eigen- oder Fremdkapital über den Kapitalmarkt und löst sich – jedenfalls beim Verlassen des regulierten Marktes – damit im Gegenzug von kostenintensiven Transparenzpflichten und teuren Vorgaben zu internationaler Rechnungslegung.

²² So schon der Hinweis von Krämer/Theiß AG 2003, 225, 236.

²³ BVerfG vom 30.5.2007 – 1 BvR 390/04, BB 2007, 1515.

Der Aktionär verliert dadurch unterjährige Informationsmöglichkeiten über das Unternehmen, ohne dass allerdings die mitgliedschaftlichen Rechte wie Informationsrechte auf der Hauptversammlung beeinträchtigt werden, und bei einem vollständigen Going Private die Handelsmöglichkeit über die Börse. Dabei unterscheiden sich die Transparenzstandards in den verschiedenen Segmenten, allerdings auch im regulierten Markt.²⁴

Da ein Delisting das Grundrecht aus Art. 14 Abs. 1 GG nicht berührt, ergibt sich hierdurch auch nicht das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses. Das Eigentumsrecht ist ohnehin „durch seine gesellschaftsrechtliche Vermittlung – wie sie in Gesetz und Satzung zum Ausdruck kommt – geprägt. (...) Nach der zwingenden Organisationsverfassung der Aktiengesellschaft ist es insoweit dem Vorstand als Leitungsorgan der Gesellschaft vorbehalten, die Belange aller Gesellschafter, aber auch das Interesse der Gesellschaft selbst, das nicht notwendig mit dem Aktionärsinteresse identisch sein muss, zu wahren.“²⁵

Die Stimmen in der Literatur zugunsten einer ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz sind dennoch vielfältig. U.a. wird vertreten, dass sich die Zuständigkeit der Hauptversammlung aus einer Gesamtanalogie²⁶ herleiten lassen soll oder eine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz aus § 119 Abs. 2 AktG gegeben sein soll, die bei einem Delisting allein aus der Einschränkung der Fungibilität der Aktie folgen soll, ohne hier die Grundsätze der Holzmüller-Entscheidung des BGH²⁷ heranzuziehen.²⁸ Andere halten die Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses überhaupt für fragwürdig, da sie weder aus Art. 14 Abs.1 GG erfolge noch eine Strukturmaßnahme im Sinne der Holzmüller-Entscheidung gegeben sei, der Rückzug von der Börse keine vinkulierungsähnliche Maßnahme darstelle und auch ein erhöhtes Transparenzerfordernis durch HV-Beschluss nicht gegeben sei.²⁹

Der BGH stellt fest, dass der Schutz des mitgliedschaftlichen Vermögenswerts nicht in den Händen der Geschäftsleitung, sondern der Hauptversammlung

²⁴ Der Prime Standard der Deutschen Börse ist ein Börsensegment mit gegenüber den gesetzlichen Regelungen von der Börse vorgeschriebenen erhöhten Transparenzstandards, z.B. sind ausführliche Quartalsfinanzberichte (nicht nur Zwischenmitteilungen) zu erstellen und dies, wie die übrigen Berichte auch, zusätzlich in englischer Sprache. Bei einem Wechsel in den General Standard entfallen diese Pflichten. Auch im Entry Standard und m:access bestehen Transparenzpflichten. Die Einhaltung der Transparenzvorschriften ist mangels öffentlich-rechtlichen Charakters nicht bußgeldbewehrt. Werden die Transparenzvorschriften nicht erfüllt, wird der Emittent jedoch u.U. aus dem Segment ausgeschlossen und verbleibt zunächst im Freiverkehr, vgl. z.B. § 8 Abs. 1 Regelwerk m:access. Die Nichteinhaltung der Transparenzstandards, zu denen sich die Gesellschaft gegenüber dem Handelsteilnehmer verpflichtet hat, kann von den Aktionären eingefordert werden. Werden die Pflichten verletzt und entsteht daraus ein Schaden, kommen Schadensersatzansprüche gegenüber der Verwaltung in Betracht, die dann der Gesellschaft zufließen.

²⁵ BVerfG (Scheidemandel II), ZIP 1999, 1801, 1802.

²⁶ Bennecke, WM 2004, 1122, 1124f.

²⁷ BGHZ 81, 122, 131, ZIP 1982, 568.

²⁸ Schlitt, ZIP 2004, 533, 535.

²⁹ Krämer/Theiß, AG 2003, 225, 237 f. mwN zu den verschiedenen Literaturauffassungen.

liege. Daher sei für die Entscheidung „darüber“ auch die Hauptversammlung zuständig.³⁰

Der BGH misst der Entscheidung der Hauptversammlung selbst allerdings keine große Bedeutung bei. Da es sich um eine unternehmerische Entscheidung der Hauptversammlung handle, bedürfe der Hauptversammlungsbeschluss keiner sachlichen Rechtfertigung. Es liege daher im Ermessen der Mehrheit der Aktionäre, ob die Maßnahme im Interesse der Gesellschaft zweckmäßig sei und geboten erscheine. Eines Vorstandsberichts entsprechend § 186 Abs. 4 Satz 2 AktG bedürfe es nicht.³¹ Die Rechte der Minderheit werden nur auf den vermögensrechtlichen Schutz reduziert, der durch die erforderliche Abfindung sichergestellt sein soll. Dabei soll die Frage, ob die Höhe des Kaufangebots dem Verkehrswert der Aktien entspricht, nicht durch das Institut der Anfechtungsklage erfolgen. Der BGH geht davon aus, dass durch eine Verzögerung des Delisting durch Einberufung einer erneuten Hauptversammlung nach erfolgreicher Anfechtungsklage erhebliche Nachteile entstehen können.³² Das Gericht weist also auf die Problematik des erheblichen Verzögerungspotentials durch Anfechtungsklagen hin.

Das Bundesverfassungsgericht hat ebenso zugestimmt, dass angesichts der gestiegenen Zahl der Anfechtungsklagen gegen Hauptversammlungsbeschlüsse seit Anfang der 1980er Jahre und der Tatsache, dass die Mehrzahl der Klagen von privaten Anlegern mit Kleinstbesitz erhoben worden ist, die Einschätzung des Gesetzgebers nicht fernliege, dass Minderheitsaktionäre verschiedentlich Kleinstbeteiligungen ausnutzen, um den Hauptaktionär bei der Unternehmensführung zu behindern und ihn zu finanziellen Zugeständnissen zu veranlassen. Minderheitsaktionäre können die Durchsetzung unternehmerischer Entscheidungen gegen die Stimmenmehrheit des Hauptaktionärs nicht verhindern, aber die von der Mehrheit als sinnvoll erachteten unternehmerischen Entscheidungen und Maßnahmen verzögern.³³ Dies wird durch die rechtliche oder faktische Blockadewirkung von Anfechtungsklagen in Kombination mit der langen Dauer der Gerichtsverfahren begünstigt.³⁴ Zwar ist davon auszugehen, dass der Vorstand trotz eingegangener Anfechtungsklagen ein Delisting dennoch vornehmen darf, wenn die Hauptversammlung es so beschlossen hat, es stellt sich jedoch die Frage, was mit der Börsenzulassung passieren soll, wenn der Beschluss schließlich wegen eines Formfehlers kassiert wird.

Sollten die Mehrheitsverhältnisse aufgrund der Aktionärsstruktur die Entscheidung der Hauptversammlung zugunsten des Delisting erwarten lassen, wäre die Durchführung eine reine Formsache mit erheblichem Verzögerungs-

³⁰ BGH, (Macroton), ZIP 2003, 387. An anderer Stelle wird aber deutlich, dass der BGH den Umfang des Schutzes des mitgliedschaftlichen Vermögenswerts meint, sonst wäre in Frage gestellt, dass der Vorstand berechtigt ist, Entscheidungen zu treffen, die Einfluss auf den Vermögenswert der Aktie haben, also unternehmerische Entscheidungen.

³¹ BGH (Macroton), ZIP 2003, 387, 391.

³² BGH (Macroton), ZIP 2003, 387, 391.

³³ BVerfG BB 2007, 1515, 1516.

³⁴ Vgl. zum empirischen Befund von Rosen (Hrsg.), Squeeze Out – Recht und Praxis, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 39, Frankfurt am Main, Oktober 2007; Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts zum Referentenentwurf des zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG) vom 20. Juni 2008, www.dai.de.

potential. Der Vorstand wird, wenn es einen Mehrheitsaktionär gibt, nicht ohne seine Zustimmung und die des Aufsichtsrats handeln.

Entscheidet der Vorstand über das Delisting ohne Hauptversammlung, muss dies zudem dem Unternehmensinteresse dienen. Das Unternehmensinteresse kann es gebieten, die Kosteneinsparungen zu nutzen, die mit einem Rückzug aus dem regulierten Markt verbunden sind, wenn sich die Börsennotiz nicht gelohnt hat, ein Motiv, das in den letzten Jahren gerade bei kleinen Unternehmen an Bedeutung gewonnen hat.³⁵ Solche Unternehmen erhoffen sich unter Umständen mehr fungibilitätserhöhende Aufmerksamkeit in einem Qualitätssegment des Freiverkehrs.³⁶ Auf das Bedürfnis nach solchen Segmenten haben die Börsen durch ihre Einführung reagiert.

Inbesondere werden die Interessen der Aktionäre bei der Entscheidung dann berücksichtigt, wenn von der Verwaltung ein Wechsel in den Freiverkehr unterstützt wird. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass die Verwaltung die Entscheidung für den Verbleib im Freiverkehr teilweise aus der Hand gibt und dem Markt überlässt. Es sind die Handelsteilnehmer, die Aktien in den Handel im Freiverkehr einbeziehen. Dies gilt sowohl bei einem Wechsel in den Open Market als auch in ein Qualitätssegment der Börsen wie dem m:access der Börse München oder der Entry Standard der Deutschen Börse AG. Selbst bei einer Aufnahme in den Entry Standard oder m:access besteht keine direkte Vertragsbeziehung zwischen der Börse und Emittent selbst. Im m:access wie im Entry Standard ist vom Handelsteilnehmer das Einverständnis des Emittenten nachzuweisen,³⁷ da die von den jeweiligen Regelwerken aufgestellten Transparenzstandards natürlich von diesem erfüllt werden müssen. So hat es die Verwaltung durch Verträge mit Handelsteilnehmern teilweise in der Hand, im m:access, Entry Standard und auch Freiverkehr zu verbleiben. Auch dies ist aber nicht zementiert. Ein Handelsteilnehmer wird sich zur Liquiditätsstiftung nur bereit finden, wenn in gewissem Umfang Interesse an der Aktie besteht, was wiederum vom wirtschaftlichen Erfolg des jeweiligen Unternehmens abhängt. Insofern war die Einschätzung, die Vorstand und Aufsichtsrat der MVS AG in der Einladung zur Hauptversammlung am 1. Juli 2004³⁸ im Zusammenhang mit dem Vorschlag zur Beschlussfassung eines Delisting abgegeben haben, durchaus realistisch: „Möglicherweise können die Aktien auch nach Widerruf der Zulassung zum Amtlichen Markt der Börse Berlin-Bremen wie bisher im Freiverkehr an der Frankfurter Wertpapierbörse oder an der Baden-Württembergische Wertpapierbörse Stuttgart gehandelt werden, sofern die Einbeziehung in den Freiverkehr an dortigen Börsen nicht ebenfalls aufgehoben wird. Hierauf hat MVS als Emittentin selbst keinen Einfluss. Die Entscheidung obliegt vielmehr den jeweiligen Börsenmaklern bzw. dem Freiverkehrsträger. Aufgrund des derzeit schon geringen Handels im Freiverkehr der genannten Börsen ist allerdings zu erwarten, dass der Freiverkehr spätestens

³⁵ Pfüller/Anders, NZG 2003, 459, 461; Schanz/Richard/Schalast, Unternehmen im Prime Standard „Staying Public“ oder „Going Private“ – Nutzenanalyse der Börsennotiz, HfB Arbeitspapier Nr. 60, Dezember 2004; zu weiteren Motiven des Going Private vgl. Eisele/Götz/Walter, Finanzbetrieb 2003, 839.

³⁶ Holzborn/Hilpert, WM 2010, 1347, 1349.

³⁷ Dagegen können Aktien in den Open Market auch ohne dessen Einverständnis und Wissen einbezogen werden.

³⁸ Veröffentlicht im elektronischen Bundesanzeiger am 21. Mai 2004.

mit Widerruf der Zulassung zum Amtlichen Markt der Börse Berlin-Bremen auch an den übrigen Börsen beendet wird.“ Ein reger Aktienhandel lässt sich nicht erzwingen.

Es ist jedoch der Verwaltung zu empfehlen, eine Entscheidung der Hauptversammlung über ein Delisting herbeizuführen, wenn dies auf Grund der Mehrheitsverhältnisse nicht nur eine bloße Formsache ist. Das Deutsche Aktieninstitut sieht den derzeitigen Zustand der Rechtsunsicherheit für Unternehmen, die ein Delisting anstreben, wegen der Macroton-Rechtsprechung für kaum hinnehmbar an und regt hier an, dass der Gesetzgeber eine Lösung finden möge. Die statistische Auswertung einzelner Delistings der vergangenen Jahre im 2. Fragekomplex zur Verfassungsbeschwerde 1 BvR 3142/07 hat jedoch gezeigt, dass die einzelnen Fallkonstellationen nur schwer vergleichbar sind. So ist auch das Schutzbedürfnis der Aktionäre von Fall zu Fall unterschiedlich zu beurteilen. Sollte der Gesetzgeber allerdings zu dem Ergebnis kommen, dass ein Hauptversammlungsbeschluss erforderlich ist, so sollten auch die Erfahrung der Vergangenheit mit missbräuchlichen Anfechtungsklagen berücksichtigt werden. So lag es denn auch im gesetzgeberischen Bestreben der vergangenen Jahre, die Missbrauchsmöglichkeiten zurückzudrängen, beispielsweise durch Änderungen im Freigabeverfahren nach § 246a AktG durch das Aktionärsrichtlinie-Umsetzungsgesetz (ARUG) aus dem Jahr 2009, mit dem für missbräuchliche Anfechtungskläger das Druckmittel einer Registersperre weiter eingeschränkt werden sollte.

Sollte es zu einer gesetzlichen Regelung der gesellschaftsrechtlichen Anforderungen an ein reguläres Delisting kommen, ist aber darauf zu achten, dass es hier nicht zu weiteren Überschneidungen zwischen börsenrechtlichen und gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen kommt und gesellschaftsrechtliche Fragen bei der öffentlich-rechtlichen Beurteilung der Zulässigkeit eines Widerrufs durch die Wertpapierbörsen geprüft werden müssten. Hier ist auf die Trennung öffentlich-rechtlicher und gesellschaftsrechtlicher Vorgaben hinzuweisen. Die Prüfung einer ordnungsgemäßen gesellschaftsrechtlichen Beschlussfassung sollte von den Wertpapierbörsen nicht geleistet werden müssen. Von den durch die Durchführung der Hauptversammlung und eventuellen Anfechtungsklagen hervorgerufenen Verzögerungen und Unsicherheiten nach einer Ankündigung des Antrags hierüber ist der Kapitalmarkt freizuhalten. Ebenso wenig wie die Börsengeschäftsführungen beim Börsengang dazu verpflichtet sein können, den Schein der Ermächtigung³⁹ des nach außen vertretungsberechtigten Vorstands in Zweifel zu ziehen oder gar zu prüfen, können sie entsprechende Prüfungen für den actus contrarius des Delisting-Antrags vornehmen. Hier sind kapitalmarktrechtliche Lösungen erforderlich. So ist dem Anlegerschutz gedient, wenn ein Delisting nicht sofort erfolgt. Dem Aktionär verbleibt die Möglichkeit eines Ausstiegs aus dieser Kapitalanlage über die Börse ab dem Bekanntwerden der Delistingentscheidung bis zum Wirksamwerden des Widerrufs erhalten, wenn er nicht Aktionär einer nicht börsennotierten Gesellschaft sein möchte. Dem dient z.B. die Fristenlösung

³⁹ Ein Börsengang ohne Einverständnis der Altaktionäre ist jedoch kaum vorstellbar. Dennoch müssten Befürworter einer Hauptversammlungskompetenz für das Delisting als actus contrarius auch eine solche für den Börsengang vorsehen. Schließlich verursacht der Börsengang erhebliche Kosten, erhöht auch die laufende Kostenbelastung durch die Zulassungsfolgebpflichten, und stärkt die Rechte der Verwaltung.

der Frankfurter Wertpapierbörse. Dies sind im Regelfall sechs Monate; bei Kaufangebot eines Großaktionärs und dessen Möglichkeit der Überprüfbarkeit durch z.B. ein Spruchverfahren immerhin drei Monate, § 61 Abs. 2, 3 der BörsO der Frankfurter Wertpapierbörse. Gerade für diesen Zeitraum existieren Studien, die hier sogar positive Kursverläufe für Börsenrückzüge ermitteln.

3. Entschädigungspflicht/Abfindungsangebot

Da das Deutsche Aktieninstitut der Auffassung ist, dass ein Delisting das Eigentumsrecht der Aktionäre nicht berührt, ist auch von Verfassung wegen kein Abfindungsangebot an die Aktionäre erforderlich.

Da eine Einschränkung der Verkehrsfähigkeit nicht mit dem Entzug des Aktieneigentums gleichzusetzen ist, fragt sich schon rechtssystematisch, warum – wie vom BGH verlangt – der Angebotspflichtige verpflichtet sein soll, die ausgegebenen Aktien zurückzunehmen bzw. den Aktionären den vollen Wert der Aktien zu ersetzen. Zu denken wäre doch zunächst daran, als milderer Eingriff in dessen Vermögensposition einen Ausgleich für den Verlust der gesteigerten Verkehrsfähigkeit vorzusehen.⁴⁰ Wie alle wertbildenden Faktoren dürfte diese eingepreist sein,⁴¹ die Höhe aber kaum zu ermitteln.

Das Deutsche Aktieninstitut kann die in der Macroton-Entscheidung vom BGH vorgenommene Einschätzung, dass es mit einer Ankündigung eines Delisting zu erheblichen Kurseinbrüchen kommt,⁴² nicht bestätigen. Das Gericht beruft sich auf zwei Literaturquellen, denen eine empirische Untersuchung nicht zu entnehmen ist. Wie die im 2. Fragekomplex und in der Stellungnahme zur Verfassungsbeschwerde 1 BvR 3142/07 dargestellten Ausführungen zu Kursentwicklungen beim Delisting zeigen, lässt sich ein solcher Kurseinbruch nach den dem Deutschen Aktieninstitut vorliegenden Daten und einer entsprechenden Ereignisstudie nicht nachweisen. Die Untersuchungen haben hier in der Tat ergeben, dass sich schon allein auf Grund der geringen Anzahl von regulären Delistings kaum allgemeine Aussagen treffen lassen; im Grunde wären hier die jeweiligen Besonderheiten des Einzelfalls zu prüfen. Kommt es nach einem Delisting zu Kursveränderungen, können diese auch auf der der Ankündigung der Delistingentscheidung zugrunde liegenden wirtschaftlichen Lage des Unternehmens beruhen, die dann für Aktionäre visibler wird. Auch in der Literatur wird darauf hingewiesen, dass einzelne Delistingfälle nicht vergleichbar seien.⁴³

Wie sich zeigt, ist auch hier eine gesetzgeberische Klärung der unsicheren Rechtslage wegen der Macroton-Rechtsprechung auf einfachgesetzlicher Ebene wünschenswert. Der Gesetzgeber sollte, wenn er eine Abfindungspflicht

⁴⁰ Weiterhin stellt sich die Frage, wer Angebotspflichtiger sein soll. Neben den Fällen, in denen Hintergrund des angestrebten Delistings auch eine angestrebte Herausdrängung von Aktionären durch einen Großaktionär ist, kann das Motiv, wie oben dargelegt, auch nur eine Kosteneinsparung sein. Dann würde die Gesellschaft selbst das Angebot abgeben müssen, was sie nur in den Grenzen der Vorschriften zur Eigenkapitalrückgewähr und des Rückkaufs eigener Aktien tun dürfte. Letztere Vorschriften würden dann den Weggang vom regulierten Markt versperren.

⁴¹ Vgl. Steck, AG 1998, 460, 464.

⁴² BGH, ZIP 2003, 387, 390 unter Verweis auf Schwark/Geiser, ZHR 161 (1997), 739, 762.

⁴³ Krämer/Theiss, AG 2003, 225, 240.

vorsehen möchte, Differenzierungen vornehmen. Auch bei dieser Frage kann möglicherweise eine Einzelfalllösung für die verschiedenen Fallkonstellationen in Betracht kommen. Sollte der Gesetzgeber die Verpflichtung zur Barabfindung vorsehen, sollte als Erstattungswert nicht die Erstattung des vollen Aktieneigentums vorgesehen werden, da der Aktionär die Aktie als solches behält. In erster Linie müsste daran gedacht werden, das Äquivalent einer nun nicht mehr bestehenden Veräußerungsmöglichkeit über die Börse, also einen etwaigen Fungibilitätsverlust zu ersetzen, die allerdings schwer zu ermitteln ist. In Betracht käme dabei die Berücksichtigung eines Durchschnittskurses über einen bestimmten Zeitraum vor dem erstmaligen Bekanntwerden der Ankündigung über ein Delisting,⁴⁴ damit die Berücksichtigung einer Preisentwicklung ausgeschlossen ist, die in Antizipation eines Abfindungsangebotes entstehen kann.

4. Statthaftigkeit des Spruchverfahrens beim Delisting

Nur bei der Annahme, dass es beim Delisting eines Abfindungsangebotes bedarf, erscheint auch die Frage nach der Statthaftigkeit eines Spruchverfahrens sinnvoll. Wie sich aber aus den obigen Ausführungen⁴⁵ entnehmen lässt, kann auch die Statthaftigkeit eines Spruchverfahrens beim regulären Delisting entgegen der Rechtsprechung des BGH nicht aus Art. 14 Abs. 1 GG hergeleitet werden, da weder die gesteigerte Verkehrsfähigkeit der börsennotierte Aktien noch ihr Verkehrswert vom Schutzbereich des Art. 14 Abs 1 GG umfasst ist.

Daher ist nach Auffassung des Deutschen Aktieninstituts für ein reguläres Delisting entgegen der Macroton-Rechtsprechung des BGH weder ein Abfindungsangebot erforderlich noch ein Spruchverfahren statthaft.

Sollte es allerdings zu einer gesetzgeberischen Entscheidung über diesen Themenkomplex kommen, wäre der Auffassung des BGH in seiner Macroton-Entscheidung zu folgen, dass gerade das Spruchverfahren den Belangen der Parteien gerecht wird, wenn für diese die Überprüfung des Kaufangebotes in seiner Höhe im Vordergrund steht. Andere zur Verfügung stehende Rechtsmittel wie möglicherweise die Anfechtungsklage bei einem Hauptversammlungsbeschluss oder ein verwaltungsrechtliches Verfahren gegen den Widerruf der Börsenzulassung verfolgen andere Ziele. Eine Anfechtungsklage des Hauptversammlungsbeschlusses wäre auf Kassation des Delistingbeschlusses gerichtet; mit einer Anfechtungsklage in einem verwaltungsgerichtliche Verfahren gegen den Widerruf ist lediglich die Aufhebung dieses Verwaltungsaktes erreicht, so dass die Börsennotierung zunächst bestehen bleibt. Beides ist für die Parteien nicht interessengerecht, wenn es z.B. zu der kostenträchtigen Verpflichtung der Wiederholung der Hauptversammlung kommt. Gewollt ist eine Auseinandersetzung über den Preis. Außerdem bestünde dann die Gefahr, dass missbräuchlichen Anfechtungsklägern ein weiterer Klagegrund einge-

⁴⁴ So z.B. Schlitt, ZIP 2004, 533, 536; Wilsing/Kruse, WM 2003, 1110, 1112; die Berechnung könnte sich an der neuen BGH-Rechtsprechung vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 „Stollwerck“ zur Barabfindung nach einem Squeeze-out der Minderheitenaktionäre orientieren; hier ist der Börsenwert nunmehr grundsätzlich aufgrund eines Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Maßnahme zu ermitteln.

⁴⁵ 1. Fragekomplex 1.

räumt würde. Auch hier war es aber gerade das – berechnete – gesetzgeberische Bestreben, diese zurückzudrängen.

Insofern kann auch der Argumentation der Beschwerdeführerin zu Verfassungsbeschwerde 1 BvR 3142/07 als solches nicht gefolgt werden, die sich gegen die analoge Anwendbarkeit von § 1 SpruchG richtet. Zwar erfasst § 1 des SpruchG auch nach seiner Neufassung durch das Spruchverfahrensgesetz vom 12. Juni 2003⁴⁶ das Delisting für seinen Anwendungsbereich nicht. § 1 SpruchG hat hier allerdings eine klarstellende Funktion und stellt keine abschließende Aufzählung dar, dies geben bereits die Gesetzesmaterialien unter Hinweis auf die Macroton-Rechtsprechung zum Delisting zu erkennen.⁴⁷ Danach können die Regelungen über das Spruchverfahren über den in § 1 SpruchG ausdrücklich genannten Anwendungsbereich hinaus auch für andere Fälle analog angewandt werden, wie dies z. B. kürzlich vom BGH für den Fall des „Delisting“ angenommen worden sei.⁴⁸ Fraglich ist, ob der Fall des Abfindungsangebots beim Delisting überhaupt in den Anwendungsbereich von § 1 SpruchG hätte aufgenommen werden können, da eine gesellschaftsrechtliche Pflicht zur Barabfindung de lege lata zu diesem Zeitpunkt gar nicht bestand⁴⁹ und bis heute nicht besteht. Anzumerken ist hierzu auch, dass die Neuordnung des Spruchverfahrensrechtes in unmittelbarem zeitlichen Zusammenhang mit der Macroton-Entscheidung des BGH fiel. Nach den Erfahrungen der vergangenen Jahre zeigt sich, dass hier durch die BGH-Rechtsprechung eben keine Rechtssicherheit entstanden ist, so dass heute eine Entscheidung des Gesetzgebers anders ausfallen könnte. Eine entsprechende gesetzgeberische Maßnahme bedürfte aber dann naturgemäß auch einer Auseinandersetzung mit der Frage der Erforderlichkeit eines Abfindungsangebotes.

Unbenommen bleibt es im Übrigen einem Mehrheitsaktionär, der zugleich das Ziel der vollständigen Übernahme verfolgt, ein freiwilliges Abfindungsangebot zu unterbreiten. Dann ist jedoch keine gerichtliche Überprüfbarkeit des Angebots erforderlich. Auch das WpÜG sieht kein Verfahren für Aktionäre vor, mit dessen Hilfe die Angemessenheit der Gegenleistung für Aktionäre an der Zielgesellschaft überprüfbar wäre, insbesondere ist kein Spruchverfahren gegeben.⁵⁰

⁴⁶ BGBl. I S. 838.

⁴⁷ Beschlussfassung und Bericht des Rechtsausschusses zum Spruchverfahrensgesetz, BT-Drucks. 15/838, S. 16.

⁴⁸ Im Ergebnis so auch Büchel, NZG 2004, 793, 794 unter Verweis auf Baums, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, Rn. 168 f; hier wird zwar zur Frage des Spruchverfahrens beim Delisting keine Empfehlung ausgesprochen, dieses Verfahren aber als geeigneten Rechtsbehelf angesehen. Gleichzeitig wurde hier eine einheitliche Neuregelung empfohlen, die auch beim Delisting auf Analogiebasis herangezogen werden könnte.

⁴⁹ Dies verneint beispielsweise im vorliegenden Fall das LG Berlin in seiner Ausgangsentscheidung vom 17. Januar 2006, Az. 102 O 186/04 AktG, S. 14.

⁵⁰ Häger/Santelmann, in: Steinmeyer/Häger (Hrsg.) WpÜG, 2. Aufl. Berlin 2007, § 31 Rn. 9.

2. Fragenkomplex:

Inwieweit werden bei einem Rückzug eines Emittenten vom regulierten Markt wirtschaftliche Nachteile der betroffenen Aktionäre durch die Einbeziehung der Aktien in das Segment m:access ausgeglichen?

Nach Auffassung des Deutschen Aktieninstituts entstehen dem Aktionär durch die Einbeziehung in den m:access im Vergleich zum regulierten Markt keine Nachteile im Hinblick auf Kursentwicklung und Handelsintensität. Dies lässt sich aus den folgenden empirischen Erkenntnissen schließen. Dies liegt vermutlich auch daran, dass im m:access die gleichen Preisfeststellungsregeln gelten wie im regulierten Markt.

1. Lindner Holding KGaA

Die Aktie der Lindner Holding KGaA (WKN 648720) wurde seit März 1991 in München und Frankfurt, seit Januar 1998 in Stuttgart und seit Februar 2004 in Berlin notiert. Die Aktie wurde zum 31.7.2005 in Berlin und Frankfurt delistet. Der Handel in Stuttgart und München wurde mit Eintragung des Squeeze Out in das Handelsregister zum 31.3.2010 auch in München und Stuttgart eingestellt.

Die Ankündigung des Delisting-Antrags erfolgte per Ad Hoc-Meldung am 24.2.2006. An dem Tag wies die Aktie in München einen Schlusskurs von 36,28 EUR auf, allerdings ohne dass Handel stattgefunden hat. Am 10.4.2006 wurde im Wege der Ad-Hoc-Meldung bekannt gegeben, dass die Zulassungsstelle der Münchener Börse den Wechsel in den m:access zum 1.6.2006 beschlossen hatte. Am Ende dieses Tages notierte die Aktie bei einem kleinen Kursanstieg bei 38,17 EUR. Am 1.6.2006 war der Schlusskurs 36,08 EUR und stieg bis zum 26.7.2006 wieder auf 37,00 EUR, um danach wieder zu fallen und z.B. zum 29.9. auf 37,58 EUR zu steigen. Sowohl mehrere Monate vor als auch nach der Veröffentlichung der Stellung des Delisting-Antrags und der Aufnahme in den m:access oszillierte der Kurs der Aktie um 36,00 EUR. Die Aktionäre hatten dabei zeitweilig die Möglichkeit ihre Aktien zu einem besseren Kurs zu verkaufen, als vor Stellung des Delisting-Antrags.

Zu einem signifikanten Kursanstieg führte dagegen der Squeeze Out-Beschluss der Hauptversammlung vom 25.2.2005. Vor diesem Zeitpunkt oszillierte der Kurs ungefähr ein halbes Jahr um 30,00/31,00 Euro und stieg nach der Hauptversammlung kontinuierlich bis zum 1.4.2005 auf über 40,25 EUR. Dies ist nicht verwunderlich. Squeeze Out-Ankündigungen, für die das Spruchverfahren gilt, können Investoren zu Käufen veranlassen, um von eventuell im Spruchverfahren gerichtlich angeordneten und über dem Kaufpreis liegenden Abfindungszahlungen, gerichtlichen Vergleichen oder Kaufangeboten des Mehrheitsgesellschafters zu profitieren. Nach einer Studie des Deutschen Aktieninstituts⁵¹ werden Squeeze Out-Beschlüsse bei börsennotierten Aktiengesellschaften regelmäßig angefochten, das war z.B. im Jahre 2006 bei mehr als 95% der Squeeze Outs der Fall.

⁵¹ Squeeze Out – Recht und Praxis, von Rosen (Hrsg.), Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft Nr. 39, Frankfurt 2007.

Auch wenn damit mögliche Effekte des Delisting der Lindner Holding KGaA und ihrer Aufnahme in den m:access von den Aussichten auf eine Squeeze Out-Abfindung überlagert worden sein könnten, bleibt festzuhalten, dass weder die Ankündigung noch das Delisting und die Aufnahme in den m:access signifikante Veränderung des Aktienkurses zur Folge hatte. Nach der Ankündigung des Delisting ist der Kurs sogar leicht gestiegen, so dass Aktionäre zeitweilig die Möglichkeit hatten, sich zu besseren Kursen von den Aktien zu trennen als vor Ankündigung der Delisting-Entscheidung.

2. Kurseffekte beim Wechsel in den Freiverkehr im Allgemeinen

Diese Besonderheiten des Einzelfalls bereiten auch Schwierigkeiten, wenn man versucht, generelle Aussagen über den Kurseffekt des Wechsels aus dem regulierten Markt in den Freiverkehr oder seine Segmente mit besonderen Zulassungsfolgepflichten zu treffen und zu belegen. Um verlässliche Aussagen treffen zu können, müsste man in jeden Einzelfall die Gründe und Hintergründe für das Delisting genau untersuchen. Das würde die Unternehmenssituation (d.h. befindet sich das Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten), die Eigentümersituation (d.h. gibt es einen oder mehrere Mehrheitsaktionäre), die mit dem Delisting verfolgten Absichten (ist ein Squeeze Out geplant, bzw. sollen auf lange Sicht alle Aktien aufgekauft werden), v.a. also eine Übernahmesituation, eventuell auch durch einen Dritten sowie das allgemeine Marktumfeld umfassen.

Eine Untersuchung dieser Tiefe ist – wenn überhaupt – rückwirkend nur mit einem erheblichen Zeitaufwand möglich, weil die dazu notwendigen Daten in der Regel nur noch schwer zugänglich sind.

Um einen ersten Eindruck zu gewinnen, bilden aber durchaus die als **Anlage 1** beigefügten Kurscharts einigen empirischen Erkenntniswert.

Datengrundlage:

Die Kurscharts zeigen die Kursverläufe von Unternehmen, die an der Frankfurter Wertpapierbörse in der Zeit vom 1.1.2001 bis 31.12.2009 einen Wechsel aus dem regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB), in den Freiverkehr vollzogen haben. Grundlage war eine Liste, die die Deutsche Börse AG als Träger des Freiverkehrs in Frankfurt, dem Deutschen Aktieninstitut zur Verfügung gestellt hat.

Danach sind in dem genannten Zeitraum insgesamt 103 Unternehmen vom regulierten Markt der FWB in den Freiverkehr gewechselt. Hiervon verblieben nach Ausschluss der ausländischen Unternehmen 35 inländische Unternehmen.

Bei diesen Unternehmen wurde anhand der öffentlich zugänglichen Daten des Wertpapier-Informationssystems der Börsen-Zeitung recherchiert, inwieweit sie zum Zeitpunkt des Wechsel aus dem regulierten Markt in Frankfurt oder noch heute an einer anderen deutschen Wertpapierbörse im regulierten Markt notiert sind. Für 10 Unternehmen trifft dies zu. Schließlich konnten für fünf der in Frage kommenden Unternehmen keine historischen Kursverläufe generiert werden, so dass von der ursprünglichen Liste 21 Unternehmen übrig bleiben, die einer Analyse prinzipiell zugänglich sind. Von diesen 21 Unter-

nehmen konnten schließlich 7 Unternehmen als sog. Pennystocks (d.h. Kursnotierung unter einem Euro) identifiziert werden, bei denen davon ausgegangen werden kann, dass sich das Geschäftsmodell bereits vor dem Delisting nicht bewährt hatte. Solche Unternehmen entziehen sich regelmäßig einer sinnvollen Kursanalyse, da zu viele potentielle Sonderfaktoren bei der Kursbildung eine Rolle spielen.

Es bleiben damit 14 Unternehmen, die einer näheren Analyse des Kursverlaufes prinzipiell zugänglich sind.

Tendenzaussagen:

Anders als bei einer Paralleluntersuchung zu Unternehmen, die ein vollständiges Delisting vollzogen haben,⁵² wurde hier jedoch darauf verzichtet, die Kursverläufe aus dem elektronischen Datenpool der Deutschen Börse AG zu historischen Daten zu generieren. Dem liegt die Erfahrung zugrunde, dass im Freiverkehr die Kurs- und Preisfeststellung ebenfalls regelmäßig und nach den gleichen Regeln wie im regulierten Markt erfolgt, so dass die Qualität der Preisbildung im Freiverkehr und seiner spezifischen Segmente (wie z.B. m:access oder Entry Standard) der im regulierten Markt entspricht und an sich Handelbarkeit gewährleistet ist. Insofern ist aus theoretischer Sicht nicht unbedingt mit Kurseffekten zu rechnen, die sich aus der reduzierten Handelbarkeit der betreffenden Aktien speisen könnten.

Diese Einschätzung belegen auch die beigefügten Kurscharts der 14 relevanten Unternehmen, die aus dem Internetportal Yahoo-Finanzas generiert wurden, wobei jeweils das Kurschart des Börsenplatzes ausgewählt wurde, bei dem aktuell die meisten Umsätze zu verzeichnen waren.

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die Entwicklungen der Kursverläufe und der Handelsintensität vor und nach dem Datum des Wechsels.

ISIN	Unternehmen	Delisting ReqM	Aufnahme FV	Kurstendenz nach Chart	Aussagen zur Handelsintensität
DE0005221303	BERL.EFFEKTENGES.AG O.N.	31.07.2008	01.08.2008	langfristig gestiegen	Intensität gleich
DE0005649503	EDEL AG O.N.	20.12.2009	21.12.2009	gestiegen	Intensität gleich
DE0006262009	KAESSBOHRER O.N.	01.07.2007	02.07.2007	kaum Veränderung	Intensität leicht gefallen
DE0006583107	MDB AG	30.12.2004	07.01.2005	zunächst kaum Veränderung, langfristig gefallen	Vor Delisting kaum Handel
DE0006656101	MWB FAIRTRADE WPHDL SBK AG	07.06.2009	09.06.2009	nach Segmentwechsel zunächst gestiegen	Intensität gleich
DE0006924202	PIPER GENERALV.DTL.D. O.N.	27.12.2007	28.12.2007	kaum Veränderung	Intensität leicht gefallen
DE0006967805	PRO DV SOFTWARE AG O.N.	08.12.2008	10.12.2008	kaum Veränderung um Delisting-Datum, langfristig gefallen	Intensität gleich, zuletzt gestiegen
DE000A0B95Y8	MIFA FAHRADWERKE O.N.	28.07.2008	31.07.2008	zunächst gefallen, zuletzt wieder gestiegen	Intensität gleich, zuletzt gestiegen
DE000A0JQ4J9	ISRA VISION PARSYTEC AG	20.04.2008	21.04.2008	kaum Veränderung	Intensität gleich, aber kaum Handel vor und nach Wechsel
DE000A0KFRM6	FRANCONOWEST AG O.N.	23.09.2009	24.09.2009	leicht gestiegen	Intensität gleich, aber kaum Handel vor und nach Wechsel
DE000A0LBKW6	CFC INDUSTRIEBET.AG	12.03.2009	28.12.2009	zunächst gestiegen, zuletzt gefallen	Intensität gestiegen
DE000A0NK3W4	SPARTA AG O.N.	12.03.2009	13.03.2009	gestiegen	Intensität gestiegen
DE000A0XFWK2	SHS VIVEON AG	20.10.2009	21.10.2009	kaum Veränderung um Wechsel-Datum	Intensität gleich, aber kaum Handel vor und nach Wechsel
DE000A0XYL04	TIG THEMIS INDS GRP	06.08.2009	07.08.2009	leicht gestiegen	Intensität leicht gestiegen

⁵² Siehe Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts zur Verfassungsbeschwerde 1 BvR 3142/07

Insgesamt zeigt sich bei den Unternehmen, die den regulierten Markt verlassen haben, um in den Freiverkehr zu wechseln, weder eine einheitliche Tendenz bei der Kursentwicklung noch bei der Handelsintensität. Da die Kurscharts die absolute Kursentwicklung wiedergeben, müssten sie – ähnlich wie in der Paralleluntersuchung – strenggenommen noch um die allgemeine Marktentwicklung bereinigt werden. Dabei wäre aber zu beachten, dass fast alle untersuchten Segmentwechsel in die Zeit der Finanzkrise fallen, was vergleichende Kursstudien tendenziell erschwert. Im Hinblick auf die Handelsintensität zeigt sich, dass mit dem Wechsel summa summarum keine systematischen Veränderungen in der Handelsintensität einhergehen, wenn man die Phase nach dem Wechsel mit der Phase unmittelbar davor vergleicht. Eher noch zeigt sich tendenziell eine leicht steigende Handelsintensität.