aktionaersforum

„Barabfindung für Minderheitsaktionäre bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen: Ertragswert oder Börsenwert?“

RA Dr. Martin Weimann

– Empirische Daten zur Preisfindung beim Delisting –

Berlin / Frankfurt, 27. April 2022

Studien zur quantitativen empirischen Justizforschung

DE GRUYTER
Martin Weimann
STRUKTUR-
MASSNAHMEN
UND
KAPITALMARKT-
KOMMUNIKATION
EMPIRISCHE DATEN ZUM SPRUCHVERFAHREN
gettyimages
Autoren Rücken
TITEL RÜCKEN
Edited by
AUFLAGE RÜCKEN
DE
G

Themen:

1. Vergleich Ertragswert – Börsenwert in Spruchverfahren nach Squeeze-out vom 1. Januar 2002 bis 31. Dezember 2021
2. Rechtsrahmen Delisting
3. Daten zum Delisting
4. Beispiel: Delisting Rocket Internet SE
5. Spruchverfahren im Rechtsschutzsystem
6. Interessenanalyse
7. Diskussion

1. Vergleich Ertragswert – Börsenwert in Spruchverfahren nach Squeeze-out

1. Januar 2002 bis 31. Dezember 2021

VzfK e.V. Verbraucherzentrale für Kapitalanleger

Vergleich Börsenwert - Innerer Wert / Unternehmensbewertung

Bezeichnung		Wert
Anzahl Squeeze-out mit Angabe der Börsenwerte		**333 Fälle**
Verhältnisse zur Hauptversammlung	Unternehmenswerte laut Hauptaktionären (Barabfindungen x Anzahl Aktien gesamt ohne eigene Aktien der Gesellschaft)	630.955.623.088,89 €
	Börsenwerte (alle Aktien) (Börsenkurse x Anzahl Aktien gesamt ohne eigene Aktien der Gesellschaft)	557.340.949.454,88 €
	Differenz (alle Aktien)	**73.614.673.634,01 €**
	Barabfindungen laut Hauptaktionären (Barabfindungen x Anzahl Aktien im Streubesitz)	17.607.697.144,90 €
	Börsenwerte (Freefloat) (Börsenwerte x Anzahl Aktien im Streubesitz)	16.083.930.805,71 €
	Differenz (Freefloat)	**1.523.766.339,19 €**

Verhältnisse nach Spruchverfahren	Unternehmenswerte laut Gerichten (bzw. HV wenn [noch] keine Entscheidung) (Barabfindungen x Anzahl Aktien gesamt ohne eigene Aktien der Gesellschaft)	667.133.059.787,94 €
	Börsenwerte (alle Aktien) (Börsenkurse x Anzahl Aktien gesamt ohne eigene Aktien der Gesellschaft)	557.340.949.454,88 €
	Differenz (alle Aktien)	**109.792.110.333,06 €**
	Barabfindungen laut Gerichten (bzw. HV wenn [noch] keine Entscheidung) (Barabfindungen x Anzahl Aktien im Streubesitz)	18.343.900.864,54 €
	Börsenwerte (Freefloat) (Börsenwerte x Anzahl Aktien im Streubesitz)	16.083.930.805,71 €
	Differenz (Freefloat)	**2.259.970.058,83 €**

2. Rechtsrahmen – Delisting

a. BVerfG – „Delisting-Entscheidung“ vom 11. Juli 2012
b. BGH – FRoSTA vom 8. Oktober 2013 (I)
c. BGH – FRoSTA vom 8. Oktober 2013 (II)
d. Gesetzesbegründung § 39 BörsG vom 30. September 2015
e. BGH: Bewertungsmethode
f. Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW
g. Novellierung SpruchG 2023

2.a. BVerfG zu den empirischen Grundlagen der „Delisting-Entscheidung“

„cc) Es kann dahingestellt bleiben, ob der verfassungsrechtlich zu gewährleistende Schutz des Aktieneigentums in seinem vermögensrechtlichen Element eine andere Beurteilung rechtfertigen könnte, wenn mit dem Widerruf regelmäßig ein Kursverfall einträte, der nach seinem Ausmaß die wirtschaftliche Substanz des Aktieneigentums träfe. Denn ein solcher Effekt lässt sich jedenfalls für die hier in Rede stehenden Zeiträume ab 2004 und die heutigen Verhältnisse nicht mehr tragfähig belegen. Ein regelhaft zu verzeichnender Kursverfall nach Ankündigung der Widerrufsabsicht lässt sich nach keiner der Stellungnahmen sachkundiger Dritter hinreichend abstützen.“

BVerfG, Urteil vom 11. Juli 2012 – 1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08 – BVerfGE 132, 99-133, Juris Rn. 68

2.b. Bundesgerichtshof – „FRoSTA“ I (Leitsatz)

„Die Rechtsbeschwerden haben keinen Erfolg. Es ist kein Spruchverfahren zur Ermittlung einer Barabfindung durchzuführen. Bei einem Widerruf der Zulassung der Aktie zum Handel im regulierten Markt auf Veranlassung der Gesellschaft haben die Aktionäre keinen Anspruch auf eine Barabfindung. Es bedarf weder eines Beschlusses der Hauptversammlung noch eines Pflichtangebotes.“

- Beschluss vom 08. Oktober 2013 – II ZB 26/12 –, juris-Rn. 2)

2.c. Bundesgerichtshof – „FRoSTA“ II

„Dieser Rechtsprechung ist durch die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts, nach der der Widerruf der Börsenzulassung für den regulierten Markt den Schutzbereich des Eigentumsgrundrechts des Aktionärs nicht berührt (BVerfG, ZIP 2012, 1402), die Grundlage entzogen. Der Widerruf der Börsenzulassung nimmt danach dem Aktionär keine Rechtspositionen, die ihm von der Rechtsordnung als privatnützig und für ihn verfügbar zugeordnet sind; er lässt die Substanz des Anteilseigentums in seinem mitgliedschaftsrechtlichen und seinem vermögensrechtlichen Element unbeeinträchtigt.“

- Der „Prüfungsvorbehalt“ des BVerfG wird nicht aufgegriffen.

2.d. Gesetzesbegründung § 39 BörsG – Prüfungsvorbehalt BVerfG

BT-Drucksache 18/6220, Seiten 83 f., zu beziehen über https://dserver.bundestag.de/btd/18/062/1806220.pdf

- *„Im Nachgang zu der „FRoSTA“-Entscheidung ist die Zahl der Emittenten, die einen Widerruf der Zulassung ihrer Aktien zum Handel im regulierten Markt beantragt und den Rückzug vollzogen haben, stark angestiegen.“*
- *„In der Zeit zwischen der Ankündigung und dem Wirksamwerden des Delistings kann es daher zu erheblichen Kursverlusten kommen. In der Praxis waren Kursverluste nach Ankündigung von Delisting festzustellen.“*

2.e. Bundesgerichtshof - Bewertungsmethode

„Entscheidend ist, dass die Bewertungsmethode und das innerhalb der Bewertungsmethode gewählte Rechenverfahren den

(1) gesetzlichen Bewertungszielen, insbesondere den verfassungsrechtlichen Vorgaben, entspricht,

(2) in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannt

(3) und in der Praxis gebräuchlich ist.“

- Beschluss vom 15. September 2020 – II ZB 6/20 – juris Tz. 20
- Beschluss vom 12. Januar 2016 – II ZB 25/14 – juris Tz. 21,
- Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14 – juris Tz. 33

2.f. Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW

„Im Ergebnis ist festzuhalten, dass die … geforderte vorrangige oder alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses in der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und Praxis nicht anerkannt ist. Es ist „logisch nicht möglich, von einem realisierten Preis eindeutig auf dahinter stehende Wertzumessungen der Marktteilnehmer zu schließen".

…

Durch eine fundamentale Unternehmensbewertung kann eine angemessene Kompensation … in einem in der wissenschaftlichen Theorie und Praxis anerkannten Bewertungsmodell umfassend und unter Einbeziehung aller verfügbaren Erkenntnisquellen ermittelt bzw. gewürdigt werden."

FAUB-Stellungnahme WPg 2021, 958-961 und AG 2021, 588-590 „Zur Bedeutung des Börsenkurses für die Abfindungsbemessung aus Sicht der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und Praxis"

2.g. Novellierung SpruchG 2023

- Das Gesetz zur Umsetzung der Umwandlungsrichtlinie wird, im Koalitionsvertrag 2017 angekündigt, das Spruchverfahren novellieren.
- Der Entwurf vom 20. April 2022 spricht keine Fragen der Unternehmensbewertung an. Damit bleibt es bei den Grundsätzen der Rechtsprechung.

  https://www.bmj.de/SharedDocs/Gesetzgebungsverfahren/Dokumente/RefE_UmRUG.html

3. Daten zum Delisting

a. Ausgewertete Verfahren
b. Kursreaktionen nach Ankündigung Delisting
c. Handelsvolumen nach Ankündigung Delisting
d. Vergleich „FRoSTA“ (Phase 1) - § 39 BörsG (Phase 2)
e. Verbessert § 39 BörsG Vermögensschutz für Anleger?
f. Vergleich Delisting – spätere Strukturmaßnahme (HV / ohne Spruchverfahren)

3.a. Delisting: Ausgewertete Verfahren

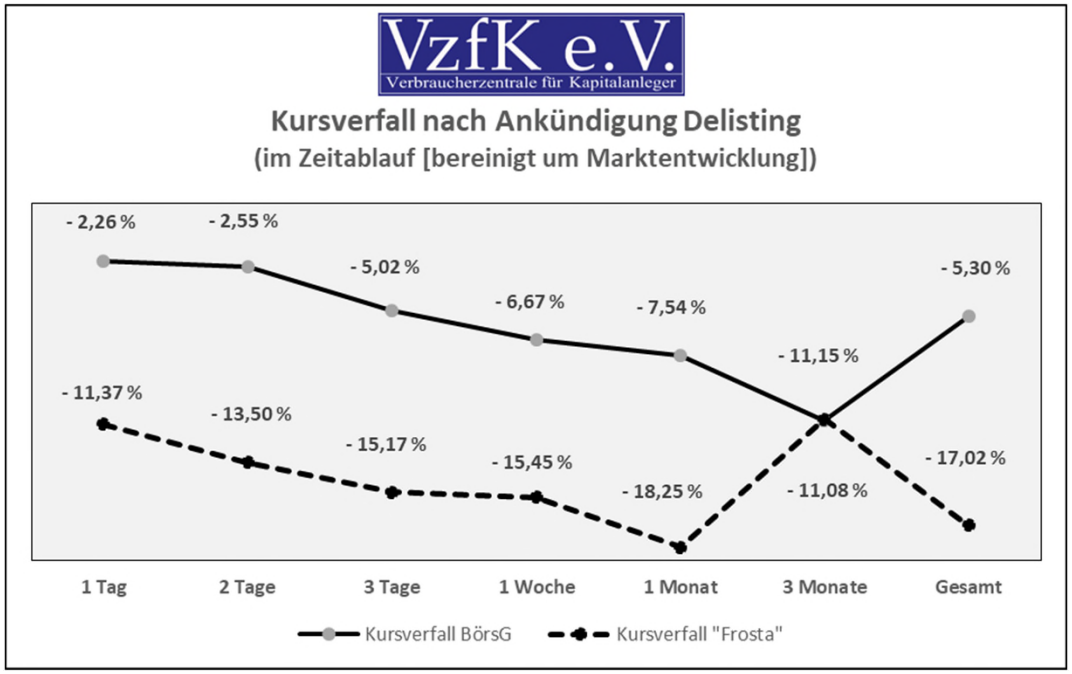
- Phase 1 – seit „FRoSTA“ – vom 8. Oktober 2013 bis zum 25. November 2015
  - **57 Delisting-Verfahren**, 25 vom Regulierten Markt, 32 aus dem Freiverkehr;
  - In 15 Fällen folgte eine kompensationspflichtige Strukturmaßnahme.
  - Davon fanden 9 Delisting-Verfahren im Übergangszeitraum vom 7. September bis zum 25. November 2015 mit einem Wahlrecht (Übernahmeangebot) aus § 52 Abs. 9 BörsG statt. Nur die Rheintex Verwaltungs AG hat das Wahlrecht genutzt.
- Phase 2 – seit Novellierung § 39 BörsG – vom 26. November 2015 bis zum 31. Dezember 2019
  - **54 Delisting-Verfahren**, 10 vom Regulierten Markt, 44 aus dem Freiverkehr;
  - In 11 Fällen folgte eine kompensationspflichtige Strukturmaßnahme.
- Bei weiteren **9 Delisting-Verfahren** gab es nicht die für eine Einbeziehung in diese Studie erforderlichen Daten.
- Die Studie wertet somit **111 Delisting-Verfahren** vor allem zu Kursreaktion und Handelsvolumen aus.

3.b.Regelhafter Kursverfall nach Ankündigung Delisting (BVerfG)

Bereinigung mit Marktdaten des CDAX als ein besonders breit aufgestellter Index.

Vergleich „Frosta“ - § 39 BörsG (Geltungszeitraum):

- Die Marktteilnehmer haben sich im Laufe der Zeit auf die neue Transaktionsstruktur eingestellt.
- Der novellierte § 39 BörsG schützt nicht vor Kursverlusten. Von 54 Delisting erfolgten nur 10 vom Regulierten Markt.



3.c. Handelsvolumen nach Ankündigung Delisting

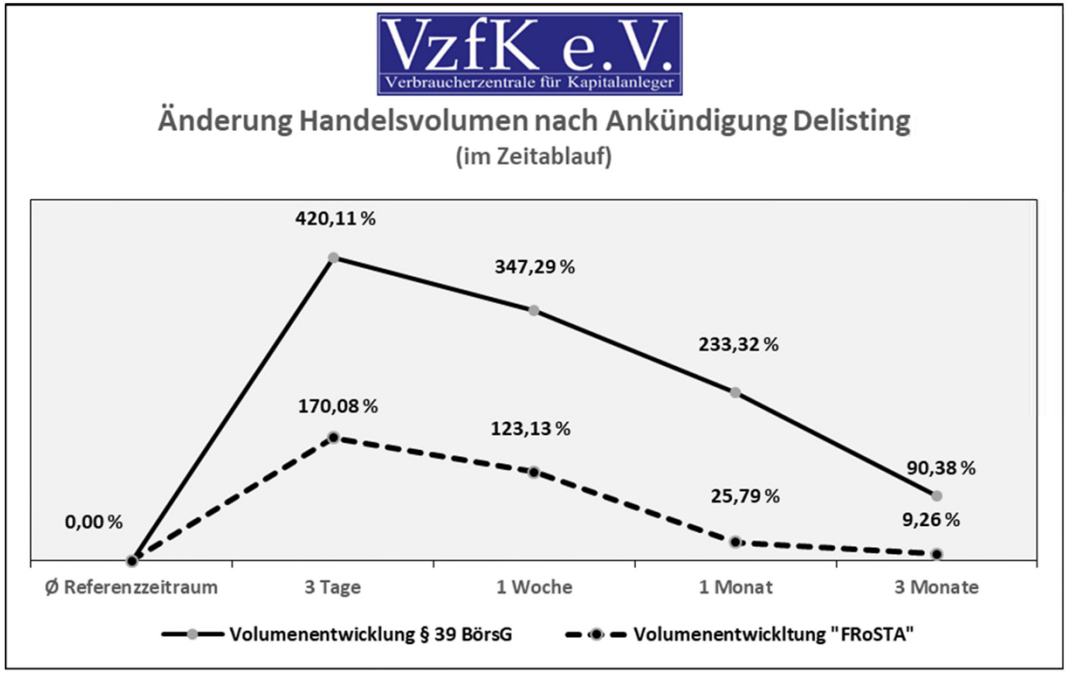
Vergleich „Frosta“ - § 39 BörsG:

Handelsvolumina nehmen unter § 39 BörsG deutlich zu, was die Kursverluste reduziert.

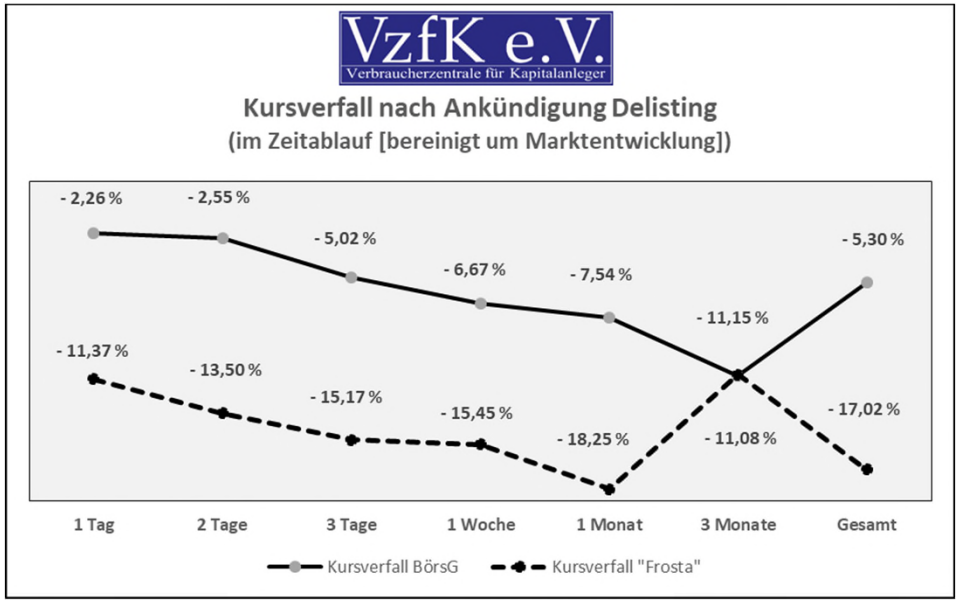
Mögliche Investitionsstrategien :

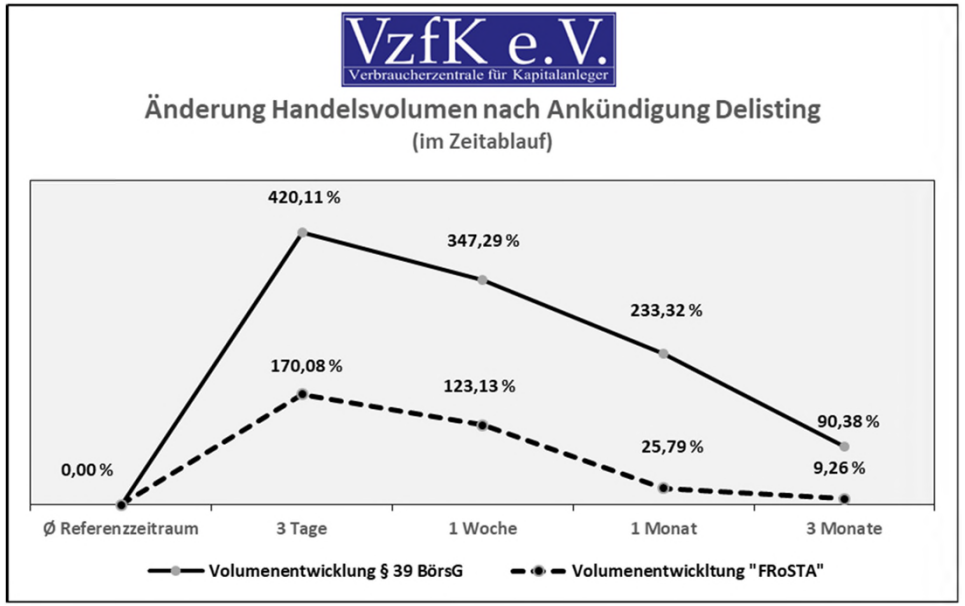
- Unternehmerisch investierte Aktionäre erwerben unter dem inneren Wert.
- Hedge-Fonds bzw. Privatanleger haben ihre Anlagestrategien modifiziert.
- § 193 Abs. 1 Nr. 1 KAGB verlangt Verkauf.

Es gab nur 10/54 Übernahmeangebote, da meist (44) kein Delisting vom Regulierten Markt sondern vom Freiverkehr erfolgte.



3.d. Datenanalyse III: Vergleich „Frosta“ – „§ 39 BörsG“



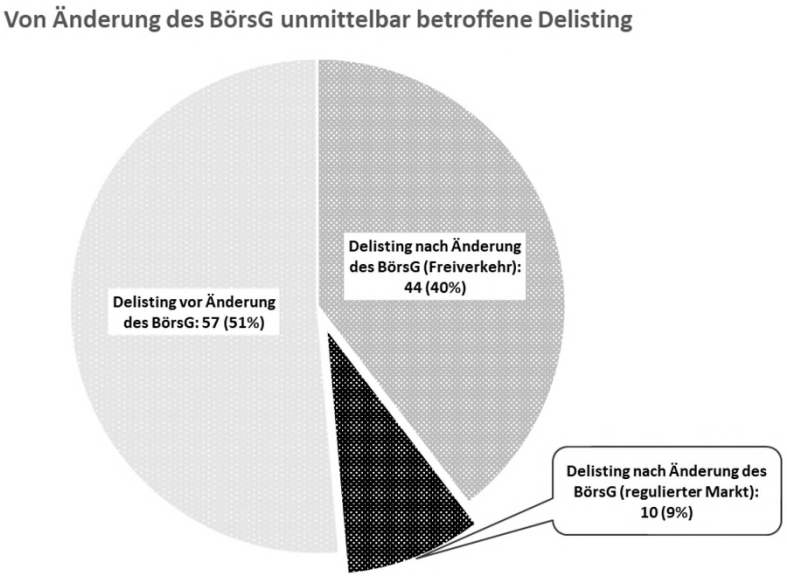


Ein Übernahmeangebot nach § 39 BörsG gab es nur in 10 / 54 Verfahren (Regulierter Markt)

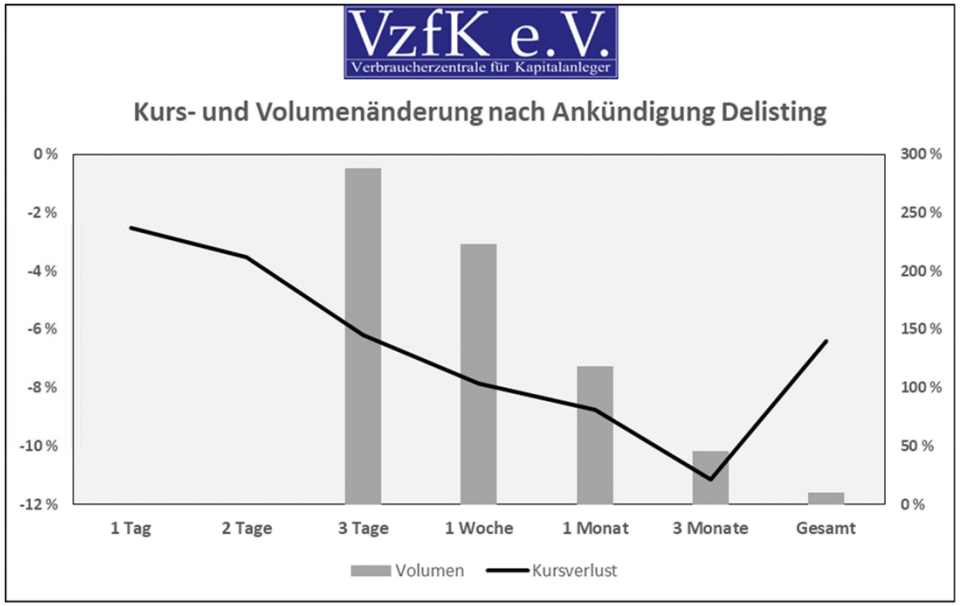
Änderung der Investitionsstrategien bei Großaktionären / Finanzinvestoren?

3.e. Verbessert § 39 BörsG Vermögensschutz für Anleger?

§ 39 BörsG gilt nur am geregelten Markt und wurde zehnmal angewendet.



§ 39 BörsG verändert gegenüber „Frosta“ die Marktentwicklung nicht.



3.f. Vergleich Delisting – spätere Strukturmaßnahme (HV / ohne Spruchverfahren)

Bei den hier insgesamt 111 untersuchten Delisting-Verfahren kam es in **26 Fällen** zu abfindungspflichtigen Strukturmaßnahmen.

- In **20 Fällen** lag die Abfindung über dem Börsenkurs, nur in **6 Fällen** unter dem Börsenkurs.
- Im Durchschnitt lagen die von den Hauptversammlungen beschlossenen Barabfindungen um 77,17 % über der nach dem Börsengesetz mindestens anzubietenden Abfindung.
- Für die zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme noch im Streubesitz befindlichen Aktien – insgesamt 42 995 629 Stück – ergibt sich eine **Differenz in Höhe von 24.137.708,76 Euro** zwischen der gesetzlichen Abfindung laut Börsengesetz und der Barabfindung in der nachfolgenden kompensationspflichtigen Strukturmaßnahme.
- Nach Abschluss der Spruchverfahren wird sich dieser Betrag noch erhöhen.

Zu ähnlichen Zahlen kommt auch die Studie „Spruchverfahren nach Squeeze-out“, S. 130 ff.

Ergebnis: Börsenwert und Ertragswert sind NICHT gleichwertig.

3.f. Vergleich Delisting – spätere Strukturmaßnahme (HV / ohne Spruchverfahren)

Firma	Werte				
	Differenz Börsenkurs zu Barabfindung	Anzahl Aktien		Gewinn / Verlust	
		Gesamt (ohne eigene Aktien der Gesellschaft)	davon im Freefloat	Unternehmenswert gesamt	davon auf Freefloat entfallend
AGO AG Energie + Anlagen	0,94 Euro	2 674 134 Stück	256 681 Stück	- 2 502 126,15 Euro	- 240 170,55 Euro
Analytik Jena AG	0,23 Euro	7 624 655 Stück	261 498 Stück	- 1 785 081,03 Euro	- 61 221,80 Euro
Ariston Real Estate AG	0,67 Euro	9 202 683 Stück	454 284 Stück	- 6 208 707,03 Euro	- 306 488,47 Euro
AVW Immobilien AG	- 1,12 Euro	26 665 000 Stück	925 919 Stück	29 844 762,43 Euro	1 036 333,49 Euro
Baumaterialien-Handelsgesellschaft AG	- 204,07 Euro	434 971 Stück	1 212 Stück	88 762 943,21 Euro	247 328,41 Euro
Colonia Real Estate AG	- 0,15 Euro	44 380 578 Stück	4 966 197 Stück	6 725 465,04 Euro	752 581,10 Euro
CONET Technologies AG	31,42 Euro	2 995 750 Stück	95 457 Stück	- 94 132 530,61 Euro	- 2 999 452,22 Euro
Creaton AG	4,98 Euro	6 382 750 Stück	152 290 Stück	- 31 805 941,39 Euro	- 758 877,73 Euro
Custodia Holding AG	176,34 Euro	588 783 Stück	52 693 Stück	- 103 824 944,86 Euro	- 9 291 789,71 Euro
elexis AG	5,86 Euro	9 200 000 Stück	413 000 Stück	- 53 898 085,96 Euro	- 2 419 330,92 Euro
Fidor Bank AG	6,07 Euro	10 553 071 Stück	110 119 Stück	- 64 051 172,63 Euro	- 668 360,05 Euro
IKB Deutsche Industriebank AG	- 0,10 Euro	663 384 923 Stück	26 099 441 Stück	66 858 807,76 Euro	2 630 414,78 Euro
KWG Kommunale Wohnen AG	0,89 Euro	16 101 082 Stück	1 244 842 Stück	- 14 406 135,02 Euro	- 1 113 798,56 Euro
m4e AG	0,62 Euro	4 927 725 Stück	244 087 Stück	- 3 050 409,75 Euro	- 151 097,18 Euro
OnVista AG	1,05 Euro	7 357 611 Stück	241 641 Stück	- 7 730 615,33 Euro	- 253 891,33 Euro
PETROTEC AG	0,36 Euro	30 843 741 Stück	2 906 039 Stück	- 11 127 518,65 Euro	- 1 048 413,78 Euro
Pironet NDH AG	5,12 Euro	14 589 900 Stück	716 642 Stück	- 74 727 066,00 Euro	- 3 670 522,35 Euro
Pixelpark AG	- 0,64 Euro	59 047 758 Stück	1 704 323 Stück	37 514 477,12 Euro	1 082 797,86 Euro
Primion Technology AG	6,86 Euro	5 550 000 Stück	237 247 Stück	- 38 065 220,91 Euro	- 1 627 181,89 Euro
Roth & Rau AG	1,85 Euro	16 207 045 Stück	256 275 Stück	- 29 935 397,13 Euro	- 473 355,50 Euro
Sanacorp Pharmaholding AG	6,98 Euro	8 212 675 Stück	408 302 Stück	- 57 340 964,58 Euro	- 2 850 767,93 Euro
Softship AG	4,30 Euro	1 877 000 Stück	92 137 Stück	- 8 063 230,80 Euro	- 395 802,82 Euro
Swarco Traffic Holding AG	4,16 Euro	8 840 000 Stück	283 161 Stück	- 36 801 505,68 Euro	- 1 178 818,00 Euro
Travel Viva AG	2,39 Euro	1 000 000 Stück	33 043 Stück	- 2 394 811,75 Euro	- 79 131,76 Euro
Triplan AG	- 0,01 Euro	9 304 700 Stück	778 567 Stück	64 872,86 Euro	5 428,21 Euro
Weber & Ott AG	5,02 Euro	3 899 150 Stück	60 532 Stück	- 19 589 799,22 Euro	- 304 120,06 Euro
Summen		971 845 685 Stück	42 995 629 Stück	- 431 664 936,07 Euro	- 24 137 708,76 Euro

4. Delisting Rocket Internet SE

Das im Oktober 2020 nach § 39 BörsG vorgelegte Delisting-Angebot bei der Rocket Internet SE zeigt beispielhaft die wirtschaftlichen Auswirkungen bei einem Delisting ohne Spruchverfahren:

- Beim Börsengang am 2. Oktober 2014 lag der Ausgabepreis bei EUR 42,50.
- Übernahmeangebot zum Delisting im Oktober 2020 mit EUR 18,57 wurde für 27.596.228 Aktien mit Rückerwerbsvolumen von 512.461.953,96 angenommen.
- Auf jede Aktie entfällt ein rechnerischer Anteil am Eigenkapital von EUR 29,01.
- Der Ertragswert dürfte hier weitaus mehr als 40,00 Euro betragen.
- Rückerwerbsangebot über 35,00 Euro Feb./März 2022 führt zu Rückerwerbsvolumen 924.190.540 Euro bei 25.405.444 Aktien.

5. Spruchverfahren im Rechtsschutzsystem

Bewertungsanlässe und Methoden der Wertermittlung

- Konzerneingangskontrolle §§ 29, 35 WpÜG
  - Anspruch für Aktionär
  - Beteiligung überschreitet 30 %
  - Börsenwert nach AngebVO, weil es um den Schutz der bisherigen Investitionsstrategie gehen soll.
- Verantwortlichkeit bei Fehlen eines Beherrschungsvertrags, §§ 311 ff. AktG
  - Anspruch für Gesellschaft = Schutz von Geschäftschancen und Vermögen
  - Schadensersatz / Nachteilsausgleich
  - Klagerecht für Aktionär
- Kompensationspflichtige Strukturmaßnahmen, § 1 Nr. 1 bis Nr. 4 SpruchG
  - Anspruch für Aktionär
  - Innerer Wert nach Ertragswertverfahren = Absicherung Investitionsstrategien (Art. 14 I GG)
  - Börsenwert als Wertuntergrenze stellt auf fiktive, tatsächliche Realisierungsmöglichkeit ab.

6. Interessenanalyse

Ertragswert = „hoher“ Unternehmenswert

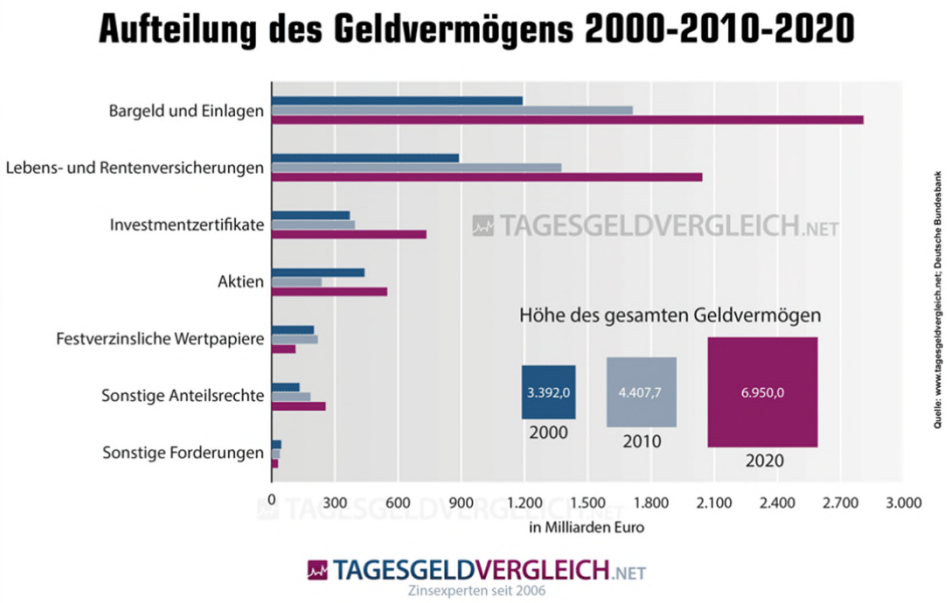
- Eigeninteresse der juristischen Person:
  - innerer Wert = keinen unrealistischen Wert, z.B. Wirecard
  - Maximaler Wert = Abwehr Übernahmen, Rating, Kreditwürdigkeit
- Unternehmerisch investierte Aktionäre:
  - Kurssteigung signalisiert Erfolg!
  - innerer/maximaler Wert z.B. Sicherheit für Darlehen
- Finanzinvestoren
  - Zukunftserfolgswert
  - Spruchverfahren sichert Investitionsstrategien ab.
  - Arbitrage zwischen Börsenwert - Ertragswert
- Management mit erfolgsabhängiger Vergütung
- Berater (WP / RA)
- Steuerzahler: erfolgreiche Eigenvorsorge

Börsenwert = „niedriger“ Unternehmenswert

- Unternehmensübernahme
  - Bieter: geringer Preis
- Kompensationspflichtige Strukturmaßnahme nach § 1 SpruchG
  - Geringe Abfindung / Ausgleich
  - Keine Nachzahlung

Diskussion

Geldvermögen deutscher Privathaushalte (Bundesbank)



Handlungsbedarf für Gesetzgeber / Steuerzahler (Bild 15.02.2020)