

# Aktienkursreaktionen auf Delistingankündigungen – eine kritische Analyse der Studie der Solventis Wertpapierhandelsbank

Niklas Gasse

## I. Vorbemerkung

Die Schutzbedürftigkeit der Minderheitsaktionäre im Falle eines regulären Börsenrückzugs hängt maßgeblich davon ab, inwiefern die Ankündigung des geplanten Delistings den Börsenkurs des betreffenden Unternehmens beeinflusst.<sup>1</sup> Im Rahmen der Diskussion um eine Neuregelung des Börsenrückzugsrechts wurde dieser Frage daher viel Beachtung geschenkt.<sup>2</sup> Die erste Studie zu den Kurseffekten von Delistingankündigungen in Deutschland nach der *Frosta*-Entscheidung des BGH<sup>3</sup> wurde Ende 2014 von der Mainzer Wertpapierhandelsbank Solventis veröffentlicht.<sup>4</sup> Der darin konstatierte „Verfall der Aktienkurse“ infolge der Ankündigung eines Börsenrückzugs sorgte für einiges Aufsehen und dürfte mitursächlich für das Aufgreifen der Problematik durch den Gesetzgeber gewesen sein.<sup>5</sup> Im Folgenden sollen zunächst die Ergebnisse der Studie kurz wiedergegeben und sodann anhand einer eigenen Vergleichsuntersuchung einer kritischen Würdigung unterzogen werden.

## II. Studienergebnisse

Für das Jahr 2014 (Studienabschluss war der 12. Dezember 2014) zählt die Solventis-Studie insgesamt 44 Delistings. Fünf davon waren durch Insolvenzen bedingt und sind von den Verfassern daher nicht weiter untersucht worden. In fünf weiteren Fällen wurde den Aktionären mit Ankündigung des Delistings ein Barabfindungsangebot unterbreitet. Auch diese Fälle wurden in der anschließenden Untersuchung ausgeklammert. Zur Ermittlung möglicher Kurseffekte haben die Autoren der Studie die Kurswerte der Aktien der betreffenden Unternehmen vor und nach Bekanntgabe der Delistingabsicht miteinander verglichen. Um sowohl die unmittelbaren als auch die langfristigen Folgen der Ankündigung zu erforschen, wurden vier verschiedene Ansätze gewählt. Zunächst sind die Kurswerte am Tag vor und nach der Ankündigung miteinander verglichen und die prozentuale Veränderung ermittelt worden. Durchschnittlich ergab sich dabei ein Kursrückgang um -9,58 % (Median: -3,74 %). Sodann wurde anstelle des Vortagskurses der volumengewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs vor Bekanntgabe der Delistingabsicht verwendet und die prozentuale Veränderung zum Folgetag berechnet. Demzufolge ergab sich ein durchschnittlicher Kursverlust von -13,82 % (Median: -6,56 %). Weiterhin wurde die Veränderung zwischen dem Vortagskurs und dem letzten feststellbaren Kurs (am Tag des Studienabschlusses oder der Umsetzung des Delistings) gemessen. Hier wurde ein Kursabfall von -21,02 % (Median: -12,45 %) festgestellt. Schließlich wurde

---

<sup>1</sup> Vgl. nur *Brellochs*, AG 2014, 633, 644.

<sup>2</sup> Vgl. *Bayer*, ZfPW 2015, 163, 194 ff.; *ders./Hoffmann*, AG 2015, R55 ff.; *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373, 374 f.; *Brellochs*, AG 2014, 633, 644.

<sup>3</sup> BGH NJW 2014, 146 ff.

<sup>4</sup> „Delisting nach Frosta – Investoren, Börsen und Gesetzgeber gefordert“, 12.12.2014, erhältlich auf Anfrage bei der Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH, Am Rosengarten 4, 55131 Mainz.

<sup>5</sup> Vgl. zu den Reaktionen in der Öffentlichkeit *Brächer/Schier*, „Flucht vom Parkett“, in: Handelsblatt vom 14.01.2015; vgl. ferner die Stellungnahme des Bundesrates zum Entwurf eines Gesetzes zur Änderung des Aktiengesetzes vom 6.3.2015 („Minderheitsaktionäre laufen [...] Gefahr [...] den Börsenwert ihrer Stimmrechte nahezu gänzlich zu verlieren“) abrufbar unter: <http://dipbt.bundestag.de/dip21/brd/2015/0022-15B.pdf>

anstelle des Vortageskurses wiederum der volumengewichtete Dreimonatsdurchschnittskurs eingesetzt und die prozentuale Abweichung gegenüber dem letzten feststellbaren Kurs ermittelt. Dieser Ansatz führte zu einem durchschnittlichen Kurseinbruch von -23,67 % (Median: -12,18 %). Insgesamt kommt die Studie damit zu dem Ergebnis, dass die Ankündigung eines Delistings regelmäßig zu deutlichen, sich langfristig verstärkenden Kursverlusten führt.

### III. Kritische Würdigung

Die Studie sieht sich allerdings erheblichen methodischen Bedenken ausgesetzt. Zunächst bestehen aufgrund stichprobenartiger Untersuchungen Zweifel an der Zuverlässigkeit und Aussagekraft der von Solventis zu Grunde gelegten Daten. Insbesondere ist nicht erkennbar, nach welchen Kriterien der Börsenplatz ausgewählt wurde, von dem die Kurswerte der Aktien stammen. So wird beispielsweise der Kurswert der Aktien der *Ariston Real Estate AG* am Tag vor und nach Bekanntgabe der Delistingabsicht gerundet mit 0,72 Euro angegeben. Diese Werte stammen offenbar von der Börse München. Die Aktien der *Ariston Real Estate AG* wurden aber gleichzeitig und mit höherem Handelsvolumen auch noch an der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Dort lag der Kurs am Vortag bei 0,69 Euro und am Folgetag bei 0,72 Euro. Legte man der Berechnung der prozentualen Veränderung diese Werte zu Grunde, ergäbe sich statt der von Solventis ermittelten Abweichung von bloß 0,56 % ein Kursanstieg von immerhin 4,35 %. Weiterhin ist zu beachten, dass der zur Berechnung der langfristigen Kursentwicklung herangezogene letzte feststellbare Kurs in vielen Fällen durch den zufälligen Tag des Studienabschlusses bestimmt ist und daher nur geringe Aussagekraft besitzt. Wäre die Studie einige Tage früher oder später abgeschlossen worden, wäre aufgrund der hohen Volatilität der Kurse möglicherweise eine ganz andere prozentuale Veränderung zu messen gewesen. Darüber hinaus blendet die Studie den Einfluss von Gesamtmarkteffekten und Störereignissen vollständig aus. So scheint der Kurs der *cycos AG* beispielsweise von der Ankündigung des Delistings besonders hart getroffen worden zu sein; er fiel bis zum Vollzug des Delistings um 30 Prozent. Ein Blick auf die von der *cycos AG* im selben Zeitraum veröffentlichten *ad-hoc*-Meldungen zeigt jedoch, dass Grund für den Kursrückgang möglicherweise auch die schlechten Geschäftszahlen und Zukunftsprognosen des Unternehmens waren.<sup>6</sup>

Entscheidender Kritikpunkt ist jedoch, dass es sich in mehr als der Hälfte der von Solventis untersuchten Fälle um Einstellungen der Notierung im Freiverkehr handelt. Ein unter Anlegerschutzgesichtspunkten rechtlich relevantes Delisting stellt indes allein der Rückzug aus dem regulierten Markt dar.<sup>7</sup> Im Freiverkehr obliegt es den handelnden Akteuren im Rahmen ihrer Privatautonomie Vorkehrungen zum Anlegerschutz im Falle der Beendigung der Notierung zu treffen. Demzufolge war der Rückzug aus dem Freiverkehr auch nach der *Macrotan*-Rechtsprechung des BGH nicht abfindungspflichtig (sofern nicht ein „Downlisting“ aus dem regulierten Markt vorher gegangen war). Die negativen Folgen eines „Delistings“ aus dem Freiverkehr können daher weder der *Frosta*-Entscheidung des BGH angelastet noch zur Begründung der Schutzwürdigkeit der Aktionäre im Falle eines regulären Delistings angeführt werden.<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> Vgl. z. B. die Mitteilung nach § 37x WpHG v. 15.8.2014, abrufbar unter <http://www.dgap.de/dgap/News/ire/cycos-zwischenmitteilung-der-geschaeftsfuehrung-halbjahr-des-geschaeftsjahres/?companyID=603&newsID=81286>

<sup>7</sup> Vgl. nur BGH NJW 2003, 1032, 1034.

<sup>8</sup> Vgl. auch die detaillierte Kritik bei *Bayer/Hoffmann*, AG 2015, R55, 56 ff.

#### IV. Eigene Untersuchung

Die Bedeutung der Unterscheidung zwischen Delistings aus dem regulierten Markt und Rückzügen aus dem Freiverkehr zeigt sich bei getrennter Betrachtung beider Fallgruppen. Dazu sollen die Ergebnisse einer eigenen Vergleichsuntersuchung im Mai 2015 herangezogen werden. Danach gaben im Zeitraum Oktober 2013 bis Mai 2015 insgesamt nur zehn nicht insolvente, inländische Unternehmen bekannt sich vollständig aus dem regulierten Markt zurückziehen zu wollen ohne eine Notierung im Freiverkehr aufrechtzuerhalten oder neu zu begründen. Davon unterbreiteten zwei Gesellschaften ihren Aktionären im Zuge der Ankündigung des Delistings ein freiwilliges Erwerbsangebot über ihre Aktien. Unter Ausklammerung dieser Fälle ergab ein Vergleich der Kurswerte am Tag vor und nach Ankündigung des Delistings (entsprechend dem ersten Untersuchungsansatz der Solventis-Studie) eine Veränderung von durchschnittlich bloß -4,28 % (Median: -3,54 %).<sup>9</sup> Noch deutlicher zeigen sich die Unterschiede zur Solventis-Studie bei der Untersuchung der langfristigen Kursentwicklung. In den Fällen, in denen das Delisting bereits vollzogen wurde, ließ sich zwischen dem Kurs am Tag vor Ankündigung und dem Kurs am Tag vor Durchführung des Delistings ein durchschnittlicher Rückgang von -9,2 % (Median: -8,42 %) ermitteln. Solventis war demgegenüber zu durchschnittlichen Kursverlusten von über 20 % gekommen. Als aufschlussreich erwies sich auch die genaue Betrachtung der Kursverläufe in der Zeit zwischen Ankündigung und Vollzug des Delistings. In immerhin der Hälfte der untersuchten Fälle wurde zwischenzeitlich das Vorankündigungskursniveau wieder erreicht.

Dagegen ergab eine isolierte Untersuchung der Rückzüge aus dem Freiverkehr, dass die Kurse der Unternehmen, die eine Beendigung der Notierung im Freiverkehr angekündigt hatten, durchschnittlich um -12,78 % (Median: -9,72 %) im Vergleich zum Vortag fielen. Teilweise ließen sich sogar Kurseinbrüche von mehr als 80 % beobachten (z. B. *EPG AG*: -82 %, *DTB – Deutsche Biogas AG*: -81 %). Daraus folgt, dass die von *Solventis* festgestellten massiven Kursverluste maßgeblich auf den im Freiverkehr festzustellenden Kurseffekten beruhen, welche aber für die Beurteilung der Schutzwürdigkeit der Anleger im Rahmen eines regulären Delistings aus dem regulierten Markt ohne Belang sind.

#### V. Fazit

Aufgrund der aufgezeigten methodischen Mängel hätte die Studie der Solventis-Bank im Grunde nicht als empirischer Beleg für die Notwendigkeit einer Korrektur der *Frosta*-Rechtsprechung durch den Gesetzgeber herangezogen werden dürfen.<sup>10</sup> Zwar kommt auch die eigene Untersuchung zu dem Ergebnis, dass die Ankündigung eines Delistings regelmäßig negative Kurseffekte zeitigt. Diese fallen allerdings um einiges geringer aus als die Solventis-Studie zu suggerieren sucht. Es steht daher zu befürchten, dass die Diskussion um eine Reform des Börsenrückzugsrechts teilweise auf Grundlage falscher rechtstatsächlicher Annahmen geführt wurde.

---

<sup>9</sup> Vgl. die Tabelle im Anhang. Die zu Grunde gelegten Kurswerte stammen, sofern die betreffenden Aktien an mehreren Börsen gehandelt wurden, von dem Börsenplatz mit dem höchsten Handelsvolumen der Aktien im fraglichen Zeitraum.

<sup>10</sup> Bedenklich erscheint daher der unkritische Verweis auf die Solventis-Studie als Beleg für gesetzgeberischen Handlungsbedarf bei *Koch/Harnos*, NZG 2015, 729, 729; ähnlich *Buckel/Glindemann/Vogel*, AG 2015, 373, 375.

## Delistings 2014/2015 – Stand Mai 2015

Unternehmen	Datum der Bekanntgabe	Kurs am Vortag	Kurs am Folgetag	Prozentuale Veränderung	Höchster Kurs in der Folgezeit	Niedrigster Kurs in der Folgezeit	Letzter Kurs*	Bemerkungen
cycos	09.07.2014	8,20	7,10	<b>-13,41%</b>	7,50	4,80	5,74 (-30%)	Kurs kontinuierlich gefallen; schlechte Geschäftszahlen
elexis	20.03.2014	23,98	23,17	<b>-3,38%</b>	25,81	23,06	25,25 (+5,30%)	Kurs weitgehend konstant
Hahn Immobilien	04.08.2014	2,25	2,25	<b>0%</b>	2,27	2,13	2,20 (-2,22%)	Kurs leicht schwankend
OnVista	27.11.2014	2,99	3,10	<b>+3,68%</b>	4,60	2,95		Später Durchführung eines Squeeze Outs
Pironet NDH	12.09.2014	4,73	4,53	<b>-4,23%</b>	4,50	4,05		Kurs zuletzt wieder gestiegen nach Bekanntgabe guter Geschäftszahlen
primion Technology	17.09.2014	4,32	4,16	<b>-3,70%</b>	4,20	3,69	3,86 (-10,65%)	
Schlossgartenbau	10.04.2014	760	756	<b>-0,53%</b>	756	655	696 (-8,42%)	
Swarco Traffic Holding	04.04.2014	3,15	2,75	<b>-12,70%</b>	4,04	2,75	4,04 (28,25%)	Später Durchführung

								eines Squeeze Outs
Württembergische Lebensversicherung	10.12.2014	17,15	17,80	<b>+3,79%</b>	17,90	16,55		Erwerbsangebot
ZEAG Energie	20.07.2015	89,00	93,10	<b>+4,61%</b>	93,10	90,01		Erwerbsangebot
<b>Durchschnitt</b> (ohne Delistings mit Erwerbsangebot)				<b>-4,28%</b>			<b>-9,20%</b>	
<b>Median</b> (ohne Delistings mit Erwerbsangebot)				<b>-3,54%</b>			<b>-8,42%</b>	

\* Wenn Börsenhandel schon eingestellt; in Klammern die Veränderung gegenüber dem Tag vor Ankündigung des Delistings.