

Delisting als neues Anlagerisiko

von [Jochen Knoesel](#) · 31. Juli 2014



Foto durch Dontworry

Durch die neue Rechtsprechung des BGH hat sich der Aktionärsschutz bei Down- und Delistings massiv verschlechtert. Für die betroffenen Anleger kann dies im Falle eines Falles drastische Vermögensverluste zur Folge haben.

Nichts ist für die Ewigkeit. Das gilt auch für die Börsennotiz von Aktiengesellschaften. So kann es gerade für kleine Unternehmen mit geringem Streubesitz gute Gründe geben, sich bei mangelndem Investoreninteresse vom gesetzlich geregelten Börsenhandel (Regulierter Markt) zu verabschieden. Möglich ist dies mittels eines „regulären Delistings“, wie es in den verschiedenen Börsenordnungen der deutschen Wertpapierbörsen geregelt ist.

Gut ein Jahrzehnt, nämlich seit der sogenannten Macroton“-Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs aus dem Jahr 2002, waren dazu zwei wesentliche Voraussetzungen zu erfüllen. Zum einen musste die Hauptversammlung der betreffenden Gesellschaft einen entsprechenden Beschluss fassen, und zum zweiten war ein bares Abfindungsangebot für die Minderheitsaktionäre erforderlich. Begründet wurde letzteres vom BGH mit der sich aus dem Delisting ergebenden „erheblichen Beeinträchtigung der Verkehrsfähigkeit der Aktien“ und dem damit verbundenen Eingriff in das Aktieneigentum. Ein adäquater Schutz der Minderheit könne nur dann gewährleistet sein, wenn der Inhalt des Pflichtangebotes die Erstattung des vollen Wertes des Aktieneigentums gewährleiste.

Wie auch bei Unternehmensverträgen und Squeeze-Outs konnten die betroffenen Aktionäre die Höhe der Abfindung im Rahmen eines Spruchverfahrens auf ihre Angemessenheit hin gerichtlich überprüfen lassen. Auch wenn der Schutz sicherlich nicht optimal war, bot sich Anlegern unter Berücksichtigung etwaiger später gerichtlich festgesetzter Nachzahlungen damit in aller Regel die Möglichkeit, sich zu einem einigermaßen angemessenen Preis aus der jeweiligen Aktie zurückzuziehen.

Kehrtwende beim Anlegerschutz

Mit dem jüngst erfolgten „FRoSTA“-Urteil hat der BGH als höchstes deutsches Zivilgericht nun allerdings eine Kehrtwende um 180 Grad vollzogen und praktisch sämtliche Schutzmechanismen beim Delisting über Bord geworfen.

So liegt die Entscheidung für oder gegen einen Börsenrückzug neuerdings allein beim Vorstand der jeweiligen Gesellschaft (zum Teil mit Zustimmung des Aufsichtsrates). Ein Beschluss der Hauptversammlung ist nicht mehr erforderlich. Die noch wesentlich bedeutendere Änderung ist aber, dass auch das Erfordernis eines Barabfindungsangebotes an die Minderheitsaktionäre entfallen ist. Zwar dürfe der Widerruf der Zulassung zum Handel im Regulierten Markt dem Schutz der Anleger nicht widersprechen (§ 39 Abs. 2 Satz 2 BörsenG), mit einem hinreichenden zeitlichen Abstand zwischen Ankündigung und Durchführung des Delistings bliebe der Schutz der Anleger hinter dem Schutz durch ein Barabfindungsangebot jedoch nicht zurück, wie die Karlsruher Richter meinen. In diesem Fall könne sich der Aktionär schließlich „selbst für eine Deinvestition entscheiden, wenn er Vermögensnachteile aus dem Börsenrückzug und der Veränderung der Rahmenbedingungen für seine Investition befürchtet. Dass schon die Ankündigung des Börsenrückzugs regelmäßig zu einem Kursverlust führt, lässt sich nicht feststellen“, so der BGH in seiner Begründung weiter. Dabei beziehen sich die Richter auf eine Untersuchung des Deutschen Aktieninstituts (DAI), die jedoch gerade Fälle mit Abfindungsangebot zum Inhalt hat. Die Realität sieht zum Leidwesen der betroffenen Anleger natürlich ganz anders aus.

Grundsätzlich führt der Wechsel in ein weniger stark reguliertes Börsensegment automatisch zu einer deutlichen Reduzierung der Publizitäts- und Offenlegungspflichten des jeweiligen Emittenten. Wesentliche Unternehmensentwicklungen müssen nicht mehr unverzüglich veröffentlicht werden, die Unsicherheiten bezüglich der zukünftigen Entwicklung der Gesellschaft sowie möglicher Schritte eines Großaktionärs nehmen zu. Zudem findet das Übernahmegesetz, in dem auch die Mindestabfindung für Aktionäre festgeschrieben ist, für Freiverkehrswerte keine Anwendung. Und last but not least wird sich die Handelbarkeit der Aktien in aller Regel drastisch verschlechtern. Dabei gilt letzteres natürlich insbesondere, wenn für bisher noch relativ liquide Werte auch etwaige Freiverkehrsnotizen eingestellt werden und damit jeglicher Börsenhandel entfällt. Deutliche Verluste sind in diesem Fall vorprogrammiert.

Starke Kursrückgänge bei Ankündigung

Gut beobachten ließen sich entsprechende Ankündigungseffekte beispielsweise bei den Aktien der Marseille Kliniken, die noch bis zum 11. August im Freiverkehr gelistet sind, sowie den Titeln der Magix AG, einem profitablen Softwarehaus, das sich zu über 30 Prozent im Streubesitz befindet. In beiden Fällen wird es zur Einstellung sämtlicher Freiverkehrsnotizen kommen. Für die derzeit noch im Entry Standard der Frankfurter Wertpapierbörse notierten Magix-Aktien hatte die Ankündigung des Börsenrückzugs einen Kursrückgang von 28,8 Prozent zur Folge. Bei Marseille-Kliniken betragen die Verluste rund um die Ankündigung (jeweils zwei Börsentage vor dem Bekanntgabetermin bis einen Börsentag danach) sogar -30,1 Prozent. Gerade bei diesem Wert drängt sich der Verdacht auf, dass der Börsenrückzug einzig und allein dem Gründer und Großaktionär Ulrich Marseille nützt. Ihm ist es auf diese Weise möglich, billig Aktien einzusammeln und dann bei einem möglichen Verkauf der Pflegeheime, über den in den Medien bereits seit längerem spekuliert wird, Kasse zu machen.

Beispiele für Fälle, in denen Emittenten den Rückzug aus dem Regulierten Markt sowie sämtlichen Freiverkehrsegmenten angekündigt haben, sind der Automobilzulieferer Jetter (-10,7 Prozent) und der Verkehrssystemanbieter Swarco Traffic Holding (-12,7 Prozent). Aber auch bei weiterhin bestehender Freiverkehrsnotiz führen Delistingankündigungen und der damit verbundene Rückzug aus dem Regulierten Markt häufig zu hohen Kursverlusten. So zu beobachten beim Maschinenbauer Schuler (-13,2 Prozent) und dem Beratungsunternehmen n.runs (-40,5 Prozent).

Hohes Erpressungspotenzial

Häufig fallen die negativen Kurseffekte so deutlich aus, dass sie von anderen Gesellschaften bereits als Druckmittel gegen die eigenen Minderheitsaktionäre eingesetzt werden. So verkündete etwa die Funkwerk AG im Zusammenhang mit einem freiwilligen Übernahmeangebot des Großaktionärs, dass man mit dem Angebot unabhängig von der Annahmquote das Ziel verfolge, sich von der Börse zurückzuziehen. Keine Frage, dass vielen Anlegern damit kaum etwas anderes übrig bleibt, als das Angebot anzunehmen oder sich zuvor über die Börsen von ihren Funkwerk-Anteilen zu trennen. Sollte es zu einem späteren Zeitpunkt nach dem vollständigen Börsenrückzug dann tatsächlich zu dem angestrebten Squeeze-Out kommen, wird sich die Abfindung wohl ausschließlich an der Unternehmensbewertung des vom Hauptaktionär vorgeschlagenen Wirtschaftsprüfers orientieren. Die (früheren) Börsenkurse, die beim Squeeze-Out einer börsennotierten Aktiengesellschaft regelmäßig die Untergrenze der Abfindung bilden, werden dann zumindest keine Relevanz mehr haben. Kleinanleger müssen aufgrund der geänderten Rechtsprechung des BGH damit nicht nur bei Down- und Delistings, sondern auch bei möglicherweise folgenden Kapitalmaßnahmen, die nach wie vor ein Barabfindungsangebot erfordern, mit deutlich verschlechterten Bedingungen rechnen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass bei einem Squeeze-Out auch keine Entscheidungsfreiheit mehr hinsichtlich des Verbleibs in der Gesellschaft besteht. Aus diesem Grund spricht auch einiges dafür, dass entsprechenden Strukturmaßnahmen zukünftig in vielen Fällen ein Börsenrückzug vorausgeschaltet werden wird.

Aktienanleger, die in kleinen Nebenwerten investiert sind, sollten ihre Engagements deshalb unbedingt daraufhin überprüfen, ob die Gefahr eines Delistings besteht. Indizien hierfür können ein grundsätzlich fehlendes Interesse an einer Finanzierung über die Börse sowie eine schlechte bzw. praktisch nicht vorhandene Investor Relations-Arbeit sein. Auch sehr niedrige Handelsvolumina sind ein Warnzeichen, wobei die doch recht stattlichen Umsätze von zum Teil mehreren zehntausend Stück am Tag die Verantwortlichen bei Magix und Marseille-Kliniken auch nicht von diesem kleinanlegerfeindlichen Schritt abgehalten haben.

Kursverluste bei Down- und Delistings ohne Barabfindungsangebot vorprogrammiert				
Name	Akündigung	Maßnahme	Kursreaktion	Vollzugstermin
Schlossgartenbau-AG	10.04.2014	vollständiges Delisting	-4,30%	12.11.2014
Swarco Traffic Holding	04.04.2014	vollständiges Delisting	-12,70%	05.11.2014
Jetter	04.02.2014	vollständiges Delisting	-10,65%	30.04.2014
Marseille-Kliniken	10.06.2014	Rückzug aus FV	-30,14%	11.08.2014
Magix	20.05.2014	Rückzug aus FV	-28,84%	30.11.2014
VSM Vereinigte Schmirgel- und Maschinen-Fabriken	19.05.2014	Rückzug aus FV	6,88%	31.12.2014
informica real invest	14.03.2014	Rückzug aus FV	0,00%	15.08.2014
Softship	24.06.2014	Downlisting	0,28%	01.12.2014
Deutsche Balaton	16.06.2014	Downlisting	-0,33%	30.12.2014
RM Rheiner Management	04.06.2014	Downlisting	-2,41%	23.11.2014
Esterer Aktiengesellschaft	15.05.2014	Downlisting	1,02%	30.12.2014
Schuler	04.04.2014	Downlisting	-13,16%	n. bek.
elexis	20.03.2014	Downlisting	-4,34%	03.10.2014
Strabag	20.02.2014	Downlisting	-1,48%	n.bek.
n.runs	17.02.2014	Downlisting	-40,48%	10.09.2014
Keine Insolvenzwerte. Kursreaktion: Kursentwicklung jeweils zwei Börsentage vor Ankündigung bis ein Börsentag danach.				

Kommt es nämlich tatsächlich zu einem Delisting, drohen wie gezeigt (siehe auch Tabelle) erhebliche Vermögensverluste sowie das Risiko, sich am Ende in einer nicht börsennotierten Gesellschaft wiederzufinden, in der Kleinanleger mangels Veräußerbarkeit ihrer Anteile auf Gedeih und Verderb einem oder mehreren Großaktionären ausgeliefert sind. Gleiches gilt bei einem möglicherweise folgenden Squeeze-Out in Bezug auf den bewertenden Wirtschaftsprüfer, der bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung letztendlich auf die Daten und Prognosen zurückgreift, die ihm von der Gesellschaft bzw. ihrem Hauptaktionär vorgelegt werden. Börsenkurse, durch die in vielen Fällen bisher zumindest eine klar nachvollziehbare Mindestabfindung vorgegeben war, wird es bei diesen Unternehmen dann schließlich nicht mehr geben.

Jochen Knoesel

Jochen Knoesel ist Gründer und geschäftsführender Gesellschafter der Knoesel & Ronge Vermögensverwaltung GmbH & Co. KG (www.knoesel-ronge.de). Im Fokus der Tätigkeit steht die Anlage in Aktien in Sondersituationen, insbesondere Aktien von Unternehmen, die von anderen Unternehmen übernommen werden. Die 20-jährige Erfahrung in diesem Spezialsegment fließt auch in den von Knoesel & Ronge gemanagten KR Fonds Deutsche Aktien Spezial (WKN: A0MWK9 und A1JJ60) ein, der sich besonders durch sein ausgezeichnetes Chance/Risikoprofil auszeichnet. Außerdem ist Jochen Knoesel seit über 20 Jahren ehrenamtlich tätig als Vorstand des gemeinnützigen VFA Verein zur Förderung der Aktionärsdemokratie e.V.