

**Ich bin dann mal weg: Werteffekte von Delistings  
deutscher Aktiengesellschaften nach dem Frosta-Urteil**

**CFR Working Paper 15-14**

Unternehmen sollten an die Börse gehen, wenn die erwarteten Vorteile einer Börsennotierung die erwarteten Kosten übersteigen. Treten nach dem Börsengang neue Umstände ein, die zur Folge haben, dass die Kosten die Vorteile einer Börsennotierung übersteigen, so erscheint ein Rückzug von der Börse ökonomisch sinnvoll. Hier ist jedoch eine differenziertere Betrachtungsweise geboten. Unternehmen, die ein Delisting anstreben, haben zumeist einen herrschenden Großaktionär. Ein Delisting kann aus Sicht dieses Großaktionärs vorteilhaft jedoch aus Sicht der Minderheitsaktionäre nachteilig sein. Diesem Interessenkonflikt hat die Rechtsprechung Rechnung getragen. Danach bedurfte es für ein reguläres Delisting eines Beschlusses der Hauptversammlung und eines Pflichtangebots an die Minderheitsaktionäre.

Im Oktober 2013 hat sich diese Rechtslage dramatisch verändert. Der Bundesgerichtshof hat im Fall „Frosta“ (II ZB 26/12) entschieden, dass ein Delisting durch einfachen Vorstandsbeschluss herbeigeführt werden kann. Es ist danach weder die Zustimmung der Hauptversammlung erforderlich, noch gibt es einen Anspruch von Minderheitsaktionären auf Entschädigung. Nach dieser Entscheidung kam es in kurzer Folge zu einer großen Zahl von Delistings.

Der Urteilsfindung des Bundesgerichtshofes (und der des Bundesverfassungsgerichts in einer vorhergehenden Entscheidung) lag die Annahme zugrunde, die Ankündigung eines Delistings führe nicht regelmäßig zu einem Kursverlust. Die dieser Annahme zugrunde liegende empirische Evidenz stammt allerdings größtenteils aus einem Zeitraum, in dem es einen Entschädigungsanspruch für Minderheitsaktionäre gab. Aus derartiger Evidenz kann offensichtlich nicht geschlossen werden, dass auch ohne einen Entschädigungsanspruch kein Kursverlust eingetreten wäre. Ziel des vorliegenden Beitrags ist es, empirisch zu untersuchen, ob Delisting-Ankündigungen nach dem Frosta-Urteil (und damit nach dem Wegfall des Entschädigungsanspruchs) zu einem Rückgang des Aktienkurses führen. Unsere Ergebnisse lassen die Schlussfolgerung zu, dass vollständige Delistings mit einem statistisch und ökonomisch signifikanten Aktienkursrückgang einhergehen. Die betroffenen Aktionäre erleiden also tatsächlich einen Vermögensverlust. Im Durchschnitt liegt die kumulierte abnormale Aktienrendite im Zeitraum von drei Handelstagen um die Ankündigung eines Delistings bei etwa -6%. In 80% aller Fälle ergibt sich eine negative Kursreaktion. Im Fall von Downlistings (so bezeichnen wir Fälle, in denen die betroffenen Aktien nach dem Delisting vom regulierten Markt weiter im Freiverkehr gehandelt werden) kommt es dagegen nicht zu signifikanten Kursrückgängen. Wir stellen in diesen Fällen jedoch eine signifikante Reduktion der Aktienliquidität fest. Insgesamt lässt sich aus den gefundenen Ergebnissen schließen, dass ein Handeln des Gesetzgebers im Interesse von Kleinanlegern in Erwägung gezogen werden sollte.