



Auto1 Group SE: Rechtliche Anforderungen an Haltefristen von Altaktionären bei Neuemissionen auf dem geregelten Markt (Prime Standard)

14.07.2021

Der Börsengang der Auto1 Group SE im Februar 2021 gehörte sicherlich zu den erfolgreichsten im Jahre 2021.¹ Hierbei konnten die Aktien am oberen Ende der Preisbildungsspanne mit 38,00 EUR je Aktie zugeteilt werden, wobei für die Gesellschaft ein Bruttoemissionserlös von rund einer Milliarde Euro erreicht werden konnte. Für eine Gesellschaft, die bis dahin keine Gewinne verzeichnen konnte, und auch auf absehbare Zeit keine Gewinne erwirtschaften wird², ist dies ein beeindruckender Start auf das Börsenparkett. Zudem sollten Anleger beachten, dass neben dem verlustreichen Kerngeschäft der Gesellschaft das neue Autoportal Autohero aufgebaut werden soll.³ Folglich soll ein weiterer Geschäftsbereich mit erheblichen Finanzmitteln aufgebaut werden, den andere Anbieter bereits mit umfangreichen Angeboten bedienen.⁴

Im Rahmen dieser Publikation soll daher auf einige ausgewählte Aspekte des Börsenganges eingegangen werden.

1. Parallelen zum Börsengang der Rocket Internet AG

Erstaunlicherweise weist der Börsengang der Auto1 Group SE viele Parallelen zum Börsengang der Rocket Internet AG aus dem Jahre 2015 auf.⁵ Auch hier wird eine Beteiligung mit einem hohen Emissionsvolumen an einer Gesellschaft an die Börse gebracht, deren Geschäftsmodell schwer zu beurteilen ist, und letztlich wohl als spekulativ gelten kann. Obwohl der Wert von einem breiten Börsenpublikum nur wenig Interesse erfährt, führt die Emission zu sehr hohen

¹ Mitteilung der Auto1 Group SE vom 02.02.2021.

² So lauten zumindest die Risikohinweise im Wertpapierprospekt vom 25.01.2021, Seite 3 ff.

³ Mitteilung der Auto1 Group SE vom 23.03.2021.

⁴ So weist die vom Allianz-Konzern unterstützte Instamotion am 14.07.2021 ein wesentlich größeres Angebot an Gebrauchtwagen als Autohero auf. So finden sich bei Instamotion bspw. 214 Audi Q 5 Gebrauchtwagen, bei Autohero jedoch nur 4 Angebote. Immerhin finden sich bei Autohero 33 C-Klassen von Mercedes-Benz, bei Instamotion sind dies jedoch 156 unterschiedliche Fahrzeuge.

⁵ Zu den Besonderheiten des Börsengangs der Rocket Internet AG siehe Artikel des Verfassers vom 02.06.2015; <https://www.rechtsanwalt-podhorsky.de/publikationen/>.

Kurssteigerungen in kurzer Zeit.⁶ Genau wie die Rocket Internet AG wird auch die Auto1 Group SE zunächst in den S-Dax aufgenommen, nach kurzer Zeit erfolgt dann die Aufnahme in den M-Dax.⁷

Trotz hohem nominellen Emissionserlös wird nur ein geringer Streubesitz auf dem Markt platziert. Die meisten emittierten Aktien verbleiben bei institutionellen Investoren.⁸ Das gehandelte Tagesvolumen der Wertpapiere auf Xetra beträgt nur einen Bruchteil der hohen Marktkapitalisierung.⁹ Nachdem die Emission erfolgreich abgeschlossen ist, bröckelt der Kurs von seinem beeindruckenden Höchstkurs bei geringem Volumen langsam ab. Unverbindliche Haltefristen (Anteile können mit Zustimmung der die Emission begleitenden Banken veräußert werden) schützen neue Anleger nicht vor erheblichen Platzierungen der Altaktionäre.¹⁰ Schließlich droht nach sechs Monaten nach dem Börsengang in beiden Fällen das Ende der Haltefrist für Altaktionäre. Zumindest bei der Rocket Internet AG war diese Konstellation die Grundlage für weitere empfindliche Kursverluste bei der Aktie.

2. Haltefristen im Wertpapieremissionsprospekt

Im Wertpapierprospekt der Gesellschaft ist eine Haltefrist für Altaktionäre von 180 Tagen festgelegt.¹¹ Allerdings handelt es sich bei der Haltefrist um keine verbindliche Haltefrist, die eine Veräußerung von Anteilen der Altaktionäre verbietet. Vielmehr dürfen in den ersten 180 nach der Börsennotiz am 04.02.2021 Aktien nur mit Zustimmung der Konsortialbanken veräußert werden. Diese rechtlich sehr unverbindliche Regelung führte in der Folge auch tatsächlich dazu, dass bereits vor Ablauf der Halteperiode ca. 5% des Stammkapital am Markt platziert wurden.¹² Naturgemäß führte diese Positionierung der Altaktionäre zu erheblichen Kursverlusten, schließlich wird der Eindruck erweckt, dass nach der Aufnahme in den relevanten Kursindex M-Dax mit *dem Abkassieren* begonnen werden kann.

⁶ Nachdem die Aktien zu 38,00 EUR angeboten wurden, lag die Erstnotiz bei 55,00 EUR. Nach dem Kurshoch bei 56,76 EUR kam es jedoch in der Folge zu Kursrückgängen auf den Angebotspreis von ca. 38,00 EUR.

⁷ Die Aufnahme der Auto1 Group SE in den M-Dax wurde zum 21.06.2021 wirksam, siehe Ad-hoc-Mitteilung vom 04.06.2021. Nur ca. einen Monat früher zum 10.05.2021 erfolgte die Aufnahme in den S-Dax, siehe Ad-hoc-Mitteilung vom 06.05.2021.

⁸ Auch hier zeichnen *Cornerstone-Investoren* vorab einen Großteil der Emission zum Angebotspreis. Im Falle der Auto1 Group SE kommen 300 Mio. Euro von den Fonds der Lone Pine Associates LLC, Wertpapierprospekt vom 25.01.2021, Seite S-15.

⁹ Trotz Milliardenbewertung liegen die Xetra-Umsätze stets nur in einem niedrigen Millionenbereich. Daher können auch nur geringe Käufe/Verkäufe zu erheblichen Kursbewegungen führen.

¹⁰ Im Falle der Rocket Internet AG wurden die Anteile der Altaktionäre über einen längeren Zeitraum als 12 Monate veräußert; nur um die Gesellschaft zu Tiefstkursen mit Delisting-Angebot vom 01.10.2020 wieder von der Börse zu nehmen.

¹¹ Wertpapierprospekt vom 25.01.2021, Seite 33 f.

¹² Am 02.06.2021 wurde bekannt, dass praktisch alle Großaktionäre 9,7 Millionen Aktien zu 41,00 EUR bei institutionellen Investoren platziert hatten, dies entsprach fast 5% der jeweiligen Anteile.

In dieser Hinsicht wäre es wünschenswert, wenn die Anforderungen des Prime Standard und der Deutschen Börse AG für eine Notiz in den relevanten Performanceindizes mit einer strengen *Lock-Up-Frist* für Altaktionäre verbunden wären. Hierbei wäre es aus Aktionärsicht hilfreich, wenn eine Mindesthaltedauer von 12 Monaten für Altaktionäre bestehen würde. Zudem ist es wenig hilfreich, wenn die Konsortialbanken der Neuemission zu Platzierungen vor Ablauf der Haltefristen ihre Zustimmung erteilen können. Schließlich dürften diese vorrangig ihre Provisionserlöse im Blick haben, eine transparente und faire Preisbildung wird hierdurch nicht gefördert.

3. Aufnahme in Aktienindizes

Die Aufnahme der Auto1 Group SE in die Aktienperformanceindizes S-Dax und M-Dax ist aus aktienrechtlicher Sicht kritisch zu beurteilen. Gerade in Verbindung mit dem geringen Streubesitz der Gesellschaft wirkt diese Aufnahme einer fairen Preisbildung des Aktienkurses entgegen. Schließlich dürfte den Altaktionären bekannt sein, dass eine Vielzahl von Publikumsfonds und ETFs sich streng an diesen Indizes orientieren, und somit die Aktien (unabhängig von deren Preis) erwerben müssen. Da die Marktkapitalisierung des Streubesitzes bei ca. 3 Milliarden Euro liegen dürfte, ist mit einer Indexgewichtung von mindestens 1-Prozentpunkt im M-Dax zu rechnen.¹³

Erfahrungsgemäß liegen daher 5-10% der Anteile der Aktiengesellschaften im M-Dax in passiven Finanzprodukten, die sich über Bewertungsfragen keine Gedanken machen. Folglich dürfte genau wie bei der Rocket Internet AG die Verbindung von geringem Streubesitz und dem Ende der Haltefrist ein wesentliches Risiko für die weitere Kursentwicklung der Auto1 Group SE Aktie liegen. Schließlich ist es ein leichtes, mit Hilfe der Stabilisierungsbanken im Nachgang des IPO für ein attraktives Kursniveau zu sorgen. Die Abverkäufe durch die Altaktionäre werden zunächst durch die passiven Anleger aufgrund der Aufnahme in den M-Dax abgedeckt.

¹³ Die Marktkapitalisierung der Auto1 Group SE liegt am 14.07.2021 bei ca. 8,2 Milliarden Euro. Da der Streubesitz mit ca. 33 % angegeben wird, dürfte der Streubesitz eine Marktkapitalisierung von ca. 3 Milliarden Euro aufweisen. Soweit auch Aktionäre mit mehr als 3% dem Streubesitz zugerechnet werden (Morgan Stanley 4,9 %, Fidelity Management 3,1 %, Lone Pine Capital 3,1 %), kann der Streubesitz auch mit 43% bewertet werden. Schließlich sieht die Definition der Deutschen Börse Anteile von mehr als 5-Prozentpunkten als Festbesitz an.

Vor dem Hintergrund, dass mit Ablauf der weichen Haltefrist Anfang August 2021 mit weiteren Verkäufen der Altaktionäre zu rechnen ist, bestehen für neue Anleger daher erhebliche Kursrisiken. Aus aktienrechtlicher Sicht und im Sinne eines verbesserten Verbraucherschutzes erscheinen die aktuellen Regelungen der Deutschen Börse für die Indexaufnahme nicht angemessen. Es ist sicherlich nicht zielführend, dass Gesellschaften, die noch niemals einen Gewinn in Bezug auf ein ganzes Geschäftsjahr ausweisen konnten, in nur vier Monaten nach der Erstemission bereits in einen kapitalstarken Index wie den M-Dax aufgenommen werden.

Ähnlich wie im amerikanischen S&P Kursindex sollte vor einer Aufnahme in den Index zumindest im Quartal vor der Aufnahme schwarze Zahlen geschrieben werden. Zudem sollten die vier Quartale vor der Aufnahme einen Gesamtgewinn aufweisen.

Dadurch kann vermieden werden, dass Konsortialbanken Platzierungen von spekulativen Gesellschaften zulasten der passiven Investoren der Aktienindices vornehmen. Schließlich würden etwaigen weiteren Platzierungsverlusten der Anstieg der Marktkapitalisierung des Streubesitzes entgegenwirken. Somit können die Altaktionäre sich ihrer spekulativen Anteile in gewissem Rahmen entledigen, ohne dass die Gewichtung der Gesellschaft im M-Dax hiervon Schaden nimmt.

4. Hohe Kostenstruktur des Börsenganges

Bereits im Emissionsprospekt werden die Gesamtkosten der Emission mit 53,5 Mio. Euro bei einer Zuteilung innerhalb der mittleren Preisspanne angegeben.¹⁴ Diese dürften mit Zuteilung der Aktien am oberen Ende der Preisspanne geringfügig höher ausgefallen sein. Im Quartalsbericht zum ersten Quartal 2021 werden jedoch weitere Kosten von ca. 200 Mio. Euro aus anteilsbasierten Vergütungen ausgewiesen.¹⁵ Hierbei wurden ca. 2,2 % des Grundkapitals durch Herausgabe von ca. 4,5 Mio. neuer Aktien an die Gründer erhöht. Zudem dürfte das Grundkapital demnächst erneut um ca. 0,6 % erhöht werden, damit weitere Ansprüche aus anteilsbasierter Vergütung befriedigt werden können.¹⁶ Hieraus dürften weitere 50 Mio. Euro an Kosten entstehen.

¹⁴ Wertpapierprospekt vom 25.01.2021, Seite S-16.

¹⁵ Q1 Bericht 2021 vom 19.05.2021, Seite 13; Mitteilung vom 23.03.2021.

¹⁶ Mitteilung vom 23.03.2021, Abs. 3.

Unter Corporate-Governance-Gesichtspunkten erscheinen derart hohe Kosten für eine verlustschreibende Gesellschaft nicht angemessen. Auch insoweit sollte der geregelte Markt (Prime Standard) konkrete Regeln für die Aufnahme stellen. Sicherlich sollte ein erfolgreicher Börsengang auch eine hohe anteilsbasierte Vergütung der Führungskräfte ermöglichen, allerdings dürfte erst im Jahre 2022 feststehen, ob die Auto1 Group SE auch wirklich erfolgreich an die Börse gegangen ist. Insoweit sind langfristige Haltefristen für die anteilsbasierte Vergütung von Führungskräften eine Grundlage für eine gesunde Aktienkultur. Das aktuelle regulatorische Umfeld scheint hingegen eher danach ausgerichtet zu sein, auf welchem Wege sich die meisten Erlöse für die Konsortialbanken generieren lassen.

5. Zusammenfassung

Zunächst bleibt natürlich abzuwarten, ob die Entwicklung des Aktienkurses der Auto1 Group SE in Zukunft tatsächlich negativ verlaufen wird. Die bisherigen Veröffentlichungen der Gesellschaft lassen jedoch befürchten, dass die Altaktionäre versuchen werden, möglichst viele Stücke zu einer hohen Bewertung zu veräußern. Die rechtlichen Grundlagen sind mit kurzen, unverbindlichen Haltefristen und einem geringen Streubesitz gelegt.

Auch das mangelnde Interesse von Privatanlegern dürfte für wenig Kursunterstützung sorgen, wenn der Wettlauf der Altaktionäre mit Aktienplatzierungen beginnt. Von Seiten des regulatorischen Umfeldes wäre es zu wünschen, dass Börsengänge mit einer derart hohen Marktkapitalisierung von fast 10 Milliarden Euro strengerer Regeln unterworfen wären.

Insgesamt entsteht der Eindruck, dass die Konsortialbanken Neuemissionen im Milliardenbereich unterstützen, um nach Aufnahme in den relevanten M-Dax dann bei weiteren Platzierungen zusätzliche Erträge zu erwirtschaften. Gerade wenn der privaten Altersvorsorge in der Niedrigzinsphase mit indexorientierten, standardisierten ETFs auf die Sprünge geholfen werden soll, wäre es die Aufgabe der Indexbetreiber (hier der Deutsche Börse AG) für eine transparente Preisbildung zu sorgen. Diese kann jedoch nur durch klar normierte Regelungen in Hinblick auf die Haltefrist der Altaktionäre und die Ertragsfähigkeit der Gesellschaft geschehen.

Autor:

Rechtsanwalt Dr. Roman Podhorsky

Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht, Bankkaufmann

Datum der Erstveröffentlichung: 14.07.2021

Kontakt:

Sankt-Josefs-Kirchplatz 1

48153 Münster

info@rechtsanwalt-podhorsky.de

www.rechtsanwalt-podhorsky.de

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine unverbindliche Kundgabe der rechtlichen Auffassung des Verfassers. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar, sie dienen vielmehr allgemeinen Informationszwecken. Die sich in diesem Artikel befindlichen Inhalte geben keine Empfehlung seitens des Verfassers zum Kaufen, Verkaufen, oder Halten des betroffenen Wertpapiers ab. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern können. Soweit einzelne Formulierungen oder Hinweise scheinbar zu einer Handlung auffordern, ist der Verfasser nicht für tatsächliche Transaktionen des Lesers verantwortlich zu machen. Allen Informationen liegen Quellen zugrunde, die der Verfasser für vertraulich erachtet. Für die Richtigkeit der Quellen und Angaben übernimmt der Verfasser keine Garantie.

Der Verfasser partizipiert durch das Halten von derivativen Finanzinstrumenten an fallenden Notierungen der Auto1 Group SE (ISIN DE000A2LQ884).

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Ländern veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils gültigen Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den Vereinigten Staaten von Amerika sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder in den USA ansässige Personen, ist untersagt. Bei Nachdruck oder Kopien des veröffentlichten Beitrags ist ein Verweis auf den Verfasser anzugeben.