

## SONDERFORSCHUNGSBEREICH 504

Rationalitätskonzepte,  
Entscheidungsverhalten und  
ökonomische Modellierung

No. 04-25

**Bedeutung des Börsenkurses im Rahmen der  
Unternehmensbewertung**

Martin Weber\*  
and Jens Wuestemann\*\*

July 2004

Financial support from the Deutsche Forschungsgemeinschaft, SFB 504, at the University of Mannheim, is gratefully acknowledged. The editors would like to thank all discussants for participating in the symposium.

\*Lehrstuhl für ABWL, Finanzwirtschaft, insb. Bankbetriebslehre, email: [weber@bank.bwl.uni-mannheim.de](mailto:weber@bank.bwl.uni-mannheim.de)

\*\*Lehrstuhl für ABWL und Wirtschaftsprüfung, email: [wuestemann@bwl.uni-mannheim.de](mailto:wuestemann@bwl.uni-mannheim.de)



Universität Mannheim  
L 13,15  
68131 Mannheim

**Ergebnispapier zum Symposium**  
**vom 29.01.2004**

Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre  
und Finanzwirtschaft, insbes. Bankbetriebslehre  
Prof. Dr. Martin Weber

Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre  
und Wirtschaftsprüfung  
Prof. Dr. Jens Wüstemann

## Inhaltsübersicht

<b>INHALTSÜBERSICHT .....</b>	<b>III</b>
<b>TEILNEHMER .....</b>	<b>IV</b>
<b>I. BÖRSENKURS UND UNTERNEHMENSBEWERTUNG NACH BERUFSSTÄNDISCHEN FACHNORMEN (IDW-STANDARDS).....</b>	<b>1</b>
A. THESENPAPIER VON HERRN PROF. WÜSTEMANN .....	1
B. DISKUSSION.....	4
<b>II BÖRSENKURS: ERMITTLUNG UND KONKRETISIERUNG.....</b>	<b>11</b>
A. THESENPAPIER VON HERRN PROF. WEBER.....	11
B. DISKUSSION.....	13
<b>III ANWENDBARKEIT DES BÖRSENKURSES.....</b>	<b>24</b>
A. THESENPAPIER VON HERRN DR. RIEGGER.....	24
B. DISKUSSION.....	26

## Teilnehmer

### Podium

Dr. Decher, Christian  
Freshfields Bruckhaus Deringer, Frankfurt am Main

WP/StB Grün, Andreas  
PwC Deutsche Revision AG, Frankfurt am Main

Dr. Riegger, Bodo  
Gleiss Lutz Rechtsanwälte, Stuttgart

Präsident Stilz, Eberhard  
OLG Stuttgart

Vors. Richter Wösthoff, Meinrad  
LG Frankfurt am Main

Prof. Dr. Weber, Martin  
Universität Mannheim

Prof. Dr. Wüstemann, Jens  
Universität Mannheim

### Gäste

Dr. Angersbach, Carsten J.  
Freshfields Bruckhaus Deringer, Frankfurt am Main

Stellv. Vors. Richter Dr. Drescher  
OLG Stuttgart

Kempelmann, Sabine  
Freshfields Bruckhaus Deringer, Frankfurt am Main

Dr. Wasmann, Dirk  
Gleiss Lutz Rechtsanwälte, Stuttgart

---

Universitätsangehörige

Bischof, Jannis  
Universität Mannheim

Burghardt, Stephan  
Universität Mannheim

Elsland, Silvia  
Universität Mannheim

Dr. Glaser, Markus  
Universität Mannheim

Grunert, Jens  
Universität Mannheim

Koch, Christopher  
Universität Mannheim

Dr. Nöth, Markus  
Universität Mannheim

Norden, Lars  
Universität Mannheim

Reifschneider, Christina  
Universität Mannheim

Sautner, Zacharias  
Universität Mannheim

Schmitz, Philipp  
Universität Mannheim

Vossmann, Frank  
Universität Mannheim

Welfens, Frank  
Universität Mannheim

---

# **I. Börsenkurs und Unternehmensbewertung nach berufsständischen Fachnormen (IDW-Standards)**

## **A. Thesenpapier von Herrn Prof. Wüstemann**

### **1. Unternehmenswerte**

1. Bewerten heißt vergleichen. Unternehmenswerte und Unternehmensanteile sind tatsächliche oder potentielle Preise. In der Betriebswirtschaftslehre wurde die Konzeption von „wahren Werten“ (so aber BGH, NJW 1967, 1464; BVerfGE 100, 289) in den 70er Jahren des letzten Jahrhunderts aufgegeben. Hierbei handelt es sich aber (vermutlich) lediglich um einen Scheinunterschied: Man wird „wahr“ als „zweckadäquat“ und „adressatengerecht“ interpretieren können.

### **2. Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts v. 27.4.1999 1 BvR 1613/94**

2. Unternehmensbewertungsanlässe sind im interessierenden Zusammenhang zahlreich (z.B. §§ 304, 305, 320b, 327a ff. AktG, § 12 UmwG, § 38 BörsG (BGH, Der Konzern 2003, 226), § 10 ff. WpÜG; vgl. zu Einzelheiten III). Das Bundesverfassungsgericht fordert für die von der entsprechenden Mehrheit erzwingbare Aufgabe der jeweils relevanten Rechte der Anteilseigner an einem Unternehmen hierbei die „volle Entschädigung“ bzw. „volle Abfindung“ (BVerfGE 14, 263; 100, 289). Dies schließt einen der Entschädigung bei Enteignung zum Wohl der Allgemeinheit (BVerfGE 24, 367) vergleichbaren Wert aus.

3. Die Rechtsprechung war bislang von einer Unmaßgeblichkeit des Börsenwertes ausgegangen. Als Gründe wurden Marktstrukturmerkmale, zufallsbedingte Einflüsse und nicht wertbezogene Faktoren geltend gemacht (BGH, AG 1967, 264). In (inhaltlicher) Fortsetzung älterer Entscheidungen (OLG Hamm v. 23.1.1963) – aber in Abkehr von der bisherigen Rechtsprechung – gilt nunmehr der Grundsatz, dass es aus verfassungsrechtlichen Gründen unvereinbar ist, „bei der Bestimmung der Abfindung oder des Ausgleichs für außenstehende Aktionäre ... den Börsenkurs außer Betracht zu lassen“ (BVerfGE 100, 289). Aus dem Urteil ergibt sich sinngemäß eine (entkräftbare) Typisierung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung.

---

### 3. Unternehmensbewertung nach IDW-Standards

4. In Übereinstimmung mit der betriebswirtschaftlichen Theorie wird der Unternehmenswert nach der fachtechnischen Norm IDW S1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer – IDW – für Anlässe, die keiner Objektivierungsdominanz unterliegen, als Zukunftserfolgswert verstanden. Es handelt sich um zukünftige Ertrags- und Zahlungsströme, die mit einem adäquaten Kapitalisierungszinssatz bewertet werden. Inhaltlich handelt es sich um einen Vergleich mit der besten dem Bewertungsadressaten zustehenden Alternativenanlage. Im einzelnen sind sowohl Discounted-Cash-Flow-Verfahren – DCF – als auch Ertragswertverfahren – EW – zweckadäquat. Letztere sind (auch höchstrichterlich) vielfach bestätigt worden (z.B. BVerfGE 100, 289); aus gutem Grund gilt aber insofern auch eine Methodenoffenheit für anwendbare Verfahren (z.B. OLG Celle, DB 1979, 1031).

5. Die fachtechnischen Normen (IDW S 1 (2000)), die keinesfalls als bindender Rechtsmaßstab anzusehen sind (Selbstregulierungsverbot), schreiben eine Berücksichtigung des Börsenkurses bei der Unternehmensbewertung nunmehr fest: Dessen Bedeutung liegt hierbei in der „Plausibilitätsbeurteilung“ der ermittelten Unternehmenswerte: „Bei einigen speziellen Unternehmensbewertungsanlässen ... ist der Verkehrswert von börsennotierten Aktien nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs zu ermitteln“ (dort Tz. 14 ff.).

### 4. Relevanz von Börsenkursen im Rahmen der Unternehmensbewertung

6. Betriebswirtschaftlich betrachtet ist der Verkehrswert direkt grenzpreisrelevant, aber nur als Untergrenze: Läge der angemessene Preis für den Bewertungsadressaten unterhalb des Börsenkurses, so würde er den Anteil verkaufen. Verkauft der Bewertungsadressat den Anteil nicht, ist dies gerade Ausdruck eines über dem Börsenkurs liegenden Werts.

7. Ein funktionierender Kapitalmarkt preist *öffentlich* verfügbare Informationen ein. Ein voller Ausgleich erfordert aber mit besten Gründen auch die Berücksichtigung stiller Reserven (BGH, WM 1978, 401) und anderer geschäftswertbildender Wertkomponenten. Es gibt eine Vielzahl solcher wertrelevanten Informationen, die nicht eingepreist sind und für die dennoch keine Veröffentlichungsverpflichtung besteht, auch nicht nach § 15 WpHG. Dies hängt zum einen mit Wertungen zusammen (vgl. nur § 131 Abs. 3 AktG und BVerfG v. 20.9.1999 1 BvR 168/93), zum anderen mit der Gesamtdisposition kapitalmarktrechtlicher Publikationspflichten (auch für die USA: z.B. In re Time Warner, 9 F.3d 259 (2<sup>nd</sup> Cir. 1993); bereits Otis & Co. v. SEC, 106 F.2d 579 (6<sup>th</sup> Cir. 1939)). Es ist in einer Wettbewerbswirt-

schaft auch gar nicht anders denkbar. Unternehmensbezogene Informationen dieser Art sind aber Bestandteil der (sachgerechten) Bewertungsgutachten (Bsp.: Bilanzierungsannahmen, Gewinnmargen, Planungsrechnungen, Investitionsprogramme, kalkulatorische Zinsen, stille Reserven, Korrektur von Preis- und Mengengerüsten in der GuV, Patententwicklungen, etc.).

8. Der Verkehrswert als Untergrenze ist eine im Sinne des (wohlverstandenen) Minderheitenschutzes sehr zu begrüßende Wertung. Er verhindert grobe Bewertungsverstöße. Dies ist m.E. die eigentliche Bedeutung der BVerfG-Entscheidung. Zwei Probleme ergeben sich aber unmittelbar: Zum einen handelt es sich um einen „hypothetischen“ Verkehrswert, da es zum Bewertungszeitpunkt gerade keinen Handel zu üblichen Marktbedingungen gibt (vgl. zu Einzelheiten II). Des weiteren berücksichtigt er selbst bei strenger Effizienz der Märkte (also dann, wenn es überhaupt keine privaten, wertrelevanten Informationen gibt) nicht die sich durch die Maßnahme ergebenden Vorteile beim Abzufindenden (und seien dies nur die ersparten Hauptversammlungskosten). In einem fairen Verfahren müsste man diese Vorteile aber zwischen den Parteien aufteilen (weil sie verhandlungsrelevant sind). Ein generelle Festsetzung zum Verkehrswert würde mithin in der Tendenz einer „Enteignung“ gleichen, die im Widerspruch zu These 2 steht.

## **5. Zukunft des Börsenkurses**

9. Fallgruppe 1: Zu erwarten ist, dass bei Marktverhältnissen, die den höchstrichterlichen Ansprüchen genügen, die Abfindungsangebote den Börsenkurs als Untergrenze ohnehin respektieren. Der „volle Ausgleich“ wird aber dennoch regelmäßig eine Unternehmensbewertung nach bisherigen Grundsätzen erforderlich machen (Börsenkurs als Zusatzkriterium). Eine Gleichsetzung des „vollen“ Ausgleichs mit dem Börsenkurs benachteiligt systematisch die Abzufindenden; dieser Preis wäre für eine Typisierung (die auch nicht in BVerfGE 100, 289 angelegt ist: „mindestens“ (dort 309)) in Nichtbagatelle-Fällen (Wesentlichkeitsargument) zu hoch (so aber in der Tendenz wohl OLG Stuttgart, DB 2003, 2429, 2430: „Schätzungsgrundlage“ EW „oder“ Börsenkurse; höherer Wert nur, wenn Gutachten diesen „überzeugend zu begründen vermag“). Ein (seriöses, unabhängiges) Unternehmensbewertungsgutachten wird man mithin in aller Regel als „überzeugende“ Begründung in diesem Sinne sehen müssen.

10. Fallgruppe 2: Bei mit guten Gründen angreifbaren Marktverhältnissen wird der Börsenkurs relevanter werden als bislang, weil eine Unterschreitung denkbar wird. Gerade bei diesen Marktverhältnissen versagt aber die Objektivierungs- und Typisierungsfunktion des Börsen-

---

---

kurses: Ähnlich wie bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie wird hier das Sachverständigenmessen eine zentrale Rolle spielen (vgl. zu Einzelheiten II).

## **B. Diskussion**

---

*Das Konzept des „wahren Wertes“ wurde in der Betriebswirtschaftslehre bereits in den 1970er Jahren verworfen, seither wird vom „zweckadäquaten“ und „adressatengerechten Wert“ gesprochen. Welcher Wert ist Ihrer Ansicht nach gesucht?*

---

### **Christian Decher**

Nicht ein wahrer sondern ein angemessener Wert soll ermittelt werden, das heißt nicht, dass es nur einen einzigen richtigen Wert gibt, beispielsweise kommt es bei Verschmelzungen vielmehr auf die Wertrelation an. Die Ermittlung eines einzigen Wertes würde eine Scheingenauigkeit vortäuschen, besser ist die Angabe von Bandbreiten. Genaue Wertangaben sind durch die zahlreichen Schwierigkeiten, die sämtlichen Bewertungsmethoden in der Praxis anhaften, nicht seriös möglich.

### **Andreas Grün**

Unternehmensbewertungen werden in der Praxis aus den verschiedensten Anlässen und zu den unterschiedlichsten Zwecken durchgeführt. Beispielhaft zu nennen wären Bewertungen aufgrund von aktienrechtlichen oder umwandlungsrechtlichen Vorschriften, gerichtlichen Nachprüfungen, vertraglichen Vereinbarungen oder einfach aufgrund freiwilliger unternehmerischer Initiative.

Die Adressaten der Bewertungsergebnisse haben subjektiv geprägte, unterschiedliche Vorstellungen über Stärken und Schwächen des Unternehmens und das Markt- und Wettbewerbsumfeld. Damit bestehen auch subjektive Vorstellungen über den Unternehmenswert. Demzufolge kann der durch einen Gutachter ermittelte Unternehmenswert kein einwertiger, in seiner absoluten Höhe feststehender Wert sein. Infolge der unterschiedlichen Interessen der in eine Unternehmensbewertung involvierten Parteien ergibt sich aus den subjektiven Entscheidungswerten ein potenzieller Einigungsbereich, der durch die Preisuntergrenze des Verkäufers und die Preisobergrenze des Käufers definiert ist.

---

Festzuhalten bleibt, dass der gesuchte Wert vom Bewertungsanlass und der Funktion des Bewertungsgutachters abhängt und der wahre, einwertige Wert des Unternehmens nicht existiert.

### **Bodo Riegger**

Gesucht ist der wahre Wert des Unternehmens, man spricht auch vom inneren Wert. Daneben muss bei börsennotierten Unternehmen die Verkehrsfähigkeit der Aktie berücksichtigt werden. Ginge es um den Verkehrswert, wäre der Wert eines unverkäuflichen KG-Anteils gleich null, selbst wenn die Gesellschaft hoch profitabel ist.

### **Eberhard Stilz**

Leider hat sich die Abkehr der Betriebswirtschaftslehre von der Suche nach einem „wahren“ Wert unter den Juristen noch nicht ausreichend herumgesprochen. Gesucht ist in unserem Zusammenhang der Verkehrswert. Dieser muss jedoch nicht mit dem Börsenkurs identisch sein. Vielmehr ist der Börsenkurs nur eine Methode zur Ermittlung des Verkehrswertes. Diese Methode ist der mit vielen Unsicherheiten behafteten Ertragswertmethode grundsätzlich überlegen. Im Übrigen ist es etwa bei der Bewertung von Grundstücken im Verfahren absolut üblich, zuerst einen vorhandenen Marktpreis als Wertmaßstab heranzuziehen. Dies ist insofern gerechtfertigt, als sich der Wert einer Sache generell nur durch ihre Beziehung zur Außenwelt bestimmt. Das bedeutet jedoch nicht, dass eine gerade nicht handelbare Sache keinen Verkehrswert besitzt. Auf einen inneren oder wahren Wert kann es nicht ankommen.

### **Carsten Angersbach**

Gesucht ist der Preis des Unternehmens, ein innerer Wert kann daher nicht gesucht sein. Ein Gutachter ermittelt einen potenziellen Preis, dagegen ist der Börsenkurs der tatsächliche Preis des Unternehmens. Insofern ist nicht einzusehen, weswegen dieser Preis nicht dem gesuchten Wert des Unternehmens entsprechen sollte.

### **Dirk Wasmann**

Was nicht verkehrsfähig ist kann keinen Verkehrswert haben. Das BVerfG gesteht den Aktionären bereits im Feldmühle-Urteil den inneren Wert zu, gleichzeitig kann davon ausgegangen

---

werden, dass die Kleinaktionäre nicht auf die Ertragskraft des Unternehmens, sondern auf den Aktienkurs achten. Insofern muss der Aktionär den höheren der beiden Werte bekommen. Für eine Aufteilung des Vorteileffekts besteht keine zwingende Begründung.

### **Jens Wüstemann**

Der Verkehrswert einer Aktie ist der Anteilspreis für jeden beliebigen Dritten, dieser kann nicht gesucht sein, wenn ein ganzes Unternehmen bewertet wird. Gesucht ist der Unternehmenswert für einen bestimmten „Dritten“, nämlich der potenzielle Preis aus Sicht des Bewertungsadressaten. Deshalb müssen auch, sofern sie sachgerecht und objektiviert ermittelt werden, mögliche Vorteile, die aus der Transaktion für den bestimmten „Dritten“ entstehen, berücksichtigt werden. Dabei sollte ein Vorteilseffekt des Kaufs zwischen beiden Parteien aufgeteilt werden; auch ausscheidende Minderheiten partizipieren an ihm, ebenso wie die Mehrheit. Um Minderheitenschutz zu gewährleisten, wird der Preis regelmäßig über dem Börsenkurs liegen. Man kann ihn, auch aus Minderheitenschutzgründen, nicht mit dem Börsenkurs gleichsetzen.

---

*Ist die Analystenbewertung ( → Marktbewertung) der Bewertung durch einen Gutachter überlegen? Hat der Gutachter mehr oder weniger Informationen als der Markt und insbesondere die Analysten?*

---

### **Christian Decher**

Die theoretisch überzeugenderen Wertermittlungsmethoden sind die Ertragswertmethode und die DCF-Methode, also die Bewertung durch einen Gutachter. Problematisch ist bei beiden jedoch die praktische Anwendung. Dadurch können beide Methoden in der Regel lediglich Bandbreiten plausibler Werte liefern. Gerade für die Jurisprudenz ist daher der Börsenkurs ein geeignetes Instrument, aus solchen Bandbreiten auf einfache Art einen plausiblen Einzelwert zu ermitteln.

### **Andreas Grün**

Da noch vor 20 oder 30 Jahren sehr selten repräsentative Börsenkurse zur Verfügung standen, Unternehmensbewertung aber aus den verschiedensten Anlässen heraus notwendig waren,

---

wurden alternative Verfahren, beispielsweise die in Deutschland weit verbreitete Ertragswertmethode, herangezogen.

Natürlich können damit keine genauen Punktwerte, sondern eben lediglich Bandbreiten bestimmt werden. Da jedoch etwa bei einer Barabfindung im Rahmen eines Squeeze-Out ein Punktbetrag benötigt wird, muss die Wertbandbreite zu einer einwertigen Größe, im Falle des Squeeze-Out auf den maßgeblichen Abfindungsbetrag, verdichtet werden.

Hierzu kann der Börsenkurs i. S. der aktuellen Rechtsprechung als abfindungsrelevanter Wertmaßstab dienen, indem er etwa die Abfindungsuntergrenze bestimmt. Damit dient er jedenfalls dem Minderheitenschutz. Entsprechend der mittlerweile verbesserten Funktionsfähigkeit der Börsen findet der Börsenkurs als Plausibilisierungsinstrumentarium auch in den berufsständischen Grundsätzen zur Unternehmensbewertung (IDW S 1) seinen Niederschlag.

Eine echte Abwägung zwischen Gutachterwert und Börsenwert kann es nicht geben, da das generelle Problem nicht die verwandten Methoden, sondern die eingesetzten Daten sind und vor einer Fehleinschätzung weder der Gutachter noch der Markt sicher sind. Schließlich sind die Wertermittlung von Gutachter und Analyst artverwandt: Beide verwenden zukunftsgerichtete Informationen. Diese stammen zwar aus verschiedenen Quellen, müssen aber aufgrund ihrer Zukunftsbezogenheit auf Plausibilität überprüft werden. Sofern Gutachterwert und Börsenwert differieren, müssen die Ursachen dafür gefunden werden, wie etwa die Verwendung unplausibler Daten oder Marktprobleme. Vorteilhaft bei der Ermittlung eines Gutachterwertes ist natürlich die Tatsache, dass die unternehmensspezifischen Prognosedaten aus „erster Hand“ von denjenigen zur Verfügung gestellt werden, die diese auch erstellt haben. Insoweit können hinsichtlich der zwingend erforderlichen Plausibilisierung der Plandaten höchste Ansprüche gestellt werden.

### **Bodo Riegger**

Der Ertragswert besitzt die höhere Glaubwürdigkeit. Börsenkurse sind auch von bedeutenden weltpolitischen Ereignissen abhängig. Ein Kurssturz, etwa in Folge eines terroristischen Anschlags, spiegelt sich jedoch in der Regel nicht in einem Verfall des inneren Unternehmenswertes wider.

---

**Eberhard Stilz**

Die Bewertung mit Hilfe der Ertragswertmethode hat den Nachteil der Verwendung unsicherer Informationen, schließlich sind nur Vergangenheitswerte, allenfalls Gegenwartswerte verlässlich, die relevanten Zukunftsinformationen sind unsicher. Insofern ist fraglich, weswegen diese Methode hilfreich sein sollte. Tatsächlich liefert in der Regel jeder Gutachter einen unterschiedlichen Wert. Da die Analysten grundsätzlich auch bewerten, sollte der Börsenkurs als Mittel vieler Meinungen verwandt werden.

**Meinrad Wösthoff**

Oftmals wird als Argument für eine Bewertung durch Gutachter hervorgehoben, dass diese Informationen aus erster Hand bekämen. Da gerade im Rahmen von Gerichtsverfahren die Gutachten oftmals erst Jahre nach dem Bewertungsstichtag erstellt werden müssen, ist dieses Argument nicht stichhaltig. Als Gutachter muss man sich sozusagen in die Vergangenheit versetzen um von da aus Prognosen zu erstellen. Dazu kommt, dass mit den Sachverhalten vertrautes Personal bis dahin in der Regel nicht mehr im Unternehmen ist. Zudem besteht die große Gefahr, dass werttreibende Faktoren nicht mitgeteilt werden, um die Abfindungszahlung möglichst nicht in die Höhe zu treiben. Allerdings besteht die letztgenannte Schwierigkeit entsprechend für den Aktienkurs.

**Carsten Angersbach**

Der Börsenkurs ist dem Gutachterwert dadurch überlegen, dass er aus vielen Einzelmeinungen gebildet wird. Zudem ist auch das Argument des Informationsvorsprungs des Gutachters unglaubwürdig, da Analysten von den Unternehmen zumindest über wertsteigernde Faktoren umfassend informiert werden. Daher sollte der Börsenkurs immer maßgeblich sein, wenn der Markt funktioniert. Allerdings hat auch die Bewertung anhand des Börsenkurses Nachteile. In Zukunft sollte ein Wettbewerb der Methoden das bessere Verfahren herausbilden.

**Martin Weber**

Grundsätzlich halte ich den Börsenkurs für das sinnvollere Instrument. Hinzu kommt die Frage, wie im Falle eines abweichenden Gutachterwertes vorgegangen werden soll: Wird der Gutachtenwert dann trotz anderer Informationen angepasst?

---

*Sollte der Börsenkurs nur die Untergrenze oder auch die Wertobergrenze darstellen? Wie verstehen Sie das BVerfG in dieser Frage? Halten Sie eine irgendwie geartete Begrenzung durch den Börsenkurs überhaupt für sachgerecht?*

---

### **Christian Decher**

Im Sinne des Minderheitenschutzes ist die Abfindungsbegrenzung nach unten durch den Börsenkurs sicher zu begrüßen. Die Frage ist nun, ob dieser Schutz immer sachgerecht ist. Etwa für Squeeze-Out-Fälle wird dies im Sinne des Artikels 14 GG zu bejahen sein. Bei einer Verschmelzung sehe ich diesen Schutzbedarf jedoch nicht, da ansonsten beispielsweise Premium-Zahlungen aufgrund der Begrenzung durch den Börsenkurs nicht mehr möglich wären.

### **Andreas Grün**

Nach höchstrichterlicher Rechtsprechung ist der Börsenkurs der Untergesellschaft grundsätzlich als Wertuntergrenze bei der Ableitung einer Barabfindung oder bei der Ermittlung von Wertrelationen im Sinne von §§ 304, 305 AktG definiert (Beschluss des BVerfG vom 27.4.1999 und Beschluss des BGH vom 12.3.2001). Diese Begrenzung auf eine Wertuntergrenze ist sachgerecht, da bei der im Vordergrund stehenden Deinvestitionsentscheidung der abzufindenden Minderheit diese ihre Anteile im Regelfall zum Börsenkurs veräußern könnte. Sind bestimmte, nicht öffentlich verfügbare Informationen nicht im Börsenkurs eingepreist, so sind diese im Sinne einer wirtschaftlich vollen Entschädigung dennoch abfindungsrelevant und insoweit bei der Bemessung der Kompensationsleistungen zu berücksichtigen.

Die höheren Anforderungen beim Ansatz eines den Börsenwert übersteigenden Ertragswertes bei der herrschenden Gesellschaft im Sinne der BGH-Rechtsprechung erscheinen unverständlich. Eine Begründung für eine unterschiedliche Vorgehensweise bei herrschender und abhängiger Gesellschaft ist nicht ersichtlich.

---

**Bodo Riegger**

Das BVerfG ist so zu verstehen, dass der Börsenkurs lediglich die Untergrenze der zu bestimmenden Abfindung darstellen kann. Dem Aktionär soll die Chance bleiben mehr zu erhalten, wenn der Ertragswert höher ist.

**Eberhard Stilz**

Anders als der BGH hat sich das BVerfG in dieser Frage nicht abschließend festgelegt. Entscheidend ist grundsätzlich, ob der Unternehmenswert als ganzes oder ein Anteilswert gesucht wird. Zu fragen ist auch, inwieweit der Aktionär schützenswert ist, der sich bewusst für eine risikobehaftete und von unternehmerischen Gestaltungsmöglichkeiten abhängige Investition an der Börse entschieden hat. Ich halte es danach für zumutbar, dass der Börsenkurs zugleich Unter- und Obergrenze der Abfindung darstellt.

**Meinrad Wösthoff**

Die „volle Entschädigung“ und die Maßgabe, den Aktionär nicht schlechter zu stellen als bei einer freien Deinvestitionsentscheidung, sind nicht gleichzustellen. Das BVerfG ist daher so zu verstehen, dass der Börsenkurs lediglich die Untergrenze darstellen kann.

**Carsten Angersbach**

Nach dem BVerfG bildet der Börsenkurs lediglich die Untergrenze. Fraglich ist jedoch, ob diese Entscheidung sachgemäß ist. Meiner Ansicht nach sollte der Börsenkurs gleichzeitig die Ober- und Untergrenze bilden.

---

## II Börsenkurs: Ermittlung und Konkretisierung

### A. Thesenpapier von Herrn Prof. Weber

#### 1. Ausgangspunkt der Überlegungen: idealtypische Welt der Finanzierungstheorie

Theorie: Wert eines Unternehmensanteils ist gleich der Summe der abgezinsten erwarteten Zahlungen, die dem Besitzer des Anteils in der Zukunft zufließen werden.

Praxis: unterschiedliche Erwartungen auf Basis unterschiedlichen Informationsstandes; Unterschied Spekulation und begründete Erwartungsänderung nicht/schwer feststellbar.

Theorie: Kapitalmarkt wird als (informations-)effizient bezeichnet, wenn sich die gesamte verfügbare Information korrekt im Preis widerspiegelt.

Praxis: *noise trader*, d.h. Händler, die keine eigene Information haben, aber trotzdem handeln.

#### 2. Stichtag

Theorie: Tag, der zu einer Veränderung des Gleichgewichtspreises, d.h. einem neuen Gleichgewicht, führt. Ökonomisch korrekter Stichtag: Tag, an dem das die Abfindung auslösende (und somit Erwartungen der Marktteilnehmer ändernde) Ereignis dem Markt erstmalig bekannt wird.

Tag der Hauptversammlung bringt, insbesondere wenn die Mehrheitsverhältnisse des Unternehmens einen Beschluss direkt implizieren, keine neue Information.  
Probleme:

- ➡ Zurechnung der Verbundeffekte
- ➡ Aufzinsen auf Tag der Hauptversammlung

#### 3. Glättung

Theorie: keine Notwendigkeit zur Mittelung der Kurse.

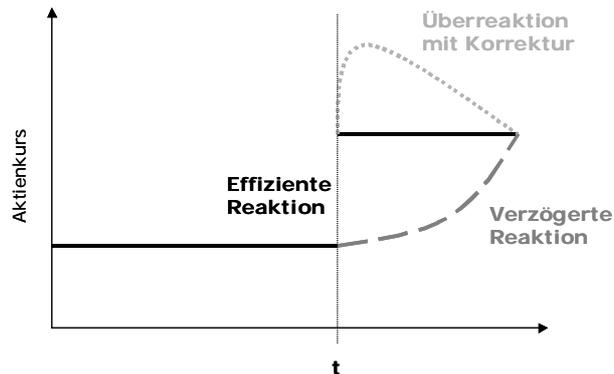
Praxis: Anleger, die nicht aufgrund von Information, d.h. Änderungen von Erwartungen, handeln, bewirken, dass sich der Kurs kurzfristig vom wahren Wert entfernt.

Ausgleich für diese kurzfristigen Abweichungen vom Gleichgewichtspreis durch Mittelung der Kurse über kurzen Zeitraum (genaue Länge ökonomisch nicht begründbar).

---

Längerfristige Mittelung, z.B. über drei Monate, ökonomisch problematisch:

- Logisches Problem,
- Notwendigkeit der Stationarität,
- Vermischung mit anderen Ereignissen,
- Verzögerung der Informationsverarbeitung.



#### 4. Marktengte (USA vs. BRD)

Fehlen eines Ansatzes zur Erklärung der Umsatzgröße. Aus pragmatischen Gründen ist es sinnvoll, Mindestumsatzgrenzen zu definieren, ab denen generell von einem effizienten Markt gesprochen werden kann.

Rechtliche Regelungen zur ausreichenden Liquidität:

Deutschland: § 5 Abs. 4 WpÜG-AV: Börsenkurs kein Indiz des wahren Wertes, wenn: (1) während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt und (2) mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abweichen.

US-amerikanische Rechtsprechung: durchschnittliches wöchentliches Handelsvolumen über 2 % der ausstehenden Aktien als starkes Indiz für einen effizienten Markt, ein Handelsvolumen über 1 % ist substantielles Indiz für einen effizienten Markt.

#### 5. Kursmanipulation

Management des abfindenden Unternehmens kennt den Stichtag und kann damit die Abfindung beeinflussen.

---

Bei größeren Unternehmen ist es schwierig, einen Börsenkurs (mittelfristig) zu manipulieren. Entscheidend ist es, die Liquidität einer Aktie mit in Betracht zu ziehen.

## **6. Anomalien**

= empirisch feststellbare systematische Abweichungen von den Modellvorstellungen

Über-/Unterreaktion auf unerwartete Informationen

Bildung von *bubbles* (spekulativen Kursblasen): Marktteilnehmer gehen davon aus, dass Kurse steigen werden, weil andere Marktteilnehmer die Aktie höher bewerten oder spekulieren und beziehen diese Erwartungen in ihre Wertermittlung ein.

## **B. Diskussion**

---

*Der Beschluss des BGH vom 12. März 2001 (BGHZ 147, 108 (DAT/Altana)) bestimmt den Tag der Hauptversammlung als Stichtag für die Abfindungsbestimmung. Was ist Ihrer Ansicht nach der geeignete Stichtag und kann ein solcher klar ermittelt werden?*

---

### **Andreas Grün**

Der Stichtag im Falle der Abfindungsermittlung, d.h. der Bewertungsstichtag, ist beispielsweise bei der Abfindungsbemessung im Rahmen eines Squeeze-Out oder eines Beherrschungs- und/oder Ergebnisabführungsvertrages unzweifelhaft der Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung. Dies gilt theoretisch auch für den als Wertuntergrenze heranzuziehenden Börsenkurs. Aufgrund der Widersprüchlichkeit dieses Stichtages und der Anwendung der sog. Stand-alone-Prämisse, der nach Bekanntgabe der gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen zunehmenden Manipulations- und Spekulationsgefahr sowie der praktischen Schwierigkeiten bei einem über die Bekanntgabe hinausreichenden Referenzzeitraumes plädiert die Praxis für eine Referenzperiode, die mit dem Tag der Bekanntgabe der Maßnahme endet.

### **Christian Decher**

Der BGH hat anders entschieden, als den Tag der Ad-hoc-Mitteilung als relevanten Stichtag festzulegen. In der Praxis wird jedoch eine Frist von drei Monaten vor dem Anfang der Bewertungsperiode zugrunde gelegt.

---

**Bodo Riegger**

Für die Bestimmung der Abfindung bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen gibt § 305 Abs. 3 AktG den Stichtag vor als den Tag, an dem die Hauptversammlung der beherrschten Gesellschaft über den Vertrag entscheidet. Nach allgemeiner Auffassung gilt dieser Stichtag auch für andere Strukturmaßnahmen. Dagegen ist nichts einzuwenden, wenn der Unternehmenswert im Wege der Ertragswertmethode oder einem vergleichbaren Verfahren ermittelt wird. Soll dagegen der Börsenkurs maßgebend sein, ist dieser Stichtag aus verschiedenen Gründen ungeeignet. Maßgebend sollte ein Durchschnittskurs sein, dessen relevanter Zeitraum vor der Bekanntmachung der beabsichtigten Strukturmaßnahme durch Ad-hoc-Mitteilung, Einladung zur Hauptversammlung o.ä. liegt. Dies war auch die Vorgabe des Bundesverfassungsgerichts in DAT/Altana, der der BGH allerdings nicht gefolgt ist.

**Eberhard Stilz**

Während das BVerfG die Frage nach dem Stichtag für den Referenzkurs offen gelassen hat, sieht sich der BGH veranlasst, „auf einen auf den Stichtag des § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG bezogenen Durchschnittskurs abzustellen“. Dies bedeutet zwar gerade die Abkehr vom Stichtagskurs zugunsten eines durchschnittlichen Kurses, führt aber dazu, den Referenzzeitraum vom Tag der Hauptversammlung an zurückzurechnen. Dies ist zurecht als Fehlgriff bezeichnet worden. Ich plädiere statt dessen für einen auf den Zeitpunkt des Vertragsschlusses bezogenen Referenzzeitraum.

**Carsten Angersbach**

Anhand der Beobachtung der Börsenkurse bei der Übernahme von Kamps durch Barilla kann festgestellt werden, dass Informationen, die dem Markt bekannt werden, sehr wohl von diesem sofort aufgegriffen werden und zu einer Kursänderung führen können, Märkte also sehr wohl effizient sind. Märkte funktionieren jedoch dann nicht, wenn Informationsasymmetrien bestehen, etwa Insidertrading vorliegt.

**Martin Weber**

Aus der Finanzierungstheorie heraus sollte der Tag als Stichtag gewählt werden, welcher zu einer Veränderung des Gleichgewichtspreises, d.h. einem neuen Gleichgewicht, führt. Der ökonomisch korrekte Stichtag ist also der Tag, an dem das die Abfindung auslösende (und

---

somit Erwartungen der Marktteilnehmer ändernde) Ereignis dem Markt erstmalig bekannt wird. Da der Tag der Hauptversammlung, insbesondere wenn die Mehrheitsverhältnisse des Unternehmens einen Beschluss direkt implizieren, keine neue Information bringt, spricht nichts für diesen als Stichtag.

---

*Wie lange sollte die Referenzperiode bei Zugrundelegen eines Durchschnittskurses sein? Welche Rolle spielt dabei die vom BGH genannte Frist von drei Monaten?*

---

### **Andreas Grün**

In der Praxis wird – in Anlehnung an die Rechtsprechung des BGH und in analoger Vorgehensweise zu den Vorschriften des WpÜG – ein Drei-Monats-Durchschnittskurs zugrunde gelegt. Im Einzelfall kann dies jedoch zu lang oder zu kurz sein. Zusätzliche Schwierigkeiten bereitet die Fixierung des Beginns der Referenzperiode. Generell besteht eine Spannung zwischen dem Bedarf nach Objektivierung und einem Gerechtworden des Einzelfalls.

### **Bodo Riegger**

Die Referenzperiode von drei Monaten bei Zugrundelegung eines Durchschnittskurses erscheint mir angemessen. Meines Erachtens empfiehlt es sich, in Anlehnung an § 5 Abs. 1 WpÜG-AV vom gewichteten Durchschnittskurs während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung der Umstrukturierungsmaßnahme auszugehen. Die Auffassung des BGH, die drei Monate vor der Hauptversammlung seien maßgebend, sollte, wie oben schon gesagt, revidiert werden.

### **Eberhard Stilz**

Lässt sich in dem Zeitraum von drei Monaten ein valider Kurs feststellen, kann es dabei bleiben. Eine definitive Frist muss aber nicht festgelegt werden, vielmehr kann bei Bedarf die Gesamtentwicklung der Kurse (auch von vergleichbaren Unternehmen) deutlich länger in die Vergangenheit hinein berücksichtigt werden.

Der BGH-Beschluss ist in dieser Frage nicht frei von Widersprüchen und klärt auch nicht, ob ein ungewichteter oder gewichteter Mittelwert verwendet werden soll.

---

**Meinrad Wösthoff**

Stichtag und Zeitraum werden vom BVerfG (BVerfGE 100, 289 (DAT/Altana)) nicht bindend vorgegeben, es geht vielmehr um den Missbrauchsausschluss bei der Festlegung derselben, welcher durch die Durchschnittsbildung erreicht werden soll. Die Frage, ob drei Monate als Grundlage einer Durchschnittsbildung zu lang seien, kann in der Allgemeinheit nicht beantwortet werden. Da ein Durchschnitt nach oben oder unten vom letzten Kurs abweichen kann, muss ein Ausgleich zwischen dem Reinvestitionsinteresse des Aktionärs und den Bewegungen der Kurse im Vorfeld der Hauptversammlung gefunden werden. Um dies zu erreichen, soll die Dreimonatsfrist einen Kompromiss bilden. Es geht dem BGH nicht darum, den letztmöglichen Verkaufskurs als Abfindung festzulegen, die Gründe dafür sind zu diskutieren. Die Frist von drei Monaten ist dabei nicht bindend, da das BVerfG in seinem Beschluss festhält, dass die Verfassung nicht vorgibt, wie ein Stichtag festzusetzen ist. Wie viele Einzelkurse in solch eine Durchschnittsbildung eingehen, würde sich im Einzelfall sowieso unterscheiden, da bei den Unternehmen an einer unterschiedlichen Anzahl von Tagen tatsächlich Kurse festgestellt wurden. Die zugrunde gelegte Frist muss natürlich plausibel im Zusammenhang mit den tatsächlichen Gegebenheiten sein.

**Markus Nöth**

Problem der Bekanntgabe einer festen Abfindungsregel (etwa eines Drei-Monats-Durchschnitts) während die Aktie noch gehandelt wird ist, dass diese Abfindungshöhe eine Untergrenze für den Kurs darstellt, und es zu einem spekulativen In-die-Höhe-Treiben des Kurses kommt, der durch den Durchschnitt nach unten abgesichert ist. Beim Schutz der Interessen der Minderheitsaktionäre muss immer auch mit in Betracht gezogen werden, dass die Aktionäre des übernehmenden Unternehmens durch einen solchen Schutz nicht geschädigt werden. Wie sollte mit Tax-Kursen umgegangen werden?

**Dirk Wasmann**

Die Entscheidung des BGH war eine Einzelfall-Entscheidung, was auch daran erkennbar ist, dass im Fall Macrotron der Börsenkurs als problematisch angesehen wird. Die Periode der Durchschnittsbildung würde bei einer erneuten Entscheidung des BGH eher sechs Monate lang sein; zu einer Änderung des BGH-Beschlusses kann es jedoch erst bei einer erneuten

---

Entscheidung desselben kommen. Auf jeden Fall würde jedoch ein Zeitraum vor der Bekanntgabe zugrunde gelegt.

### **Martin Weber**

Aus der idealtypischen Sicht der Kapitalmarkttheorie heraus besteht keine Notwendigkeit Kurse zu mitteln. Zu jedem Zeitpunkt spiegelt der Gleichgewichtskurs alle verfügbaren Informationen korrekt wider. In der Praxis bewirken jedoch insbesondere Anleger, die nicht aufgrund von Information, d.h. Änderungen von Erwartungen, handeln (sogenannte *noise trader*), dass sich der Kurs kurzfristig vom wahren Wert entfernt. Ausgleichend kann eine Mittelung der Kurse für diese kurzfristigen Abweichungen vom Gleichgewichtspreis über einen kurzen Zeitraum vorgenommen werden; die genaue Länge ist ökonomisch jedoch nicht begründbar. Eine längerfristige Mittelung, z.B. über drei Monate, ist ökonomisch problematisch (1) wenn die Kursreihen nicht stationär sind und somit einen Trend aufweisen; (2) wenn verschiedene Ereignisinformationen vermischt werden; (3) wenn das praktische Problem einer Verzögerung in der Informationsverarbeitung (Unter-, Überreaktion) festgestellt werden kann; (4) da generell das logische Problem besteht, dass bei vorliegen „falscher“ Stichtagskurse die Mittelwerte diese immer noch enthalten.

---

*Wie kann ausreichende Liquidität bzw. im Gegensatz dazu Marktengfe festgestellt werden? Welche Rolle spielt bei Vorliegen von Marktengfe der Börsenkurs bei der Abfindungsbestimmung?*

---

### **Christian Decher**

In der Praxis wird eine Marktengfe nach der Definition der WpÜG-AV i.d.R. nicht vorliegen. Die Feststellung einer vorliegenden Marktengfe sollte daher im Einzelfall geprüft werden.

### **Andreas Grün**

Ein großes Problem in der Praxis ist die Feststellung einer bestehenden Marktengfe. Das WpÜG kann dafür in vielen Fällen nur einen Anhaltspunkt liefern, da etwa zu aktienrechtlichen oder umwandlungsrechtlichen Umstrukturierungsmaßnahmen kein Rechtszusammenhang besteht und allenfalls eine analoge Vorgehensweise diskussionswürdig ist.

---

Bedingt durch die Formulierung des § 5 Abs. 4 WpÜG-AV, nach der die beiden Bedingungen – (1) während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt und (2) mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abweichen – beide gemeinsam vorliegen müssen, ist nach dieser Definition in der Praxis selten von einer Marktengung auszugehen. Das WpÜG spricht somit häufig nicht von einer Marktengung, obwohl nach den Beobachtungen des Marktes, insbesondere des Handelsvolumens, von einer solchen auszugehen ist.

Eine Indizwirkung für eine Marktengung entfaltet nach höchstrichterlicher Rechtsprechung ein Anteil von weniger als 5 % im Streubesitz. In der Praxis werden weitere Indizien für einen geringen Handel, z.B. Anzahl der Handelstage, gehandeltes Volumen, sprunghafte Veränderungen der Börsenkurse u. ä. herangezogen.

### **Bodo Riegger**

Marktengung wird durch das BVerfG als vorliegend definiert, wenn der Minderheitsaktionär nicht in der Lage ist, seine Aktie(n) zu verkaufen. Die Frage stellt sich dann jedoch, ob dies auf die Verkaufsmöglichkeiten eines oder aller Minderheitsaktionäre bezogen ist. In der Praxis wird davon ausgegangen, dass eine Verkaufsmöglichkeit besteht, solange Geldkurse vorliegen.

### **Eberhard Stilz**

Die amerikanischen Regelungen zur ausreichenden Liquidität sind auf Deutschland i.d.R. nicht übertragbar, da die genannten Volumina hier häufig nicht erreicht werden. Die Regelungen des WpÜG-AV sind daher „ganz vernünftig“, insbesondere bilden sie einen Anhaltspunkt. Es sollte eine Gesamtbetrachtung der Umstände im relevanten Zeitraum erfolgen.

### **Carsten Angersbach**

Es ist eine Aufgabe der wissenschaftlichen Forschung, empirisch zu untersuchen, in welchem Maße Umsatz stattfinden muss, um noch von einem ökonomisch gestützten Kurs zu sprechen. Die normativen Aussagen des WpÜG sind noch recht neu und daher eher als Richtschnur zu interpretieren, die sich in der Praxis noch bewähren muss.

---

**Dirk Wasmann**

Aufgrund der Kriterien der WpÜG-AV, insbesondere der Tatsache, dass beide Bedingungen gemeinsam vorliegen müssen, muss selbst in Fällen, in denen offensichtlich nicht von einem effizienten Markt ausgegangen werden kann, dieser als solcher angesehen werden (Beispiel: Handel an 4 Tagen im Jahr, jedoch zum jeweils gleichen Kurs). Wären die beiden Bedingungen alternativ zu beurteilen, so würde diese Regelung eine bessere Grundlage der Beurteilung bieten. Die Idee hinter einer Regelung ist jedoch, dass Verfahren schneller abgewickelt werden können, was nach Meinung des BGH bei einem Zugrundelegen des Börsenkurses der Fall wäre. Es sollte bei der Beurteilung von Marktengedie eher subjektive Auffassung des BVerfG zugrunde gelegt werden, die fragt, ob der Aktionär tatsächlich verkaufen könnte und ob dies insbesondere für alle Aktionäre möglich gewesen wäre. Dies ist jedoch nicht unbedingt der Fall, selbst, wenn das Marktengediekriterium der WpÜG-AV nicht erfüllt ist, da der Hauptaktionär nicht durch Käufe den Preis in die Höhe treiben wird. Die eher subjektive ursprüngliche Vorgehensweise des BVerfG war daher die passende. Es muss jedoch darauf hingewiesen werden, dass das WpÜG und das Spruchverfahren auf anderen rechtlichen Grundlagen beruhen und dies nicht einfach übertragen werden darf.

**Sabine Kempelmann**

Liquidität ist ein Begriff, der bisher nicht quantifiziert ist. Es wäre falsch, das WpÜG hier als einzige Grundlage zu nehmen; vielmehr sollten Fallgruppen gebildet werden. So könnte etwa die ausreichende Liquidität für Unternehmen in XETRA dann bejaht werden, wenn für das Unternehmen ein *designated sponsor* vorhanden ist.

**Martin Weber**

In der Argumentation des BGH ist ein gewisser Mindestumsatz notwendig, um von Marktengedie abzusehen. Dies ist jedoch nicht die ökonomische Bedeutung von Umsatz, dieser ist vielmehr Voraussetzung dafür, dass neue Informationen in die Kurse eingehen können. Die Aussage des Börsenkurses hängt dabei unter anderem davon ab, inwieweit das Unternehmen im Interesse und somit unter der Beobachtung durch Analysten steht.

Das theoretische Problem bei der Beurteilung von Marktengedie besteht darin, dass eigentlich im Gleichgewicht kein Handel stattfinden dürfte. Findet jedoch kein Handel statt, kann auch Information nicht verarbeitet werden. Folgende rechtliche Regelungen legen eine Grenze der

---

---

ausreichenden Liquidität fest: (1) in Deutschland: § 5 Abs. 4 WpÜG-AV: Der Börsenkurs ist kein Indiz des wahren Wertes, wenn: i) während der letzten drei Monate vor der Veröffentlichung an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt werden und ii) mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 Prozent voneinander abweichen; (2) in der US-amerikanischen Rechtsprechung: Ein durchschnittliches wöchentliches Handelsvolumen von über 2 % der ausstehenden Aktien wird als starkes Indiz für einen effizienten Markt gesehen, ein Handelsvolumen von über 1 % ist substantielles Indiz für einen effizienten Markt. Dies ist auf dem deutschen Kapitalmarkt jedoch bereits für den MDAX nicht gegeben.

---

*Wie sollten die durch die Transaktion ausgelösten Synergieeffekte in die Abfindungsbemessung einbezogen werden?*

---

### **Christian Decher**

Indem der BGH den Tag der Hauptversammlung als relevanten Stichtag festlegt, sagt er implizit aus, dass Synergien in der Abfindung enthalten sein sollen.

### **Andreas Grün**

Hinsichtlich der Behandlung von Verbundeffekten besteht eine Lücke zwischen Rechtsprechung und Praxis. Während die höhere Rechtsprechung die dreimonatige Referenzperiode zur Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses bis zur beschlussfassenden Hauptversammlung berücksichtigt – und somit implizit alle bis dahin bekannten Informationen –, wird bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes durch Wirtschaftsprüfer ein sogenannter Stand-alone-Wert berechnet (vgl. IDW S1). Dieser berücksichtigt die Effekte, die aus der beschließenden Maßnahme selbst stammen (sogenannte echte Synergien), nicht.

Aufgrund der angesprochenen Diskrepanz zwischen Rechtsprechung und Praxis ist unklar, wie mit Synergien umgegangen werden soll. Diese Frage der Berücksichtigung von Synergien und insbesondere der Zurechnung von Synergien hat durch die Diskussion um die Referenzperiode bei der Ermittlung von durchschnittlichen Börsenkursen wieder neue Aktualität gewonnen.

---

**Bodo Riegger**

Synergieeffekte, die erst durch die Umstrukturierungsmaßnahme ausgelöst werden, sollten nicht in die Abfindungsbemessung einbezogen werden. Die angemessene Abfindung und der angemessene Ausgleich, auf die außenstehende Aktionäre Anspruch haben, müssen sich am Wert des Unternehmens orientieren, wie es sich ohne die Umstrukturierungsmaßnahme zukünftig entwickelt hätte. Dementsprechend dürfen meines Erachtens nur solche Synergieeffekte berücksichtigt werden, die die betroffene Gesellschaft auch ohne die Umstrukturierungsmaßnahme hätte erzielen können.

**Eberhard Stilz**

Hier wirken sich die Wahl des Referenzzeitraums und die Markteffizienz unmittelbar aus. Eine reine Stand-alone-Betrachtung dürfte nicht mehr haltbar sein.

**Markus Nöth**

Es ist unklar, wem die Synergien aus der Transaktion, die im Börsenkurs enthalten sind, zustehen. Warum sollten sie eher dem abzufindenden Aktionär zustehen, als den Aktionären des aufnehmenden Unternehmens? Aber auch im Rahmen etwa der Ertragswertmethode ist dies nicht klar. Darüber hinaus führt sowohl ein Zugrundelegen des Börsenkurses als auch herkömmlicher Unternehmensbewertungsmethoden zu sehr großen Bandbreiten.

**Martin Weber**

Ein generelles Problem bei der Berücksichtigung von Verbundeffekten stellt dar, dass sie im Börsenkurs enthalten sind, in der Unternehmensbewertung jedoch nicht berücksichtigt werden sollen; dies führt zwangsläufig zu einem Auseinanderfallen der Werte.

---

---

*Wie sollte mit einem durch Kursmanipulationen oder Anomalien beeinflussten Börsenkurs umgegangen werden?*

---

### **Andreas Grün**

Kursmanipulationen, also der bewusste Einsatz von Mitteln zur Beeinflussung des Börsenkurses nach oben oder unten, sind ein eindeutiges Ausschlusskriterium für die Berücksichtigung von Börsenkursen bei der Unternehmensbewertung. Dies stellt die Rechtsprechung (vgl. Beschluss des BVerfG vom 27.4.1999 und Beschluss des BGH vom 12.3.2001) unmissverständlich klar. Bei spekulativ beeinflussten Börsenkursen ist dies nach aktueller Rechtsprechung anders zu beurteilen. Danach zählen Abfindungsspekulationen gerade nicht zu den auszuschließenden Entwicklungen. Ursächlich hierfür ist die von der Rechtsprechung in den Vordergrund der Argumentation gerückte Deinvestitionsentscheidung des Minderheitsaktionärs.

### **Eberhard Stilz**

Vorsichtig. Die Vorsicht muss sich vor allem aber schon auf die Annahme beziehen, ein Kurs sei manipuliert oder anomal. Jede Marktteilnahme ist interessengeleitet und grundsätzlich kursrelevant; wann soll sie unter das Verdikt „Manipulation“ fallen?

### **Carsten Angersbach**

Grundlage der Abfindung ist der Preis, der sich aufgrund der Transaktionen der am Markt Tätigen bildet. Es besteht beim Kauf nie eine Garantie, dass der Käufer rational handelt. Dies kann anhand anderer Güter, die ebenfalls auf Märkten gehandelt werden, aufgezeigt werden: Findet etwa ein Attentat auf den amerikanischen Präsidenten statt, so wird sich der Goldpreis auch ändern, obwohl sich am Wert des Goldes als solchem nichts ändert; relevant ist jedoch auch hier der Marktpreis. Anomalien sollten also nicht explizit betrachtet werden. Die Frage ist hier vielmehr, ob der Tod eines amerikanischen Präsidenten den Unternehmenswert ändert oder lediglich eine irrationale Reaktion des Marktes darstellt. Diese Entscheidung muss jedoch dem Käufer überlassen werden.

---

**Bodo Riegger**

Gold besitzt keinen inneren Wert, im Unterschied dazu das Unternehmen schon, da es aus sich heraus lebt und Erträge erwirtschaftet.

**Martin Weber**

Der mögliche Einfluss von Kursmanipulationen und Anomalien auf den Börsenkurs stellt den großen Nachteil beim Zugrundelegen desselben dar. Daher müsste von der Rechtsprechung genauer konkretisiert werden, welcher Börsenkurs zugrunde zu legen ist.

---

### III Anwendbarkeit des Börsenkurses

#### A. Thesenpapier von Herrn Dr. Riegger

1. Vor DAT/Altana war in der Rechtsprechung anerkannt, dass für die Ermittlung von Abfindung, Ausgleich, Umtausch- bzw. Beteiligungsverhältnis der Börsenkurs der Aktien grundsätzlich nicht herangezogen werden kann.
  2. Abweichend davon entschied das Bundesverfassungsgericht im Verfahren DAT/Altana für EAV und Eingliederung, dass die von Art. 14 Abs. 1 GG geforderte „volle“ Entschädigung jedenfalls nicht unter dem Verkehrswert der Aktie liegen und dieser bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden dürfe. Das soll jedenfalls für die *Untergesellschaft* gelten. Dagegen sei es verfassungsrechtlich nicht geboten, einen etwa existierenden Börsenwert der *Obergesellschaft* als Obergrenze der Bewertung dieser Gesellschaft heranzuziehen.
  3. Vom BGH wurden diese Grundsätze dahingehend konkretisiert: Für die *Untergesellschaft* soll der jeweils höhere von Börsenwert und Schätzwert (d.h. dem nach herkömmlichen Methoden ermittelten Wert) maßgeblich sein; nur in bestimmten Fällen soll der Börsenkurs nicht als Untergrenze gelten können (kein Handel, Marktengpass, Manipulation). Für die *Obergesellschaft* soll dagegen grundsätzlich deren Börsenwert maßgeblich sein; um einen (höheren oder niedrigeren) tatsächlichen Verkehrswert nachzuweisen, genügt allein ein Sachverständigengutachten über den Unternehmenswert nicht; vielmehr müssen besondere Umstände hinzutreten, wie z.B. die schlechte Verfassung der Kapitalmärkte.
  4. Durch die genannten Entscheidungen wurde kein Konzeptionswechsel bei der Unternehmensbewertung vollzogen; vielmehr ist von einer bloßen Modifikation der bisherigen Methode der Anteilsbewertung auszugehen, d.h. grundsätzlich bleibt der Ertragswert des Unternehmens die Basis der Bewertung.
  5. Es ergeben sich v.a. folgende Problemfälle:
    - a. Bei Verschmelzung, Abfindung in Aktien und variablem Ausgleich kommt es auf das Wertverhältnis der beiden betroffenen Gesellschaften an. Dabei führt die Anwendung der BGH-Rechtsprechung zu Ungereimtheiten:
-

Untergesellschaft		Obergesellschaft		Verschmelzungswertrelation	
Ertragswert (pro Aktie)	Börsenkurs	Ertragswert (pro Aktie)	Börsenkurs	herkömmlich	BGH
100	120	100	80	1:1	3:2
100	80	100	120	1:1	5:6
100	120	100	120	1:1	1:1
100	80	100	80	1:1	5:4

Deshalb ist die Anwendbarkeit der BGH-Rechtsprechung auf Verschmelzungsfälle abzulehnen; so auch das BayObLG (BB 2003, 275).

b. Die gleichen Bewertungsprobleme ergeben sich beim Zusammentreffen börsennotierter und nicht börsennotierter Unternehmen.

c. Meines Erachtens sind folgende Fälle zu unterscheiden:

aa. Beide Unternehmen sind nicht börsennotierte Gesellschaften: Beide sind deshalb nach der Ertragswertmethode zu bewerten.

bb. Beide Unternehmen sind börsennotierte Aktiengesellschaften: Entweder werden beide Unternehmen mit ihrem Ertragswert bewertet oder beide mit ihrem Börsenwert oder jedes Unternehmen mit dem jeweils höheren Wert von Börsen- und Ertragswert.

cc. Ein Unternehmen ist eine börsennotierte Aktiengesellschaft, das andere nicht: Das nicht börsennotierte Unternehmen kann nur mit dem Ertragswert bewertet werden; fraglich ist, ob deshalb das börsennotierte Unternehmen ebenfalls mit seinem Ertragswert bewertet werden muss oder auch mit dem höheren Börsenwert bewertet werden könnte.

## **B. Diskussion**

---

*Ist Ihrer Ansicht nach im Falle der Bestimmung der Verschmelzungswertrelation bzw. des variablen Ausgleichs Methodengleichheit zu fordern oder kann auch die Anwendung unterschiedlicher Bewertungsmethoden sachgerecht sein?*

---

### **Christian Decher**

Der Grundsatz der Methodengleichheit ist zu beachten.

### **Andreas Grün**

Meines Erachtens kann auch die Anwendung unterschiedlicher Bewertungsmethoden sachgerecht sein. Für den Fall, dass im Rahmen einer Verschmelzungswertrelation der Unternehmenswert der herrschenden Gesellschaft nach Ertragswertverfahren höher ist als auf Basis eines durchschnittlichen Börsenkurses, besteht gegenüber den Aktionären der herrschenden Gesellschaft kein Anlass, deren Vermögensinteressen gegenüber den abfindungs- und umtauschberechtigten Minderheitsaktionären abweichend zu behandeln bzw. zurückzudrängen. Auch das Interesse der Aktionäre der herrschenden Gesellschaft verdient den Schutz des Art. 14 Abs. 1 GG.

Die jeweils richtige Methode für den Einzelfall ist zu suchen, unterschiedliche Prämissen individueller Bewertungsfälle dürfen nicht nivelliert werden; letztlich kommt es auf die Wertrelation an.

### **Bodo Riegger**

Im Falle einer Verschmelzung zweier börsennotierter Unternehmen halte ich es für sachgerecht, zur Bestimmung des Wertverhältnisses bei beiden Gesellschaften jeweils den höheren Betrag von Börsen- oder Schätzwert zu wählen. Würde bei der aufnehmenden Gesellschaft der niedrigere, bei der aufzunehmenden Gesellschaft der höhere Wert von beiden gewählt, so würden die Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft, welche die Verschmelzung ablehnen, benachteiligt.

---

**Eberhard Stilz**

Den Grundsatz der Methodengleichheit halte ich für sinnvoll. Alternativ könnte man auch über die Verwendung der Mittelwerte aus beiden Wertrelationen nachdenken.

**Meinrad Wösthoff**

Würde zugunsten der Methodengleichheit ein über dem Ertragswert liegender Börsenkurs der aufzunehmenden Gesellschaft unbeachtlich bleiben, so würde das BVerfG übergangen, das dem Aktionär mindestens den bei freier Deinvestition erzielbaren Betrag zugestehen möchte.

**Carsten Angersbach**

Meiner Ansicht nach sollte der nach der jeweils besten Methode ermittelte Wert herangezogen werden. Da die Bewertung anhand des Börsenkurses der Ertragswertmethode überlegen ist, sollte also ein vorhandener Börsenkurs immer verwendet werden, auch wenn dann im Falle der Verschmelzung eines börsennotierten und eines nicht börsennotierten Unternehmens keine Methodengleichheit besteht.

**Ingo Drescher**

Welche Bewertungsmethode besser ist, muss fallabhängig entschieden werden, jedenfalls sollte die jeweils bessere Methode genutzt werden. Nicht die Methoden, sondern die Werte müssen ins Verhältnis gesetzt werden.

---

*Kann man Ihrer Erfahrung nach von einer Beschleunigung der Verfahren durch die Verwendung des Börsenkurses in der Unternehmensbewertung sprechen?*

---

**Andreas Grün**

Die Verwendung des Börsenkurses birgt – wie die Praxis eindrucksvoll zeigt – ebenso zahlreiche Ermessensspielräume wie die Ertragswertermittlung. Eine generelle Verfahrensbeschleunigung durch diese Methode ist daher nicht zu erwarten und kann auch bis heute nicht beobachtet werden. Man denke nur an die Schwierigkeiten beim Nachweis von den Börsen-

---

kurs ausschließenden Tatbeständen, beispielsweise von Kursmanipulationen, einer bestehenden Marktengung oder die Fixierung des Beginns und der Dauer einer zugrunde zu legenden Referenzperiode zur Berechnung eines für die Kompensationsleistung relevanten, durchschnittlichen Börsenkurses.

### **Bodo Riegger**

Ich sehe nicht, dass die Berücksichtigung des Börsenkurses bei der Bestimmung der angemessenen Abfindung zu einer Beschleunigung der Verfahren führt; denn der Börsenkurs soll ja nur die Untergrenze bilden. Es muss also daneben festgestellt werden, ob der anteilige Ertragswert höher ist. Wenn ja, ist dieser Wert maßgebend.

### **Eberhard Stilz**

Von der DAT/Altana-Entscheidung des BGH war keine Verfahrensbeschleunigung zu erwarten. Sie hat die Wertfeststellung nicht vereinfacht, sondern verdoppelt, weil sie zwingt, den Verkehrswert nicht nur aus dem Börsenkurs, sondern immer auch noch zusätzlich nach der Ertragswertmethode festzustellen. Dass sich dies bisher noch nicht nennenswert aufwandssteigernd ausgewirkt hat, liegt an den noch niedrigen Börsenkursen. Die Beschleunigung des Spruchverfahrens bleibt unvermindert ein dringendes Gebot.

### **Meinrad Wösthoff**

Die bestehenden Probleme der Praxis werden durch die Verwendung des Börsenkurses nicht gelöst. Nach wie vor erfolgt zunächst eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren, erst im zweiten Schritt wird der Börsenkurs hinzugezogen. Dadurch hat das Gericht gegebenenfalls noch zusätzlich die Marktfunktionen zu prüfen.

---

**SONDERFORSCHUNGSBereich 504 WORKING PAPER SERIES**

Nr.	Author	Title
04-25	Martin Weber Jens Wuestemann	Bedeutung des Börsenkurses im Rahmen der Unternehmensbewertung
04-24	Hannah Hörisch	Does foreign aid delay stabilization
04-23	Daniel Schunk Joachim Winter	The Relationship Between Risk Attitudes and Heuristics in Search Tasks: A Laboratory Experiment
04-22	Martin Hellwig	Risk Aversion in the Small and in the Large When Outcomes Are Multidimensional
04-21	Oliver Kirchkamp Eva Poen J. Philipp Reiß	Bidding with Outside Options
04-20	Jens Wüstemann	Evaluation and Response to Risk in International Accounting and Audit Systems: Framework and German Experiences
04-19	Cornelia Betsch	Präferenz für Intuition und Deliberation (PID): Inventar zur Erfassung von affekt- und kognitionsbasiertem Entscheiden
04-18	Alexander Zimmer	Dominance-Solvable Lattice Games
04-17	Volker Stocké Birgit Becker	DETERMINANTEN UND KONSEQUENZEN DER UMFRAEGEINSTELLUNG. Bewertungsdimensionen unterschiedlicher Umfragesponsoren und die Antwortbereitschaft der Befragten
04-16	Volker Stocké Christian Hunkler	Die angemessene Erfassung der Stärke und Richtung von Anreizen durch soziale Erwünschtheit
04-15	Elena Carletti Vittoria Cerasi Sonja Daltung	Multiple-bank lending: diversification and free-riding in monitoring
04-14	Volker Stocké	The Interdependence of Determinants for the Strength and Direction of Social Desirability Bias in Racial Attitude Surveys

**SONDERFORSCHUNGSBereich 504 WORKING PAPER SERIES**

---

Nr.	Author	Title
04-13	Mei Wang Paul Fischbeck	Evaluating Lotteries, Risks, and Risk-mitigation Programs – A Comparison of China and the United States
04-12	Alexander Ludwig Torsten Sløk	The relationship between stock prices, house prices and consumption in OECD countries
04-11	Jens Wüstemann	Disclosure Regimes and Corporate Governance
04-10	Peter Albrecht Timo Klett	Referenzpunktbezogene risikoadjustierte Performancemaße: Theoretische Grundlagen
04-09	Alexander Klos	The Investment Horizon and Dynamic Asset Allocation - Some Experimental Evidence
04-08	Peter Albrecht Cemil Kantar Yanying Xiao	Mean Reversion-Effekte auf dem deutschen Aktienmarkt: Statistische Analysen der Entwicklung des DAX-KGV
04-07	Geschäftsstelle	Jahresbericht 2003
04-06	Oliver Kirchkamp	Why are Stabilisations delayed - an experiment with an application to all pay auctions
04-05	Karl-Martin Ehrhart Marion Ott	Auctions, Information, and New Technologies
04-04	Alexander Zimmer	On the Existence of Strategic Solutions for Games with Security- and Potential Level Players
04-03	Alexander Zimmer	A Note on the Equivalence of Rationalizability Concepts in Generalized Nice Games
04-02	Martin Hellwig	The Provision and Pricing of Excludable Public Goods: Ramsey-Boiteux Pricing versus Bundling
04-01	Alexander Klos Martin Weber	Portfolio Choice in the Presence of Nontradeable Income: An Experimental Analysis
03-39	Eric Igou Herbert Bless	More Thought - More Framing Effects? Framing Effects As a Function of Elaboration

**SONDERFORSCHUNGSBereich 504 WORKING PAPER SERIES**

Nr.	Author	Title
03-38	Siegfried K. Berninghaus Werner Gueth Annette Kirstein	Trading Goods versus Sharing Money - An Experiment Testing Whether Fairness and Efficiency are Frame Dependent
03-37	Franz Urban Pappi Thomas Gschwend	Partei- und Koalitionspräferenzen der Wähler bei der Bundestagswahl 1998 und 2002
03-36	Martin Hellwig	A Utilitarian Approach to the Provision and Pricing of Excludable Public Goods
03-35	Daniel Schunk	The Pennsylvania Reemployment Bonus Experiments: How a survival model helps in the analysis of the data
03-34	Volker Stocké Bettina Langfeldt	Umfrageeinstellung und Umfrageerfahrung. Die relative Bedeutung unterschiedlicher Aspekte der Interviewerfahrung für die generalisierte Umfrageeinstellung
03-33	Volker Stocké	Measuring Information Accessibility and Predicting Response-Effects: The Validity of Response-Certainties and Response-Latencies
03-32	Siegfried K. Berninghaus Christian Korth Stefan Napel	Reciprocity - an indirect evolutionary analysis
03-31	Peter Albrecht Cemil Kantar	Random Walk oder Mean Reversion? Eine statistische Analyse des Kurs/Gewinn-Verhältnisses für den deutschen Aktienmarkt
03-30	Jürgen Eichberger David Kelsey Burkhard Schipper	Ambiguity and Social Interaction
03-29	Ulrich Schmidt Alexander Zimmer	Security And Potential Level Preferences With Thresholds
03-28	Alexander Zimmer	Uniqueness Conditions for Point-Rationalizable Solutions of Games with Metrizable Strategy Sets
03-27	Jürgen Eichberger David Kelsey	Sequential Two-Player Games with Ambiguity