

SABRINA SEITZ

Abfindung, Börsenkurs und Normzweckadäquanz

*Schriften zum
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
120*

Mohr Siebeck

Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

120



Sabrina Seitz

Abfindung, Börsenkurs und Normzweckadäquanz

Eine Untersuchung der Geeignetheit von Börsenkursen
zur Bestimmung angemessener Barabfindungen
unter besonderer Berücksichtigung des Freiverkehrs

Mohr Siebeck

Sabrina Seitz, geboren 1995; Studium der Rechtswissenschaften an der LMU München; 2019 Erste Juristische Staatsprüfung; Referendariat am Kammergericht Berlin; 2023 Promotion; 2024 Zweite Juristische Staatsprüfung.
orcid.org/0009-0006-3616-1828

Diss., Ludwig-Maximilians-Universität München, 2023

ISBN 978-3-16-162761-3 / eISBN 978-3-16-163336-2

DOI 10.1628/978-3-16-163336-2

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480

(Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <https://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2024 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von epline in Bodelshausen aus der Times New Roman gesetzt, von Laupp & Göbel in Gomaringen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und dort gebunden.

Printed in Germany.

Vorwort

Diese Arbeit wurde im Wintersemester 2022/23 von der Juristischen Fakultät der Ludwig-Maximilians-Universität München als Dissertation angenommen. Literatur und Rechtsprechung konnten bis August 2023 berücksichtigt werden.

Ich möchte mich an dieser Stelle bei all denen von ganzem Herzen bedanken, die mich in dieser herausfordernden und zugleich bereichernden Zeit begleitet und unterstützt haben.

Mein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Professor Dr. Mathias Habersack, der mir bei der Ausrichtung der Arbeit freie Hand ließ und dabei stets mit wertvollem Rat zur Seite stand. Professor Dr. Rüdiger Veil danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens und gemeinsam mit seinen Mitherausgebern Professor Dr. Jörn Axel Kämmerer und Professor Dr. Karsten Schmidt für die Aufnahme in ihre Schriftenreihe. Dem Munich Center for Capital Markets Law (MuCCML) danke ich für die Auszeichnung der Arbeit mit dem Disertationspreis im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht 2023.

Für die fachliche Unterstützung und wertvollen Denkanstöße möchte ich mich bei meinen zahlreichen Gesprächspartnern aus der Praxis bedanken, insbesondere bei Dr. Jonas Wittgens für den kontinuierlichen Austausch über das gesamte Verfahren hinweg.

Mein ganz persönlicher Dank gilt Tristan Denis für die bedingungslose persönliche wie auch fachliche Unterstützung und den stetigen Rückhalt während meiner gesamten Studien- und Promotionszeit.

Zuletzt möchte ich meinen herzlichsten Dank an meine Eltern ausdrücken, die mir bei meinem akademischen und beruflichen Werdegang besonderes Vertrauen entgegengebracht haben. Ihnen widme ich diese Arbeit.

Berlin, im Februar 2024

Sabrina Seitz

Inhaltsübersicht

Vorwort	V
Inhaltsverzeichnis	IX
<i>Teil 1: Einleitung</i>	1
§ 1 <i>Problemstellung und Zielsetzung</i>	1
§ 2 <i>Gegenstand und Gang der Untersuchung</i>	4
<i>Teil 2: Grundlagen der Bestimmung der angemessenen Abfindung</i> ..	7
§ 3 <i>Bewertung als Rechtsfrage</i>	8
§ 4 <i>Bestimmung des Bewertungsziels</i>	15
§ 5 <i>Gegenstand und Perspektive der Bewertung</i>	59
<i>Teil 3: Die Bestimmung der angemessenen Barabfindung mittels Börsenkursen</i>	91
§ 6 <i>Allgemeine Entwicklung in Rechtsprechung und Literatur</i>	92
§ 7 <i>Gesetzgeberische Wertungen</i>	104
§ 8 <i>Normzweckadäquanz – Vereinbarkeit mit den grundlegenden rechtlichen Bewertungsvorgaben</i>	126
§ 9 <i>Kein Verstoß gegen bewertungstheoretische Grundsätze</i>	158
§ 10 <i>Bestimmung des relevanten Börsenkurses</i>	194
§ 11 <i>Vorrang einer rein börsenkursorientierten Bewertung</i>	206
<i>Teil 4: Bewertung mittels Freiverkehrskursen</i>	227
§ 12 <i>Der Freiverkehr an den Wertpapierbörsen</i>	228
§ 13 <i>Freiverkehrskurse als Wertuntergrenze – Desinvestitionswert der Aktie</i>	251
§ 14 <i>Freiverkehrskurse als Bewertungsmethode</i>	266

<i>Teil 5: Thesen</i>	327
Literaturverzeichnis	331
<i>Anhang 1: Barabfindungsregelungen</i>	359
<i>Anhang 2: Regelungen des Freiverkehrs im BörsG</i>	361
<i>Anhang 3: Freiverkehrssegmente</i>	365
<i>Anhang 4: Übersicht der privatrechtlichen Freiverkehrsregelungen</i>	367
Sachregister	369

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	VII
<i>Teil 1: Einleitung</i>	1
§ 1 <i>Problemstellung und Zielsetzung</i>	1
§ 2 <i>Gegenstand und Gang der Untersuchung</i>	4
<i>Teil 2: Grundlagen der Bestimmung der angemessenen Abfindung</i> ..	7
§ 3 <i>Bewertung als Rechtsfrage</i>	8
A. Die Normzweckadäquanz: eine Synthese aus Wirtschaftswissenschaft und Jurisprudenz	8
B. Bewertung: Zwischen Tatsachen- und Rechtsfrage	11
C. Gebot der Normzweckadäquanz	13
I. Primat des Rechts	13
II. Funktionales Wertverständnis	13
D. Zwischenergebnis	14
§ 4 <i>Bestimmung des Bewertungsziels</i>	15
A. Abfindungspflichtige Maßnahmen	15
B. Einfachrechtliche Zielvorgaben	16
I. Wortlaut der Abfindungsnormen	17
II. Grundlegende gesetzgeberische Zurückhaltung als Ausfluss des Einzelfallbezugs der Bewertung	17
III. Gebot der abfindungsrechtlichen Gleichbehandlung	19
C. Verfassungsrechtliche Rahmenbedingungen	20
I. Grundsätzliche Bedeutung des Anteilseigentums im Kontext von Strukturmaßnahmen	21
1. Verfassungsrechtliche Dimension der Abfindung	21
2. Mediatisierung des Anteilseigentums	22
3. Strukturmaßnahmen als Inhalts- und Schrankenbestimmungen ..	24
II. Rechtsstellung von Mehrheit und Minderheit	25
1. Zweidimensionalität des Anteilseigentums	25
2. Mitgliedschaftsrechte	26

a) Herrschaftsrechte	26
b) Vermögensrechte	27
c) Beschränkte Nutzungsrechte	28
3. Die Verkehrsfähigkeit der Aktie als Schutzgut der Eigentumsgarantie	29
4. Zwischenergebnis	31
III. Legitimation minderheitsausschließender Strukturmaßnahmen gegen vermögensmäßige Entschädigung	32
IV. Anforderungen an Strukturmaßnahmen	34
V. Das Gebot der „vollen Entschädigung“	36
1. Entschädigungsgedanke	37
2. Abfindung zum „wahren“ Wert	39
3. Kapitalanlegerperspektive	40
VI. Die verfassungsrechtliche Bedeutung der Desinvestitionsmöglichkeit für die angemessene Abfindung	41
1. Die verfassungsgerichtliche Rechtsprechung in Sachen DAT/ Altana	41
2. Verkehrswertverständnis des BVerfG – Verkehrswert i. e. S.	43
3. Situativer Anwendungsbereich der DAT/Altana-Rechtsprechung	43
4. Anforderungen und Ausnahmen	46
a) Kriterium der Desinvestitionsmöglichkeit	47
b) Weitere Anforderungen	47
aa) Keine Marktmanipulation	47
bb) Abfindungsspekulationen	49
cc) Kapitalmarkteffizienz	50
c) Zwischenergebnis	53
5. Bedeutung der Prozessökonomie	54
D. Umgang mit der Bewertungsunsicherheit: Vertretbarkeit und Schätzungsermessen	55
I. Vertretbarkeit	55
II. Wertbandbreiten	56
III. Bewertung als Schätzgrundlage	57
E. Fazit	58
§ 5 <i>Gegenstand und Perspektive der Bewertung</i>	59
A. Bewertungsobjekt	60
I. Bewertungsrechtliche Relevanz der Bestimmung des Bewertungsobjekts	60
II. Gesetzliche Vorgaben	62
1. Historischer Wortlaut	62
2. Systematische Auslegung	63
a) Ausgangspunkt: § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB a. F.	64
b) Anwendungsbereich des Liquidationshypothese	65
c) Sonderrecht für börsennotierte Gesellschaften	67

d) Neuere Tendenzen nach der Reform des Personengesellschaftsrechts	69
aa) § 728 Abs. 1 BGB n. F.	70
bb) § 728 Abs. 2 BGB n. F.	70
cc) Zwischenergebnis	71
3. Fazit	71
III. Verfassungsrechtliche Vorgaben	72
1. Gebot der Meistbegünstigung	72
2. Verfassungsrechtliches Bewertungsobjekt	76
3. Zwischenergebnis	78
IV. Bewertungslehre	78
V. Stellungnahme	79
B. Bewertungssubjekt	81
I. Dominierte Verhandlungs- und Konfliktsituation	82
II. Erfordernis eines objektivierten Werts	85
1. Objektivierung als Ausfluss des abfindungsrechtlichen Gleichbehandlungsgebots	85
2. Subjekt-Objekt-Bezug	87
III. Zwischenergebnis	89

<i>Teil 3: Die Bestimmung der angemessenen Barabfindung mittels Börsenkursen</i>	91
<i>§ 6 Allgemeine Entwicklung in Rechtsprechung und Literatur</i>	92
A. Anfängliche Skepsis	92
B. Umbruchphase	93
C. Paradigmenwechsel durch BVerfG DAT/Altana	94
D. Jüngere Entwicklungen	95
I. Verfassungsgerichtliche Rechtsprechung	95
1. T-Online/Deutsche Telekom	95
2. Deutsche Hypothekbank	96
3. Zwischenergebnis	97
II. Parallele Entwicklung der Rechtsprechung des BGH	97
1. DAT/Altana, 2001	97
2. Stollwerck, 2010	98
3. Stinnes, 2015	99
4. Nestlé, 2016	99
5. Wella, 2020	100
6. Beschluss vom 21.2.2023 – II ZB 12/21	100
7. Zwischenergebnis	101
III. Instanzgerichte	101
E. Stellungnahme	102

§ 7	<i>Gesetzgeberische Wertungen</i>	104
A.	Erste Öffnungen hin zu einer Orientierung an Börsenkursen; § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG (1994)	104
B.	Hervorhebung des Börsenkurses im KonTraG (1998)	105
C.	Wertungen des Übernahmerechts	106
I.	§ 31 Abs. 1 WpÜG i. V. m. § 5 WpÜG-AngebV	106
	1. Börsenkurs als Regelkompensation	106
	2. Übertragbarkeit auf Strukturmaßnahmen	108
	a) Keine dominierte Konfliktsituation	108
	b) Reiner Vermögensausgleich	109
	c) Kapitalmarktrechtliche Perspektive	110
	d) Zusätzliche Schutzmechanismen des WpÜG	110
	e) Zwischenergebnis	111
II.	§ 39a Abs. 3 Satz 3 WpÜG	112
	1. Angemessenheitsvermutung durch „Markttest“	112
	2. Verfassungsmäßigkeit des „Markttests“	113
	3. Übertragbarkeit auf Strukturmaßnahmen	114
III.	Zwischenergebnis	115
D.	Neuregelung des Delistings, § 39 Abs. 3 BörsG	115
I.	Börsenkurs als Regelkompensation	115
II.	Übertragbarkeit auf Strukturmaßnahmen	117
	1. Dominierte Konfliktsituation	117
	2. Bewertungsziel	117
	3. Kapitalmarktrechtliche Perspektive	119
III.	Zwischenergebnis	119
E.	Grundlage der Heranziehung von Börsenkursen in anderen Kontexten	120
I.	Regelungsgegenstände	120
II.	Übertragbarkeit auf Strukturmaßnahmen	122
F.	Unionsrechtliche Wertungen	123
G.	Fazit	124
§ 8	<i>Normzweckadäquanz – Vereinbarkeit mit den grundlegenden rechtlichen Bewertungsvorgaben</i>	126
A.	Bezugspunkt des Börsenkurses – Gegenstand und Perspektive der Bewertung	126
I.	Gleichgewichtspreis	126
II.	Direkte Anteilsbewertung	128
	1. Börsenkurs und Unternehmenswert	128
	2. Börsenkurs und Beteiligungswert	129
	3. Exkurs: Verschmelzungswertrelation	130
III.	Spekulation vs. nachhaltiger Zukunftsertrag	131
IV.	Rein transaktionsbasierte Bewertung	132
V.	Berücksichtigung der Verhältnisse der Gesellschaft	133
VI.	Keine Berücksichtigung unternehmensinterner Informationen	134

1. Konflikt mit dem Gebot der vollen Entschädigung	134
a) Minderheitenschutz	135
b) Aspekt der Informationsangleichung	135
c) Prognoseproblem	138
2. Hohe Transparenz- und Publizität	138
3. Unternehmensspezifische vs. unternehmensbezogene Informationen	138
VII. Zwischenergebnis	140
B. Keine systematische Unterkompensation	140
I. Empirische Befunde	140
II. Minderheitsabschlag	142
III. Synergie- bzw. Verbundeffekte	143
1. Echte Synergieeffekte	143
2. Unechte Synergieeffekte	145
3. Praktische Handhabung	145
C. Verkehrswert als Beteiligungswert	146
I. Verkehrswertverständnis i. w. S.	146
II. Verkehrswert des Gesellschaftsanteils als gesuchte Größe	147
III. Börsenkurs als realer Verkehrswert	149
D. Berücksichtigung des Daueranlagewerts	150
I. Bedeutung des Anlagehorizonts	151
1. Relevanz der Einflussrechte	151
2. Variable Anlegerperspektive	153
II. Bloße Gewinnerwartung	153
III. Stellungnahme	154
E. Sonderrecht für börsennotierte Gesellschaften	155
F. Zwischenergebnis	157
§ 9 <i>Kein Verstoß gegen bewertungstheoretische Grundsätze</i>	158
A. Differenzierung von Wert und Preis	158
B. Zukunftsbezogenheit	160
C. Subjektbezogenheit	161
D. Gesamtbewertung	162
E. Rationalität	163
I. Kapitalmarkteffizienz und Kriterium der effektiven Informationsbewertung	163
1. Grundlagen der Kapitalmarkteffizienzhypothese	164
a) Informationseffizienz	165
b) Allokationseffizienz	166
c) Random-Walk-Theorie	167
2. Effizienz realer Kapitalmärkte	168
a) Mittelstrenge Informationseffizienz des regulierten Marktes	168
aa) Hohe Transparenzpflichten	169
bb) Informationsintermediäre	169

b) Behavioral Finance und Bewertungseffizienz	170
aa) Kursbeeinflussung durch Anlegerverhalten	170
(1) Spekulationen	170
(2) Noise-Trading	171
(3) Antizipationseffekte bei Strukturmaßnahmen	172
(4) Irrational exuberance	173
(5) Herdenverhalten und Dispositionseffekt	174
(6) Aggregations- und Arbitrageargument	175
(7) Stellungnahme	176
bb) Index-Effekt	178
cc) Kursbeeinflussende Handelsstrategien	179
c) Kursschwankungen	180
d) Zwischenergebnis	181
aa) Informationsdefizit im Hinblick auf unternehmensinterne Informationen unbeachtlich	181
bb) Börsenkurs als Näherungswert	182
cc) Korrektur in Zeiten allgemeiner Unsicherheiten	182
3. Anforderungen an eine effektive Informationsbewertung	183
II. Beeinflussungsmöglichkeiten	184
1. Beeinflussung durch den Mehrheitsaktionär	184
a) Gezielte Informationspolitik	184
b) Wahl eines günstigen Zeitpunkts schlechter Marktverfassung	185
c) Gezielte Senkung des Kurses durch Verkäufe	187
2. Beeinflussungsmöglichkeiten der Minderheit	187
3. Zwischenergebnis	188
III. Mangelnde Desinvestition als Implikation eines höheren subjektiven Grenzpreises	188
1. Zukaufsargument	189
2. Kein Schutz bloßer Gewinnerwartungen	189
3. Typisierungsgebot	191
4. Keine freiwillige Desinvestitionsentscheidung	191
5. Zwischenergebnis	192
IV. Zwischenergebnis	192
F. Abschließende Beurteilung	193
I. Keine zwingende Unternehmensbewertung	193
II. Primat des Rechts	193
III. Interessenkonflikt	194
<i>§ 10 Bestimmung des relevanten Börsenkurses</i>	194
A. Relevante Kursarten	195
B. Stichtags- vs. Durchschnittskurs	196
I. Maßgeblicher Bewertungsstichtag	198
II. Referenzzeitraum	201
III. Einfacher oder gewichteter Durchschnittskurs	202

C.	Korrektur des Börsenkurses	203
I.	Längerer Zeitraum	204
II.	Gebotenheit der Anpassung	204
III.	Zwischenergebnis	205
§ 11	<i>Vorrang einer rein börsenkursorientierten Bewertung</i>	206
A.	Objektivität der Marktbewertung	206
I.	Realer Verkehrswert	206
II.	Effektive Informationsverarbeitung	207
III.	Normzweckgerechte Typisierung	208
B.	Verfahrensökonomie	208
I.	Einfache Wertermittlung	209
II.	Richterliches Schätzungsermessen	210
III.	Zeit- und Kosteneffizienz als Ausfluss des Gebots effektiven Rechtsschutzes	211
IV.	Unangemessenheitsprüfung	212
V.	Zwischenergebnis	213
C.	Methodische Schwächen der Fundamentalbewertungsverfahren	214
I.	Bewertungsverfahren	214
1.	Ertragswertmethode	214
2.	DCF-Methode	215
II.	Schwächen des Ertragswertverfahrens	215
1.	Problem der Unsicherheit und Abhängigkeit vom Bewertungsgutachter	215
2.	Missbrauchsgefahr und Manipulationsanfälligkeit	218
3.	Umweg der indirekten Anteilsbewertung	219
III.	Zwischenergebnis	220
D.	Der börsennotierten Aktie immanente Beschränkung	221
E.	Fazit	223
I.	Heranziehung von Börsenkursen als Regelabfindung bei börsennotierten Aktiengesellschaften	223
II.	Prüfungsmaßstab und Beweislast in Spruchverfahren	223
III.	Gesetzgeberisches Tätigwerden	224
<i>Teil 4:</i>	<i>Bewertung mittels Freiverkehrskursen</i>	227
§ 12	<i>Der Freiverkehr an den Wertpapierbörsen</i>	228
A.	Systematische Einordnung des Freiverkehrs in das europäische und nationale Marktsystem	228
I.	Die historische Entwicklung des Freiverkehrs	228
II.	Rechtsnatur des Freiverkehrs	232
III.	Das Regulationsspektrum des Börsen- und Kapitalmarktrechts	233
IV.	Das nationale Marktsystem	233
1.	Regulierter Markt	233

2. Organisierter Markt	236
a) Organisierter Markt i. S. d. WpHG	236
b) Organisierter Markt i. S. d. WpÜG	238
c) Organisierter Markt i. S. d. KAGB	238
V. Das europäische Marktsystem	240
1. Multilaterale und bilaterale Systeme	240
2. Geregelter Markt	241
3. Multilaterale und Organisierte Handelssysteme	242
4. Zwischenergebnis	244
VI. Weitere Anknüpfungspunkte gesetzlicher Regelungen	244
1. Börsennotierte Gesellschaft	244
2. Kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaft	245
3. Börslicher und außerbörslicher Handel	246
4. Zwischenergebnis	247
B. Segmentierung des Freiverkehrs	247
I. Einfacher und qualifizierter Freiverkehr	247
II. KMU-Wachstumsmarkt	249
C. Schlussfolgerungen	250
<i>§ 13 Freiverkehrskurse als Wertuntergrenze – Desinvestitionswert der Aktie</i>	<i>251</i>
A. Anwendung der DAT/Altana-Rechtsprechung auf Freiverkehrskurse	252
B. Abstrakte Desinvestitionsmöglichkeit	255
C. Konkrete Desinvestitionsmöglichkeit – Liquidität von Freiverkehrsaktien	256
I. Grundbedingung: Fungibilität	257
II. Marktenge als Ausnahme	257
1. Restriktive Handhabung	257
2. Keine Korrektur durch die Rechtsprechung des OLG Frankfurt	258
3. Gesetzgeberische Wertungen des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV, § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG	260
4. Weitere Anforderungen	261
a) Streubesitz	261
b) Handelsvolumen	262
c) Bid-Ask-Spread	262
III. Zwischenergebnis	263
D. Besonderheiten bei der Bestimmung des relevanten Freiverkehrskurses	263
I. Gewichteter Kurs	264
II. Bewertungsstichtag	264
E. Zwischenergebnis	266
<i>§ 14 Freiverkehrskurse als Bewertungsmethode</i>	<i>266</i>
A. Gesetzgeberische Wertungen	267
I. Pro Freiverkehrskurse	267
II. Contra Freiverkehrskurse	268

III. Stellungnahme	269
B. Funktionsfähigkeit des Freiverkehrs	270
I. Untersuchungsgegenstand	270
1. Kriterien	270
2. Rechtsgrundlagen	271
3. Kriterium der Kursrelevanz	272
II. Institutionelle Funktionsfähigkeit	273
1. Marktorganisation	273
a) Anforderungen an den Betreiber	273
b) Erlaubnispflicht	273
c) Kompetenzen der Börsenorgane	274
aa) Börsengeschäftsführung	274
bb) Börsenrat	275
cc) Börsenaufsichtsbehörde	275
dd) Handelsüberwachungsstelle	275
ee) Sanktionsausschuss	276
ff) Zwischenergebnis	276
2. Zulassung und Einbeziehung	277
a) Zulassung und Einbeziehung in den regulierten Markt	277
b) Einbeziehung in den einfachen Freiverkehr	278
aa) Einbeziehungsvoraussetzungen	278
bb) Rechtsverhältnisse zwischen den Beteiligten	279
c) Einbeziehungsvoraussetzungen der Wertpapierbörsen	281
aa) Frankfurt – Basic Board, Quotation Board, Scale	281
bb) München – Freiverkehr, m:access	283
cc) Stuttgart – Freiverkehr, Freiverkehr Plus	284
dd) Hamburg/Hannover – Freiverkehr, Mittelstandsbörse Deutschland, High Risk Market	286
ee) Berlin – Freiverkehr, Berlin Second Regulated Market	287
ff) Düsseldorf – Freiverkehr, Primärmarkt, Sekundärmarkt	289
gg) Zwischenergebnis	290
d) Zwischenergebnis	291
3. Unbeeinflusste Preisbildung	291
a) Preisermittlung im Freiverkehr	291
b) Kursbeeinflussungspotenzial	292
aa) Manipulative Kurseinwirkungen	293
bb) Insiderhandel	295
cc) Finanzmarktaufsicht	297
dd) Zwischenergebnis	297
4. Zwischenergebnis	298
III. Liquidität	298
1. Bedeutung für die Marktintegrität	298
2. Erhöhte Anforderungen an die Liquidität	299
3. Liquiditätskriterien im Einzelnen	301

a) Streubesitz	301
aa) Untergeordnete Bedeutung	301
bb) Hinreichende Streuung auch im Freiverkehr	302
b) Handelsvolumen	303
c) Handelstage	304
d) Bid-Ask-Spread	305
4. Liquiditätsanreize	306
a) Liquiditätsprovider in den Freiverkehrssegmenten	306
b) Index und Sichtbarkeit	307
5. Empirische Studien zur Liquidität von Freiverkehrsaktien	308
6. Volatilität	309
7. Zwischenergebnis	310
IV. Allokative Funktionsfähigkeit und effektive Informationsbewertung im Freiverkehr	312
1. Kriterien der effektiven Informationsbewertung	312
a) Bewertungseffizienz	312
b) Informationseffizienz – Transparenz- und Publizitätspflichten ..	312
2. Primärmarktpublizität – Prospektpflicht	313
a) Grundsätzliches	313
b) Gesetzliche Prospektpflicht im Freiverkehr	314
c) Prospektpflicht auf Basis der Geschäftsbedingungen	315
aa) Frankfurt	315
bb) München	316
cc) Stuttgart	316
dd) Hamburg/Hannover	316
ee) Berlin	317
ff) Düsseldorf	317
d) Zwischenergebnis	317
3. Sekundärmarktpublizität	318
a) Ad-hoc-Publizität, Art. 17 MAR	318
b) Directors' Dealings, Art. 19 MAR	320
c) Beteiligungstransparenz	320
aa) Regelungen der §§ 33 ff. WpHG	321
bb) Regelungen der §§ 20, 21 AktG	322
cc) Regelung des § 35 Abs. 1 WpÜG	322
dd) Zwischenergebnis	322
d) Jahres-, Halbjahresfinanzberichte	323
4. Zwischenergebnis	323
V. Operationale Funktionsfähigkeit	324
VI. Zwischenergebnis: Grundsätzliche Aussagekraft von Freiverkehrskursen	325
C. Ergebnis – Freiverkehrskurse als Regelabfindung	326

<i>Teil 5: Thesen</i>	327
Literaturverzeichnis	331
<i>Anhang 1: Barabfindungsregelungen</i>	359
<i>Anhang 2: Regelungen des Freiverkehrs im BörsG</i>	361
<i>Anhang 3: Freiverkehrssegmente</i>	365
<i>Anhang 4: Übersicht der privatrechtlichen Freiverkehrsregelungen</i>	367
Sachregister	369

Teil I

Einleitung

§ 1 Problemstellung und Zielsetzung

Kaum ein Thema wird im Kapitalgesellschaftsrecht schon seit Jahrzehnten so intensiv diskutiert wie die Abfindung¹ von Aktionären. Dies verwundert nicht, handelt es sich bei der Entschädigung für Eingriffe in Rechtspositionen um ein grundlegendes Rechtsproblem, welches bei der Abfindung von Aktionären durch die betriebswirtschaftlichen und gesellschaftsrechtlichen Implikationen besondere Schwierigkeiten aufwirft. Von den juristischen Rahmenbedingungen bis hin zu den bewertungstheoretischen Einzelfragen werden daher intensive Diskussionen geführt. Gerade die notwendige Verknüpfung sowie die Wechselwirkung von Betriebswirtschaftslehre und Rechtswissenschaft machen die Suche nach der angemessenen Abfindung zu einem hochkomplexen juristisch-betriebswirtschaftlichen Unterfangen. Aufgrund dessen sieht man sich als Rechtsanwender einer überwältigenden Flut an Literatur und Rechtsprechung ausgesetzt. Problematisch ist dabei nicht nur die Masse an Beiträgen, sondern auch, dass bereits keine Einigkeit über die Grundannahmen besteht und diese häufig nicht offengelegt werden. Es werden daher regelmäßig nur Einzelfragen untersucht, ohne dass ein einheitliches dogmatisches Gesamtkonzept entwickelt wird.

Trotz der engen Verzahnung von Recht und Bewertungslehre kann Ausgangspunkt einer juristischen Untersuchung, deren Fokus auf der Abfindung bei Strukturmaßnahmen liegt, nur das Gesetz sein. Lange Zeit war umstritten, ob überhaupt ein Ausschluss von Aktionären möglich ist. Zwar ist dies mittlerweile gemeinhin anerkannt, was durch die Einführung und verfassungsrechtliche Anerkennung des Squeeze-Outs bestätigt wurde.² Die Diskussion hat sich dadurch aber nur auf die Rechtsfolgenebene, namentlich die zu leistende Abfindung verlagert, und wird nun dort vehement weitergeführt. Denn das Gesetz

¹ Der Begriff der Abfindung wird nachfolgend verwendet als Oberbegriff für die verschiedenen Abfindungsarten (Barabfindung, Abfindung in Aktien, Ausgleich, Umtauschverhältnis und bare Zuzahlung [vgl. KK-AktG/Gayk, Anh. § 11 SpruchG Rn. 3]).

² BVerfG, NJW 2007, 3268 – „Edscha“ zum aktienrechtlichen Squeeze-Out (§§ 327a ff. AktG) und BVerfG, NZG 2012, 907 – „Deutsche Hypothekenbank“ zum übernahmerechtlichen Squeeze-Out.

fordert als Kompensation schlicht die Angemessenheit der Abfindung.³ Was aber ist unter dem unbestimmten Rechtsbegriff der angemessenen Abfindung zu verstehen? Dies konkretisiert das Gesetz nicht.

In der Praxis hat sich zur Bewertung seit langem das Ertragswertverfahren nach den Vorgaben des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IdW) etabliert. Ertragswertverfahren erfordern jedoch zeit- und kostenintensive Gutachtertätigkeiten und unterliegen als prognostische Verfahren erheblichen Bewertungsunsicherheiten. Bewertungsgutachten werden daher nicht selten gerichtlich angegriffen.⁴

Vor allem in Anbetracht der Verfahrensdauer von Spruchverfahren, bedingt durch die hohe Komplexität des Bewertungsvorgangs⁵, wird daher immer häufiger diskutiert, wie das Bewertungsproblem zeit- und kosteneffizient gelöst werden kann, ohne dabei die berechtigten Interessen der Minderheit aus den Augen zu verlieren. Insbesondere bei börsennotierten und kapitalmarktorientierten Gesellschaften drängt sich die Frage auf, warum überhaupt umfassende Gutachten erstellt werden müssen, wenn doch auch die Marktbewertung – der Börsenkurs – als Anknüpfungspunkt für die Bestimmung der Abfindungsleistung dienen kann. Durch die Heranziehung von Börsenkursen auf langwierige Bewertungsgutachten verzichten zu können, ist insbesondere aus verfahrensökonomischer Sicht besonders attraktiv. Denn die überlange Verfahrensdauer von Spruchverfahren ist auch verfassungsrechtlich nicht unbedenklich.⁶

Konnten diese Überlegungen früher – wohl auch in Anbetracht der unterentwickelten deutschen Kapitalmärkte – im Ergebnis nicht hinreichend überzeugen, hat sich in jüngerer Zeit aufgrund der zunehmenden Professionalisierung der Kapitalmärkte eine gesteigerte Bereitschaft von Rechtsprechung und Lite-

³ Vgl. nur § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG: „Die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft oder einer Kommanditgesellschaft auf Aktien kann auf Verlangen eines Aktionärs, dem Aktien der Gesellschaft in Höhe von 95 vom Hundert des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer *angemessenen Barabfindung* beschließen.“ (Hervorhebungen durch Verf.).

⁴ An den deutschen Zivilgerichten wird jährlich eine Vielzahl an Spruchverfahren geführt, um im Anschluss an eine Strukturmaßnahme die den außenstehenden Aktionären zu gewährende Abfindung einer gerichtlichen Kontrolle zu unterziehen. In all diesen Fällen stehen die Gerichte vor der Aufgabe, die Angemessenheit der Abfindung zu überprüfen und im Falle ihrer Unangemessenheit, eine angemessene Abfindung zu bestimmen (vgl. nur die Liste der über 300 LG- und über 160 OLG-Beschlüsse der vergangenen 20 Jahre auf Spruchverfahren direkt, (abrufbar unter https://www.spruchverfahren-direkt.de/?page_id=555, zuletzt abgerufen am 16.08.2023).

⁵ Verstanden als die Zuordnung eines Wertes zu einem Bewertungsgegenstand aus der Perspektive eine Bewertungsobjekts (Fleischer/Hüttemann/Böcking/Rauschenberg, § 2 Rn. 2.4); Decher/Hoffmann-Becking/Löbbe/Wilsing, Stellungnahme DAV, S. 467.

⁶ Siehe dazu S. 54 ff.

ratur gezeigt, Börsenkurse zu beachten. Diese Entwicklung maßgeblich angestoßen hat das BVerfG in seiner DAT/Altana-Entscheidung.⁷

Entgegen der zunehmenden Akzeptanz werden Börsenkurse in der Praxis aber bislang nur zögerlich – meist in Kombination mit einem Ertragswertgutachten – herangezogen.⁸ Dies ist angesichts der überlangen Dauer von Spruchverfahren ernüchternd und zeigt eine gewisse Pfadabhängigkeit auf, trotz der beachtlichen Kritik und alternativen Bewertungsmöglichkeiten überwiegend am Ertragswertverfahren festzuhalten, zumal das Gesetz methodenoffen ausgestaltet ist. Es obliegt gerade dem Rechtsanwender die Leerformel „angemessene Abfindung“ mit Inhalt zu füllen und dabei auch neuere Entwicklungen zu berücksichtigen. Vor dem Hintergrund zunehmend regulierter und effizienter Kapitalmärkte soll folglich angeregt werden, neue Pfade zu beschreiten und sich – wo möglich – noch stärker an Börsenkursen zu orientieren.

Beitrag der vorliegenden Arbeit dazu ist es, umfassend zu untersuchen, inwiefern Börsenkurse bei der Bestimmung der angemessenen Abfindung (vorrangig) herangezogen werden können. Hauptaugenmerk der Untersuchung liegt dabei auf dem oftmals vernachlässigten Zweck der Abfindungsnorm (Normzweck) und einer konsequenten Ausrichtung der juristischen Bewertungsgrundlagen daran.

Im Zentrum der Diskussion um die Alleinmaßgeblichkeit von Börsenkursen steht der regulierte Markt. Freiverkehrskurse werden dagegen bislang nur stiefmütterlich behandelt.⁹ Die strukturelle Verschiedenheit der beiden Börsenseg-

⁷ BVerfGE 100, 289 – „DAT/Altana“; zuvor noch ablehnend BayObLG München, DStR 1995, 1479 (1480); BGH, Urt. v. 30.03.1967 – II ZR 141/64, juris, S. 11 ff.; OLG Celle, Beschl. v. 31.07.1998 – 9 W 128/97, juris, Rn. 19 ff.

⁸ Vgl. nur BGH, DStR 2016, 974 – „Nestlé“; BGH, BeckRS 2020, 28435, Rn. 36 – „Wella“; OLG Dresden Beschl. v. 16.08.2017 – 8 W 244/17, nv, S. 13 ff. (abrufbar unter <https://www.justiz.sachsen.de/esamosplus/pages/index.aspx>, zuletzt abgerufen am 16.08.2023); OLG Düsseldorf, BeckRS 2020, 28412, Rn. 27; OLG Frankfurt a. M., BeckRS 2016, 6246, Rn. 29 ff.; OLG Frankfurt a. M., NZG 2020, 339. Hintergrund der Doppelbewertung anhand von Ertragswert und Börsenkurs ist, dass im Regelfall schon der Mehrheitsaktionär in Vorbereitung der die Strukturmaßnahme beschließenden Hauptversammlung ein Ertragswertgutachten in Auftrag gibt. Dieses Gutachten wird dann der richterlichen Kontrolle im Spruchverfahren zugeführt. In jüngerer Zeit finden sich jedoch auch vermehrt Entscheidungen, die trotz Vorliegens eines Ertragswertgutachtens allein auf eine kapitalmarktorientierte Bewertung anhand von Börsenkursen abstellen (vgl. LG Frankfurt a. M., NZG 2019, 989 (991) – „Stada AG“; LG Stuttgart, BeckRS 2018, 35320, Rn. 105; LG Stuttgart, Beschl. v. 17.09.2018 – 31 O 1/15 KfH SpruchG, juris, Rn. 145; LG Stuttgart, BeckRS 2019, 23342, Rn. 303; OLG München, BeckRS 2021, 43656, Rn. 70 f.).

⁹ Jüngst scheint diese Fragestellung jedoch vermehrt das Interesse der Rechtsprechung und Literatur zu wecken. Vgl. zuletzt u. a. *Brandenstein/Höfiling*, NZG 2021, 18; *Bungert/Wettich*, FS Hoffmann-Becking 2013, 157 (174); *Herfs/Goj*, DB 2021, 772 (773 f.); *Karami*, Übertragung der Börsenkursrechtsprechung auf Freiverkehrstitel; *Schmidt*, NZG 2020, 1361; *Wasmann*, AG 2021, 179 (191); *Zwirner/Zimny*, BB 2018, 1387 (1388); LG Stuttgart, BeckRS 2018, 35320; OLG Hamburg, BeckRS 2020, 27988; OLG München, NZG 2014, 1230.

mente¹⁰ gibt jedoch begründeten Anlass intensiver zu hinterfragen, ob die angestellten Überlegungen ohne Weiteres auf den Freiverkehr übertragen werden können, im Lichte der verfassungsrechtlichen Zielvorgaben gar müssen oder nicht vielmehr eine differenzierte Betrachtungsweise angezeigt ist.

Ziel der Arbeit ist es, die Frage, ob und inwieweit Börsen- und insbesondere Freiverkehrskurse zur Bestimmung angemessener Abfindungsleistungen bei Strukturmaßnahmen herangezogen werden können, einer umfassenden rechtsdogmatischen Untersuchung zuzuführen. Zum einen soll durch die Auseinandersetzung mit den zahlreichen Beiträgen aus der Literatur, der Vielzahl gerichtlicher Entscheidungen sowie den gesetzgeberischen Wertungen ein Beitrag zu einem normzweckorientierten – und damit dogmatisch fundierten – Bewertungskonzept bereitgestellt werden. Zum anderen soll der Praxis eine bessere Handhabung der angemessenen Abfindung bei börsenorientierten¹¹ Gesellschaften ermöglicht werden.

§ 2 Gegenstand und Gang der Untersuchung

Die soeben dargestellte Forschungsfrage beschreibt und begrenzt zugleich den Untersuchungsgegenstand. Die Frage der Vereinbarkeit einer marktpreis- bzw. kursorientierten¹² Bewertung mit den Anforderungen an eine angemessene Abfindung der außenstehenden Aktionäre¹³ – kurz: die Normzweckadäquanz¹⁴ – soll konkret für Freiverkehrsemittenten aufgearbeitet werden. Insbesondere der Normzweck als elementarer Ausgangspunkt der Bewertung, aus dem sich Ziel, Gegenstand und Perspektive der Bewertung ableiten lassen, soll daher umfassend untersucht werden.

Die in der Bewertungslehre anerkannten Bewertungsmethoden¹⁵ werden dabei nur am Rande behandelt, da diese keine abweichenden Ergebnisse zwi-

¹⁰ Vgl. zum sog. „Zwei-Segmente-Prinzip“: *Harrer* in BeckHdB AG, § 20 Rn. 10 ff.; *Weitnauer*, Teil I. Exit Rn. 109.

¹¹ Der Begriff der „börsenorientierten Gesellschaft“ soll hier für im regulierten Markt und Freiverkehr notierte Gesellschaften verwendet werden, um eine Überschneidung mit dem gesetzlich festgelegten Begriff der „börsennotierten Gesellschaft“ i. S. d. § 3 Abs. 3 AktG (dazu S. 244) zu vermeiden.

¹² Hier synonym verwendet als Oberbegriff für Börsen- und Freiverkehrskurse sowie an anderen Handelsplätzen festgestellte Preise (Marktpreise).

¹³ Der Begriff des außenstehenden Aktionärs wird nicht definiert. In der Regierungsbegründung zur Vorschrift des § 284 AktG 1965 (RegE zum AktG und EGAktG, BT-Drs. IV/171, S. 220) werden hierunter jedoch „alle Aktionäre der Gesellschaft mit Ausnahme des anderen Vertragsteils“ gefasst.

¹⁴ Instruktiv zum Normzweckadäquanzprinzip und der funktionalen Bewertungslehre: *Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung. Näher S. 8.

¹⁵ Zu den auch in der Rechtsprechung anerkannten Bewertungsmethoden zählen jedenfalls die nach dem Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) gängigen Verfahren (IDW S 1, Rn. 7),

schen dem regulierten Markt und Freiverkehr versprechen. Dagegen ist die Aussagekraft von Börsenkursen als Marktpreise¹⁶ unmittelbar abhängig vom Markt, in dem sie zustande kommen. Diese Abhängigkeit erfordert eine genaue Analyse des Marktes aus regulatorischer, aber auch tatsächlicher Sicht. Regulierter Markt und Freiverkehr sollen einander daher umfassend gegenübergestellt werden.

Die Untersuchung der Bewertungsfunktion von Freiverkehrskursen konzentriert sich dabei auf die Bestimmung angemessener Barabfindungen,¹⁷ also die Fälle, in denen die außenstehenden Aktionäre vollständig aus der Gesellschaft ausscheiden. Der Untersuchungsgegenstand wird dahingehend begrenzt, da die Fälle, in denen die Aktionäre weiter an der Gesellschaft beteiligt bleiben, eine andere Bewertungssituation darstellen, die teils abweichende Erwägungen rechtfertigt.¹⁸ Auch der Tauglichkeit von Börsen- und Freiverkehrskursen im Hinblick auf die Bewertung ganzer Unternehmen, soll hier nicht weiter nachgegangen werden. Denn eine valide Aussage zur Tauglichkeit eines Bewertungsverfahrens lässt sich nur im Hinblick auf den konkreten Bewertungszweck – hier die Barabfindung der außenstehenden Aktionäre bei Strukturmaßnahmen – treffen. Ob anlässlich anderer Bewertungsanlässe auf (Freiverkehrs-) Kurse zurückgegriffen werden kann, muss eigenständig geprüft werden und ist nicht Gegenstand der nachfolgenden Untersuchung.

namentlich das Ertragswertverfahren und das Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF-Verfahren).

¹⁶ Marktpreis ist der Preis, der für Güter und Dienstleistungen auf einem Markt zu einem bestimmten Zeitpunkt von Marktteilnehmern aus Angebot und Nachfrage gebildet wird. Der am Aktienmarkt zustande gekommene Börsenkurs ist daher ebenfalls Marktpreis für die einzelne Aktie als verbrieft Mitgliedschaft in der Aktiengesellschaft.

¹⁷ § 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG (Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag); §§ 327a ff. AktG, 62 Abs. 5 UmwG (aktien- und umwandlungsrechtlicher Squeeze-Out); §§ 29 Abs. 1 Sätze 1 und 3 (Verschmelzung durch Aufnahme), 122i Abs. 1 Satz 1 (grenzüberschreitende Verschmelzung), 176 Abs. 2 Satz 3 Hs. 2 (Vollübertragung), 207 f. UmwG (Formwechsel); §§ 7 Abs. 1 Satz 1, 9 Abs. 1 Satz 1 SEAG (Gründung einer SE); § 12 Abs. 1 Satz 1 SEAG (Sitzverlegung einer SE).

¹⁸ In den Fällen einer Verschmelzungswertrelation kommt es für die angemessene Abfindung in erster Linie auf eine Relationsbewertung an, bei der vor allem im Hinblick auf den Bewertungsgegenstand und die Berücksichtigung von Synergien und Verbundvorteilen andere Erwägungen anzustellen sind (vgl. S. 130 f.).

Teil 2

Grundlagen der Bestimmung der angemessenen Abfindung

Um das Verständnis der nachfolgenden Untersuchungen zur Tauglichkeit von Börsen- und Freiverkehrskursen bei der Bestimmung angemessener Barabfindungen zu erleichtern und hierfür eine gewisse Ausgangsbasis zu schaffen, soll den Grundlagen ein eigenständiger Teil gewidmet werden. Dieser dient der Einführung in die Thematik, indem die grundlegenden rechtlichen Anforderungen an eine angemessene Abfindungsleistung zunächst abstrakt und am Normzweck orientiert herausgearbeitet werden.

Denn eine Vielzahl der Meinungsverschiedenheiten bei der Bestimmung angemessener Abfindungsleistungen lässt sich schon auf unterschiedliche Grundannahmen zurückführen. Uneinigkeit besteht daher nicht etwa in den Einzelfragen, sondern bereits in der bewertungsrechtlichen Grundkonzeption. Die Meinungsvielfalt zur Angemessenheit von Abfindungsleistungen ließe sich drastisch reduzieren, würde man schon in den Bewertungsgrundlagen mehr Einigkeit finden. Dies erfordert eine umfassende Auseinandersetzung mit dem Normzweck, die leider oftmals zu kurz kommt. Eine stringente Untersuchung der Normzweckadäquanz eines Bewertungsverfahrens kommt aber nicht umhin, die rechtlichen Anforderungen an die Bewertung zu konkretisieren. Im Gegenteil ist es geradezu zwingend die Bewertungsvorgaben zunächst abstrakt zu definieren, ehe das konkrete Bewertungsverfahren daran gemessen werden kann. Dies ist Gegenstand der nachfolgenden Ausführungen.

Auf eine kurze Darstellung der rechtlichen Dimension der Bewertungsfrage (§ 3), folgt eine eingehende Auseinandersetzung mit dem Bewertungsziel „angemessene Abfindung“ unter Auslegung der relevanten Rechtsgrundlage und unter besonderer Berücksichtigung der verfassungsrechtlichen Implikationen (§ 4). Darauf aufbauend werden sodann Gegenstand und Perspektive der Bewertung bestimmt (§ 5).

§ 3 Bewertung als Rechtsfrage

Bewerten als solches meint etwas „dem [Geld]wert, der Qualität, Wichtigkeit nach [ein]schätzen, beurteilen“.¹ Es beschreibt also einen Vorgang, in dem einem Gegenstand (Bewertungsobjekt) vom Bewertenden (Bewertungssubjekt) bestimmte Eigenschaften zugeschrieben werden, was bei komplexeren Gegenständen wie Unternehmen schon begrifflich Schwierigkeiten. So hat die Unternehmensbewertung i. e. S. die Ermittlung des Wertes von Unternehmen zum Gegenstand. Unternehmensbewertung kann aber auch i. w. S. verstanden werden und neben der Ermittlung von Unternehmenswerten auch den Anteilswert erfassen. Die ökonomische Teildisziplin, die sich mit der Unternehmensbewertung befasst, ist die Bewertungslehre. Die rechtliche Natur der Bewertung als originär betriebswirtschaftliche Disziplin erschließt sich somit nicht schon auf den ersten Blick. Es muss daher zunächst der Bogen von der ökonomischen Bewertungslehre hin zur juristischen Relevanz von Bewertungsfragen gespannt werden, ehe auf die einzelnen Komponenten der rechtsgeleiteten² Bewertung im Kontext von Barabfindungen eingegangen werden kann.

A. Die Normzweckadäquanz: eine Synthese aus Wirtschaftswissenschaft und Jurisprudenz

Bewertungen sind überwiegend betriebswirtschaftlich veranlasst. So werden in der Bewertungspraxis regelmäßig Unternehmensbewertungen durchgeführt, die auf freiwilligen unternehmerischen Investitionsentscheidungen (bspw. Unternehmenstransaktionen) basieren und Grundlage der zwischen den Parteien privatautonom geführten Verhandlungen sind. Die Parteien begegnen sich hierbei regelmäßig auf Augenhöhe, mit dem Ziel einen Einigungswert zwischen ihren individuellen subjektiven Wertvorstellungen (Grenzpreisen) zu finden.³ Wo Bewertungen auf freiwilliger Basis erfolgen, sind keine rechtlichen Schutzmechanismen erforderlich, da jede Partei ihre subjektive Wertobergrenze und Wertuntergrenze autonom festlegen und in die Preisverhandlungen einbringen kann. Nur im Rahmen des zwischen den Grenzpreisen der Parteien bestehenden Einigungsbereichs wird es zu einer Transaktion kommen.⁴ Findet sich kein

¹ Vgl. Duden online „bewerten“ (<https://www.duden.de/rechtschreibung/bewerten>; zuletzt abgerufen am 16.08.2023).

² *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 4; *Hüttemann*, FS Hoffmann-Becking 2013, 603 (603); auch „rechtsgeprägte Unternehmensbewertung“ (*Karami*, Stand und (Weiter-)Entwicklung der rechtsgeprägten Unternehmensbewertung; *Knoll*, BFuP 2017, 300; *Wagner*, WPG 2016, 1090; *Großfeld/Egger/Tönnies* (Hrsg.), Recht der Unternehmensbewertung, Rn. 169) oder „rechtsgebundene oder normgeprägte Unternehmensbewertung“ (*Fleischer*, ZGR 1997, 368 (375); *Fleischer*, AG 2014, 97 (98); *Fleischer*, AG 2016, 185 (189 f.)).

³ *Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, S. 5.

⁴ *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, S. 136 ff.; *Stein*, Fundamentalanalyse und Börsenkurs, S. 29; *Tönnies*, M&A Review 2017, 449 (449).

Einigungsbereich zwischen den Wertvorstellungen der Parteien, scheidet die Transaktion.

Darin liegt der entscheidende Unterschied zur Bestimmung der angemessenen Abfindung bei Strukturmaßnahmen. Da die außenstehenden Aktionäre den erforderlichen Mehrheitsbeschluss für die Durchführung einer Strukturmaßnahme nicht einseitig verhindern können, sieht das Gesetz einen (vermögensmäßigen) Schutz durch Gewährung einer angemessenen Abfindung vor.⁵ Eine Bewertung erfolgt in diesen Fällen nicht auf freiwilliger Basis, sondern ist von Rechts wegen vorgeschrieben. Sie dient nicht der Bestimmung eines Einigungsbereichs als Grundbedingung erfolgreicher Preisverhandlungen, sondern der Entschädigung für den unabhängig vom Willen der Minderheit eingetretenen Rechtsverlust.⁶ Die Bewertung ist nicht Grundlage, sondern Rechtsfolge der Maßnahme.⁷

Aufgrund der Schutzbedürftigkeit der Minderheit erfährt die Bewertungssituation bei Strukturmaßnahmen somit eine normative Prägung. Bei der Bestimmung der angemessenen Abfindung kann sich die Bewertungslehre daher nicht allein auf ihre originär betriebswirtschaftliche Natur zurückziehen.⁸ Im Gegenteil: Insbesondere bei gesetzlichen Bewertungsanlässen sind vor allem die juristischen Wertungen und Zielvorgaben in den Bewertungsvorgang zu integrieren.⁹ Der Normzweck bestimmt hier das Bewertungsziel.¹⁰ Er gibt das juristisch geforderte Ergebnis der Bewertung und zugleich den Bewertungsmaßstab vor. Die Auslegung und Konkretisierung des Normzwecks ist eine genuine Rechtsdisziplin, weshalb die Bewertung¹¹ in diesen Fällen nicht mehr als rein ökonomische Frage begriffen werden kann, sondern besonders rechtsgeleitet ist.¹² Aufgrund der Normprägung ist die rechtsgeleitete Bewertung in erster Linie Rechtsanwendung und damit Teil der Jurisprudenz.¹³

⁵ Zu den verfassungsrechtlichen Erwägungen vgl. S. 19 ff.

⁶ Näher zu diesen sog. dominierten Konfliktsituationen: S. 82 f.

⁷ Vgl. auch *Matschke*, BFuP 2013, 14 (35).

⁸ *Petersen/Zwirner/Luttermann*, S. 156.

⁹ *Großfeld*, JZ 1981, 641 (642); *Crasselt/Lukas/Möller*, S. 1.

¹⁰ *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 1 ff.; *Fleischer*, AG 2014, 97 (98); *Fleischer*, AG 2016, 185 (190); *Fleischer/Hüttemann/Hüttemann*, § 1 Rn. 25; *Großfeld*, JZ 1981, 641 (642); *Hüttemann*, FS Hoffmann-Becking 2013, 603 (603 f.); *Matschke/Brösel/Karami*, FS Mandl 2010, 421 (424); *Mattes/Maldeghem*, BKR 2003, 531 (532).

¹¹ Dass es nicht auf eine Unternehmensbewertung i. e. S. ankommt, zeigt die Untersuchung des Bewertungsgegenstands auf S. 60 ff.

¹² Vgl. zutr. *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 5; *Großfeld*, JZ 1981, 641 (642); *Petersen/Zwirner/Luttermann*, S. 154.

¹³ So ausdrücklich OLG Düsseldorf, NZG 2013, 1393 (1394) – „*Ergo Victoria*“; *MüKoAktG/van Rossum*, § 305 Rn. 82; BayObLG, AG 1996, 127 (128); *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 2 ff.; *Schwetzer*, FS Großfeld 2019, 401 (401); vgl. auch *Petersen/Zwirner/Luttermann*, S. 464, 469, 474 der in diesem Zusammenhang sogar von einem eigenen Rechtsgebiet spricht; grundlegend: *Großfeld*, Unternehmensbewertung, S. 8 ff. *Großfeld/Egger/Tönnies* (Hrsg.), Recht der Unternehmensbewertung, Rn. 1.

Die gesetzlich veranlasste Bewertung führt die betriebswirtschaftliche und rechtswissenschaftliche Forschung insoweit zusammen.¹⁴ Aufgabe der Rechtswissenschaft ist es, den Normzweck zu ermitteln, um dem Begriff der Angemessenheit Konturen zu verleihen. Die Bewertungspraxis hat die rechtlichen Vorgaben mittels geeigneter Bewertungsmethoden umzusetzen, die sich wiederum an den juristischen Zielvorgaben orientieren und damit dem Normzweck Geltung verschaffen.¹⁵ Nicht zuletzt in diesem Gebot der „Normzweckadäquanz“¹⁶ besteht, neben den bewertungstechnischen Schwierigkeiten der Wertermittlung,¹⁷ die Komplexität der Bewertung, die daher zutreffend auch als „Königsdisziplin der Betriebswirtschaftslehre“ bezeichnet wird.¹⁸

Gleichsam ist es aber auch ein Ziel rechtswissenschaftlicher Forschung, Erkenntnisse und Techniken anderer Wissenschaften für die Rechtspraxis fruchtbar zu machen.¹⁹ Im vorliegenden Kontext bedeutet dies, dass sich der rechtswissenschaftliche Diskurs bei der Ausfüllung des Rechtsbegriffs „Angemessenheit“ den ökonomischen Erkenntnissen nicht völlig verschließen darf.²⁰ Im Gegenteil ist die Rechtswissenschaft darauf angewiesen, auf die bisherigen Erkenntnisse der Betriebswirtschaftslehre aufzubauen und Vorgaben für eine normzweckadäquate Umsetzung des Bewertungsproblems zu machen. Die Betriebswirtschaftslehre hat hieraus Ansätze zur Verwirklichung des Bewertungsziels zu entwickeln.²¹ Auch bei diesem interdisziplinären Ansatz steht für die Beurteilung der Normzweckadäquanz eines Bewertungsverfahrens außer Zweifel, dass der Blick auf die Erkenntnisse der Bewertungslehre stets durch die juristische Brille erfolgen muss. Die ökonomischen Erkenntnisse und Argumente

¹⁴ Die rechtsgeleitete Unternehmensbewertung wird daher auch häufig als „Begegnungsfach“ bezeichnet (Fleischer, AG 2014, 97 (98); Großfeld in Großfeld/G. Schwarz/Meik (Hrsg.), Wirtschaftsrecht im internationalen Anpassungsprozess, Festvortrag „Unternehmensverfassung im Umbruch“, 21 (31); Ruthardt, Normzweckkonforme Unternehmensbewertung, S. 27 ff. Großfeld/Egger/Tönnes (Hrsg.), Recht der Unternehmensbewertung, Rn. 2.

¹⁵ Fleischer/Hüttemann/Hüttemann, § 1 Rn. 7, 25, 32 f.; Follert, Unternehmensbewertung, S. 4; MüKoHGB/Schmidt, § 131 Rn. 139.

¹⁶ Begründet von Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, S. 5 ff.; Fleischer/Hüttemann/Böcking/Rauschenberg, § 2 Rn. 2; Fleischer, AG 2016, 185 (190); Fleischer/Hüttemann/Hüttemann, § 1 Rn. 47; Matschke/Brösel/Karami, FS Mandl 2010, 421 (zusf. 445); Ruthardt, NZG 2015, 1387 (1387); Ruthardt/Popp, AG 2020, 240 (240).

¹⁷ Bezeichnend Stigler, JPE, Vol. 91 1983 No. 4, 529 (533): „In economics the most fundamental of these central problems is the theory of value.“.

¹⁸ Ebke, FS Großfeld 2019, 1 (3); Follert, Unternehmensbewertung, S. 1 ff. m. w. N.

¹⁹ So Richard Posner anlässlich des Symposium „Law, Knowledge, and the Academy“ an der Harvard Law School 2001 (Rakoff, Harvard Law Review, Vol. 115 2002 5, 1278 (1278)).

²⁰ Fleischer, FS Hoffmann-Becking 2013, 331 (332); Follert, Unternehmensbewertung, S. 3, 61; Großfeld/Egger/Tönnes (Hrsg.), Recht der Unternehmensbewertung, Rn. 5; Karami, Stand und (Weiter-)Entwicklung der rechtsgeprägten Unternehmensbewertung, S. 1; Matschke/Brösel/Karami, FS Mandl 2010, 421 (423); Meitner, FS Großfeld 2019, 257 (257); Ruthardt, Normzweckkonforme Unternehmensbewertung, S. 29 f.; Ruthardt, NZG 2015, 1387 (1387); Schwetzer, FS Großfeld 2019, 401 (401).

²¹ FAUB, Wpg 2021, 957 (958); Ruthardt/Popp, AG 2020, 240 (241).

Sachregister

- Ad-hoc-Publizität 138, 172, 185, 231, 264, 292, 318 f.
- AGB. *Siehe* Geschäftsbedingungen
- AGB-Berlin 272, 287–289, 302 f., 307, 317, 323
 - AGB-Düsseldorf 279, 289 f., 302, 317
 - AGB-FWB 272 f., 281–283, 291, 302, 306, 315 f., 323
 - AGB-Hamburg/Hannover 272, 279, 286 f., 302 f., 307, 316 f., 323
 - AGB-München 272, 280, 283 f., 303, 307, 316, 323
 - AGB-Stuttgart 272, 284 f., 302, 316
- Aggregations- und Arbitrageargument 175 f.
- Alleinmaßgeblichkeit des Börsenkurses 94, 98, 103, 186, 266
- Allokationseffizienz. *Siehe* Kapitalmarkt-effizienz
- Allokative Funktionsfähigkeit 270 f., 298, 312–324
- Angemessenheit. *Siehe auch* Bewertungsziel
- Angemessenheitsgebot, Teil 2
 - Angemessenheitsvermutung 112–115, 213, 224 f., 329
- Anlagehorizont. *Siehe* Daueranlagewert
- Anlegerverhalten. *Siehe* Behavioral Finance
- Anteilsbewertung 60–81, 96 f., 109, 123, 128–131, 156 f.
- Anteilsbewertung, direkt 99, 101, 128–131, 133
 - Anteilsbewertung, indirekt 60–71, 73, 78, 99, 128, 219 f.
- Anteils Eigentum. *Siehe* Eigentums-garantie
- Mediatisierung 22–24
- Anteilswert. *Siehe* Bewertungsobjekt
- Antizipationseffekte 145 f., 172 f., 197
- Ausnahmen 46–54, 113, 116, 120, 124, 224, 278, 313
- Aussagekraft 5, 47 f., 51, 53, 68, 74, 101, 103, 106, 108, 116, 130, 138, 146–150, 159, 168 f., 171, 177, 180, 183 f., 187 f., 193 f., 197, 200, 203, 209, 211–213, 219, 223 f., 227, 258 f., 263, 266, 271 f., 298–301, 303, 305, 309 f., 312, 323, 325–329
- Außerbörslich 228 f., 232, 237, 242 f., 246 f., 250, 252, 254, 273, 275, 277
- Barwert 102, 131, 154, 190
- Behavioral Finance 163, 170–180
- Berlin Second Regulated Market 287 f., 317
- Bestandsschutz. *Siehe* Eigentums-garantie
- Beteiligungstransparenz 320–322
- Beteiligungswert 43, 48, 51, 53, 55, 62, 81, 84, 99–101, 103, 105, 107 f., 122, 124, 126, 129–133, 135, 137, 141 f., 146–148, 152, 158, 162, 164, 171, 174 f., 177 f., 180, 182, 184, 187, 189, 191, 195, 198, 206–209, 212, 222 f., 266, 299, 302, 305, 312, 323 f., 326, 328 f. *Siehe auch* Bewertungsobjekt
- Bewertungseffizienz 53, 166, 170–180, 255, 299, 303, 305, 311 f. *Siehe auch* Kapitalmarkteffizienz
- Bewertungsgegenstand. *Siehe* Bewertungsobjekt
- Bewertungsgrundlagen 7–89
- Bewertungsgutachten 2, 54, 75, 78, 94, 103, 194, 208–212, 223 f.
- Bewertungslehre 13 f., 78 f., 82, 93, 158–194, 216

- Bewertungsobjekt 59–89, 100, 102, 126–131, 141, 193, 219 f., 327
- Bewertungsperspektive. *Siehe* Bewertungsobjekt
- Bewertungssituation 5, 9, 11, 18, 55, 68, 81, 83, 108–125, 137, 269
- Bewertungsstichtag 39, 65 f., 120–122, 145, 154 f., 160 f., 176, 178, 181, 186, 194, 196–207, 214, 217 f., 220, 222, 264–266
- Bewertungssubjekt 40 f., 59–89, 93, 98, 110, 115, 126–131, 133, 135, 137–139, 151–153, 162, 191, 193 f., 219 f., 223, 302, 327 f.
- Bewertungsunsicherheit 2, 55–59, 138, 164, 173 f., 176, 182 f., 215–217, 222
- Bewertungsvorgaben. *Siehe* Bewertungsgrundlagen
- Bewertungsziel 7, 12–59, 110, 117–119, 121 f.
- Bewertungszweck 5, 84, 132. *Siehe auch* funktionale Werttheorie
- Bezugsrechtsausschluss 27 f., 44, 104 f.
- Bid-Ask-Spread 179, 262 f., 300, 305–308
- Bilaterale Systeme 240
- Börsenaufsicht 231 f., 234, 237, 242 f., 255, 273, 275 f., 278, 297, 310
- Börsenaufsichtsbehörde 275
- Börsengeschäftsführung 248, 274 f., 277 f., 283 f., 288–290, 310
- Börsennotierte Gesellschaft 18, 29, 67–69, 80, 105, 155–157, 244 f.
- Börsenordnung 16, 229 f., 255 f., 278, 292
- Börsenpreis 47, 104, 126, 150, 192, 195, 197, 221, 231, 242, 246, 255 f., 264, 267
- Börsenrat 231, 275
- Börsenträger 234 f., 242 f., 246, 273–275, 279
- Börsenwert 45, 62, 80, 91, 98–100, 122, 129, 154, 159, 217
- Briefkurs 120, 195, 305, 314, 325
- CAPM 93, 214
- DAT/Altana-Rechtsprechung 29–31, 41–54, 74, 94 f., 97 f., 146–148, 192, 196, 251–266
- Daueranlagewert 150–155
- DCF-Methode 215
- Delisting 15 f., 30, 46, 48, 61, 115–120, 253, 260, 268 f., 302
- Delisting-Rechtsprechung 29–31, 253 f.
- Desinvestitionsmöglichkeit. *Siehe* Verkehrsfähigkeit
- Abstrakte Desinvestitionsmöglichkeit 255 f.
- Konkrete Desinvestitionsmöglichkeit 255–263
- Desinvestitionswert (der Aktie). *Siehe* Verkehrswert i. e. S
- Differenzhypothese 38
- Directors' Dealings 283, 293, 295 f., 320
- Dispositionseffekt 174 f.
- Dividendenerwartung 128, 131, 133, 154 f., 171, 190
- Dominierte Konfliktsituation 82–84, 108 f., 114, 117, 127, 269
- Doppelbewertung. *Siehe* Meistbegünstigung
- Doppelnatur der Aktie 74–80
- Downlisting 268, 285, 306, 308, 316 f.
- Durchschnittskurs 48, 96, 106 f., 116, 121, 161, 173, 178, 194–204, 207, 224, 264, 268
- Gewichteter Durchschnittskurs 106, 195, 201–203, 208, 264
- Durchschnitts-Minderheit 87–89, 114, 127, 137, 208. *Siehe auch* Bewertungsobjekt
- Effektive Informationsbewertung 100 f., 163 f., 176, 183 f., 254, 271, 304, 310, 312–326, 328 f. *Siehe auch* Kapitalmarkteffizienz
- Effektiver Rechtsschutz. *Siehe* Prozessökonomie
- Einbeziehung 232, 236, 267, 272, 274, 277–290, 302, 314–318, 324, 326, 329
- Eigentumsgarantie 20–56
- Eingriffsintensität 108, 119
- Einigungsbereich. *Siehe* Einigungswert
- Einigungspreis. *Siehe* Einigungswert
- Einigungswert 8 f., 82–84, 127
- Legitimation minderheitsausschließender Maßnahmen 32–34

- volle Entschädigung 34, 36–42, 79
- wahrer Wert 39 f., 43
- Entscheidungswert. *Siehe* Grenzpreis
- Erstlisting. *Siehe* Primärlisting
- Ertragskraft des Unternehmens 44, 51, 97 f., 134, 154, 164, 183, 214
- Ertragswert 98, 141 f., 148, 150, 181 f.
- Ertragswertverfahren 2, 60, 95, 97 f., 113 f., 128, 131 f., 138, 140–142, 144, 152, 161 f., 170, 173 f., 176, 181 f., 186, 214–220
- Erwerbsangebot 16, 18, 61, 115–120

- Fehlbewertung 176 f., 182
- Folgepflichten 234, 248 f., 251, 278, 280, 282, 290 f., 324–326
- Freie Desinvestitionsentscheidung 42, 44, 47, 51, 97, 141, 179, 191 f., 197, 253, 256
- Freiverkehr Plus 248, 284 f., 290, 316
- Freiverkehrshandel 228–231, 235, 247, 252, 273, 298, 311, 319
- Freiverkehrsträger 230, 235, 240, 243, 247 f., 250 f., 269, 273 f., 278–281, 284, 290 f., 308, 319, 323
- Fundamentalbewertung 46, 57, 60, 91, 121, 132, 134–136, 140, 151, 167, 180, 182, 184, 194, 206 f., 209–223, 328
- Fundamentalwert 129, 146, 153, 167, 169 f., 173, 177
- Fungibilität. *Siehe* Tatsächliche Verkehrsfähigkeit
- Funktionales Wertverständnis 13 f., 82
- Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts 48 f., 53, 106, 124, 180, 227, 329
- Funktionsfähigkeit des Freiverkehrs 270–325

- Gebot der vollen Entschädigung 36–41, 54, 109, 134–138, 140 f., 146, 148, 151, 157, 189, 324, 326
- Gegenleistung 16 f., 84, 96, 106–111, 114 f., 201, 258 f., 268
- Geld-Brief-Spanne. *Siehe* Bid-Ask-Spread
- Geldkurs 120, 195, 258, 305, 314, 325
- Geregelter Markt 230, 233, 236, 241 f., 267 f., 288–290

- Gerüchte. *Siehe* Noise-Trading
- Gesamtbewertung 162 f.
- Geschäftsbedingungen 231–235, 247, 250, 273–276, 281–291, 315–318
- Gesellschaftsanteil 69–72, 77, 79–81, 89, 100, 139, 147 f., 158, 328. *Siehe auch* Bewertungsobjekt
- Gewinnerwartung 38, 133, 150, 153 f., 189–191, 222
- Gleichbehandlungsgrundsatz 19 f., 35, 85 f., 110, 136, 142, 157, 161
- Abfindungsrechtliches Gleichbehandlungsgebot 19 f., 85 f., 89, 191, 222, 328
- Gleichgewichtspreis 114, 126 f., 162, 177, 195 f.
- Governance-Zuschlag. *Siehe* Kontrollprämie
- Grenznutzen 38, 41, 83, 111, 152, 186
- Grenzpreis 8, 37, 42, 66, 82–88, 90, 94, 114, 127, 145, 159, 186, 188–191, 328

- Handelbarkeit. *Siehe* Tatsächliche Verkehrsfähigkeit
- Handelsordnung 231 f., 234 f., 237 f., 256, 272, 275 f., 292
- Handelsrichtlinien 231, 238
- Handelssegment 227, 231, 255, 273, 287
- Handelstage 300, 304 f., 308, 321
- Handelsteilnehmer 273, 275 f., 278–280, 283, 289–291, 307, 318
- Handelsüberwachungsstelle 255, 275 f.
- Handelsvolumen 187, 239, 261–263, 298, 300, 303 f., 309, 311
- Herdenverhalten 174 f.
- High Risk Market 286 f., 303, 307, 317

- Index-Effekt 178 f.
- Indirekte Anteilsbewertung 60–71, 73, 78, 99, 128, 219 f.
- Ineffizienzen 53, 168, 177, 184, 196, 220, 224, 326
- Informationsasymmetrien 108, 110, 136 f., 144, 185, 313, 318, 320
- Informationsintermediäre 169 f.
- Informationsniveau 140, 168 f., 315, 324
- Informationspflichten 164, 168, 284, 313
- Informationspolitik 184 f.

- Informationsvorsprung. *Siehe* Informationsasymmetrien
- Inhalts- und Schrankenbestimmungen. *Siehe* Eigentumsgarantie
- Innerer Wert 39, 51, 53 f., 73, 101, 103, 108, 122, 129, 153, 164–167, 175, 177, 181 f., 190, 195, 198, 212, 220, 310, 312, 323 f. *Siehe auch* Fundamentalwert
- Insiderhandel 48, 166, 187, 276, 292, 295–297, 312, 320
- Insiderinformationen 115, 167, 172, 181, 272, 283, 295, 318
- Insiderliste 295, 297
- Institutionelle Funktionsfähigkeit 270, 273–298
- Interessendivergenzen. *Siehe* Interessenkonflikt
- Interessenkonflikt 83, 122, 127, 179, 194
- Investitionsentscheidung 8, 142, 164, 170, 174, 181 f., 197, 222, 264, 314
- Irrationalitäten 163, 167, 173–178, 180, 182, 198, 221, 312
- Kapitalanlegerperspektive 28, 32 f., 40–42, 81, 129, 137, 140, 142, 147–155, 193, 327
- Kapitalmarkteffizienz 50–53, 116, 120, 134, 143, 150, 154 f., 163–184, 189, 192, 198, 212, 220, 223, 255, 270 f., 309, 312–324
- Allokationseffizienz 165–167, 173 f., 177, 182, 270 f., 312
 - Informationseffizienz 51 f., 116, 165 f., 168–172, 176, 181, 192, 298, 312, 318, 320, 324
 - Kapitalmarkteffizienzhypothese 164–167
- Kapitalmarktorientierte Kapitalgesellschaft 245
- KMU-Wachstumsmarkt 249 f., 295
- Kontrollprämie 111, 142 f., 221
- Kursanalyse 171, 178, 188, 224, 266
- Kursbeeinflussung 48–50, 116, 122, 137, 143, 145, 154, 170–181, 184–188, 196, 223, 270–272, 291–298, 306 f.
- Kursbereinigung 195, 224
- Kurseffekte. *Siehe* Kursbeeinflussung
- Kursmanipulation *Siehe* Marktmanipulation
- Kursschwankungen 92, 177, 179–181, 201, 203, 309 f., 312
- Kurs sprünge 101, 178, 263, 304
- Kursverfall 61, 119, 173 f., 262
- Kursverluste. *Siehe* Kursverfall
- Kursverzerrungen. *Siehe* Kursbeeinflussung
- Liquidationshypothese 40, 60, 64–73, 79, 89, 135, 327
- Liquidationswert 148, 153
- Liquide Aktien 109, 258 f., 311
- Liquidität 47–49, 52 f., 61, 96, 101, 107, 120 f., 174, 206, 223, 235, 253, 255–263, 270–272, 280, 283, 298–312, 325 f.
- Liquiditätsanreize 306 f., 311
- Liquiditätskriterien 259, 299, 301–310
- Macrotron-Rechtsprechung 16, 30, 253
- Marktbewertung 2, 51, 97 f., 100, 122, 134, 138, 156 f., 164, 181, 196, 206 f., 217, 310
- Marktengte 47, 53, 116, 257–263, 298–305
- Marktintegrität 270, 297–299
- Marktkapitalisierung. *Siehe* Börsenwert
- Marktmanipulation. 47–50, 53, 113, 116, 170, 179 f., 187 f., 198, 223 f., 292, 298
- Marktpreis 127–130, 135, 166, 171 f., 174, 176, 212, 218, 220, 244, 250
- Marktpreisen 119, 129–131, 174, 239, 241, 244, 247
- Marktrückzug. *Siehe* Delisting
- Marktsystem 233–250
- Markttest 97 f., 116–119, 244
- Markttests 116, 118, 244
- Mehrheitsprinzip 26, 68, 77, 221
- Meistbegünstigung 72–79, 91, 98, 100, 102, 123 f., 153, 213, 328
- Minderheitenschutz 31–36, 54, 58, 135, 299
- Minderheitsabschlag 142 f.
- Mindestabfindung. *Siehe* Wertuntergrenze
- Mindestpreis 107 f., 113

- Mitgliedschaftsrechte
 – Vermögensrechte 27 f.
 – Herrschaftsrechte 26 f.
 – Nutzungsrechte 28 f.
 Mittelstandsbörse Deutschland 286 f.,
 302 f., 307, 316
 MoPeG 69–72
 Multilaterales Handelssystem (MTF)
 233, 242–244, 246–251, 264, 267, 273,
 275, 277, 286, 293, 314, 318, 325
 Multilaterales System 236 f., 240–242
- Nachhaltiger Zukunftsertrag 94, 131 f.,
 161, 170
 Näherungswert 56–59, 150, 160, 182
 Nestlé-Entscheidung 99–102
 Noise-Trading 92, 171–173, 188
 Normzweckadäquanz 4, 8–11, 13–15,
 40, 43, 54, 58 f., 61, 67, 81, 89, 118 f.,
 126–158, 162, 191, 220, 223, 327
 Nutzen. *Siehe* Grenznutzen
- Objektive Werttheorie. *Siehe* Objektiver
 Wert
 Objektiver Wert 12–14, 39 f., 55, 81, 86,
 147, 327
 Objektivierter Wert 78, 85–89, 127, 132,
 191, 223
 Objektivierung 122, 161 f., 191
 Objektivität der Marktbewertung 122,
 206–208, 217, 223, 298
 Operationale Funktionsfähigkeit 270 f.,
 299, 324 f.
 Organisiertes Handelssystems (OTF)
 233, 242 f.
 Organisierter Markt 233, 236–240
- Paketpreise 249
 Paketzuschläge 114 f., 249
 Prämien 153
 Preisbildung 135, 139, 168, 178, 190,
 201 f., 251, 255 f., 291 f.
 Preisfeststellung 230, 255 f., 291 f., 325
 Preismechanismus 149, 184, 186, 196,
 218, 233
 Primärlisting 281, 283–286, 288, 290,
 302, 315–317
 Primärmarkt 289 f., 317
- Prognosen 98, 147, 183, 187, 201–203,
 241 f., 244 f., 248
 Prospekthaftung 278, 314, 318
 Prospektspflicht 138, 277, 282 f., 285 f.,
 288 f., 313–318
 Prozessökonomie 2 f., 54 f., 59, 86, 91,
 113 f., 121, 208–213, 217, 223, 328
 Publizitätspflichten 52 f., 116, 124, 138,
 169, 172, 184 f., 224, 264, 271, 298,
 312–326, 329
- Qualitätssegment 248, 250, 285
 Quotaler Unternehmenswert 60, 67 f.,
 73 f., 78, 91, 97, 100–102, 157, 193
 Quotation Board 281, 303, 306, 315
- Random-Walk-Theorie 167
 Rationalität der Bewertung 150, 158,
 163–193, 312, 328
 Realitätsbewertung 133, 171, 195, 217
 Rechtsfrage. *Siehe* Rechtsgeleitete Unter-
 nehmensbewertung
 Rechtsgeleitete Unternehmensbewertung
 8–14, 16, 81 f., 156, 158, 161, 192 f.,
 206, 327
 Rechtsgrundlagen 17–19, 48 f., 63–65,
 69–72, 104–125, 156, 198, 201, 228–
 246, 260 f., 267–269
 Rechtsnatur des Freiverkehrs 232, 238
 Rechtssicherheit 11, 68, 75, 91, 103, 107,
 195 f., 199, 202, 204, 209, 224, 265, 304
 Rechtsstellung der Minderheit. *Siehe*
 Eigentumsgarantie
 Rechtsverlust 9, 18, 36, 38, 40 f., 58,
 67 f., 82, 84, 89, 105, 112, 114, 119,
 122, 137, 321, 327
 Referenzzeitraum 50, 112, 115, 172, 186,
 188, 198, 201–203, 207, 262 f., 293,
 304, 310
 Regelabfindung 48, 106–108, 111, 115–
 117, 120, 206, 223, 227, 268 f., 326,
 329
 Regelkompensation. *Siehe* Regelabfin-
 dung
 Regulierter Markt 233–237, 241, 244
 Regulierung 33, 49, 103, 118, 138, 170,
 213, 227–251, 260, 262, 266, 269–276,
 279, 297 f., 306, 325, 329

- Relationsbewertung. *Siehe* Verschmelzungswertrelation
 Rückzug von der Börse. *Siehe* Delisting
- Sanktionierung 136, 231 f., 293 f., 318 f., 322 f.
 – Sanktionsausschuss 231, 276
 – Sanktionsmechanismen 235, 238, 272, 294, 297
- Scale 250, 281 f., 290 f., 302, 306, 315
- Scalping 179
- Schätzungsermessens 55–57, 69–73, 92, 94–103, 120, 124, 163, 178, 180, 188, 207 f., 210–212, 219 f., 227, 267, 299
- Schätzgrundlage. *Siehe* Schätzungsermessens
- Schätzwert. *Siehe* Ertragswert
- Schutzbedürftigkeit 8 f., 23, 31 f.
- Sekundärlisting 281, 283 f., 286, 288, 290 f., 317
- Sekundärmarkt Düsseldorf 289, 318
- Situationsbezogenheit der Bewertung 181
- Sonderrecht für börsennotierte Aktiengesellschaften 67 f., 80, 121, 155–157
- Spekulationen 131 f., 164, 170–172, 179 f., 188
 – Abfindungsspekulationen 49 f., 171, 189 f., 197 f., 200, 205
- Stichtag. *Siehe* Bewertungsstichtag
- Stichtagskurs 176, 196, 198, 207
- Stichtagsprinzip 181, 186, 196, 199, 201, 204 f., 214
- Stinnes-Entscheidung 99
- Stollwerck-Entscheidung 50, 98 f.
- Streubesitz 105, 187, 261–263, 278, 282, 285–288, 300–304, 308, 311
- Subjektbezogenheit der Bewertung 87
- Subjektive Wertvorstellungen 8, 13 f., 39, 49, 67, 85–87, 89, 126–129, 132, 149, 160, 162, 178, 189, 191, 196, 206–208, 223
- Subjektive Werttheorie 13 f.
- Substanzwert 93
- Synergieeffekte 143–146, 152, 198
- Tageskurse 196 f.
- Taxkurse 120, 195 f.
- Transaktionsbasierte Bewertung 132 f.
 – Transparenzpflichten. *Siehe* Publizitätspflichten
- Treuepflicht 20, 35, 49, 85
- Typisierungsgebot 42, 85–89, 114, 127, 132, 147 f., 161 f., 189, 191, 208, 328
- Überkompensation 38, 57, 74, 132, 141, 154, 190, 222, 328
- Übernahmerecht 18, 46, 96, 106–115, 117, 201, 221, 258–260, 263 f., 268 f.
- Umtauschverhältnis. *Siehe* Verschmelzungswertrelation
- Unionsrechtliche Wertungen 123 f.
- Unsicherheiten. *Siehe* Bewertungsunsicherheit
- Unterbewertung 52, 133, 136, 173, 175, 185, 189
- Untergrenze. *Siehe* Wertuntergrenze
- Unterkompensation 127, 132, 135, 140–146, 148, 299
- Unternehmensbeteiligung 31, 51, 63, 72, 76 f., 79–81, 94, 98, 128–130, 133, 141, 147, 158, 160 f., 253, 257, 328.
Siehe auch Bewertungsobjekt
- Unternehmensbewertung. *Siehe* Indirekte Anteilsbewertung
- Unternehmensbezogene Informationen 138–140
- Unternehmensinterne Informationen 110, 134–140, 151, 166–170, 181, 183, 189, 208
- Unternehmensspezifische Informationen 138–140
- Unternehmenswert 8, 14, 17, 42, 60 f., 65, 67, 70–81, 93, 98–102, 105, 123, 128–131, 133 f., 139 f., 151–153, 157, 162, 174, 183 f., 193, 200, 215, 217, 219 f.
- Untersuchungsgegenstand 4
- Veräußerungsmöglichkeit. *Siehe* Desinvestitionsmöglichkeit
- Verbundvorteile 130, 143–145, 152, 198
- Verfahrensdauer. *Siehe* Prozessökonomie
- Verfahrensökonomie. *Siehe* Prozessökonomie
- Verfassungsrechtliche Dimension 20–55, 72–80

- Verhaltensökonomie. *Siehe* Behavioral Finance
- Verhältnisse der Gesellschaft 17, 62 f., 72, 92, 106, 110, 133 f., 140, 157, 178, 180, 199
- Verhandlungsmodell 83, 89, 328
- Verkehrsfähigkeit 29–31, 41–44, 47 f., 51–54, 66–69, 72, 76, 101, 103, 117 f., 142, 150, 157, 179, 192, 195, 197, 207, 253–263, 329
- Tatsächliche Verkehrsfähigkeit 29–31, 103, 117–119, 147, 157, 207, 253, 257 f., 266, 327
- Verkehrswert 30, 41–55, 58, 61, 72 f., 76, 91, 93 f., 97 f., 107, 111–113, 116, 118 f., 121, 127 f., 133, 141, 146–151, 153, 158, 161 f., 164, 171, 178 f., 181, 188, 193–195, 197, 200, 203, 206 f., 209, 223, 227, 251–267, 291, 298, 301, 303, 312, 324, 327 f.
- Fiktiver Verkehrswert 150, 203, 207, 328
 - Normativer Verkehrswert 148
 - Realer Verkehrswert 149 f., 162, 195 f., 206 f., 209, 217, 328
 - Verkehrswert der Aktie 43, 50, 73, 93, 97 f., 112, 118, 146–148, 188, 200, 327 f.
 - Verkehrswert der Beteiligung 113, 146, 148–150, 194, 223, 258 f., 312, 327
 - Verkehrswert des Unternehmens 128, 149 f., 158
 - Verkehrswert i. e. S. 43, 46 f., 49, 58, 61, 73, 76, 91, 116, 133, 147 f., 211, 226, 251–266
 - Verkehrswert i. w. S. 53, 87, 120, 146–150, 158, 160, 180, 192, 195, 212, 227, 258. *Siehe auch* Beteiligungswert
- Vermittlungsfunktion. *Siehe* Einigungswert
- Vermögensausgleich 109 f.
- Vermutung. *Siehe* Angemessenheitsvermutung
- Verschmelzungswertrelation 45 f., 74, 95 f., 102, 123, 130 f., 144
- Vertretbarkeit 55–59, 218
- Volatilität 107, 173, 301, 308–310. *Siehe auch* Kursschwankungen
- Vor- und Nachhandelstransparenz 138, 292, 325
- Vorerwerbspreise 107, 110 f., 221
- Wahrer Wert 39 f., 43, 46, 53, 56, 58 f., 70, 73–75, 80, 92 f., 97, 105, 116, 118, 135, 146, 160, 175, 198, 207, 212, 220, 312, 327
- Wella-Entscheidung 100
- Wertuntergrenze 41–54, 57, 61, 68, 73, 87, 91, 94 f., 99, 102–109, 125, 148, 156, 191 f., 195, 210, 227, 251–266, 301, 309, 324, 329
- Wurzeltheorie 144, 154, 214
- Zukunftsbezogenheit der Bewertung 160 f.
- Zulassung 277–298
- Zweitlisting. *Siehe* Sekundärlisting