www.betriebs-berater.de

BB

Betriebs Berater

28/29 | 2025

Recht ... Wirtschaft ... Steuern ... Recht ... Wirtschaft ... Steuern ... Recht ... Wirtschaft ...

7.7.2025 | 80. Jg.
Seiten 1601–1664

DIE ERSTE SEITE

Dr. Bettina Scharff, RAin/FAinArbR
Auswirkungen der Rechtsprechung des BAG zur mehrfachen Betriebszugehörigkeit auf arbeitsrechtliche Schwellenwerte – Arbeitgeber aufgepasst …

WIRTSCHAFTSRECHT

Dr. Raimond Emde, RA
BB-Rechtsprechungsreport zum Vertriebsrecht 2024 – Teil I | 1603

STEUERRECHT

Prof. Dr. Jens Reddig, RiBFH
BB-Rechtsprechungsreport zu Einkünften aus Vermietung und Verpachtung sowie aus privaten Veräußerungsgeschäften 2023/2024 | 1623

BILANZRECHT UND BETRIEBSWIRTSCHAFT

Wolf Achim Tönnes, RA/WP/StB
Börsenkurs als Wertmaßstab der Unternehmensbewertung | 1643

ARBEITSRECHT

Prof. Dr. Alexander Eufinger
Der „krankfeiernde" Arbeitnehmer – aktuelle Entwicklungen zu einem Dauerstreitthema | 1652

BB-Rechtsprechungsreporte zum Vertriebsrecht 2024 – Teil I und zu Einkünften aus Vermietung und Verpachtung sowie aus privaten Veräußerungsgeschäften 2023/2024

Fachmedien Recht und Wirtschaft | dfv Mediengruppe | Frankfurt am Main

Wolf Achim Tönnes, RA/WP/StB

Börsenkurs als Wertmaßstab der Unternehmensbewertung

Die Unternehmensbewertung ist aus betriebswirtschaftlicher Sicht durch den Entwurf einer Neufassung des Prüfungsstandards IDW S 1 (s. dazu *Hüttemann*, BB 6/2025, Die Erste Seite; *Thees*, BB 2025, 299 ff., und *Hüttche*, BB 2025, 1195 ff.) sowie eines neuen Standards IDW S 17 zur Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen, aus rechtlicher Sicht durch ein neueres Urteil des BGH II ZB 5/22 in Bewegung geraten. Im Brennpunkt steht dabei u. a. die Bewertung eines Unternehmens zum Börsenkurs seiner Anteile. Der nachfolgende Beitrag beleuchtet die Frage, ob der vom BGH zuletzt favorisierte Börsenkurs auch aus betriebswirtschaftlicher Sicht geeigneter Wertmaßstab für die Bewertung von Unternehmen sein kann.

I. Einleitung

Die aktuelle Rechtsprechung des BGH – zuletzt das Urteil vom 31.1.2024 in der Sache „Vodafone/Kabel Deutschland“[1] – ist im Begriff, eine eigenständige „rechtliche“ Unternehmensbewertung zu entwickeln, die wesentliche betriebswirtschaftliche Erkenntnisse zur Funktion von Märkten und der Verarbeitung von Informationen in Märkten vernachlässigt. Dies geschieht (weiterhin) unter formaler Berufung auf die Grundsätze der BVerfG-Entscheidung in Sachen „DAT/Altana“[2], die genau in diesen Fragen noch in Einheit mit den Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre stand. Das kann dazu führen, dass der Wert eines Unternehmens am Ende davon abhängt, ob ein börsennotiertes oder ein nicht-börsennotiertes Unternehmen zu bewerten ist – und dies i. d. R. zulasten von Minderheitsaktionären bei börsennotierten Gesellschaften. Der vorliegende Beitrag stellt diesen Bruch dar und plädiert dafür, betriebswirtschaftlichen Erkenntnissen wieder mehr Raum in rechtlichen Bewertungsentscheidungen einzuräumen – und damit letztlich auf die Grundlage der „DAT/Altana“-Entscheidung zurückzukehren.

II. Sachverhalt

Dem BGH lag mit „Vodafone/Kabel Deutschland“ ein Fall zur Ermittlung des Unternehmenswerts als Grundlage für die Bestimmung von Abfindung und Ausgleich (§§ 304, 305 AktG) nach Abschluss eines Ergebnisabführungsvertrags vor. Eine von beiden Parteien beauftragte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft hatte hierfür einen nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Wert einer Aktie der abhängigen Gesellschaft in Höhe von 75,76 Euro ermittelt.

Die in Betracht kommenden gewichteten Börsenkurse – jeweils über einen Zeitraum von drei Monaten – betrugen:

Tabelle: **Börsenkurse zu bewertungsrelevanten Zeitpunkten** (Quelle: eigene Darstellung)

Zeitraum endend am	Ereignis	Börsenkurs
12.2.2013	Aufkommende Gerüchte über eine mögliche Übernahme	57,22 Euro
12.6.2013	Entsprechende Ad-hoc-Mitteilung der beherrschten Gesellschaft	72,11 Euro
30.7.2013	Veröffentlichung des Übernahmeangebotes über 84,50 Euro und Ankündigung des Abschlusses eines Gewinnabführungsvertrags bzw. Squeeze out bei Erreichen der Mindestannahmeschwelle	82,19 Euro
12.9.2013	Ad-hoc-Mitteilung über die Erreichung der Angebotsschwelle und darüber, dass die Strukturmaßnahmen nunmehr umgesetzt werden sollten	84,53 Euro

In dem Gewinnabführungsvertrag wurde der Abfindungsbetrag sodann mit 84,53 Euro festgelegt. Hiergegen wandten sich Aktionäre im Spruchverfahren mit dem Ziel, eine höhere Abfindung festzusetzen. Dies wurde in allen drei Instanzen zurückgewiesen.

III. Entscheidungsgründe

Der BGH bekräftigt in diesem Fall seine vorangegangene Entscheidung vom 21.2.2023 in der Sache „WCM“[3], wonach der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft grundsätzlich eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts sei. Zwar müsse im Hinblick auf den verfassungsrechtlichen Eigentumsschutz die Abfindung der außenstehenden Aktionäre den „wahren“ Wert der Unternehmensbeteiligung – unter Hinweis auf die „DAT/Altana“-Entscheidung ersetzen; hierfür sei jedoch eine bestimmte Methode zur Schätzung verfassungsrechtlich nicht vorgegeben.

Der Ermittlung des Unternehmenswerts – vom Gericht als „marktorientierte Methode“ bezeichnet – liege die Annahme zugrunde, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt. Dabei sei es nicht erforderlich, dass der Kapitalmarkt streng informationseffizient sei und alle prinzipiell zugänglichen öffentlichen und nicht-öffentlichen Informationen in den Kursen verarbeitet seien. Lediglich wenn im konkreten Fall nicht von der Möglichkeit einer „effektiven Informationsbewertung“ ausgegangen werden könne, sodass der Börsenkurs keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaube, könne der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.

Der Rückgriff auf Börsenkurse scheide deswegen nur dann aus, wenn kein „funktionierender Kapitalmarkt“ gegeben sei. Dies könne z. B. der Fall sein,

1 BGH, 31.1.2024 – II ZB 5/22, NZG 2024, 935, BB-Komm. *Peemöller*, BB 2024, 1328.
2 BVerfG, 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BB 1999, 1778, NZG 1999, 931.
3 BGH, 21.2.2023 – II ZB 12/21, NZG 2023, 937.

– wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden habe;
– wenn eine Marktenge vorliegt: hohe Bid-Ask-Spreads, geringe Handelsvolumina, Handeln nur an wenigen Börsentagen, geringer Streubesitz;
– wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulation vorliegen;
– wenn kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden.

Angesichts der bestehenden Unsicherheit zukunftsgerichteter Prognosen sei es auch nicht geboten, zur Bestimmung des wahren Wertes der Unternehmensbeteiligung stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen und die Abfindung nach einem Meistbegünstigungsprinzip zu festzusetzen.

IV. Stellungnahme

1. Bedeutung der DAT/Altana-Entscheidung

Es ist auffällig, dass es nahezu keine obergerichtliche Entscheidung unterlässt, einleitend auf die „DAT/Altana"-Entscheidung von 1999 zu verweisen, nach der es verfassungsrechtlich geboten sei, den außenstehenden Aktionären den „wahren Wert" ihrer Beteiligung zu ersetzen. Es macht deswegen Sinn, sich diese Entscheidung noch einmal vor Augen zu führen.

Das BVerfG sieht die Notwendigkeit der Entschädigung zum „wahren Wert" vor dem Hintergrund, dass der ausscheidende Aktionär gegen seinen Willen aus seiner Rechtsposition gedrängt wird, während der Hauptaktionär den Nutzen aus der Strukturmaßnahme ziehen kann. Auszugleichen sei daher das, was dem Minderheitsaktionär an Eigentum i. S. v. Art. 14 Abs. 1 GG verloren geht.

Die Charakteristika des Aktieneigentums findet das BVerfG in zweierlei: Zum einen geht es um mitgliedschaftliche Herrschafts- und Vermögensrechte, zum anderen um die „ausgeprägte Verkehrsfähigkeit" der Aktie.

Sodann führt das BVerfG folgendes aus:

„Der Ausgleich für außenstehende Aktionäre muss […] so bemessen sein, dass sie auch künftig solche Renditen erhalten, die sie erhalten hätten, wenn der Unternehmensvertrag nicht geschlossen worden wäre; die Abfindung muss so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre den Gegenwert ihrer Gesellschaftsbeteiligung erhalten. Dementsprechend gehen Judikatur und Literatur davon aus, dass die Entschädigung nur dann als „volle" bezeichnet werden kann, wenn sie den „wirklichen" oder „wahren" Wert der Unternehmensbeteiligung an dem arbeitenden Unternehmen unter Einschluss der stillen Reserven und des inneren Geschäftswerts widerspiegelt. Darüber hinaus muss die Abfindung so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des Unternehmensvertrages oder der Eingliederung erlangt hätten."

Der Börsenkurs einer Aktie spiegelt vor diesem Hintergrund zunächst allein die Verkehrsfähigkeit der Aktie wider. Wenn der Aktionär seine Aktie jederzeit (freiwillig) zum Börsenkurs verkaufen kann, steht fest, dass er für diese Aktie nicht weniger als den Börsenkurs erhalten darf, wenn er (unfreiwillig) aus der Gesellschaft ausscheiden muss. Es stellt sich deswegen die Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen er ggf. aber auch mehr als den Börsenkurs erhalten kann, weil der „wahre Wert" des Anteils über dem Börsenkurs liegt.

Es gehört zu den Grundlagen des in der betriebswirtschaftlichen Literatur anerkannten Capital Asset Pricing Model (CAPM), dass sich Investoren die Übernahme von Risiken vergüten lassen: Für eine risikobehaftete Anlage verlangen sie eine höhere Verzinsung als für (quasi) risikofreie Anlagen.[4] Dies bedeutet aber zugleich, dass der Kurs einer risikobehafteten Aktie unter gleichen Bedingungen niedriger ist als der Kurs einer risikofreien Aktie.

Diese grundsätzliche Risikoaversion von Investoren führt dazu, dass sich auch Unsicherheiten über die Entwicklung des Unternehmens im Börsenkurs einer Aktie widerspiegeln, da die Anleger die Unsicherheiten der künftigen Entwicklung berücksichtigen – und zwar Risiken stärker als Chancen.[5] Umgekehrt ist die Folge davon, dass der Preis einer Aktie umso höher sein wird, je besser und je mehr Informationen über das zugrunde liegende Unternehmen zur Verfügung stehen, weil der Risikoabschlag auf den „wahren" inneren Wert der Aktie zunehmend zurückgeht. Selbst wenn es sich um Informationen handelt, die geeignet sind, den Börsenkurs zu mindern, führt ihre transparente Offenlegung zu einem geringeren Kursabschlag, wenn die Anleger davon ausgehen, dass damit „alle Fakten auf dem Tisch liegen" und nicht davon ausgehen müssen, dass es noch schlimmer als erwartet kommt.

Damit hängt der Abstand des Börsenpreises vom „wahren Wert" einer Aktie von dem Umfang der Informationen über die Gesellschaft ab, die die betreffende Aktie emittiert hat. Die betriebswirtschaftliche Literatur unterscheidet hier hinsichtlich der Informationsverarbeitung drei Stufen der Informationseffizienz:[6]

– Bei der *schwachen* Form werden lediglich die Informationen über die vergangene Kursentwicklung im aktuellen Marktpreis berücksichtigt. Die Praxis versucht, sich dies als „technische Wertpapieranalyse" nutzbar zu machen.
– Unter *mittelstrenger* Informationseffizienz wird eine Situation verstanden, in der der Marktpreis alle öffentlich zugänglichen Informationen berücksichtigt. Dies schließt u. a. Informationen mit ein, die sich aus vergangenen Kursbewegungen gewinnen lassen. Jedoch werden hier zudem noch alternative öffentliche Informationsquellen wie Informationen aus der externen Rechnungslegung, Analysteneinschätzungen etc. verarbeitet. Dies nennt man „Fundamentalanalyse".
– Die *strenge* Informationseffizienz berücksichtigt darüber hinaus auch alle nicht öffentlich zugänglichen Informationen. Sie entspricht der Sicht eines Unternehmens-Insiders.

Nach Auffassung des BGH in dem vorliegenden Urteil ist die strenge Informationseffizienz keine Voraussetzung für die Verwendung des Börsenkurses zur Bestimmung des Unternehmenswerts. Dem Gericht reicht die mittelstrenge Informationseffizienz aus, wenn es ausführt, ausreichend sei, dass im konkreten Fall von einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer ausgegangen werden könne.

Diese Interpretation des „wahren Werts" weicht trotz des gleichen Wortlauts von der Auffassung des BVerfG ab. Wenn das BVerfG von einer „vollen Entschädigung unter Einschluss der stillen Reserven und des inneren Geschäftswerts" spricht, die nicht nur die Verkehrsfähigkeit der Aktie, sondern auch die Teilhabe an mitgliedschaftlichen Herrschafts- und Vermögensrechten umfasst, so hat es damit ersichtlich die strenge Informationseffizienz im Blick. Ein Börsenkurs, der

4 *Laux/Gillenkirch/Schenk-Mathes*, Entscheidungstheorie, 10. Aufl. 2018, S. 470 ff.
5 *Mondello*, Finance: Investments, 2. Aufl. 2023, S. 80 f.
6 Grundlegend *Fama*, Journal of Finance 1970, 383, 388; vgl. auch *Mondello*, Finance: Investments, 2. Aufl. 2023, S. 74 f.

naturgemäß nur aufgrund der mittelstrengen Informationseffizienz zustande gekommen ist, kann jedoch unter dem „wahren Wert" liegen, wenn und soweit er Risikokomponenten oder Unsicherheiten berücksichtigt, die durch zusätzliche Informationen aus dem Unternehmen beseitigt werden könnten. Eine alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses kann folglich nur in Frage kommen, wenn der Kapitalmarkt in Bezug auf die betreffenden Anteile streng informationseffizient ist; wenn also alle prinzipiell zugänglichen Informationen – neben öffentlich verfügbaren auch alle nicht öffentlich verfügbaren Informationen – korrekt in den Kursen verarbeitet sind.[7]

Folge dieser Situation ist, dass in nicht streng informationseffizienten Märkten einzelne Investoren mit Hilfe von „privaten" Informationen zusätzliche Renditen erzielen können.[8] Das OLG Frankfurt a. M. macht diese Situation verantwortlich für das „Phänomen" des Insiderhandels.[9] Daraus folgt spiegelbildlich, dass Minderheitsaktionäre, die nicht über die Informationen verfügen, möglicherweise eine zu geringe Abfindung erhalten, so dass sich – mit den Worten des BVerfG – der Nutzen des Mehrheitsaktionärs aus der Strukturmaßnahme erhöht. Dies widerspricht der Sicht des BVerfG, das durch seine Gegenüberstellung von Entschädigungen zum Wohl der Allgemeinheit sicherstellen wollte, dass bei gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen keine Partei zugunsten der anderen begünstigt wird. Die Wahrung der Interessen des ausscheidenden Minderheitsgesellschafters waren dem BVerfG so wichtig, dass es sie sogar als Voraussetzung für die Zulässigkeit des mit der Strukturmaßnahme verbundenen Eingriffs in die Grundrechte des Aktionärs bezeichnet hat.[10]

2. Börsenkurs vs. „wahrer Wert" des Anteils

Das BVerfG unterscheidet klar zwischen „Börsenkurs" und „wahrem Wert" eines Anteils. Der Börsenkurs spiegelt dabei regelmäßig den „Verkehrswert" – verstanden als den Wert der „Verkehrsfähigkeit" – wider. Das Urteil enthält keine Aussage dazu, unter welchen Umständen der Börsenkurs (auch) den „wahren Wert" des Anteils repräsentiert. Es musste dies auch nicht, da es in dem „DAT/Altana"-Fall ausschließlich um den Börsenkurs als Mindestwert ging, da ursprünglich eine Abfindung noch unter dem Börsenkurs angeboten worden war.

Nach den in Abschn. IV. 1. dargestellten Grundsätzen kann der „wahre Wert" nur dann dem Börsenkurs entsprechen, wenn er auf einem effizienten Markt zustande gekommen ist, auf dem alle verfügbaren Informationen unmittelbar verarbeitet werden. Ist der Markt nicht vollkommen effizient und müssen die Teilnehmer deswegen damit rechnen, dass sie nicht über alle verfügbaren Informationen verfügen, führt die verbleibende Unsicherheit in ihren Augen zu Risiken, die dazu führen, dass der Börsenkurs von dem „wahren Wert" – i. d. R. nach unten – abweicht.

Wird daher eine Bewertung allein auf den Börsenkurs gestützt, reicht es nicht aus, nur auf die Frage des „funktionierenden Kapitalmarkts" abzustellen, da dieser lediglich Bedingung für einen belastungsfähigen Verkehrswert ist. Das Vorliegen eines funktionierenden Kapitalmarkts sagt aber nichts über den Grad der dort herrschenden Informationseffizienz aus.[11] Zusätzlich ist vielmehr auch eine Prüfung erforderlich, ob auf diesem Markt Informationseffizienz herrscht – also alle für die sachgerechte Bewertung erforderlichen Informationen vorliegen. Dies ist umso wichtiger, da in Fällen der vorliegenden Art die Interessenslagen von Mehrheits- und Minderheitsgesellschaftern nicht deckungsgleich sind; die Mehrheitsgesellschafter können in diesen Fällen vielmehr ihren Einfluss auf Umsetzung und Zeitpunkt der Strukturmaßnahmen geltend machen und damit die für die Minderheitsgesellschafter verfügbaren Informationen als deren Entscheidungsgrundlage mitbestimmen.[12]

Das vorliegende Urteil verzichtet jedoch explizit auf eine solche Prüfung und nimmt deswegen in Kauf, den „wahren Wert" der Beteiligung zu verfehlen.

Zu Unrecht beruft sich das Urteil auch auf die T-Online-Entscheidung des BVerfG.[13] Das Gericht hatte dort die Angemessenheit eines Umtauschverhältnisses zu beurteilen, die das OLG Frankfurt a. M. als Vorinstanz auf das Verhältnis der Börsenkurse der beteiligten Gesellschaften gestützt hatte.[14] Dieses Verhältnis war für die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft „günstiger" als das Verhältnis der im Vorfeld nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswerte, so dass das Gericht die von den Vorinstanzen festgesetzte bare Zuzahlung bestätigte. Eine gutachterliche Neubewertung wurde mit Verweis auf die Aussagekraft der Börsenkurse abgelehnt.

Das OLG Frankfurt a. M. hatte als Vorinstanz herausgestellt, dass im Falle eines Umtausches nicht der Verkehrswert des Anteils als eigenständiger Vermögensgegenstand, sondern der auf das Mitgliedschaftsrecht nach der jeweiligen Beteiligungsquote entfallende Anteil am Wert des Unternehmens zu verstehen sei. Denn – so das Gericht – die den Anteilseignern des übertragenden Rechtsträgers zu gewährenden Anteile am übernehmenden Rechtsträger seien nach der „Rezeption des UmwG" keine Abfindung für einen entzogenen oder entwerteten Anteil, sondern die Gegenleistung dafür, dass der übertragende Rechtsträger sein Vermögen als Ganzes im Wege der Gesamtrechtsnachfolge auf den übernehmenden Rechtsträger überträgt. Bei einer Verschmelzung bleibt der ausscheidende Aktionär der übertragenden Gesellschaft – wertmäßig unverändert – mittelbarer Gesellschafter und nimmt an den Chancen und Risiken weiterhin teil. Nimmt man das hin, so kann unter dem Blickwinkel der Informationseffizienz in einem solchen Fall eher auf die strenge Informationseffizienz verzichtet werden, wenn und weil beide beteiligte Unternehmen aufgrund unvollständiger Informationen bewertet werden und trotz Über- oder Unterbewertungen das Umtauschverhältnis korrekt sein kann. Die Situation unterscheidet sich also von der eines „Squeeze out", bei der der Gesellschafter vollständig und endgültig ausscheidet, an der weiteren Entwicklung der Gesellschaft nicht teilnimmt und hierfür eine volle Abfindung erhalten muss.

Von Bedeutung über den Fall des Umtausches hinaus sind allerdings die Ausführungen des OLG Frankfurt a. M. zur Aussagekraft des Börsenkurses als selbständigem Ansatz für die Schätzung des (anteiligen) Unternehmenswerts, die vom BVerfG als fachrichterliche Prüfung und Würdigung gebilligt wurden.

Das OLG sieht zutreffend und im Einklang mit der „DAT/Altana"-Entscheidung die Heranziehung des Börsenkurses als einen Schutz der Minderheitsaktionäre. Hieraus zieht es allerdings unzutreffend den Schluss, diesem Schutz könne auch dadurch Rechnung getragen werden, dass dem Minderheitsaktionär genau dieser Börsenkurs als Abfindung zuerkannt wird, „selbst wenn damit gegenüber einem etwaigen Abstellen auf den Ertragswert des Unternehmens eine Be-

7 Fachausschuss für Unternehmensbewertung, WPg 2021, 958.
8 *Mondello*, Finance: Investments, 2. Aufl. 2023, S. 75.
9 OLG Frankfurt a. M., 3.9.2010 – 5 W 57/09, NZG 2010, 1141, BeckRS 2010, 21665.
10 BVerfG, 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BB 1999, 1778, NZG 1999, 931.
11 *Ruthardt/Popp*, AG 2020, 240.
12 Fachausschuss für Unternehmensbewertung, WPg 2021, 958.
13 BVerfG, 26.4.2011 – 1 BvR 2658/10, NZG 11, 689, BB 2011, 1518 m. BB-Komm. *Bungert*.
14 OLG Frankfurt a. M., 3.9.2010 – 5 W 57/09, NZG 10, 1141, BeckRS 2010, 21665.

schränkung der Abfindung verbunden ist". Dies kann unter verfassungsrechtlichen Grundsätzen nur dann gelten, wenn für die Bewertung die mittelstrenge Informationseffizienz als ausreichend angesehen wird, denn nur unter dieser Bedingung stellt der Börsenkurs den größtmöglichen Konsens zwischen den Marktteilnehmern über den Wert des Anteils dar. Dies steht jedoch im Widerspruch zu den Ausführungen der „DAT/Altana"-Entscheidung.

Folge daraus ist, dass bei einer Heranziehung des Börsenkurses zur Bewertung eines Unternehmens nicht nur geprüft werden muss, ob der Börsenkurs „technisch" aussagekräftig zustande gekommen ist,[15] sondern auch, in welchem Umfang er alle prinzipiell zugänglichen Informationen verarbeitet hat. Zieht man hierfür die Unterlagen und Informationen heran, die im Rahmen eines Spruchverfahrens nach § 7 Abs. 3 SpruchG zur Bestimmung des Unternehmenswerts potentiell vorlagepflichtig sind und z. B. auch Kosten- und Investitionsrechnungen, Planungsunterlagen (einschl. der zugrunde gelegten Planungsprämissen), Unterlagen zur Markt- und Wettbewerbsanalyse sowie Businesspläne umfassen,[16] wird deutlich, dass „der Markt" regelmäßig über weniger kursrelevante Informationen verfügt als das Unternehmen selbst.

Ein weiterer Aspekt tritt hinzu: Geht man davon aus, dass der Mehrheitsaktionär über mehr Informationen zum Unternehmen verfügt als die Minderheitsaktionäre, folgt daraus, dass beide nicht auf gleichen Märkten aktiv sind. Zu den Wesensmerkmalen des Markts gehört nämlich, dass dort regelmäßige Transaktionen zwischen unabhängigen und gleich informierten Dritten stattfinden.[17] Infolgedessen sind Börsenkurse, die auf Geschäften von Minderheitsaktionären untereinander beruhen, nicht geeignet, die Wertermittlung von Geschäften zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären zu bestimmen.[18]

Zu Unrecht berufen sich die Befürworter einer alleinigen Relevanz der Börsenkurse für den Unternehmenswert auf die neue Regelung des § 255 Abs. 5 S. 1 AktG.[19] Diese Vorschrift regelt im Kontext einer Kapitalerhöhung gegen Einlage, dass der Wert der als Gegenleistung für die Einlage gewährten Aktien ihrem Börsenkurs entspricht, sofern dieser Börsenkurs – gemessen an den Ausschlusskriterien des § 255 Abs. 5 S. 3 AktG – aussagekräftig ist. Zur Bewertung der Einlage selbst enthält die Vorschrift keine Aussage; werden daher Aktien eines anderen Unternehmens als Sacheinlage eingebracht, so ist dieses andere Unternehmen – und damit die Sacheinlage – nach allgemeinen Grundsätzen zu bewerten.[20] Eine ungeprüfte Übertragung der speziellen Wertungen des § 255 Abs. 5 AktG auf die anders gelagerten Squeeze-out-Fälle ist daher nicht möglich.

3. „Wahrer Wert" und Ad-hoc-Publizität

Die Rechtsprechung verweist darauf, dass ein Informationsgefälle zwischen den verschiedenen Anlegergruppen zwar vorhanden sei und etwaige Insider-Kenntnisse i. d. R. Auswirkung auf den Wert des Unternehmensanteils hätten, dass dieses Informationsgefälle jedoch durch die bestehenden Veröffentlichungspflichten abgebaut werde. Das „strukturelle Defizit" des Börsenkurses sei deswegen nur vorübergehend und werde durch die Bekanntgabe dieser Informationen ausgeglichen. Folglich bestünden Zweifel an der kapitalmarktorientierten Bewertung nur dann, wenn das zu bewertende Unternehmen seinen Ad-hoc-Mitteilungsverpflichtungen nicht nachgekommen sei, „weswegen im relevanten Zeitraum ein signifikantes Informationsdefizit des Marktes mit Blick auf die unternehmensspezifischen Daten naheliege"[21].

Die Beantwortung dieser Frage stößt zunächst auf praktische Schwierigkeiten. Nachprüfbar sind nämlich nur die „routinemäßig" veröffentlichten Informationen – etwa „harte" Informationen über sichere Sachverhalte (getroffene Beschlüsse, abgeschlossene Verträge oder Jahres-/Quartalsberichte) –, während die Vollständigkeit und Rechtzeitigkeit „echter" Ad-hoc-Mitteilungen – etwa solche über Änderungen des Markt- und Geschäftsumfelds, der Unternehmensstrategie oder von Prognosen – von außen nicht geprüft werden kann, da sie eben möglicherweise zu Unrecht nicht öffentlich bekannt gemacht worden sind.

Es kommt hinzu, dass die Beurteilung der „Insider-Relevanz" und damit die Veröffentlichungspflicht von zukunftsbezogenen Prognosen erhebliche Ermessensspielräume eröffnet. Zwar schreiben Art. 17 Abs. 1 Marktmissbrauchs-VO[22] bzw. § 26 WpHG die unverzügliche Bekanntgabe von kursbeeinflussenden Tatsachen vor. Die – bislang nicht öffentliche – Information ist nur dann veröffentlichungspflichtig, wenn sie die „Informationslage" über die Gesellschaft verändert und eine andere Bewertung des Fundamentalwerts der Aktie indiziert.[23] Dies wird in der Marktmissbrauchs-VO mit dem Begriff „präzise" umschrieben und kommt in Betracht, wenn die Information entweder die Erwartung der künftigen Cashflows (cash flow news) oder die Risikoeinschätzung (discount factor news) des Unternehmens verändert.[24] Für zukunftsbezogene Information – wie etwa Prognosen – setzt dies voraus, dass ihr Eintritt „vernünftigerweise erwartet werden kann, also eine Eintrittswahrscheinlichkeit von „50 + x" hat.[25] Vor diesem Hintergrund reichen allgemein formulierte Erwartungen oder langfristige Planungen mit einem mehrjährigen Zeithorizont i. d. R. nicht aus;[26] Informationen anlässlich der Aufstellung von Jahresabschlüssen sind nicht „präzise", solange den sich hieraus ergebenen Konsequenzen durch gegensteuernde Maßnahmen oder (zulässige) Bilanzpolitik begegnet werden kann.[27]

Langfristige Unternehmensplanungen, die wesentliche Grundlage von ertragsorientierten Unternehmensbewertungen sind, dürften daher nur in Ausnahmefällen zu Insiderinformationen werden, da sie jederzeit noch Änderungen oder Anpassungen unterliegen und deswegen nicht „präzise" sind.[28] Die Länge des für eine Unternehmensbewertung relevanten Zeitraums (ewige Rente) geht ohnehin weit über den Zeitraum hinaus, der üblicherweise von Analysten beobachtet und analysiert wird.

15 Zu diesem Aspekt zuletzt *Laas/Riabinova*, NZG 25,435.

16 *Dorn*, in: Noack/Zetzsche (Hrsg.), Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl. 2022, § 7 SpruchG, Rn. 68 ff.; *Tönnes*, BewP 2023, 114.

17 Grundlegend zur Bedeutung des Informationsniveaus für die Funktion des Marktes *Akerlof*, Quarterly Journal of Economics 1970, 488 ff.

18 *Ruthardt/Popp*, AG 2020, 240, beschreiben solche Geschäfte als „conflict transactions", für die das Merkmal der „Freiwilligkeit" nicht gilt, das zu den Merkmalen eines Marktpreises gehört.

19 Zuletzt z. B. *Richter/le Dandeck*, NZG 24,1495.

20 *Stilz/Schumann*, in: Henssler (Hrsg.), BeckOGK, Stand: 1.6.2024, § 255 AktG, Rn. 52; *Heidel/Atta-Schumacher*, in: Heidel (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 6. Aufl. 2024, § 255 AktG, Rn. 107.

21 OLG Frankfurt a. M., 3.9.2010 – 5 W 57/09, NZG 10, 1141, BeckRS 2010, 21665.

22 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABlEU vom 12.6.2014, L 173, 1.

23 *Klöhn*, Marktmissbrauchsverordnung, 2. Aufl. 2023, Art. 17, Rn. 176 ff.

24 *Klöhn*, Marktmissbrauchsverordnung, 2. Aufl. 2023, Art. 17, Rn. 192.

25 *Klöhn*, Marktmissbrauchsverordnung, 2. Aufl. 2023, Art. 17, Rn. 97; BaFin, Emittentenleitfaden der Bafin – Modul C, 23.4.2020, geänd. 14.1.2022, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_modul_C.html (Abruf: 13.6.2025), S. 10.

26 BaFin, Emittentenleitfaden der Bafin – Modul C, 23.4.2020, geänd. 14.1.2022, https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_modul_C.html (Abruf: 13.6.2025), S. 16.

27 *Mock*, WPg 2018, 1594.

28 *Klöhn*, Marktmissbrauchsverordnung, 2. Aufl. 2023, Art. 17, Rn. 103.

Damit wird das Informationsdefizit des Markts hinsichtlich der Ermittlung des „wahren Wertes" eines Unternehmensanteils durch die Instrumente der Ad-hoc-Publizität allenfalls verringert, jedoch nicht beseitigt – selbst wenn das Unternehmens seinen diesbezüglichen Verpflichtungen im gesetzlich vorgesehenen Rahmen nachkommt. Das von der Rechtsprechung angesprochene „strukurelle Defizit" bleibt bestehen.

4. Meistbegünstigung

Letztlich ist der Frage nachzugehen, ob die Wertermittlung nach dem Börsenkurs und eine Ertragswertermittlung als gleichwertig anzusehen sind. Die Gerichte diskutieren dies regelmäßig im Zusammenhang unter dem Begriff der „Meistbegünstigung", wonach es keine Verpflichtung gebe, ein vertretbares Verfahren der Wertermittlung durch ein anderes, ebenso vertretbares Ergebnis zu ersetzen, um ein für die Minderheitsaktionäre günstigeres Ergebnis zu erhalten.[29]

Das OLG Frankfurt a. M. bevorzugt eine Bewertung zu Börsenkursen und führt dazu aus:[30]

„Geht es […] um Bewertung des Anteils an einer börsennotierten Aktiengesellschaft, ist es unmittelbar plausibel, den Börsenkurs als hierfür relevanten Marktpreis heranzuziehen. Es ist die denkbar einfachste und zudem naheliegendste Bewertungsmöglichkeit […]. So betrachtet stellt eine fundamentalanalytische Bewertung des Unternehmens,die den (hypothetischen) Wert des Unternehmens ermittelt, um hieraus den Wert des Unternehmensanteils abzuleiten, das Bewertungsproblem im Ansatz von den Füßen auf den Kopf. […] Nicht der Börsenkurs ist die Ersatzgröße, sondern der anteilige Ertragswert ist die Ausweichlösung, die benutzt werden muss, wenn keine Marktpreise existieren.

Das Gericht differenziert zwischen dem „rationalen Investor", der über alle erdenklichen Informationen verfügt und dem „Kleinanleger", „der sich wohl weder rational verhalten noch über alle denkbaren Informationen verfügen dürfte".[31] Damit wird allerdings die Gleichwertigkeit der beiden Bewertungsverfahren und infolgedessen die angenommene „Meistbegünstigung" infrage gestellt, da „gleichwertig" nur Verfahren mit gleicher Bedeutung oder demselben Stellenwert sein können. Verfahren, die bereits unterschiedliche Anforderungen an die zugrunde liegende Datenbasis stellen, können danach nicht gleichwertig sein, sondern unterliegen einer Abstufung, wobei der „rationale Investor" wegen seines Investitionsvorsprungs wirtschaftlich bevorzugt wird. Dies widerspricht der Auffassung des BVerfG in der DAT/Altana-Entscheidung (s. dazu Abschn. IV. 1.), die nur einen „wahren Wert" kennt und eine Bevorzugung einzelner Aktionärsgruppen ausdrücklich ablehnt.

V. Verfahrensrechtliche Alternative

Angesichts der oftmals langen Dauer, der Kosten und des ungewissen Ausgangs von Spruchstellenverfahren ist nachvollziehbar, dass die Gerichte versuchen, die Verfahren zu beschleunigen, indem auf Börsenkurse des zu bewertenden Unternehmens zurückgegriffen wird, die leicht und kostengünstig ermittelt werden können. Die gegenwärtige Tendenz scheint dahin zu gehen, in diesen Fällen vollständig auf ertragswertorientierte Bewertungen zu verzichten.

Die Beschleunigung des Spruchstellenverfahrens kann nicht dadurch erfolgen, dass es durch einen pauschalen Rückgriff auf Börsenkurse „verschlankt" wird. Geboten wäre vielmehr eine Verfahrensänderung des Spruchverfahrens selbst weg vom Amtsermittlungsgrundsatz des Gerichts für den „richtigen" Unternehmenswert[32] (den es ohnehin nicht gibt) hin zu einer einvernehmlichen Wertermittlung. Einen ersten Ansatz dazu bietet die Regelung des § 11 Abs. 2 SpruchG, nach der das Gericht in jeder Lage des Verfahrens auf eine gütliche Einigung bedacht sein soll. Ein weiterer Schritt wäre ein größeres Gewicht der mündlichen (Vergleichs-)Verhandlungen, in denen das Bewertungsproblem abgeschichtet in den streitigen Einzelfragen getrennt erörtert werden könnte.

VI. Zusammenfassung

1. Bis heute berufen sich alle einschlägigen Entscheidungen auf die Grundsatzentscheidung des BVerfG in der Sache „DAT/Altana". Das BVerfG hat hier aber deutlich zwischen dem Börsenkurs und dem „wahren Wert" eines Anteils unterschieden und festgestellt, dass beide nur auf (vollständig) effizienten Märkten übereinstimmen, auf denen alle Marktteilnehmer über die gleichen Informationen verfügen. Die Nachfolgeentscheidungen erkennen an, dass diese Situation nur ausnahmsweise gegeben ist und lassen daher die „mittelstrenge Informationseffizienz" ausreichend sein, die auf die Berücksichtigung von Insider-Informationen aus dem Inneren des zu bewertenden Unternehmens verzichtet. Damit akzeptieren sie Unternehmenswerte, die unterhalb der Werte liegen, die unter Annahme der „strengen Informationseffizienz" zustande gekommen wären, was zu einer Benachteiligung der Minderheitsaktionäre führen kann. Der Ausgleich dieser Nachteile war für das BVerfG jedoch der Rechtfertigungsgrund für den mit Strukturmaßnahmen verbundenen Eingriff in das Eigentumsrecht der Aktionäre.
2. Sollte die aktuelle Tendenz der Rechtsprechung dahin zu interpretieren sein, dass Börsenkurs und „wahrer Wert" unmittelbar gleichgesetzt und die Bewertung zu Börsenkursen und zu Ertragswerten als austauschbar im Rahmen des § 287 Abs. 2 ZPO angesehen werden, widerspricht dies grundsätzlichen Erkenntnissen der Betriebswirtschaftslehre zur Unterscheidung von „Wert" und „Preis" und reduziert den zu entschädigenden anteiligen Unternehmenswert auf den Preis der Aktie. Dann sollte sich diese Rechtsprechung nicht mehr auf die „DAT/Altana"-Entscheidung berufen, sondern vielmehr eine erneute Entscheidung des BVerfG im Lichte der zwischenzeitlichen fachlichen Diskussionen anstreben.
3. Geht es darum, die Dauer und Kosten von Spruchstellenverfahren zu reduzieren, bieten sich eher verfahrensrechtliche Schritte an, die die oft „sperrigen" Verfahren in einzelne Schritte zerlegen, die getrennt beurteilt werden können. Hierzu wären aber wohl gesetzliche Änderungen im SpruchG erforderlich.

Wolf Achim Tönnes, RA/WP/StB, ist seit 2020 Of Counsel bei der HLB Schumacher GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft in Münster. Er ist spezialisiert auf Unternehmensbewertungen im Gesellschafts- und Steuerrecht und in dieser Funktion auch als gerichtlicher Gutachter tätig.

29 Zuletzt z. B. BGH 31.1.2024 – II ZB 5/22, NZG 2024, 935; OLG Frankfurt a. M., 27.5.2025 – WpÜG 1/23, NZG 25,218, BeckRS 2024, 34221; LG München I, 28.6.2024 – 5 HK O 15162/20, BeckRS 2024, 21256.
30 OLG Frankfurt a. M., 3.9.2010 – 5 W 57/09, NZG 10, 1141, BeckRS 2010, 21665.
31 OLG Frankfurt a. M., 3.9.2010 – 5 W 57/09, NZG 10, 1141, BeckRS 2010, 21665.
32 Dazu *Dorn*, in: Noack/Zetzsche (Hrsg.), Kölner Kommentar zum AktG, 4. Aufl. 2022, vor §§ 7–11 SpruchG, Rn. 20.