

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 Hypothekenbank	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>	<i>194</i>
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
Teil 4:	<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 Regelungsspektrum 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>	251
A. Anwendung der DAT/Altana-Rechtsprechung auf Freiverkehrskurse	252
B. Abstrakte Desinvestitionsmöglichkeit	255
C. Konkrete Desinvestitionsmöglichkeit – Liquidität von Freiverkehrsakten	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>	266
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