

Der Open-Access-Publikationsserver der ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
The Open Access Publication Server of the ZBW – Leibniz Information Centre for Economics

Henselmann, Klaus; Schrenker, Claudia; Winkler, Nadine

Working Paper

Berücksichtigung von Börsenkursen bei der Ermittlung von Barabfindungen im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen

Working papers in accounting valuation auditing, No. 2010-9

Provided in cooperation with:

Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg (FAU)

Suggested citation: Henselmann, Klaus; Schrenker, Claudia; Winkler, Nadine (2010) : Berücksichtigung von Börsenkursen bei der Ermittlung von Barabfindungen im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen, Working papers in accounting valuation auditing, No. 2010-9, <http://hdl.handle.net/10419/44418>

Nutzungsbedingungen:

Die ZBW räumt Ihnen als Nutzerin/Nutzer das unentgeltliche, räumlich unbeschränkte und zeitlich auf die Dauer des Schutzrechts beschränkte einfache Recht ein, das ausgewählte Werk im Rahmen der unter

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen> nachzulesenden vollständigen Nutzungsbedingungen zu vervielfältigen, mit denen die Nutzerin/der Nutzer sich durch die erste Nutzung einverstanden erklärt.

Terms of use:

The ZBW grants you, the user, the non-exclusive right to use the selected work free of charge, territorially unrestricted and within the time limit of the term of the property rights according to the terms specified at

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen>
By the first use of the selected work the user agrees and declares to comply with these terms of use.



Working Papers in Accounting Valuation Auditing Nr. 2010-9

Klaus Henselmann / Claudia Schrenker / Nadine Winkler

Berücksichtigung von Börsenkursen bei der
Ermittlung von Barabfindungen im Rahmen
von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen

**Friedrich-Alexander-Universität
Erlangen-Nürnberg**



Lehrstuhl für
Rechnungswesen
und Prüfungswesen

Berücksichtigung von Börsenkursen bei der Ermittlung von Barabfindungen im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen

Working Papers in Accounting Valuation Auditing Nr. 2010-9
www.pw.wiso.uni-erlangen.de

Klaus Henselmann* / **Claudia Schrenker**** / **Nadine Winkler*****

Autoren: * Prof. Dr. Klaus Henselmann, ** Dipl.-Kff. Claudia Schrenker, Lehrstuhl für Rechnungswesen und Prüfungswesen, Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg, Lange Gasse 20, D-90403 Nürnberg, Tel. +49 911 5302 437, Fax + 49 911 5302 401, klaus.henselmann@wiso.uni-erlangen.de, claudia.schrenker@wiso.uni-erlangen.de; *** Nadine Winkler, B.A., winkler.nadine@gmail.com

Schlagwörter: Barabfindung, Börsenkurs, Squeeze-out, Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, Aktienrecht, Strukturmaßnahmen, Ertragswert, Rechtsprechung

Title: Consideration of stock market prices in determining the compensations within structural measures according to German stock corporation law

Abstract: Due to judicial decisions the stock market prices are deemed to be the lower value limit in determining the compensations within structural measures according to German stock corporation law (e.g. squeeze-out of minority stockholders). By applying other valuation methods, in particular the income approach, a higher value than the stock market price could be relevant to fix the amount of compensation. The paper analyzes expert reports on determining the adequate compensation. The study is supposed to provide an insight into the valuation practice in the recent past.

Keywords: Compensation, Stock Market Price, Squeeze-out, Control and Profit and Loss Transfer Agreement, German Stock Corporation Law, Income Approach, Judicature

JEL Classification: G34, K22, K41, M42, M48

Gliederung

1. Einleitung	3
2. Überblick über die historische Entwicklung der Rechtsprechung	4
2.1 Frühere Irrelevanz des Börsenkurses.....	4
2.2 Heutige Relevanz des Börsenkurses.....	5
3. Gegenstand und Fragestellungen der durchgeführten Analyse.....	6
3.1 Stichprobe.....	6
3.2 Fragestellungen.....	7
4. Ergebnisse der Untersuchung	8
4.1 Berücksichtigung des Börsenkurses	8
4.2 Ermittlung des maßgeblichen Börsenkurses	8
4.2.1 Vorbemerkung.....	8
4.2.2 Ergebnisse der Untersuchung.....	9
4.2.3 Analyse von Kursschwankungen	12
4.3 Vergleich der maßgeblichen Börsenwerte mit den Ertragswerten	15
4.4 Vergleich der maßgeblichen Börsen- bzw. Ertragswerte mit den festgesetzten Barabfindungen.....	17
5. Fazit.....	19
Literaturverzeichnis	20

1. Einleitung

Lange Zeit wurde die Relevanz von Börsenkursen zur Bestimmung angemessener Abfindungs- und Ausgleichszahlungen bei aktien- bzw. umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen kontrovers diskutiert. In der jüngeren Vergangenheit hat sich jedoch, nicht zuletzt durch gerichtliche Entscheidungen, die überwiegende Meinung herauskristallisiert, den Börsenkurs bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung grundsätzlich zu berücksichtigen. Durch den jüngst vom Bundesgerichtshof gefassten Beschluss hinsichtlich der Festlegung des Referenzzeitraums für die Ermittlung des maßgeblichen Börsenkurses steht die Thematik erneut im Mittelpunkt.

Im Rahmen einer von den Autoren durchgeführten Untersuchung wurden 23 Gutachtliche Stellungnahmen bzw. Prüfberichte aus den Jahren 2008 und 2009 zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung hinsichtlich der Berücksichtigung und Ermittlung des Börsenkurses und letztlich hinsichtlich der Maßgeblichkeit dieses Wertes für die Höhe der festgelegten Barabfindung analysiert. Die Untersuchung soll einen Einblick in die Bewertungspraxis bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen, insbesondere bei Squeeze-outs und bei Abschluss von Gewinnabführungs- und Beherrschungsverträgen, der jüngeren Vergangenheit gewähren.

In den folgenden Ausführungen wird zunächst im zweiten Kapitel ein kurzer Überblick über die historische Entwicklung der Rechtsprechung zur Relevanz des Börsenkurses für die Bemessung der Abfindungshöhe gegeben. Anschließend werden in Kapitel drei die für die Untersuchung relevanten Fragestellungen erläutert und kurz auf die der Analyse unterzogenen Gutachten bzw. Prüfungsberichte eingegangen, bevor in Kapitel vier die Ergebnisse der durchgeführten Studie dargestellt werden. Der Beitrag schließt mit einem Fazit.

2. Überblick über die historische Entwicklung der Rechtsprechung

2.1 Frühere Irrelevanz des Börsenkurses

Die Frage, ob der Börsenkurs bei der Bemessung der Abfindungshöhe für außenstehende bzw. ausgeschlossene Aktionäre zu berücksichtigen ist, beschäftigte in der Vergangenheit mehrfach die Gerichte und wurde auch in der Literatur tiefgehend und kontrovers diskutiert. Auf die zahlreichen Argumente des Für und Wider der Berücksichtigung von Börsenkursen zur Ermittlung einer angemessenen Barabfindung bei aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen wird im Rahmen der vorliegenden Arbeit verzichtet.¹ Im Folgenden werden lediglich die maßgeblichen gerichtlichen Entscheidungen zu dieser Thematik kurz dargestellt.²

Bereits im Jahr 1962 beschäftigt sich das Bundesverfassungsgericht mit der Festlegung von Abfindungen.³ Nach diesem so genannten Feldmühle-Urteil ist der Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern nur dann zulässig, wenn diese voll entschädigt werden. Der Begriff der vollen Entschädigung wird damals jedoch noch nicht näher definiert.

Der Bundesgerichtshof fällt im Jahr 1967 das Urteil, dass der Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung nicht maßgeblich ist.⁴ Begründet wird dies mit den Argumenten, dass sich der Börsenkurs nicht stets mit dem wahren Wert der Aktien deckt, die Kursbildung von unterschiedlichsten Faktoren abhängt und der Börsenkurs unberechenbaren Schwankungen unterliegt.

Dieser Auffassung des Bundesgerichtshofs hat sich die Rechtsprechung in den folgenden Jahren zunächst angeschlossen.⁵

¹ Zur Diskussion in der Literatur vgl. bspw. Böcking, H.-J./ Nowak, K.: FB 2000, S. 19-20; Busse von Colbe, W.: Abfindung, S. 1064-1066; Müller, W.: Anteilswert, S. 1022-1028; Großfeld, B.: Anteilsbewertung, S. 187; Großfeld, B.: Unternehmensbewertung, S. 59.

² Ausführlicher dazu vgl. bspw. Großfeld, B.: Unternehmensbewertung, S. 309-322.

³ Vgl. BVerfG: Urteil vom 07.08.1962, 1 BvL 16/60.

⁴ Vgl. BGH: Urteil vom 30.03.1967, II ZR 141/64.

⁵ Vgl. Piltz, D. J.: Unternehmensbewertung, S. 225, m.w.N. zu gerichtlichen Entscheidungen.

2.2 Heutige Relevanz des Börsenkurses

Im Jahr 1999 konkretisiert das Bundesverfassungsgericht im Fall DAT/Altana den Begriff der vollen Entschädigung.⁶ Nach Auffassung des Gerichts darf diese den Verkehrswert der Anteile nicht unterschreiten, da die Aktionäre nicht weniger erhalten dürfen als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung erzielt hätten. Seitdem ist bei börsennotierten Unternehmen bei der Bemessung einer angemessenen Abfindung der Börsenkurs der Aktien grundsätzlich als Untergrenze zu berücksichtigen. Er darf nur dann nicht als Untergrenze herangezogen werden, wenn er ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktien widerspiegelt, wie dies z.B. bei schlechter Kapitalmarktlage der Fall sein kann oder auch bei vorherrschender Marktengung bzw. wenn kein oder nur ein eingeschränkter Handel der Aktien stattgefunden hat.⁷ Das Bundesverfassungsgericht führt in seinem Beschluss weiter aus, dass für den maßgeblichen Börsenkurs auf einen Durchschnittskurs abgestellt werden kann.⁸

Konkretisiert hat dies der Bundesgerichtshof durch einen Beschluss im Jahr 2001.⁹ Demnach sind für den Referenzzeitraum zur Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses die drei Monate vor dem Tag der Hauptversammlung, in der die Strukturmaßnahme beschlossen wird, maßgeblich. Außergewöhnliche Tagesausschläge und sprunghafte Entwicklungen innerhalb weniger Tage, die sich nicht verfestigen, sind dabei auszuklammern. Diese Auffassung des Bundesgerichtshofs findet jedoch in der Literatur keine einheitliche Zustimmung. Die Diskussionen drehen sich häufig um die Länge des

⁶ Vgl. BVerfG: Beschluss vom 27.04.1999, 1 BvR 1613/94.

⁷ Vgl. BVerfG: Beschluss vom 27.04.1999, 1 BvR 1613/94. Ausführlich dazu vgl. Wilm, D.: NZG 2000, S. 238.

⁸ Der Beschluss bezog sich zwar auf die Ermittlung der Abfindungshöhe bei Eingliederung sowie nach Abschluss von Gewinnabführungs- und Beherrschungsverträgen; die Rechtsprechung findet jedoch auch bei dem aktienrechtlichen Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern Anwendung. Vgl. dazu Beckmann, K.: WPg 2004, S. 623; Munkert, M. J.: BewP 1/2007, S. 12; Wilts, R./ Schaldt, K./ Nottmeier, A.: FB 2002, S. 624.

⁹ Vgl. BGH: Beschluss vom 12.03.2001, II ZB 15/00.

Referenzzeitraums¹⁰ sowie um die Bestimmung des Endzeitpunkts der Referenzperiode¹¹.

Einen weiteren Meilenstein in der Entwicklung der Rechtsprechung setzte kürzlich der Bundesgerichtshof mit einem weiteren Beschluss und änderte damit die bisherige Rechtsprechung hinsichtlich des Endzeitpunkts der Referenzperiode.¹² Beschlossen wurde, dass für die Ermittlung des maßgeblichen Börsenwertes grundsätzlich auf den nach Umsätzen gewichteten Durchschnittskurs innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode *vor Bekanntmachung* der Strukturmaßnahme abzustellen sei.¹³

Mit diesem Beschluss schließt sich der Bundesgerichtshof auch der aktuellen Bewertungspraxis an, in die durch die im Folgenden dargestellte empirische Erhebung ein Einblick gegeben werden soll.

3. Gegenstand und Fragestellungen der durchgeführten Analyse

3.1 Stichprobe

Im Rahmen der Untersuchung wurden insgesamt 23 veröffentlichte Gutachtliche Stellungnahmen bzw. Berichte über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung analysiert. In 17 Fällen lag der Bewertung ein bevorstehender aktienrechtlicher Squeeze-out im Sinne des § 327a AktG zu Grunde. In den restlichen sechs Fällen war der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags gemäß § 291 AktG Ursache für die durchgeführte Unternehmensbewertung.

¹⁰ Vgl. bspw. Hüffer, U.: Aktiengesetz, § 305 AktG, Rn. 24f; Piltz, D. J.: ZGR 2001, S. 200-201; Vetter, E.: DB 2001, S. 1351-1352.

¹¹ Vgl. bspw. Bungert, H.: BB 2001, S. 1166; Emmerich, V., in: Emmerich, V./ Habersack, M.: Konzernrecht, § 305 AktG, Rn. 45a-46a; Hüffer, U.: Aktiengesetz, § 305 AktG, Rn. 24e; Krieger, G.: BB 2002, S. 56; Vetter, E.: DB 2001, S. 1353; Wasmann, D.: BB 2007, S. 681.

¹² Vgl. BGH: Beschluss vom 19.07.2010, II ZB 18/09.

¹³ Zur kritischen Beurteilung des BGH-Beschlusses vgl. Neumann, K.-U./ Ogorek, M.: DB 2010, S. 1869-1871; Bungert, H./ Wettich, C.: BB 2010, S. 2227-2232.

Bei allen untersuchten Fällen handelt es sich um Bewertungen, deren Stichtage¹⁴ in den Jahren 2008 und 2009 liegen. Jedes der analysierten Bewertungsgutachten beinhaltet die Ermittlung bzw. Beurteilung einer angemessenen Abfindungszahlung, welche den ausstehenden bzw. ausscheidenden Aktionären aufgrund gesetzlicher Bestimmungen¹⁵ verpflichtend gewährt werden muss.

3.2 Fragestellungen

Im Rahmen der von den Autoren durchgeführten Untersuchung wurden die 23 zu Grunde liegenden Bewertungsgutachten bzw. Prüfberichte hinsichtlich der Bestimmung der angemessenen Barabfindung analysiert. Konkret wurde dabei den folgenden Fragestellungen nachgegangen:

- In wie vielen Fällen findet der Börsenkurs bei der Bestimmung der angemessenen Barabfindung Berücksichtigung?
- Wie und in welchem Referenzzeitraum werden die maßgeblichen Börsenkurse ermittelt?
- In welchem Ausmaß weichen die maßgeblichen durchschnittlichen Börsenkurse von den in den Gutachten bzw. Prüfberichten ermittelten Werten der Anteile nach Anwendung des Ertragswertverfahrens ab?
- In welcher Höhe wird jeweils die zu zahlende Barabfindung festgelegt?

¹⁴ Als Bewertungsstichtag ist jeweils der Tag der Beschlussfassung der Hauptversammlung maßgeblich. Vgl. dazu § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG für Squeeze-out-Vorhaben und § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG für Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge.

¹⁵ Vgl. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG i.V.m. § 327b AktG; § 305 AktG.

4. Ergebnisse der Untersuchung

4.1 Berücksichtigung des Börsenkurses

Im Rahmen der Untersuchung wurde festgestellt, dass der Börsenkurs in 21 von insgesamt 23 Fällen, und damit in 93,3%, als relevant erachtet und folglich bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung als Wertuntergrenze angesetzt wurde.

Lediglich in zwei Squeeze-out-Fällen kam eine Berücksichtigung des Börsenkurses nicht in Betracht. Als Gründe hierfür wurden in einem Fall vorliegende Marktengung und ein kaum vorhandener bzw. fehlender regelmäßiger Handel der betreffenden Aktien genannt. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Prüfberichts befanden sich nur 0,08% der Gesamtzahl der Aktien in den Händen der Minderheitsaktionäre. Im Jahr 2009 wurden lediglich 14 dieser Aktien an insgesamt sieben Tagen gehandelt. Damit bietet sich den Minderheitsaktionären kaum eine Möglichkeit zur Veräußerung der Aktien zum Börsenpreis. Nach Auffassung des Wirtschaftsprüfers reflektiert in diesem Fall der Börsenkurs nicht die tatsächlichen wirtschaftlichen Verhältnisse des Unternehmens und damit auch nicht den wahren Wert der Aktien. Auch in dem zweiten Fall, in dem der Börsenkurs als nicht berücksichtigungsfähig erachtet wurde, hat über einen längeren Zeitraum faktisch kein Handel der Aktien stattgefunden.

Der folgenden Untersuchung hinsichtlich der Ermittlung des maßgeblichen Börsenkurses unterlagen nur die 21 Gutachtlichen Stellungnahmen bzw. Prüfberichte, in denen der Börsenwert als relevant erachtet wurde und damit die Wertuntergrenze für die Bemessung der Barabfindung bildet.

4.2 Ermittlung des maßgeblichen Börsenkurses

4.2.1 Vorbemerkung

Um der Frage nachzugehen, wie und in welchem Referenzzeitraum der maßgebliche Börsenkurs ermittelt wurde, waren die folgenden drei Faktoren Gegenstand der Untersuchung:

- Länge des Referenzzeitraums für die Ermittlung des Durchschnittskurses
- Endzeitpunkt des Referenzzeitraums
- Datenquelle zur Bildung des Durchschnittskurses

Im folgenden Kapitel werden die Ergebnisse dieser Untersuchung dargestellt und erläutert. Darüber hinaus wird darauf eingegangen, ob und inwiefern Abweichungen zwischen der Bewertungspraxis und der in der Literatur und Rechtsprechung vertretenen Auffassungen bestehen.

4.2.2 Ergebnisse der Untersuchung

Die Analyse führte zu den in der Abbildung 1 dargestellten Ergebnissen:¹⁶

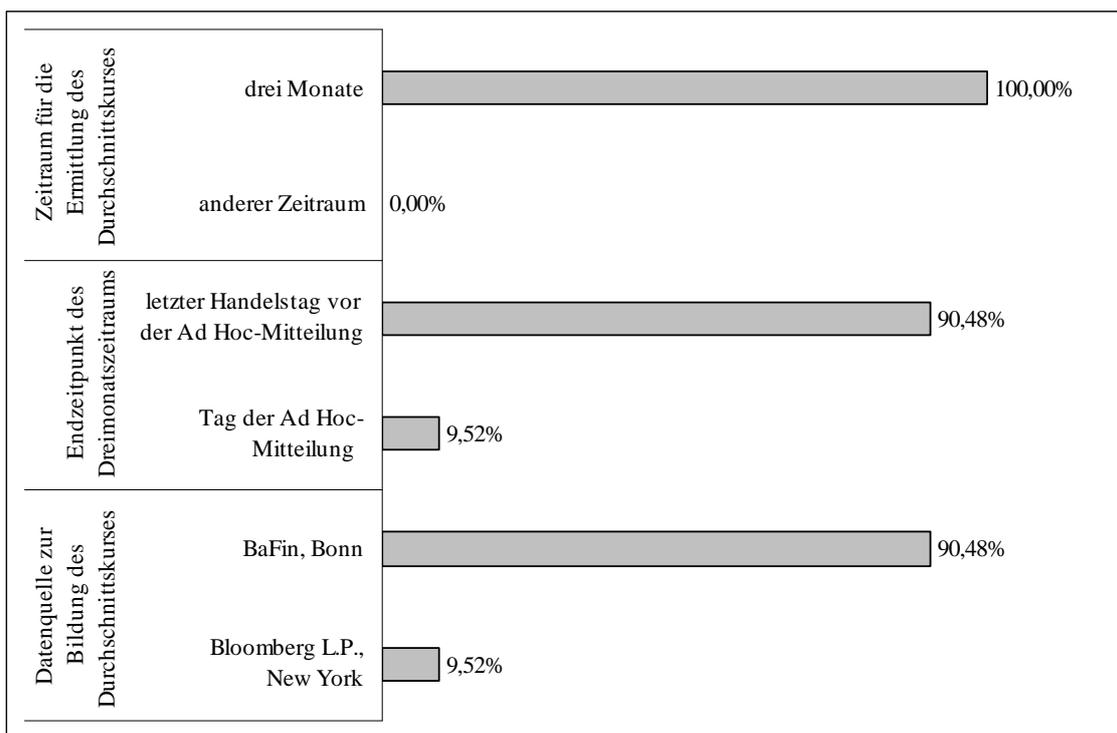


Abb. 1: Ermittlung des relevanten Börsenkurses in insgesamt 21 untersuchten Fällen

¹⁶ Zur detaillierten Darstellung der Werte der einzelnen untersuchten Fälle siehe Kapitel 4.4.

Im Rahmen der Untersuchung konnte zunächst festgestellt werden, dass in allen Fällen für die Ermittlung des maßgeblichen Börsenkurses auf einen Durchschnittskurs abgestellt wurde. In ebenfalls allen analysierten Fällen wurde zur Bildung dieses Börsenkurses, mit Verweis auf die Rechtsprechung des BGH aus dem Jahr 2001, ein Referenzzeitraum von drei Monaten zu Grunde gelegt.¹⁷

Wie aus Abbildung 1 weiterhin ersichtlich ist, ergab die Untersuchung, dass für die Ermittlung des maßgeblichen Durchschnittsbörsenkurses in 90,48% der Fälle (2 von 21) auf die Kursdaten der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zurückgegriffen wurde. Begründet wird diese Vorgehensweise mit der Anlehnung an die Regelungen des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG), insbesondere mit Verweis auf § 5 Abs. 3 WpÜG-Angebotsverordnung. Danach stellt der gewichtete durchschnittliche inländische Börsenkurs den nach Umsätzen gewichteten Durchschnitt derjenigen Umsätze dar, die der BaFin gemeldet sind. In den verbleibenden 19 Fällen (9,52%) wurde auf Basis der Daten des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg unter Berücksichtigung der Umsätze jedes Handelsplatzes ein volumengewichteter Durchschnittskurs berechnet und als Wertuntergrenze der festzulegenden Barabfindung herangezogen.¹⁸ Die Ermittlung des durchschnittlichen Kurses mit einer Gewichtung nach Börsenumsätzen wird in der Literatur und der Rechtsprechung überwiegend für sinnvoll erachtet.¹⁹

Die weitere Analyse der Gutachten und Prüfberichte erfolgte im Hinblick auf die Festlegung des Endzeitpunktes der Referenzperiode. Wie aus der obigen Abbildung ersichtlich, ist eine uneinheitliche Vorgehensweise in der Bewertungspraxis vorzufinden. In nur zwei Squeeze-out Fällen (9,52%) endete die Betrachtungsperiode bereits am Tag

¹⁷ Zur Rechtsprechung siehe Kapitel 2.2.

¹⁸ Teilweise wurden die durchschnittlichen Börsenwerte sowohl mit den bei der BaFin gemeldeten als auch mit den Kursinformationen des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg errechnet und der jeweils höhere Wert als Untergrenze für die Höhe der Barabfindung festgelegt; siehe dazu die Abbildung 6 in Kapitel 4.4.

¹⁹ Vgl. Busse von Colbe, W.: Abfindung, S. 1063; Emmerich, V., in: Emmerich, V./ Habersack M.: Konzernrecht, § 305 AktG, Rn. 47; Simon, S./ Leverkus, J., in: Simon, S.: SpruchG, Anh § 11, Rn. 239; zur Rechtsprechung vgl. exemplarisch OLG Stuttgart: Beschluss vom 16.02.2007, 20 W 6/06.

der Ad Hoc-Mitteilung.²⁰ In den restlichen 19 Fällen (90,48%) wurde auf einen Zeitraum abgestellt, welcher am letzten Handelstag **vor** dieser Ankündigung der Strukturmaßnahme endet.

Zur Festlegung des Endzeitpunktes der Referenzperiode ist insbesondere festzuhalten, dass hier eine Abkehr der Bewertungspraxis von der langjährig geltenden, und erst vor kurzem geänderten, Rechtsprechung des BGH zu verzeichnen ist, wonach der Zeitraum von drei Monaten nach der früheren Auffassung des BGH mit dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung endete.²¹ Hierzu wird in den Gutachten und Prüfberichten regelmäßig auf die Rechtsprechung des OLG Stuttgart²² aus den Jahren 2007 und 2008 verwiesen, nach der ausdrücklich die drei Monate vor Bekanntgabe der Maßnahme und nicht die drei Monate vor dem Hauptversammlungsbeschluss als maßgeblich erachtet wurden. Die Bewertungspraxis steht damit auch in Einklang mit der in der Literatur schon lange überwiegend vertretenen Meinung.²³ Als Grund für die Festlegung der Referenzperiode bis zur Bekanntgabe der Maßnahme wird zum einen häufig die Gefahr der Kursmanipulation ab Bekanntgabe des Vorhabens genannt.²⁴ Zum anderen wird angeführt, dass die Festlegung des Endzeitpunktes der Betrachtungsperiode auf den Tag der Hauptversammlung in der Praxis aufgrund der einzuhaltenden Einberufungspflichten schlichtweg nicht umsetzbar ist, da bereits mit Einberufung der Hauptversammlung die Höhe der Abfindung festgelegt sein muss.²⁵

²⁰ Die Verpflichtung zur Veröffentlichung von so genannten Ad Hoc-Mitteilungen ergibt sich i.d.R. aus der Informationspflicht gemäß § 15 Abs. 1 WpHG. Alternativen zur Ad Hoc-Mitteilung können u. U. auch Pressemitteilungen, Bekanntmachungen in Angebotsunterlagen oder öffentliche Bestätigungen des Hauptaktionärs darstellen. Vgl. dazu Bungert, H./ Wettich, C.: BB 2010, S. 2228.

²¹ Zur Änderung der Rechtsprechung siehe Kapitel 2.2.

²² Vgl. OLG Stuttgart: Beschluss vom 16.02.2007, 20 W 6/06; Beschluss vom 14.02.2008, 20 W 9/06. Zur analogen Rechtsprechung siehe auch OLG Düsseldorf: Beschluss vom 09.09.2009, 26 W 13/06; OLG Stuttgart: Beschluss vom 18.12.2009, 20 W 2/08. Die beiden letztgenannten Verfahren wurden dem Bundesgerichtshof zur Entscheidung vorgelegt. Zur gerichtlichen Entscheidung vgl. BGH: Beschluss vom 19.07.2010, II ZB 18/09.

²³ Vgl. Bungert, H.: BB 2001, S. 1166; Emmerich, V., in: Emmerich, V./ Habersack, M.: Konzernrecht, § 305 AktG, Rn. 45a-46; Hasselbach K./ Klüsener, A.: DB 2010, S. 661; Hohl, P./ Auerbach, A.: BB 2010, S. 903; Wasmann, D.: BB 2007, S. 681.

²⁴ Vgl. Hüttemann, R.: ZGR 2001, S. 462; Simon, S./ Leverkus, J., in: Simon, S.: SpruchG, Anh § 11, Rn. 234; Wasmann, D.: BB 2007, S. 681.

²⁵ Vgl. Krieger, G.: BB 2002, S. 56; Pluskat, S.: NZG 2008, S. 366; Wasmann, D.: BB 2007, S. 681.

Aus diesen Gründen ist auch nach Auffassung der Autoren die jüngste Änderung der Rechtsprechung durch den Bundesgerichtshof²⁶ positiv zu würdigen.

4.2.3 Analyse von Kursschwankungen

Im Hinblick auf den Aspekt, die Referenzperiode so zu bestimmen, dass die Gefahr der Kursmanipulation ausgeschlossen werden kann, stellt sich im Zusammenhang mit den oben dargestellten Ergebnissen die Frage, ob der Tag **der** Ad Hoc-Mitteilung als Endzeitpunkt geeignet erscheint. Um sämtliche Kurseinflüsse, die durch Bekanntwerden der Maßnahme entstehen, zu vermeiden, könnte ein Abstellen auf einen oder mehrere Tage **vor** der Ad Hoc-Mitteilung sinnvoller erscheinen. Eine von den Autoren durchgeführte Analyse der Kursentwicklung in den vorliegenden Fällen²⁷ zeigt folgende Ergebnisse:

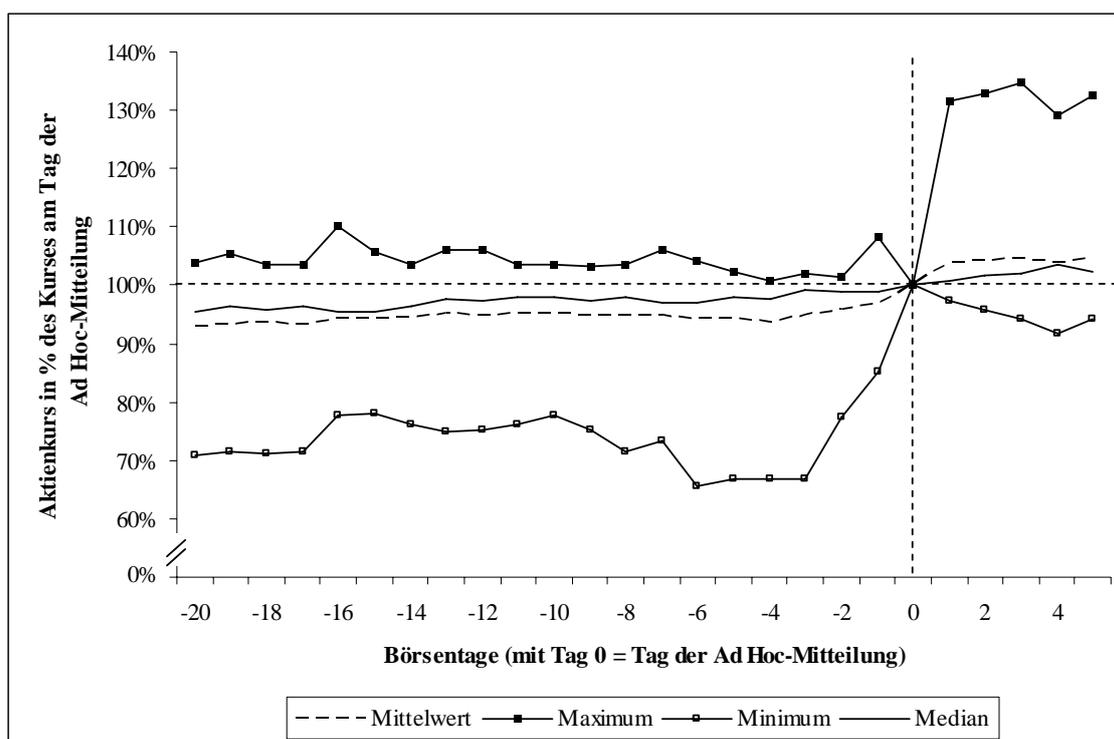


Abb. 2: Entwicklungen der Aktienkurse in 19 untersuchten Fällen

²⁶ Siehe dazu Kapitel 2.2.

²⁷ Ein Rückgriff auf die Daten der vergangenen Entwicklung der Aktienkurse und damit die Analyse der Kursschwankungen war in 2 Fällen nicht mehr möglich.

Wie aus Abbildung 2 ersichtlich ist, bewegen sich die Aktienkurse im Zeitraum von 20 Tagen vor dem Tag der Ad Hoc-Mitteilung im Durchschnitt knapp unterhalb des am Tag der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme festgesetzten Kurses. Diese Differenz wird im Wesentlichen erst in den letzten 3 Tagen vor Bekanntgabe der Maßnahme durch leichte Kurszunahmen abgebaut. Nach dem Bekanntwerden ist i.d.R. ein Ansteigen der Aktienkurse zu verzeichnen.

In einzelnen Fällen nehmen die Kursschwankungen ein größeres Ausmaß an, insbesondere kurz vor bzw. nach dem Tag der veröffentlichten Ad Hoc-Mitteilung. Die Bandbreiten der Kursschwankungen im Zeitraum von bis zu 20 Tagen vor dem Bekanntwerden der Maßnahme sind in der folgenden Abbildung zusammengefasst:

Kursschwankungen zum jeweiligen Vortag im Zeitraum vor dem Tag der Ad Hoc-Mitteilung	Anzahl der Fälle
bis zu +/- 3% im Zeitraum von 20 Tagen vor der Ad Hoc-Mitteilung	6
von +/- 4% bis zu +/- 10% im Zeitraum von 20 Tagen vor der Ad Hoc-Mitteilung <i>davon im Zeitraum von 5 Tagen vor der Ad Hoc-Mitteilung</i>	9 4
mehr als +/- 10% im Zeitraum von 20 Tagen vor der Ad Hoc-Mitteilung <i>davon im Zeitraum von 5 Tagen vor der Ad Hoc-Mitteilung</i>	4 3

Abb. 3: Umfang der Kursschwankungen in 19 untersuchten Fällen

Als Ergebnis der Analyse kann festgehalten werden, dass in 6 der 19 untersuchten Fälle in den 20 Tagen vor Bekanntgabe der Ad Hoc-Mitteilung nur geringe Kursschwankungen von bis zu +/- 3% zum jeweiligen Kurs des Vortages zu verzeichnen sind. In 9 Fällen bewegen sich die Aktienkurse in diesem Zeitraum in der Bandbreite von +/- 4% bis zu +/- 10% zum jeweiligen Vortageskurs; Schwankungen von mehr als +/- 10% sind in 4 Fällen zu verzeichnen. Hervorzuheben ist zudem, dass in einigen Fällen große Kursschwankungen – insbesondere Anstiege – im Zeitraum von bis zu 5 Tagen vor der Ad Hoc-Mitteilung zu beobachten sind.

Wie aus Abbildung 2 ersichtlich, ist im Mittel bereits 3 Tage vor Bekanntgabe schon ein – wenn auch kleiner – Kursanstieg zu verzeichnen. Fraglich bleibt in diesem Zusammenhang, ob diese Kursänderungen eventuell durch im Vorfeld der Ad Hoc-Mitteilung bekannt gewordene Insiderinformationen ausgelöst wurden und damit gezielte Kursmanipulationen darstellen.²⁸

Im Zusammenhang mit den Ergebnissen stellt sich zudem die Frage, ob die in den untersuchten Fällen vorhandenen Kursänderungen kurz vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme zufällige Ausprägungen darstellen. Die Anwendung des T-Test²⁹ liefert hierzu folgendes Ergebnis: Bei einem Mittelwert von 93,64% (Börsenkurse 4 Tage vor dem Tag der Ad Hoc-Mitteilung in % der Börsenkurse am Tag der Ad Hoc-Mitteilung), einer Standardabweichung von 9,96% und dem Stichprobenumfang von $n = 19$, ist die Abweichung auf dem 95%-Niveau signifikant. Das heißt, dass in den meisten Fällen Kursunterschiede zwischen dem Kurs am Tag der Bekanntgabe der Maßnahme und dem Kurs 4 Tage vorher im vorliegenden Ausmaß vorhanden sind. Die Ergebnisse der Untersuchung stellen daher kaum zufällige Ausprägungen dar.

Festzuhalten bleibt somit, dass es im Hinblick auf die Ermittlung des maßgeblichen durchschnittlichen Börsenkurses durchaus sinnvoll erscheinen kann, den Referenzzeitraum nicht stets bis zum Tag der Ad Hoc-Mitteilung festzusetzen. Bei Vorliegen von relativ großen Kursschwankungen, die insbesondere kurz vor dem Bekanntwerden der Maßnahme auftreten, kann ein Abstellen auf einen Zeitraum, der einige Tage vor der Ad Hoc-Mitteilung endet, durchaus sinnvoll sein; aus den Ergebnissen der Untersuchung sind hierfür ungefähr 5 Tage vor Bekanntgabe der Maßnahme zu empfehlen.

²⁸ Ausführlicher zur Manipulation des Börsenkurses vgl. Daske, H./ Bassemir, M./ Fischer F.: Zfbf 2010, S. 254-288.

²⁹ T-Test (zweiseitig) mit der Hypothese: Börsenkurs 4 Tage vor der Ad Hoc-Mitteilung = Börsenkurs am Tag der Ad Hoc-Mitteilung.

4.3 Vergleich der maßgeblichen Börsenwerte mit den Ertragswerten

In allen der Untersuchung zu Grunde liegenden Fällen wurde der Unternehmenswert und letztlich der Wert der Anteile nach den Grundsätzen des IDW S 1 ermittelt. Ein Vergleich der maßgeblichen Börsenwerte mit den in den Gutachten bzw. Prüfberichten ermittelten Werten je Anteil nach Anwendung des Ertragswertverfahrens konnte in 20 Fällen vorgenommen werden.³⁰

Die Gegenüberstellung der beiden Werte führt zu folgenden Ergebnissen: Lediglich bei fünf bewerteten Unternehmen liegt der nach der Ertragswertmethode ermittelte Wert je Aktie über dem maßgeblichen durchschnittlichen Börsenkurs. In den restlichen 15 Fällen weist dieser einen vergleichsweise höheren Wert aus. Im Durchschnitt entspricht der Wert je Aktie nach dem Ertragswertverfahren 82,80% des maßgeblichen durchschnittlichen Börsenkurses. Die einzelnen Abweichungen liegen in der Bandbreite von 36,68% bis 122,03%, der Median bei 82,52%. Die einzelnen Ergebnisse der Analyse sind in der folgenden Abbildung ersichtlich:

³⁰ In zwei von den insgesamt 23 Fällen wurde der Börsenkurs als nicht berücksichtigungsfähig erachtet; siehe dazu Kapitel 4.1. In einem weiteren Fall wurde bei Anwendung des Ertragswertverfahrens ein negativer Unternehmenswert errechnet und somit der Wert der Anteile auf 0,00 € festgesetzt. Eine Gegenüberstellung der Börsenwerte mit den Werten je Aktie nach dem Ertragswertverfahren war daher in nur 20 Fällen möglich.

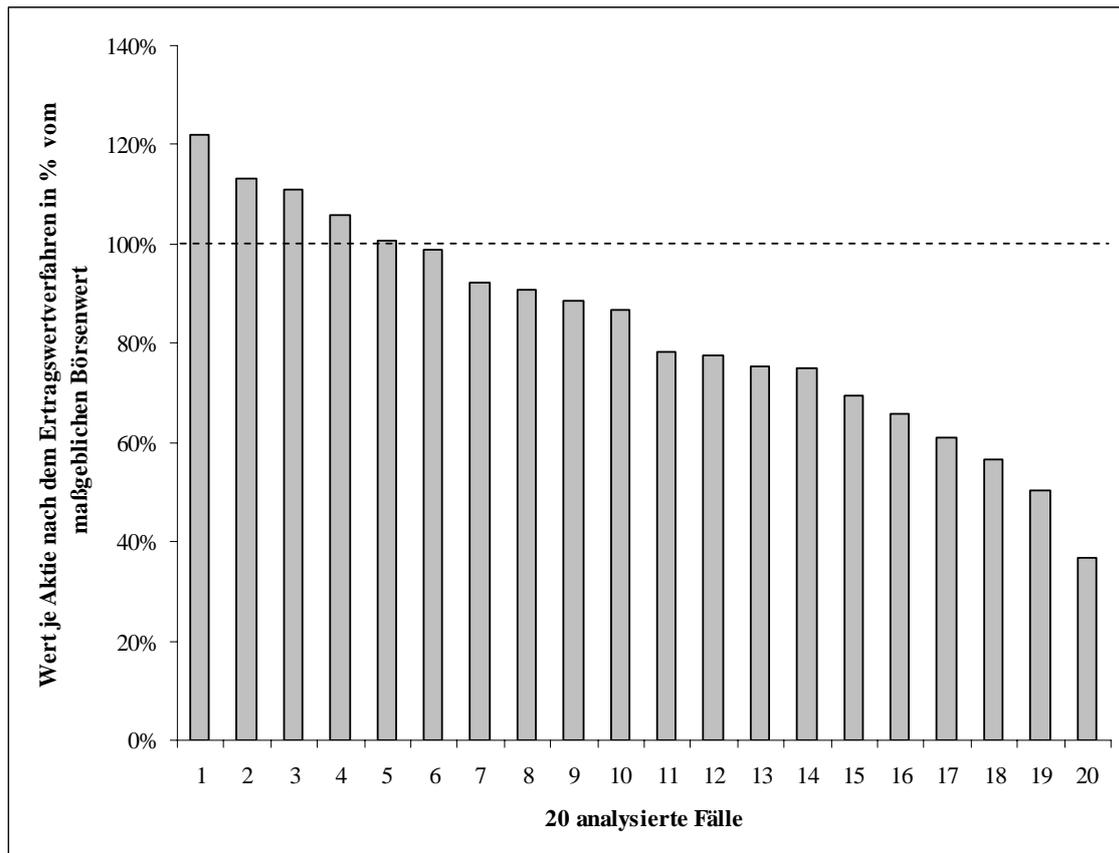


Abb. 4: Werte je Aktie nach Anwendung des Ertragswertverfahrens in % von den maßgeblichen Börsenwerten (absteigend sortiert)

Auffällig ist, dass die Ertragswerte ganz überwiegend unter den Börsenwerten liegen. Fraglich ist, ob dieses Ergebnis auf Grund der relativ geringen Anzahl der betrachteten Fälle Zufall ist. Die Anwendung des T-Test³¹ liefert folgendes Ergebnis: Bei einem Mittelwert von 82,80% (Ertragswerte in % vom Börsenwert), einer Standardabweichung von 22,39% und einem Stichprobenumfang von $n = 20$, ist es auf 99% signifikant, dass die Ertragswerte unter den Börsenkursen liegen. Mit anderen Worten: Es tritt nur äußerst selten der Fall ein, dass der Ertragswert über dem Börsenwert liegt. Statistisch gesehen kann es sich kaum um Zufall handeln.

³¹ Anwendung des T-Test (einseitig) mit der Hypothese: Ertragswert = 100% des Börsenwertes.

4.4 Vergleich der maßgeblichen Börsen- bzw. Ertragswerte mit den festgesetzten Barabfindungen

Abschließend wurde im Rahmen der Untersuchung der Frage nachgegangen, in welcher Höhe letztlich die Barabfindung festgesetzt wurde. Ein Vergleich der bislang betrachteten Anteilswerte (Werte unter Anwendung des Ertragswertverfahrens und Börsenwerte) mit der in den Gutachten bzw. Prüfberichten festgelegten Höhe der Barabfindung für die außenstehenden bzw. ausgeschlossenen Aktionäre führt zu folgenden Ergebnissen:

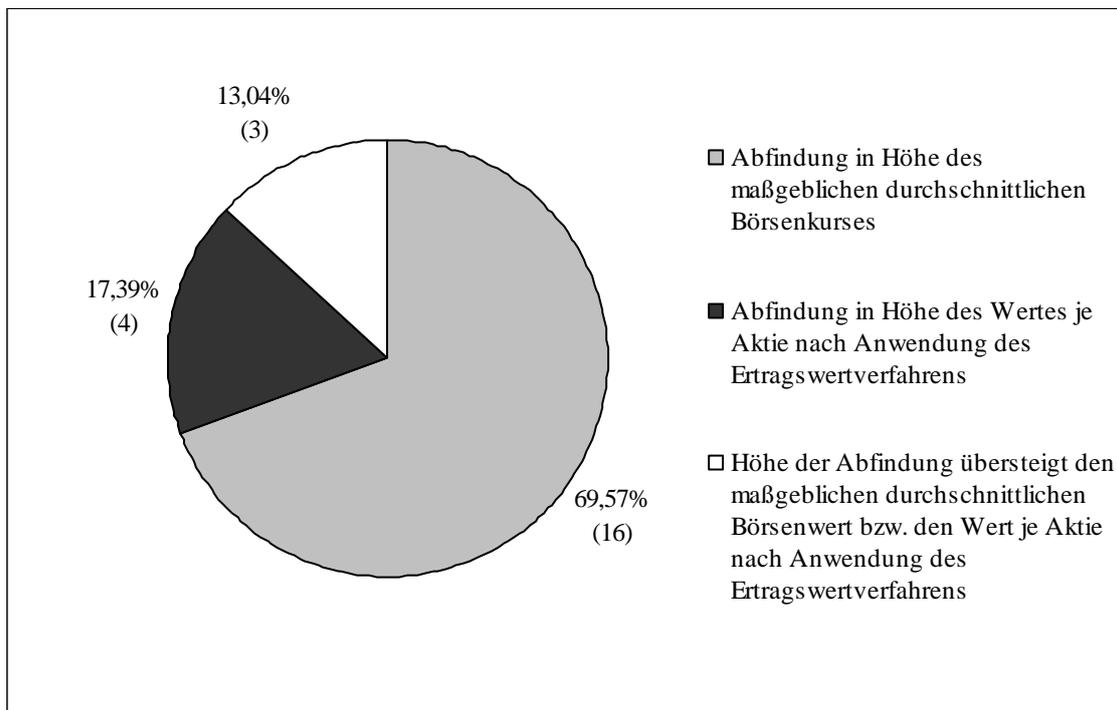


Abb. 5: Für die festgesetzte Barabfindung maßgebliche Werte

Wie aus obiger Abbildung ersichtlich ist, wurde bei den untersuchten Fällen mehrheitlich für die Festsetzung der Barabfindung der durchschnittliche Börsenkurs zu Grunde gelegt. Hierunter fallen 16 der insgesamt 23 untersuchten Fälle (69,57%). Lediglich in vier Fällen (17,39%) wurde der höhere Wert der Anteile, der sich nach Anwendung des Ertragswertverfahrens ergibt, für die Höhe der Barabfindung angesetzt.

In drei der untersuchten Fälle (13,04%) wurde die Barabfindung mit einem höheren Betrag festgelegt. Hierbei handelt es sich zum einen um die zwei Fälle, in denen der

Börsenkurs auf Grund des geringen Handels der Aktien nicht herangezogen wurde.³² Zum anderen wurde in einem weiteren Fall ein höherer Wert auf Grund eines in der Vergangenheit unterbreiteten öffentlichen Übernahmeangebots in Höhe von 30,00 €/je Aktie festgelegt. Nach Auffassung der Geschäftsleitung und des Vorstands des betreffenden Unternehmens sollten die jetzt ausscheidenden Aktionäre nicht schlechter gestellt werden, als diejenigen, die das damalige Übernahmeangebot angenommen haben.

Die Gegenüberstellung der absoluten Werte für alle 23 untersuchten Bewertungen zeigt abschließend die folgende Abbildung:

Maßnahme	Bewertungsstichtag	Wert je Aktie (Ertragswertverfahren) *	Durchschnittlicher Börsenkurs (BaFin) *	Durchschnittlicher Börsenkurs (Bloomberg) *	Höhere festgesetzte Barabfindung *
BGV **	29.02.2008	3,13 €	2,82 €	-	-
BGV	24.04.2008	17,31 €	22,27 €	22,09 €	-
BGV	29.04.2008	26,19 €	23,17 €	-	-
BGV	21.05.2008	61,84 €	71,32 €	-	-
Squeeze-out	27.05.2008	9,28 €	14,10 €	-	-
Squeeze-out	26.08.2008	17,99 €	22,97 €	-	-
Squeeze-out	29.08.2008	90,10 €	91,11 €	90,98 €	-
Squeeze-out	15.12.2008	14,09 €	-	28,04 €	-
Squeeze-out	13.02.2009	4,35 €	6,29 €	6,27 €	-
Squeeze-out	24.02.2009	28,14 €	27,93 €	-	30,00 €
BGV	23.03.2009	12,54 €	14,13 €	-	-
Squeeze-out	18.05.2009	1,25 €	2,04 €	-	-
BGV	20.05.2009	16,45 €	18,14 €	-	-
Squeeze-out	20.05.2009	55,02 €	73,39 €	-	-
Squeeze-out	16.06.2009	7,53 €	-	7,12 €	-
Squeeze-out	08.07.2009	40,88 €	111,44 €	111,44 €	-
Squeeze-out	23.07.2009	77,39 €	102,77 €	-	-
Squeeze-out	27.08.2009	9,87 €	8,09 €	-	-
Squeeze-out	28.08.2009	11,32 €	20,02 €	-	-
Squeeze-out	05.10.2009	-	1,30 €	-	-
Squeeze-out	28.10.2009	2,06 €	NA	NA	6,00 €
Squeeze-out	18.12.2009	413,90 €	NA	NA	440,00 €
Squeeze-out	21.12.2009	31,27 €	33,89 €	-	-

* Bei den grau hinterlegten Feldern handelt es sich um den als Barabfindung festgesetzten Betrag.
** Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag.

Abb. 6: Werte je Aktie nach dem Ertragswertverfahren, durchschnittliche Börsenkurse und festgesetzte Barabfindung in den 23 untersuchten Fällen (nach Bewertungsstichtag sortiert)

³² Siehe dazu Kapitel 4.1.

5. Fazit

Wie in den vorangegangenen Ausführungen verdeutlicht, kommt dem Börsenkurs bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen große Bedeutung zu. Im Rahmen der durchgeführten Untersuchung spiegelt der von Gutachtern bzw. Prüfern herangezogene durchschnittliche Börsenkurs mehrheitlich die Höhe der festgelegten Barabfindung wider; durch Anwendung des Ertragswertverfahrens wird häufig ein geringerer Wert der Anteile errechnet.

Die höchstrichterliche Rechtsprechung, durch die der Börsenkurs als Wertuntergrenze für die Bestimmung der angemessenen Kompensationsleistung grundsätzlich heranzuziehen ist, hat somit einen wesentlichen, und aus Sicht außenstehender bzw. ausgeschlossener Aktionäre, positiven Einfluss auf die Höhe der festzusetzenden Barabfindung. Die Fragen, ob und welcher Börsenkurs bei der Bestimmung angemessener Abfindungen maßgeblich ist, sind nach wie vor, sowohl in gerichtlichen Verfahren als auch in der Literatur, Gegenstand kontrovers geführter Diskussionen. In der jüngeren Vergangenheit war mehrheitlich eine Abkehr der Bewertungspraxis von der bis vor kurzem vorherrschenden Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur Festlegung des Referenzzeitraums vorzufinden.

Die jüngst durch den Beschluss des Bundesgerichtshofs geänderte Auffassung zur Festlegung des Dreimonatszeitraums ist zu begrüßen. Ein generelles Abstellen auf einen Zeitraum, der mit dem Tag der Ad Hoc-Mitteilung endet erscheint jedoch nicht in jedem Fall sinnvoll. Insbesondere in den Fällen, in denen erhebliche Kursschwankungen kurz vor Bekanntwerden der Strukturmaßnahme zu verzeichnen sind und die Vermutung besteht, dass bekannt gewordene Insiderinformationen die Ursache für diese Schwankungen darstellen, sollte in Betracht gezogen werden, die Referenzperiode entsprechend früher festzulegen. Aus den Ergebnissen der vorliegenden Untersuchung sind hierfür ungefähr 5 Tage früher zu empfehlen.

Literaturverzeichnis

Verzeichnis der verwendeten Bücher und Zeitschriftenbeiträge:

- Beckmann, K.: Zur Relevanz des Börsenkurses bei der Ermittlung des Abfindungsanspruchs beim Ausschluss von Minderheitsaktionären gemäß §§ 327a ff. AktG, in: WPg 2004, S. 620-625
- Böcking, H.-J./ Nowak, K.: Die Bedeutung des Börsenkurses bei Unternehmensbewertungen, in: FB 2000, S. 17-24
- Bungert, H.: DAT/Altana: Der BGH gibt der Praxis Rätsel auf, in: BB 2001, S. 1163-1167
- Bungert, H./ Wettich, C.: Vorgaben aus Karlsruhe zum Referenzzeitraum des Börsenkurses für die Abfindung bei Strukturmaßnahmen, in: BB 2010, S. 2227-2232
- Busse von Colbe, W. (Abfindung): Der Vernunft eine Gasse: Abfindung von Minderheitsaktionären nicht unter dem Börsenkurs ihrer Aktien, in: Schneider, U. H./ Hommelhoff, P./ Schmidt, K./ Timm, W./ Grunewald, B./ Drygala, T.: Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag – Deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, Verlag Dr. Otto Schmidt / Köln 2000, S. 1053-1067
- Daske, H./ Bassemir, M./ Fischer, F.: Manipulation des Börsenkurses durch gezielte Informationspolitik im Rahmen von Squeeze-Outs? – Eine empirische Untersuchung am deutschen Kapitalmarkt, in: Zfbf 2010, S. 254-288
- Emmerich, V., in: Emmerich, V./ Habersack, M. (Konzernrecht): Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 5. Auflage, Verlag C. H. Beck / München 2008
- Großfeld, B. (Unternehmensbewertung): Recht der Unternehmensbewertung, 5. Auflage, RWS Verlag / Köln 2009
- Großfeld, B. (Anteilsbewertung): Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 4. Auflage, Verlag Dr. Otto Schmidt / Köln 2002

- Hasselbach, K./ Klüsener, A.: Referenzstichtag für Unternehmensbewertungen auf der Basis des Börsenkurses, in: DB 2010, S. 657-661
- Hohl, P./ Auerbach, A.: BB-Rechtsprechungsreport zum Squeeze-out 2009, in: BB 2010, S. 902-907
- Hüffer, U. (Aktiengesetz): Beck'sche Kurz-Kommentare, Band 53, Aktiengesetz, 9. Auflage, Verlag C. H. Beck / München 2010
- Hüttemann, R.: Börsenkurs und Unternehmensbewertung, in: ZGR 2001, S. 454-478
- Krieger, G.: Squeeze-Out nach neuem Recht: Überblick und Zweifelsfragen, in: BB 2002, S. 53-63
- Müller, W. (Anteilswert): Anteilswert oder anteiliger Unternehmenswert? – Zur Frage der Barabfindung bei der kapitalmarktorientierten Aktiengesellschaft, in: Crezelius, G./ Hirte, H./ Vieweg, K. (Hrsg.): Festschrift für Volker Röhrich zum 65. Geburtstag, Verlag Dr. Otto Schmidt / Köln 2005, S. 1015-1032
- Munkert, M. J.: Die Berechnung des maßgeblichen Börsenkurses bei der Ermittlung von Abfindungen, in: BewP 1/2007, S. 8-12
- Neumann, K.-U./ Ogorek, M.: Alles eine Frage der Zeit: BGH ändert Rechtsprechung zur Berechnung von Abfindungen auf der Basis des Börsenkurses, in: DB 2010, S. 1869-1871
- Piltz, D. J.: Unternehmensbewertung und Börsenkurs im aktienrechtlichen Spruchstellenverfahren, in: ZGR 2001, S. 185-213
- Piltz, D. J. (Unternehmensbewertung): Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Auflage, IDW-Verlag / Düsseldorf 1994
- Pluskat, S.: Endlich Klärung hinsichtlich der Lage des Referenzzeitraums bei Relevanz des Durchschnittsbörsenkurses für die Abfindungshöhe?, in: NZG 2008, S. 365-368
- Simon, S./ Leverkus, J., in: Simon, S. (SpruchG): SpruchG - Spruchverfahrensgesetz Kommentar, Verlag C. H. Beck / München 2007

- Vetter, E.: Börsenkurs und Unternehmensbewertung, in: DB 2001, S. 1347-1353
- Wasmann, D.: Bewegung im Börsenkurs: Kippt die „Dreimonats“-Rechtsprechung?, in: BB 2007, S. 680-682
- Wilm, D.: Abfindung zum Börsenkurs – Konsequenzen der Entscheidung des BVerfG, in: NZG 2000, S. 234-240
- Wilts, R./ Schaldt, K./ Nottmeier, A.: Unternehmensbewertung im Rahmen von Squeeze-outs, in: FB 2002, S. 621-629

Verzeichnis der verwendeten Gesetze:

- Aktiengesetz (AktG) vom 06.09.1965, BGBl. I S. 1089, zuletzt geändert durch Gesetz vom 31.07.2009, BGBl. I S. 2509
- Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.d.F. der Bekanntmachung vom 09.09.1998, BGBl. I S. 2708, zuletzt geändert durch Gesetz vom 21.07.2010, BGBl. I S. 945
- WpÜG-Angebotsverordnung vom 27.12.2001, BGBl. I S. 4263, zuletzt geändert durch Verordnung vom 17.07.2006, BGBl. I S. 1697

Verzeichnis der verwendeten Gerichtsentscheidungen:

- BVerfG: Beschluss vom 27.04.1999, 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289
- BVerfG: Urteil vom 07.08.1962, 1 BvL 16/60, BVerfGE 14, 263
- BGH: Beschluss vom 19.07.2010, II ZB 17/09, BB 2010, 1941-1944
- BGH: Beschluss vom 12.03.2001, II ZB 15/00, BGHZ 147, 108
- BGH: Urteil vom 30.03.1967, II ZR 141/64, AG 1967, 264
- OLG Düsseldorf: Beschluss vom 09.09.2009, 26 W 13/06, AG 2010, 35-39
- OLG Stuttgart: Beschluss vom 18.12.2009, 20 W 2/08, ZIP 2010, 274-280
- OLG Stuttgart: Beschluss vom 14.02.2008, 20 W 9/06, AG 2008, 783-790
- OLG Stuttgart: Beschluss vom 16.02.2007, 20 W 6/06, OLGR Stuttgart 2007, 565-570



Working Papers in Accounting Valuation Auditing Nr. 2010-9

Klaus Henselmann / Claudia Schrenker / Nadine Winkler

Berücksichtigung von Börsenkursen bei der Ermittlung von Barabfindungen im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen

Auf Grund gerichtlicher Entscheidungen ist der Börsenkurs bei der Ermittlung von angemessenen Barabfindungen im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen (z.B. Squeeze-out) grundsätzlich zu berücksichtigen. Unter Anwendung des Ertragswertverfahrens kann sich jedoch ein höherer Wert für die angemessene Kompensationsleistung ergeben. Im Rahmen dieses Working Papers werden die Ergebnisse einer durchgeführten Studie zur Analyse von Gutachtlichen Stellungnahmen bzw. Prüfberichten zur Bestimmung angemessener Barabfindungen dargestellt. Die Untersuchung soll einen Einblick in die Bewertungspraxis der jüngeren Vergangenheit geben.

Consideration of stock market prices in determining the compensations within structural measures according to German stock corporation law

Due to judicial decisions the stock market prices are deemed to be the lower value limit in determining the compensations within structural measures according to German stock corporation law (e.g. squeeze-out of minority stockholders). By applying the income approach a higher value than the stock market price could be relevant to fix the amount of compensation. The paper analyzes expert reports on determining the adequate compensation. The study is supposed to provide an insight into the valuation practice in the recent past.

Impressum

Nürnberg 2010

Herausgeber, Redaktion und Druck:

Lehrstuhl für Rechnungswesen und Prüfungswesen

Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät

Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg

Lange Gasse 20

90403 Nürnberg

Tel +49 911 5302 - 437

Fax +49 911 5302 - 401

www.pw.wiso.uni-erlangen.de



Lehrstuhl für
Rechnungswesen
und Prüfungswesen

ISSN 1867-7932