

Andreas Creutzmann

Hochrechnung von Börsenkursen

Ausgangspunkt des Beitrags ist die Rspr. des BGH, wonach bei einem längeren Zeitraum zwischen Bekanntgabe einer Strukturmaßnahme und Hauptversammlung eine Hochrechnung des Börsenkurses erforderlich sein kann. Da der BGH jedoch offenlässt, wie diese Hochrechnung konkret erfolgen soll, werden verschiedene methodische Ansätze – etwa über Marktindizes, Branchenindizes und Peer Groups – vorgestellt. Im konkreten Fall der DVB Bank zeigt die Analyse, dass eine Hochrechnung nicht sinnvoll ist, da sich die Aktie bereits über Jahre hinweg deutlich vom Markt entkoppelt hatte und damit marktübliche Entwicklungen nicht übertragen werden konnten.

I. Einleitung

Der BGH hält ausnahmsweise in seiner Stollwerck-Entscheidung¹ ein alleiniges Abstellen auf den durchschnittlichen Börsenkurs vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme dann für nicht geboten, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. Dann ist der Börsenkurs entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen. Nach der Entscheidung des BGH kann ein längerer Zeitraum bei einem Zeitraum von 7,5 Monaten oder mehr zwischen der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung vorliegen. Mit dem vorgenannten Beschluss hat der BGH indes offengelassen, ob eine Hochrechnung des Börsenkurses auch bei einem kürzeren Zeitraum als 7,5 Monate in Betracht kommen könnte bzw. wie eine Hochrechnung bei einem längeren Zeitraum als 7,5 Monate konkret zu ermitteln sei. Der Beitrag zeigt anhand eines praktischen Beispiels, wie eine Hochrechnung vorzunehmen ist. Das praktische Beispiel war Gegenstand der Beschlüsse des LG Frankfurt/M. sowie des OLG Frankfurt/M. Das LG Frankfurt/M. bejahte in diesem Fall die Hochrechnung. Das OLG Frankfurt/M. lehnte die Hochrechnung und die Erhöhung der Barabfindung ab.²

II. Sachverhalt

Zwischen der Bekanntgabe der Absicht einer Squeeze-out-Strukturmaßnahme am 14.11.2016 und der beschlussfassenden Hauptversammlung des Unternehmens am 22.06.2017 lag ein Zeitraum von sieben Monaten und acht Tagen, der durch die erforderliche Zeit für die Ermittlung und Prüfung der angemessenen Abfindung sowie die Vorbereitung und fristgerechte Einberufung der Hauptversammlung bedingt ist. Im vorliegenden Fall lag somit ein Zeitraum von weniger als 7,5 Monaten vor, weshalb es fraglich war, ob ein längerer Zeitraum i.S.d. BGH-Rspr. gegeben und eine Hochrechnung der ermittelten Börsenwerte notwendig war. Das LG Frank-

furt/M. war der Auffassung, dass bei einem Zeitraum von sieben Monaten und acht Tagen ein längerer Zeitraum vorlag und veranlasste die Abfindungsprüferin Hochrechnungen des Börsenkurses des Bewertungsobjekts vorzunehmen.

Nähere Vorgaben, wie bei der Hochrechnung zu verfahren ist, sind dem Stollwerck-Beschluss nicht zu entnehmen. Dies gilt auch für den Fall, dass die allgemeine Entwicklung eine andere Tendenz aufweist als die branchentypische Entwicklung. Das Ziel der Hochrechnung besteht insgesamt darin, den (fiktiven) Börsenkurs zum Zeitpunkt der Hauptversammlung zu finden, der sich ohne die Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ergeben hätte.³

III. Methodische Vorgehensweise bei der Hochrechnung des Börsenkurses

1. Ökonomische Überlegungen zur Hochrechnung

Für die Hochrechnung des Börsenkurses stehen grds. verschiedene Methoden zur Verfügung. Im *ersten Schritt* ist der Vergleichsmaßstab festzulegen, der als Ausgangsbasis für die Hochrechnung des Börsenkurses dient. Grds. könnte als Vergleichsmaßstab die Veränderung

1. eines *marktbreiten Aktienindizes*,
2. eines *Branchenindizes* oder
3. die *Kursentwicklung einer Peer Group*

zwischen dem Tag des Bekanntwerdens der Maßnahme und dem Tag der Hauptversammlung herangezogen werden.⁴

Für die Verwendung eines *Branchenindizes* anstelle eines marktbreiten Index (wie DAX oder CDAX) spricht, dass die potenzielle Entwicklung des Bewertungsobjekts regelmäßig durch die Branchenentwicklung besser approximiert werden dürfte als durch die Entwicklung des Gesamtmarktes.⁵ In der Literatur wird in diesem Zusammenhang auch darauf verwiesen, dass allgemeinere Entwicklungen und Indizes nur dann herangezogen werden sollten, wenn eine Betrachtung der Branchenindizes ausscheidet. Dies könnte etwa dann der Fall sein, wenn das zu bewertende Unternehmen keiner bestimmten Branche eindeutig zugeordnet werden kann oder eine typische Branchenentwicklung aufgrund einer zu geringen Anzahl an Unternehmen nicht feststellbar ist.⁶ Auch in dem Fall, dass in der Branche eine Sonderentwicklung zu beobachten ist, an der das betrachtete Unternehmen nicht partizipiert, kann es sinnvoll sein auf die allgemeine Marktentwicklung abzustellen.⁷

Alternativ zu der Verwendung eines Index kann für die Hochrechnung des Börsenkurses auch auf die Entwicklung der *Peer Group* des Bewertungsobjekts zurückgegriffen werden.⁸ Dazu sollte dieselbe Peer Group verwendet werden, die auch für die Ableitung des Betafaktors zugrunde gelegt wurde. Aufgrund der im Vergleich zum gesamten Markt oder der Branche engeren Betrachtungsweise und der besseren Vergleichbarkeit der

1 Vgl. BGH vom 19.07.2010 – II ZB 18/09 „Stollwerck“, vgl. AG 2010 S. 629 ff.

2 Es handelt sich bei dem Praxisbeispiel um den Squeeze-out bei der DBV Bank SE und die im Spruchverfahren ergangenen Beschlüsse. Vgl. LG Frankfurt/M. vom 04.02.2019 – 3-05 O 68/17, s.u. <https://fmos.link/29813> (Abruf: 17.04.2025) sowie OLG Frankfurt/M. vom 27.08.2020 – 21 W 59/19, s.u. <https://fmos.link/29814> (Abruf: 17.04.2025).

3 Vgl. Wasmann, ZGR 2011 S. 97.

4 Vgl. z.B. Wasmann, ZGR 2011 S. 97-99.

5 Vgl. Weber, ZGR 2004 S. 287; Decher, ZIP 2010 S. 1676.

6 Vgl. Weber, ZGR 2004 S. 287; Wasmann, ZGR 2011 S. 98.

7 Vgl. Wasmann, ZGR 2011 S. 98.

8 Vgl. hierzu Decher, ZIP 2010 S. 1676; Popp/Ruthardt, WPg 2017 1226 f.

Unternehmen der Peer Group mit dem Bewertungsobjekt ist grds. davon auszugehen, dass sich die Entwicklung des Bewertungsobjekts durch die Peer Group besser approximieren lässt. Anders als bei einem Börsenindex ist für die Peer Group die Kursentwicklung indes nicht unmittelbar abzulesen. Vielmehr sind die für die einzelnen Unternehmen beobachtbaren Kursentwicklungen zu einem Gesamtwert für die Peer Group zu verdichten. Hierzu werden in der Literatur unterschiedliche Gewichtungsverfahren genannt. Neben dem Mittelwert und dem Median wäre es auch denkbar, die Wertentwicklung der einzelnen Unternehmen der Peer Group mit ihren jeweiligen Marktwerten zu gewichten.⁹

Vor dem Hintergrund, dass der als Ausgangsbasis für die Hochrechnung herangezogene Börsenkurs des Bewertungsobjekts als *umsatzgewichteter Durchschnittskurs* über einen Zeitraum von drei Monaten bestimmt wird, wäre es zudem denkbar, bei den Peer-Group-Unternehmen für Zwecke der Hochrechnung analog vorzugehen und für die Ermittlung der Wertänderung anstelle von Stichtagskursen auf umsatzgewichtete Durchschnittskurse über drei Monate abzustellen.¹⁰ Entsprechend wären für die einzelnen Unternehmen der Peer Group der umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurs über einen Zeitraum von drei Monaten vor dem Tag der Bekanntgabe der Maßnahme (als Ausgangspunkt der Hochrechnung) und über einen Zeitraum von drei Monaten vor dem Tag der Hauptversammlung (als Endpunkt der Hochrechnung) zu ermitteln. Die relevante Wertentwicklung für die einzelnen Unternehmen der Peer Group ergibt sich sodann aus dem Vergleich dieser beiden Durchschnittskurse.

Ausgehend von der als Vergleichsmaßstab herangezogenen Kursentwicklung eines (Branchen-)Indizes oder einer Peer Group ist dann in einem *zweiten Schritt* zu analysieren, ob und inwieweit die beobachtete Entwicklung auf den Börsenkurs des betroffenen Unternehmens übertragen werden kann. In der Literatur wird teilweise eine Hochrechnung des Börsenkurses des betroffenen Unternehmens mit derselben prozentualen Änderungsrate wie bei dem Vergleichsindex bzw. der Peer Group vorgenommen.¹¹ Dieser Vorgehensweise liegt die implizite Annahme zugrunde, dass die Aktie des zu bewertenden Unternehmens ab dem Tag der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme der Kursentwicklung des (Branchen-)Indizes oder der Peer Group exakt gefolgt wäre.¹² Insb. in dem Fall, dass sich der Börsenkurs des zu bewertenden Unternehmens in der Vergangenheit deutlich schlechter oder besser als die Vergleichskurse entwickelt hat, ist diese Annahme indes ökonomisch kaum plausibel zu begründen.¹³ Zudem ist nach der in der Literatur vertretenen Auffassung zu prüfen,

- ob der Kurs des zu bewertenden Unternehmens nicht bereits im Referenzzeitraum spekulativ überhöht war,
- ob die Kursentwicklung der Vergleichsgruppe auf dem verzerrten Kurs des zu bewertenden Unternehmens beruht oder
- ob im Zeitraum zwischen der Bekanntmachung der Maßnahme und der Hauptversammlung unternehmensindividuelle Ereignisse (wie Dividenden oder Sonderaus-

schüttungen) zu verzeichnen waren, die den Kurs des zu bewertenden Unternehmens beeinflusst hätten.¹⁴

Um die individuelle Kursentwicklung des betrachteten Unternehmens im Vergleich zum Markt zu berücksichtigen und damit dem Ziel der Ermittlung eines fiktiven Börsenkurses zum Zeitpunkt der Hauptversammlung näher zu kommen, wird in der Literatur auch vorgeschlagen, bei der Hochrechnung des Börsenkurses nicht auf die unmittelbar aus dem Vergleichsindex bzw. der Peer Group abgeleiteten Änderungsraten abzustellen, sondern vielmehr ergänzend den originären Betafaktor oder den Betafaktor der Peer Group zu berücksichtigen.¹⁵

Bei einer Hochrechnung des Börsenkurses des betrachteten Unternehmens mit der aus der Entwicklung des Marktindex abgeleiteten prozentualen Änderungsrate wird somit implizit angenommen, dass die Aktie einen Betafaktor von 1,0 aufweist. Nach Auffassung von *Popp/Ruthardt* (2017) kann die Verwendung des eigenen Betafaktors der Aktie bei der Hochrechnung des Börsenkurses eine sinnvollere Approximation darstellen.¹⁶ Dem stehe auch nicht entgegen, dass der originäre Betafaktor beherrschter Unternehmen bei der Ermittlung des Ertragswerts nicht herangezogen werde. Vielmehr könne bei der Hochrechnung des Börsenkurses als Desinvestitionswert die Entkopplung des Aktienkursverlaufs von den Marktentwicklungen gerade nicht unberücksichtigt bleiben. Läge der originäre Betafaktor des betrachteten Unternehmens nahe Null, so würde dies für die Hochrechnung bedeuten, dass sich der Aktienkurs des betrachteten Unternehmens im Zeitraum zwischen der Ankündigung der gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahme und dem Zeitpunkt der Hauptversammlung vermutlich nicht wesentlich aufgrund allgemeiner Marktentwicklungen geändert hätte, selbst wenn der Marktindex erhebliche Änderungen aufweist.¹⁷ Die Autoren weisen ergänzend darauf hin, dass die Eignung des originären Betafaktors anhand einer visuellen Analyse der historischen Verläufe von Aktienkurs und Vergleichsindex in der Vergangenheit sinnvoll sein kann.

2. Rechtsprechung im Zusammenhang mit der Hochrechnung

In der Rspr. haben sich insb. das *OLG Frankfurt/M.* und das *OLG Karlsruhe* mit der methodischen Vorgehensweise bei der Hochrechnung des Börsenkurses auseinandergesetzt. In seinem Beschluss vom 21.12.2010 hatte das *OLG Frankfurt/M.* im Hinblick auf die Frage der Vorgehensweise bei der Kursanpassung ausgeführt, dass zunächst davon auszugehen sei, dass für die Zwecke der Hochrechnung regelmäßig ein geeigneter Branchenindex gegenüber einem branchenübergreifenden Index wie dem DAX vorzugswürdig ist, da dieser eher geeignet sei, die voraussichtliche Entwicklung der Aktie vom Tag der ersten Bekanntgabe auf den Bewertungsstichtag abzubilden. Die Kursentwicklung eines bestimmten Unternehmens werde regelmäßig stärker von der Entwicklung der relevanten Branche, als von der Entwicklung der Gesamtwirtschaft beeinflusst. Zudem schlage sich die Entwicklung der Gesamtwirtschaft – soweit für die Branche relevant – auch in den entsprechenden Branchendaten nieder.¹⁸

Das *OLG Karlsruhe* ist im Beschluss vom 22.06.2015 im Hinblick auf die Art und Weise der Kursanpassung den Ausführungen des

⁹ Vgl. Popp/Ruthardt, WPg 2017 S. 1226.

¹⁰ Vgl. Popp/Ruthardt, WPg 2017 S. 1226 f.

¹¹ Vgl. etwa Weber, ZGR 2004 S. 287.

¹² Vgl. Popp/Ruthardt, WPg 2017 S. 1227.

¹³ Vgl. Popp/Ruthardt, WPg 2017 S. 1227; Wasmann, ZGR 2011 S. 100.

¹⁴ Vgl. Wasmann, ZGR 2011 S. 100.

¹⁵ Vgl. Popp/Ruthardt, WPg 2017 S. 1226 ff.

¹⁶ Vgl. Popp/Ruthardt, WPg 2017 S. 1227.

¹⁷ Vgl. Popp/Ruthardt, WPg 2017 S. 1228.

¹⁸ Vgl. OLG Frankfurt/M. vom 21.12.2010 – 5 W 15/10.

gerichtlich bestellten Sachverständigen gefolgt. Dieser hatte die Entwicklung des CDAX und der Peer Group als Ausgangsbasis herangezogen. Aufgrund der im entschiedenen Fall nach dem Unternehmensvertrag bestehenden Garantiedividende habe sich die Entwicklung des Börsenkurses der betrachteten Aktie indes zu einem gewissen Grad von der allgemeinen Kursentwicklung und der Entwicklung seiner Peer Group abgekoppelt. Daher könne die Entwicklung des CDAX bzw. der Peer Group nicht unmittelbar auf den Kurs der Aktie übertragen werden. Das OLG Karlsruhe teilt in diesem Zusammenhang die Einschätzung des Sachverständigen, dass dieser teilweisen Eigenständigkeit im Wege der Schätzung durch einen hälftigen Abschlag auf die Kursentwicklung des Marktindex bzw. der Peer Group Rechnung getragen werden könne.¹⁹

Unter Bezugnahme auf den Beschluss des OLG Karlsruhe verweist das OLG Frankfurt/M. in seinem Beschluss vom 01.03.2016 darauf, dass die Kurse der an der Verschmelzung beteiligten Unternehmen dem allgemeinen Trend jeweils teilweise gefolgt wären. Bei der Bemessung der Höhe der Anpassung stellt das OLG Frankfurt/M. auf einen Mittelwert aus der Entwicklung des DAX sowie des relevanten Branchenindex im betrachteten Zeitraum ab. Da die an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften nur in geringem Umfang über Tochterunternehmen im Ausland aktiv tätig waren, hat das OLG Frankfurt/M. in dem entschiedenen Fall die Berücksichtigung eines europäischen Branchenindex als ungeeignet angesehen.²⁰

Insgesamt ist anhand der dargestellten Beschlüsse zu erkennen, dass die Hochrechnung des Börsenkurses nicht nach einem einheitlichen, schematischen Vorgehen erfolgt, sondern die spezifische Situation des Bewertungsobjekts berücksichtigt.

IV. Hochrechnung des Börsenkurses anhand eines praktischen Beispiels

1. Analyse der Entwicklung von Markt- und Branchenindizes sowie der Peer Group

Bei der Hochrechnung des Börsenkurses kann zunächst die Entwicklung der Marktindizes, ausgewählter Branchenindizes sowie der Peer Group zwischen dem Tag der Bekanntgabe der Maßnahme (14.11.2016) und dem Tag der Hauptversammlung (22.06.2017) analysiert werden.

Dabei können neben dem DAX und dem CDAX als marktbreite deutsche Aktienindizes die folgenden drei Branchenindizes – jeweils als Performance-Index – zugrunde gelegt werden:

- 1. DAXsector All Banks,
- 2. EURO STOXX Banks,
- 3. S&P 500 Banks.

Tab. 1: Entwicklung der Markt- und Branchenindizes (Zeitraum 14.11.2016-22.06.2017) (Quelle: Bloomberg)

Entwicklung der Indizes	Index 14.11.2016	Index 22.06.2017	Änderung (in %)
Marktindizes			
DAX	10.693,69	12.794,00	19,6
CDAX	971,89	1.174,33	20,8
Branchenindizes			
DAXsector ALL BANKS	32,57	40,54	24,5
EURO STOXX Banks	230,35	280,51	21,8
S&P 500 Banks	486,36	532,64	9,5

19 Vgl. OLG Karlsruhe vom 22.06.2015 – 12 a W 5/15.
20 Vgl. OLG Frankfurt/M. vom 01.03.2016 – 21 W 22/13.

Tab. 1 zeigt die Entwicklung der *Indexstände* (Performanceindizes) im relevanten Zeitraum. Sowohl die Markt- wie auch die Branchenindizes weisen sämtlich eine positive Kursentwicklung auf. Die Indizes für den deutschen Aktienmarkt sind im betrachteten Zeitraum um etwa 19,6% (DAX) bzw. 20,8% (CDAX) gestiegen, während der deutsche und der europäische Branchenindex eine noch positivere Kursentwicklung von +24,5% bzw. +21,8% aufweisen. Der S&P 500 Banks steht zum 22.06.2017 bei 532,64 Punkten und damit um 9,5% über seinem Ausgangswert.

Darüber hinaus kann untersucht werden, wie sich die Aktienkurse der Unternehmen der Peer Group in dem betrachteten Zeitraum entwickelt haben. Dabei wurden für die in Fremdwährung notierten Unternehmen jeweils zum Kassakurs in Euro umgerechnete Kurse zugrunde gelegt. Im Zeitraum vom 14.11.2016 bis zum 22.06.2017 haben sich die Börsenkurse der einzelnen Unternehmen der Peer Group innerhalb einer Bandbreite von -5,0% bis +27,8% geändert. Bezogen auf die von der Bewertungsgutachterin herangezogene Peer Group ergibt sich eine Änderung von +14,3% (Mittelwert) bzw. +12,1% (Median).

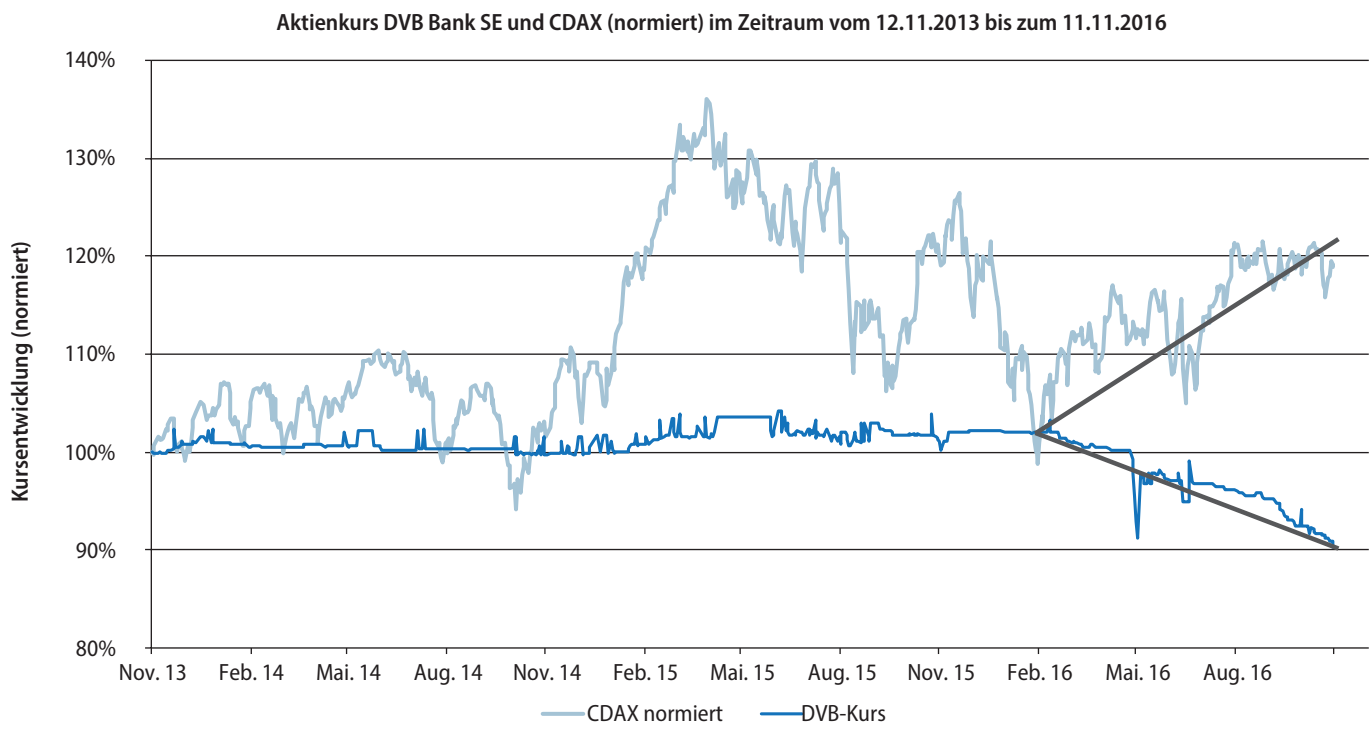
Darüber hinaus wurden die umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurse über einen Zeitraum von drei Monaten jeweils vor der Bekanntmachung der Maßnahme und vor dem Tag der Hauptversammlung ermittelt und deren Entwicklung verglichen. Die individuelle Kursentwicklung der einzelnen Unternehmen wurde auch für die zugrunde gelegte Peer Group – zum Mittelwert bzw. Median verdichtet. Tab. 2 zeigt die *Änderungen des umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurses der einzelnen Aktien* sowie die daraus für die *Peer Group* ermittelten durchschnittlichen Werte.

Tab. 2: Vergleich der Drei-Monats-Durchschnittskurse der Unternehmen der Peer Group (Zeitraum vor dem 14.11.2016 und vor dem 22.06.2017) (Quelle: Bloomberg)

Entwicklung der Peer Group	Drei-Monats-Durchschnittskurs (in €)		Änderung (in %)
	14.11.2016	22.06.2017	
Bank of America Corp.	14,67	21,26	44,9
BNP Paribas SA	48,37	63,67	31,6
Citigroup Inc.	43,50	55,39	27,3
Crédit Agricole SA	9,15	13,49	47,3
Deutsche Bank AG	11,00	16,08	46,2
DNB ASA	11,87	15,01	26,5
ING Groep NV	11,39	14,75	29,6
Natixis SA	4,22	6,05	43,5
Nordea Bank AB	9,04	11,14	23,2
Skandinaviska Enskilda Banken AB	8,95	10,62	18,6
Société Générale SA	33,35	48,03	44,0
Wells Fargo Corp.	41,97	49,06	16,9
Minimum			16,9
Maximum			47,3
Peer Group – Mittelwert			33,3
Peer Group – Median			30,6

Die umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurse sämtlicher Aktien haben sich vom Tag der Bekanntgabe der

Abb. 1: Entwicklung des Aktienkurses der DVB Bank im Vergleich zur Entwicklung des CDAX (Zeitraum 12.11.2013-11.11.2016) (Quelle: Bloomberg)



Maßnahme bis zum Tag der Hauptversammlung positiv entwickelt. Der Anstieg der Börsenkurse lag in einer Bandbreite zwischen +16,9% (Wells Fargo Corp.) und +47,3% (Crédit Agricole SA). Bezogen auf die herangezogene Peer Group ergibt sich eine Änderung von +33,3% (Mittelwert) bzw. +30,6% (Median).

2. Analyse der Übertragbarkeit der Entwicklung auf die Aktie des Bewertungsobjekts

Im folgenden Schritt wurde ausgehend von der dargestellten Kursentwicklung analysiert, ob und inwieweit die beobachtete Entwicklung auf den Börsenkurs der Bewertungsobjekts (DVB Bank) übertragen werden kann.

In diesem Zusammenhang ist im Hinblick auf die bereits dargestellten Kriterien festzuhalten, dass keine Anhaltspunkte dafür bestanden, dass der Kurs der DVB Bank-Aktie im Referenzzeitraum spekulativ überhöht war. Zudem ist die DVB-Aktie in den für Vergleichszwecke herangezogenen Indizes selbst nicht enthalten, sodass ausgeschlossen werden konnte, dass die Kursentwicklung der Vergleichsgruppe auf dem verzerrten Kurs des zu bewertenden Unternehmens selbst beruht. Auch waren im Zeitraum zwischen der Bekanntmachung der Maßnahme und der Hauptversammlung keine Dividenden oder Sonderausschüttungen zu verzeichnen, die den Kurs des zu bewertenden Unternehmens beeinflusst hätten.

Zur weiteren Analyse wird im Folgenden die Kursentwicklung der DVB Bank-Aktie im Vergleich zum CDAX im Dreijahres-Zeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme dargestellt. Dabei wurde das Ausgangsniveau am 12.11.2013 jeweils auf 100% normiert.

Aus Abb. 1 ist ersichtlich, dass sich die *DVB Bank-Aktie* im betrachteten Zeitraum bis zum Mai 2016 in einer sehr engen

Bandbreite zwischen 99,3% (24,05 €) und 104,3% (25,25 €) bezogen auf das Kursniveau am 12.11.2013 (24,21 €) bewegt. Erst im Mai 2016 ist ein Rückgang des Börsenkurses auf bis zu 22,08 € am 16.05.2016 sowie eine anschließende Erholung auf 23,70 € am folgenden Tag zu erkennen. In den folgenden Monaten des Betrachtungszeitraums ist insgesamt ein leicht rückläufiger Trend erkennbar. Mit der Ad-hoc-Meldung vom 21.09.2016 hat die DVB Bank ihre ursprüngliche Prognose für das Geschäftsjahr 2016 nach unten korrigiert. Anstelle des für das Konzernergebnis ursprünglich angestrebten Vorjahresniveaus (rund +46 Mio. €) erwartete die DVB Bank nunmehr ein Konzernergebnis, das voraussichtlich im zweistelligen negativen Mio.-€-Bereich liegen wird. Auf diese Ad-hoc-Meldung hat der Kurs der DVB Bank-Aktie nicht unmittelbar reagiert. Vielmehr lag der Schlusskurs zum 21.09.2016 – unverändert zum vorhergehenden und nachfolgenden Tag – bei 23 €. In der folgenden Zeit hat der Aktienkurs seinen insgesamt leicht rückläufigen Trend fortgesetzt, sodass am Ende des Betrachtungszeitraums zum 11.11.2016 ein Niveau von 21,85 € bzw. 90,3% des Ausgangsniveaus erreicht wurde.

Die *Entwicklung des CDAX* ist in dem betrachteten Dreijahres-Zeitraum von einer höheren Volatilität gekennzeichnet. So bewegt sich der CDAX bis zum Beginn des Jahres 2015 zunächst unter Schwankungen seitwärts. Bis zum 10.04.2015 erreicht der CDAX einen Stand von 1.107,1 Punkten, was 136,0% des Ausgangsniveaus von 814,0 Punkten am 12.11.2013 entspricht. Während der CDAX somit einen Kursgewinn von 36,0% erreicht hat, verblieb die Aktie der DVB Bank nahezu unverändert auf einem Niveau von 101,7% ihres Ausgangswerts. In den folgenden Monaten ist beim CDAX ein deutlich rückläufiger Trend zu beobachten, der am 11.02.2016 mit 98,8% des Ausgangsniveaus einen Tief-

Tab. 3: Übersicht über die Ergebnisse der Hochrechnung des Börsenkurses der DVB Bank auf den 22.06.2017 (Quelle: Bloomberg)

Ergebnisse der Hochrechnung (in €)	Börsenkurs 14.11.2016	Änderung (in %)	Börsenkurs 22.06.2017	Änderung Börsenkurs
Marktindizes				
DAX (Performance)	22,60	19,6	27,04	4,44
CDAX (Performance)	22,60	20,8	27,31	4,71
Branchenindizes				
DAXsector All Banks (Performance)	22,60	24,5	28,13	5,53
EURO STOXX Banks (Performance)	22,60	21,8	27,52	4,92
S&P 500 Banks (Performance)	22,60	9,5	24,75	2,15
Peer Group				
Basis Stichtagskurse (Mittelwert)	22,60	12,6	25,45	2,85
Basis Durchschnittskurse (Mittelwert)	22,60	33,3	30,13	7,53
Originärer Betafaktor				
Unterer Wert (0,01) auf Basis CDAX	22,60	0,2	22,65	0,05
Oberer Wert (0,04) auf Basis CDAX	22,60	0,8	22,79	0,19
Minimum		0,2	22,65	0,05
Maximum		35,6	30,64	8,04

punkt erreicht. Auch in diesem Zeitraum ist bei der DVB Bank-Aktie ein nahezu konstanter Kursverlauf zu beobachten. Ausgehend von dem Tiefpunkt am 11.02.2016 verbessert sich der CDAX bis zum Ende des Betrachtungszeitraums wieder deutlich und weist am 11.11.2016 ein Niveau von 119,3% auf, während die Kursentwicklung der DVB Bank-Aktie in diesem Zeitraum leicht rückläufig ist. Die Analyse der Kursverläufe von Aktie und Index zeigt zudem, dass eine – aufgrund des geringen Handelsvolumens grds. denkbare – zeitlich verzögerte Anpassung der Aktie an die Bewegungen des Marktindex ebenfalls nicht zu beobachten ist.

Es ist somit ersichtlich, dass sich die Kursentwicklung der *DVB Bank-Aktie* in den drei Jahren vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme bereits *deutlich vom Markt abgekoppelt* hat. So weist die DVB Bank-Aktie im betrachteten Zeitraum bis zum Februar 2016 nahezu keine Schwankungen und ein konstantes Kursniveau auf, während der Marktindex CDAX bei deutlich höherer Volatilität bis zum April 2015 eine positive Entwicklung mit einem Kursgewinn von 36,0% zeigt, der in den folgenden Monaten wieder abgegeben werden muss. Ab Februar 2016 ist sogar eine entgegengesetzte Entwicklung des CDAX und der DVB Bank-Aktie zu beobachten. Während der Index einen positiven Trend aufweist, sind bei der DVB Bank-Aktie – einhergehend mit der aus den Unternehmensmeldungen zu entnehmenden negativen wirtschaftlichen Entwicklung der Bank – Kursverluste zu verzeichnen.

Um die individuelle Kursentwicklung der DVB Bank-Aktie im Vergleich zum Markt zu berücksichtigen und damit dem Ziel der Ermittlung eines fiktiven Börsenkurses zum Zeitpunkt der Hauptversammlung näher zu kommen, könnte auf eine Hochrechnung des Börsenkurses unter Berücksichtigung des originären Betafaktors der DVB Bank abgestellt werden.²¹ Abhängig vom betrachteten Zeitraum und Renditeintervall lässt sich zum 14.11.2016 ein originärer Betafaktor der DVB Bank in einer Bandbreite von 0,01 (zwei Jahre, wöchentliche Renditeintervallen) bis 0,04 (fünf Jahre, monatliche Renditeintervalle) ermitteln. Der originäre Beta-

faktor der DVB Bank liegt nahe Null und bestätigt insoweit den bereits aus der Kursanalyse abgeleiteten Befund, dass sich der Aktienkurs der DVB Bank im betrachteten Vergangenheitszeitraum von der Marktentwicklung abgekoppelt hat.

Unter Berücksichtigung der in Tab. 1 dargestellten Wertentwicklung des CDAX von 20,8% würde sich bei Anwendung des originären Betafaktors von 0,01 bis 0,04 eine zu erwartende Änderung des Börsenkurses der DVB Bank-Aktie von 0,2% bis 0,8% ergeben.

Tab. 3 zeigt in einem Überblick die nach den oben dargestellten Varianten auf den Tag der Hauptversammlung hochgerechneten Börsenkurse der DVB Bank-Aktie.

Abhängig von der zugrunde gelegten Vorgehensweise ergibt sich für den hochgerechneten Börsenkurs eine Bandbreite von 22,65 € bis 30,64 € je Aktie. Nach den Analysen hat sich der Kurs der DVB Bank-Aktie bereits vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme vom Markt abgekoppelt und weist bereits über einen längeren Zeitraum von mindestens drei Jahren ein nahezu stabiles Kursniveau auf.

Unter Berücksichtigung des Zusammenhangs zwischen der Kursänderung der Aktie und dem Marktindex CDAX in der Vergangenheit durch Anwendung des originären Betafaktors ergibt sich ein hochgerechneter Börsenkurs von bis zu 22,79 € je Aktie.

V. Rechtsprechung zur Hochrechnung vor dem Hintergrund der Entkoppelung des Börsenkurses

Das LG Frankfurt/M. (3-05 O 68/17) hatte in seinem Beschluss vom 04.02.2019 zunächst das Vorliegen eines längeren Zeitraums und die Notwendigkeit einer Hochrechnung des Börsenkurses bejaht. Für die Hochrechnung des Börsenkurses war demnach zunächst vorzugsweise auf die branchentypische Entwicklung abzustellen. Daneben sah es das LG Frankfurt/M. als sachgerecht an, auf die Kursentwicklung der Peer Group abzustellen. Vor diesem Hintergrund wurden für die Hochrechnung des Börsenkurses der DVB Bank-Aktie die Wertveränderungen der Branchenindizes DAXsector All Banks und EURO STOXX Banks sowie der Peer Group herangezogen und der Börsenkurs im Ergeb-

²¹ Vgl. Popp/Ruthardt, WpG 2017 S. 1227.

Tab. 4: Stand der Branchenindizes jeweils am 14.11.2013 / 2014 / 2015 / 2016 sowie am 22.06.2017 (Quelle: Bloomberg)

Entwicklung der Branchenindizes	Kurs 14.11.2013	Kurs 14.11.2014	Kurs 14.11.2015	Kurs 14.11.2016	Kurs 22.06.2017
DVB Bank-Aktie (in €)	24,20	24,15	24,26	24,50	22,72
normiert (Basis 14.11.2013: 100%)	100,0	99,8	100,2	101,2	93,9
DAXsector All Banks (Performance)	45,17	36,71	38,04	32,57	40,54
normiert (Basis 14.11.2013: 100%)	100,0	81,3	84,2	72,1	89,7
EURO STOXX Banks (Performance)	265,99	267,13	278,31	230,35	280,51
normiert (Basis 14.11.2013: 100%)	100,0	100,4	104,6	86,6	105,5

nis mit einem positiven Hochrechnungsfaktor von 28,2% fortgeschrieben. Dass sich die Kursentwicklung der DVB Bank-Aktie in den drei Jahren vor Bekanntgabe der gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahme bereits deutlich vom – durch den CDAX approximierten – Aktienmarkt abgekoppelt und unabhängig von wesentlichen Marktschwankungen ein stabiles Kursniveau aufgewiesen hatte, wurde vom LG Frankfurt/M. in diesem Zusammenhang nicht als entscheidendes Argument angesehen, das gegen eine proportionale Hochrechnung des Aktienkurses der DVB Bank mit der Entwicklung der Branche bzw. der Peer Group spricht. Das OLG Frankfurt/M. (21 W 59/19) forderte in seinem Beschluss vom 27.08.2020 dann von der Abfindungsprüferin nähere Angaben zu einer etwaigen Abkopplung des Börsenkurses der DVB Bank im Vergleich zu den – in den Hochrechnungsfaktor einbezogenen – relevanten Branchenindizes (DAXsector All Banks und EURO STOXX Banks) und der aggregierten Kursentwicklung der (erweiterten) Peer Group an. Hierzu sollte, die Kursentwicklung der Gesellschaft(en) bzw. Indizes ab dem 14.11.2013 bis zum Bewertungsstichtag dargestellt werden. Da die Hochrechnung des Börsenkurses auf den Bewertungsstichtag anhand der Entwicklung der Branchenindizes bzw. der Kursentwicklung der Peer Group erfolgte, sollte es nach Auffassung des OLG Frankfurt/M. für die Frage der Abkopplung der Kurse ebenfalls auf die Branchenindizes bzw. die Peer Group als Vergleichsmaßstab ankommen. Im Folgenden werden die Analyseergebnisse bezogen auf den DAXsector All Banks dargestellt. Auf die Darstellung der Analyseergebnisse des EURO STOXX Banks wurde verzichtet.

1. Analyse der Kursentwicklung der DVB Bank-Aktie im Vergleich zu den relevanten Branchenindizes und der aggregierten Kursentwicklung der Peer Group
- a) Analyse der Entwicklung der DVB Bank-Aktie im Vergleich zu den Branchenindizes
- Im Folgenden wurde analysiert, ob und inwieweit von einer Abkopplung des Börsenkurses der DVB Bank-Aktie von den relevanten Branchenindizes auszugehen ist. Dazu wurde die Kursentwicklung der DVB Bank-Aktie und der Branchenindizes analysiert und grafisch gegenübergestellt. Als Referenzzeitraum wurde der Zeitraum vom 14.11.2013 bis zum Bewertungsstichtag, dem 22.06.2017, zugrunde gelegt. Der betrachtete Zeitraum beginnt somit drei Jahre vor dem Tag der Bekanntgabe der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme (14.11.2016). Im Rahmen der Analysen wurden die folgenden beiden Branchenindizes – jeweils als Performance-Index – zugrunde gelegt:

1. DAXsector All Banks
2. EURO STOXX Banks

Tab. 4 zeigt die Entwicklung der DVB Bank-Aktie und der Indexstände im relevanten Zeitraum beispielhaft im jährlichen Abstand und am Ende des betrachteten Zeitraums. Dabei wurde das Ausgangsniveau am 14.11.2013 jeweils auf 100% normiert.

Aus der Tab. 4 ist zu entnehmen, dass der Kurs der DVB Bank-Aktie im Dreijahres-Zeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme einen Anstieg um insgesamt 1,2% und damit eine nur leicht positive Entwicklung aufweist. Bis zum Zeitpunkt der über die Maßnahme beschließenden Hauptversammlung ist dann ein Rückgang von 24,50 € um 7,3% auf 22,72 € zu verzeichnen.

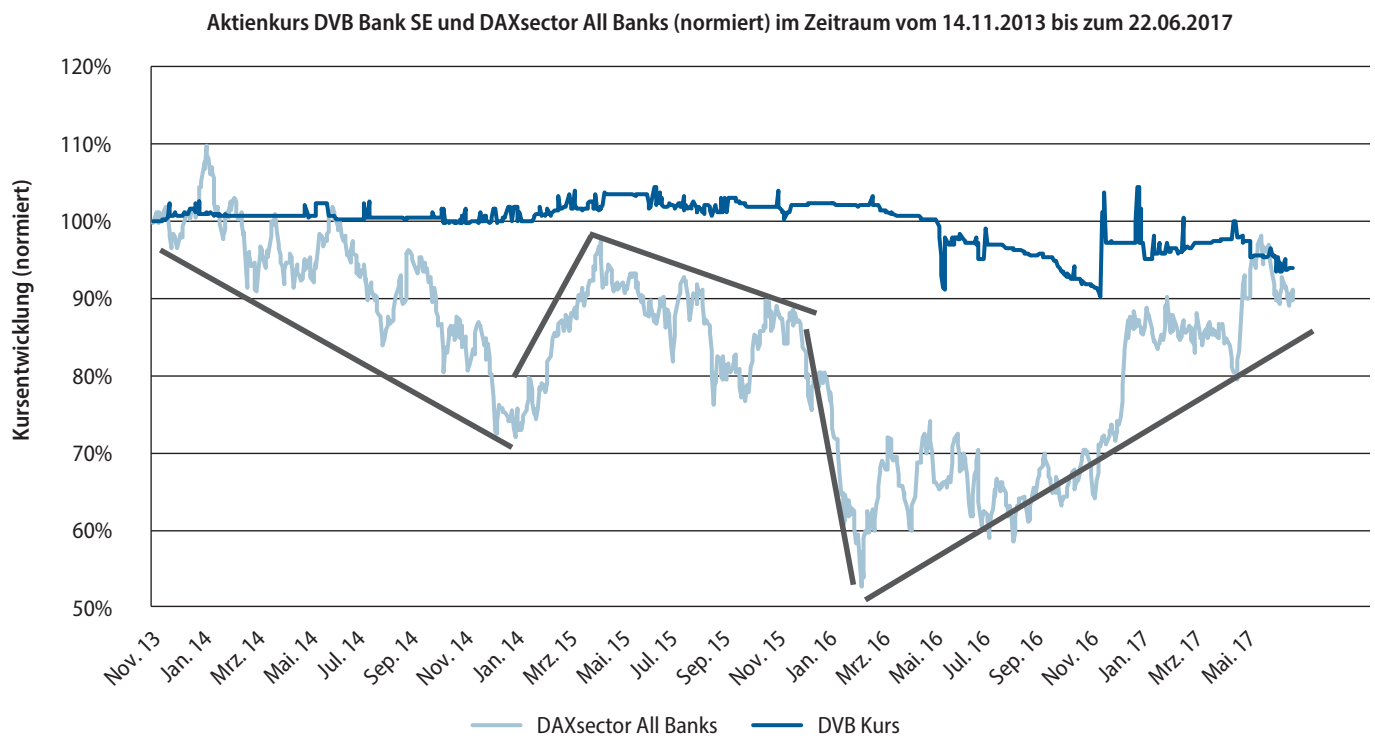
Beide Branchenindizes weisen im Dreijahres-Zeitraum vom 14.11.2013 bis zum 14.11.2016 hingegen eine erkennbar negative Entwicklung auf. Während sich der Rückgang beim EURO STOXX Banks auf -13,4% beläuft, beträgt dieser beim DAXsector All Banks sogar -27,9%. In den folgenden Monaten bis zum Zeitpunkt der Hauptversammlung der DVB Bank entwickeln sich die Branchenindizes positiv und können um 24,5% (DAXsector All Banks) bzw. 21,8% (EURO STOXX Banks) zulegen. Für die beiden betrachteten Zeiträume ist somit eine gegensätzliche Kursentwicklung der DVB Bank-Aktie und der Branchenindizes zu konstatieren. Abb. 2 stellt die Kursentwicklung der DVB Bank-Aktie im Vergleich zum Branchenindex *DAXsector All Banks* im Zeitraum vom 14.11.2013 bis zum Tag der Hauptversammlung der DVB Bank (22.06.2017) grafisch dar. Dabei wurde neben der Kursentwicklung der Aktie und des Indizes jeweils auch der erkennbare Trend des DAXsector All Banks in den einzelnen Zeiträumen visualisiert.

Aus der Abbildung ist ersichtlich, dass sich die *DVB Bank-Aktie* im betrachteten Zeitraum bis Anfang Mai 2016 in einer sehr engen Bandbreite zwischen 99,7% (24,14 €) und 104,3% (25,25 €) bezogen auf das Kursniveau am 14.11.2013 (24,20 €) bewegt hat.

Erst beginnend mit dem 09.05.2016 ist ein spürbarer Rückgang des Börsenkurses zu erkennen. Am 16.05.2016 wird mit einem Kurs von 22,08 € (91,2% des Ausgangsniveaus) ein Tiefpunkt erreicht, bevor am folgenden Tag ein sprunghafter Anstieg um 7,3% auf 23,70 € zu verzeichnen ist.

In den folgenden Monaten des Betrachtungszeitraums ist insgesamt ein leicht rückläufiger Trend erkennbar, der bis zu dem Tag vor der Bekanntgabe der geplanten Strukturmaßnahme anhält. In diesen Zeitraum fällt auch eine Ad-hoc-Meldung der DVB Bank am 21.09.2016, in der sie bekannt gegeben hat, dass sie ihre ursprüngliche Prognose für das Geschäftsjahr 2016 nach unten korrigiert. Anstelle des für

Abb. 2: Entwicklung des Aktienkurses der DVB Bank im Vergleich zur Entwicklung des DAXsector All Banks Index (Zeitraum 14.11.2013-22.06.2017) (Quelle: Bloomberg)



das Konzernergebnis ursprünglich angestrebten Vorjahresniveaus (rund +46 Mio. €) erwartet die DVB Bank nach der Ad-hoc-Meldung nunmehr ein Konzernergebnis, das voraussichtlich im zweistelligen negativen Mio.-€-Bereich liegen wird. Auf diese Ad-hoc-Meldung reagiert der Kurs der DVB Bank-Aktie indes nicht unmittelbar. Vielmehr liegt der Schlusskurs zum 21.09.2016 – unverändert zum vorhergehenden und zum nachfolgenden Tag – bei 22,95 € (94,8% des Ausgangsniveaus). In der folgenden Zeit setzt die Aktie ihren insgesamt leicht rückläufigen Trend fort und erreicht am 11.11.2016 einen Kurs von 21,85 € (90,3% des Ausgangsniveaus). Damit weist der Kurs der DVB Bank-Aktie am Tag vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme das niedrigste Niveau im gesamten Betrachtungszeitraum auf.

Einhergehend mit der Ankündigung der Strukturmaßnahme ist am 14.11.2016 ein sprunghafter Anstieg des Börsenkurses um 12,1% auf 24,50 € zu beobachten, der sich in den beiden folgenden Tagen auf 25,13 € am 16.11.2016 fortsetzt. Am folgenden Tag gibt der Kurs einen Teil der Gewinne wieder ab und fällt um 6,5% auf 23,50 €. Auf diesem Niveau hält sich der Kurs der DVB Bank-Aktie dann bis zum 21.12.2016, bevor er am 23.12.2016 mit 25,25 € den höchsten Wert im gesamten Betrachtungszeitraum erreicht. Nach einem erneuten Rückgang auf 23,50 € am 27.12.2016 bewegt sich der Börsenkurs im weiteren Zeitverlauf bis zur Hauptversammlung seitwärts in einer Bandbreite zwischen 22,60 € und 24,62 €. Am Tag der Hauptversammlung schließt die DVB Bank-Aktie mit 22,72 € leicht oberhalb der angebotenen Barabfindung (22,60 €). Dies entspricht 93,9% des Ausgangsniveaus.

Die *Entwicklung des DAXsector All Banks* ist in dem betrachteten Zeitraum von einer deutlich höheren Volatilität gekennzeichnet. So weist der DAXsector All Banks bis

zum Januar 2015 unter Schwankungen eine deutlich rückläufige Kursentwicklung auf und erreicht am 06.01.2015 mit 32,51 Punkten (72,0% des Ausgangsniveaus vom 14.11.2013) einen ersten Tiefpunkt. In diesem Zeitraum bewegt sich die DVB Bank-Aktie in einer engen Bandbreite zwischen 99,7% und 102,5% seitwärts.

In den darauffolgenden Monaten ist eine stark positive Entwicklung des DAXsector All Banks zu verzeichnen, die bis zum April 2015 anhält. Am 15.04.2015 erreicht der Index einen Wert von 44,00 Punkten und hat sich damit auf 97,4% des Ausgangsniveaus vom Beginn des Betrachtungszeitraums erholt. Dies entspricht einem Anstieg um 35,4% gegenüber dem Tiefpunkt vom Januar 2015. Anders als der Branchenindex weist die DVB Bank-Aktie in diesem Zeitraum keinen positiven Trend auf. Vielmehr bewegt sie sich weiterhin in einer engen Bandbreite zwischen 100,0% und 103,9% bezogen auf das Ausgangsniveau.

Im folgenden Zeitraum von April 2015 bis Ende November 2015 ist beim DAXsector All Banks insgesamt ein leicht rückläufiger Trend zu beobachten, der nur durch einen temporären deutlichen Rückgang und eine anschließende Erholung des Index in den Monaten August bis Oktober unterbrochen wird. Ausgehend von 44,00 Punkten (97,4% des Ausgangsniveaus) am 15.04.2015 schwächt sich der Indexstand bis zum 26.11.2015 auf einen Wert von 39,77 Punkten (88,0% des Ausgangsniveaus) ab. Dies entspricht einem Indexrückgang um 9,6%. Ausgehend von diesem Niveau bricht der Kurs in der folgenden Zeit um 40,1% ein und erreicht mit 23,83 Punkten (52,8% des Ausgangsniveaus) am 09.02.2016 den Tiefpunkt innerhalb des Betrachtungszeitraums. Auch in dem Zeitraum vom 26.11.2015 bis zum 09.02.2016 stehen dem deutlich negativen Trend des Branchenindex nur äußerst

Tab. 5: Börsenkurse der Unternehmen der Peer Group am 14.11.2013 und am 14.11.2016 und daraus abgeleiteter Peer-Group-Index (Quelle: Bloomberg)

Entwicklung der Peer Group	Kurs (in €) 14.11.2013	Kurs (in %) 14.11.2013	Kurs (in €) 14.11.2016	Kurs (in %) 14.11.2016
Bank of America Corp.	10,98	100,00	18,68	170,10
BNP Paribas SA	54,43	100,00	55,66	102,26
Citigroup Inc.	37,27	100,00	50,87	136,49
Credit Agricole SA	8,86	100,00	10,85	122,41
Deutsche Bank AG	29,03	100,00	13,75	47,38
DNB ASA	12,63	100,00	13,58	107,55
ING Groep NV	9,62	100,00	13,15	136,77
Natixis SA	3,51	100,00	4,22	120,02
Nordea Bank AB	9,06	100,00	9,74	107,45
Skandinaviska Enskilda Banken AB	8,72	100,00	9,34	107,13
Société Générale SA	41,04	100,00	40,47	98,60
Wells Fargo Corp.	31,98	100,00	49,51	154,80
Peer-Group-Index		1.200,00		1.410,95

geringfügige Schwankungen des Börsenkurses der DVB Bank-Aktie zwischen 102,0% und 102,3% des Ausgangsniveaus gegenüber.

Im Anschluss daran ist beim DAXsector All Banks ein mittelfristiger Aufwärtstrend zu erkennen, der unter Schwankungen bis zum 30.11.2016 zunächst zu einem Kursanstieg auf 32,87 Punkte (72,8% des Ausgangsniveaus) führt. Nach einer dynamischen positiven Entwicklung um rund 19,8% innerhalb weniger Tage erreicht der Index am 13.12.2016 einen Wert von 39,37 (87,2% des Ausgangsniveaus). Während die DVB Bank-Aktie im Zeitraum von Mai 2016 bis zum Tag der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 14.11.2016 eine negative Entwicklung aufweist, weist der DAXsector All Banks einen gegensätzlichen positiven Trend auf.

In den folgenden Monaten stabilisiert sich der DAXsector All Banks in einer Bandbreite zwischen 79,5% und 90,2% seines Ausgangsniveaus, wobei der untere Wert der Bandbreite erst am 18.04.2017 erreicht wird. Anschließend ist ein deutlicher Kursanstieg auf bis zu 98,1% am 15.05.2017 zu beobachten, der den seit dem Tiefpunkt am 09.02.2016 zu beobachtenden mittelfristigen positiven Trend unterstützt. Am Tag der Hauptversammlung der DVB Bank (22.06.2017) schließt der Index mit 40,54 Punkten (89,7% des Ausgangsniveaus).

Aus der Gegenüberstellung der Kursverläufe der DVB Bank-Aktie und des DAXsector All Banks ist zu erkennen, dass sich die Kursentwicklung der DVB Bank-Aktie in den drei Jahren vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme bereits deutlich vom Branchenindex DAXsector All Banks abgekoppelt hat. Zwar weisen die Aktie der DVB Bank wie auch der Index im betrachteten Zeitraum bis zum 22.06.2017 im Ergebnis insgesamt eine ähnliche Wertentwicklung auf. So notiert die DVB Bank am 22.06.2017 mit 93,9% ihres Ausgangsniveaus, während der Index ein Niveau von 89,7% erreicht. Allerdings zeigen die Analyse der Kursverläufe und deren grafische Darstellung deutlich, dass die Entwicklung der Kurse der DVB Bank-Aktie und des DAXsector All Banks innerhalb des Betrachtungszeitraums deutlich voneinander abweichen. So weist die DVB Bank-Aktie durchgängig ein nahezu stabiles Kursniveau auf, während in Bezug auf den Branchenindex im Betrachtungszeitraum unterschiedliche Phasen erkenn-

bar sind, die entweder durch einen deutlich positiven oder negativen Trend geprägt werden. Zudem zeigt die Analyse der Kursverläufe von Aktie und Index, dass eine – aufgrund des geringen Handelsvolumens grds. denkbare – zeitlich verzögerte Anpassung der Aktie an die Bewegungen des Branchenindex ebenfalls nicht zu beobachten ist.

Die Kursentwicklung der DVB Bank-Aktie hat sich in den drei Jahren vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme bereits deutlich von den Branchenindizes abgekoppelt.²² So weist die DVB Bank-Aktie im betrachteten Zeitraum bis zum Mai 2016 nur geringfügige Schwankungen und ein nahezu konstantes Kursniveau auf, während beide Branchenindizes in diesem Zeitraum sowohl längere Phasen mit deutlich positiver wie auch mit deutlich negativer Kursentwicklung aufweisen. Ab Mai 2016 sind bei der DVB Bank-Aktie – einhergehend mit der aus den Unternehmensmeldungen zu entnehmenden negativen wirtschaftlichen Entwicklung der Bank – bis zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der beabsichtigten Strukturmaßnahme Kursverluste zu verzeichnen. Auch diese Entwicklung steht nicht im Einklang mit den Branchenindizes. Zudem zeigt die Analyse der Kursverläufe der Aktie und der Indizes, dass eine – aufgrund des geringen Handelsvolumens grds. denkbare – zeitlich verzögerte Anpassung der Aktie an die Bewegungen des Branchenindex ebenfalls nicht zu beobachten ist.

b) Analyse der Entwicklung der DVB Bank-Aktie im Vergleich zur Peer Group

Darüber wurde ergänzend analysiert, ob und inwieweit auch von einer Abkopplung des Börsenkurses der DVB Bank-Aktie von den aggregierten Kursen der Unternehmen der Peer Group auszugehen war. Dazu wurde die Kursentwicklung der DVB Bank-Aktie und der aggregierten Peer Group analysiert und grafisch gegenübergestellt. Als Referenzzeitraum wurde der Zeitraum vom 14.11.2013 bis zum Bewertungsstichtag 22.06.2017 zugrunde gelegt.

Bei der Ermittlung der aggregierten Kurse der (erweiterten) Peer Group („Peer-Group-Index“) wurden im ersten Schritt

22 Das gilt gleichermaßen für den EURO STOXX Banks Index, der hier nicht explizit dargestellt wurde.

Tab. 6: Stand des Peer-Group-Index jeweils. am 14.11.2013 / 2014 / 2015 / 2016 sowie am 22.06.2017 (Quelle: Bloomberg)

Entwicklung der Peer Group	Kurs 14.11.2013	Kurs 14.11.2014	Kurs 14.11.2015	Kurs 14.11.2016	Kurs 22.06.2017
DVB Bank-Aktie (in €)	24,20	24,15	24,26	24,50	22,72
Normiert (Basis 14.11.2013:100%)	100,0	99,8	100,2	101,2	93,9
Peer-Group-Index	1.200,0	1.314,35	1.438,36	1.410,95	1.584,60
Normiert (Basis 14.11.2013:100%)	100,0	109,5	119,9	117,6	132,0

die Börsenkurse der Unternehmen der Peer Group zum Beginn des Betrachtungszeitraums am 14.11.2013 ermittelt und diese auf 100,0% normiert. Dabei wurden für die in Fremdwährung notierten Unternehmen jeweils zum Kassakurs in Euro umgerechnete Kurse zugrunde gelegt. Für die Peer Group, die zwölf Unternehmen umfasst, wurde dementsprechend ein Indexniveau von 1.200,0 Punkten zugrunde gelegt. Die Unternehmen der Peer Group sind damit zum Beginn des Betrachtungszeitraums gleich gewichtet. Dieser Index wurde sodann anhand der Entwicklung der normierten Kurse der einzelnen Aktien fortgeschrieben. Tab. 5 veranschaulicht diese Vorgehensweise und die Ermittlung des Peer-Group-Index beispielhaft für den Beginn des Betrachtungszeitraums und den 14.11.2016.

Mit Ausnahme der Deutsche Bank AG, deren Kurs sich bis zum 14.11.2016 in etwa halbiert hat, liegen die anderen Unternehmen in etwa i.H.d. Ausgangsniveaus (BNP Paribas SA, Société Générale SA) oder haben das ursprüngliche Kursniveau deutlich überschritten. Für den Peer-Group-Index ergibt sich insgesamt ein Anstieg um 210,95 Punkte bzw. 17,6%.

Tab. 6 zeigt die Entwicklung der DVB Bank-Aktie und des Peer-Group-Index im relevanten Zeitraum beispielhaft im jährlichen Abstand und am Ende des betrachteten Zeitraums. Dabei wurde das Ausgangsniveau am 14.11.2013 jeweils auf 100% normiert.

Abb. 3 stellt die Kursentwicklung der DVB Bank-Aktie im Vergleich zum ermittelten *Peer-Group-Index* im Zeitraum vom 14.11.2013 bis zum Tag der Hauptversammlung der DVB Bank (22.06.2017) grafisch dar. Dabei wurde neben der Kursentwicklung der Aktie und des Peer-Group-Indexes jeweils auch erkennbare Trends in der Entwicklung des Peer-Group-Index in den einzelnen Zeiträumen visualisiert.

Nach einer Seitwärtsbewegung in einer Bandbreite von 97,8% bis 116,8% bis zum Ende des Jahres 2014 ist beginnend mit Januar 2015 in den folgenden Monaten ein deutlicher Aufwärtstrend zu beobachten. Am 27.04.2015 erreicht der Peer-Group-Index 1.626,9 Punkte (135,6% seines Ausgangsniveaus). Der Kursanstieg gegenüber dem Tiefpunkt am 14.01.2015 beträgt 28,3%. In den folgenden Monaten ist zunächst erneut eine Seitwärtsbewegung zu verzeichnen, bevor am 20.07.2015 ein Höchststand von 1.665,7 Punkten (138,8% des Ausgangsniveaus) erreicht wird. Im folgenden Zeitraum ist der Index bis zum Februar 2016 stark rückläufig. Der Tiefpunkt wird mit 1.023,5 Punkten (85,3% des Ausgangsniveaus) am 11.02.2016 erreicht, was einem Rückgang um 38,6% gegenüber dem Niveau von 20.07.2015 entspricht. Ab Juli 2016 ist wieder eine positive Entwicklung des Peer-Group-Index zu erkennen, sodass der Index zum Ende des Betrachtungszeitraums am 22.06.2017 wieder bei 1.584,6 Punkten bzw. 132,0% des Ausgangsniveaus notiert.

Die im Zusammenhang mit dem Vergleich der Entwicklung der DVB Bank-Aktie und den beiden Branchenindizes getroffenen Aussagen und Schlussfolgerungen können daher auch auf den Vergleich mit dem Peer-Group-Index übertragen werden. So ist festzuhalten, dass sich die Kursentwicklung der DVB Bank-Aktie in den drei Jahren vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme auch von der Entwicklung des Peer-Group-Index abgekoppelt hat.

VI. Wesentliche Erkenntnisse zur Hochrechnung von Börsenkursen

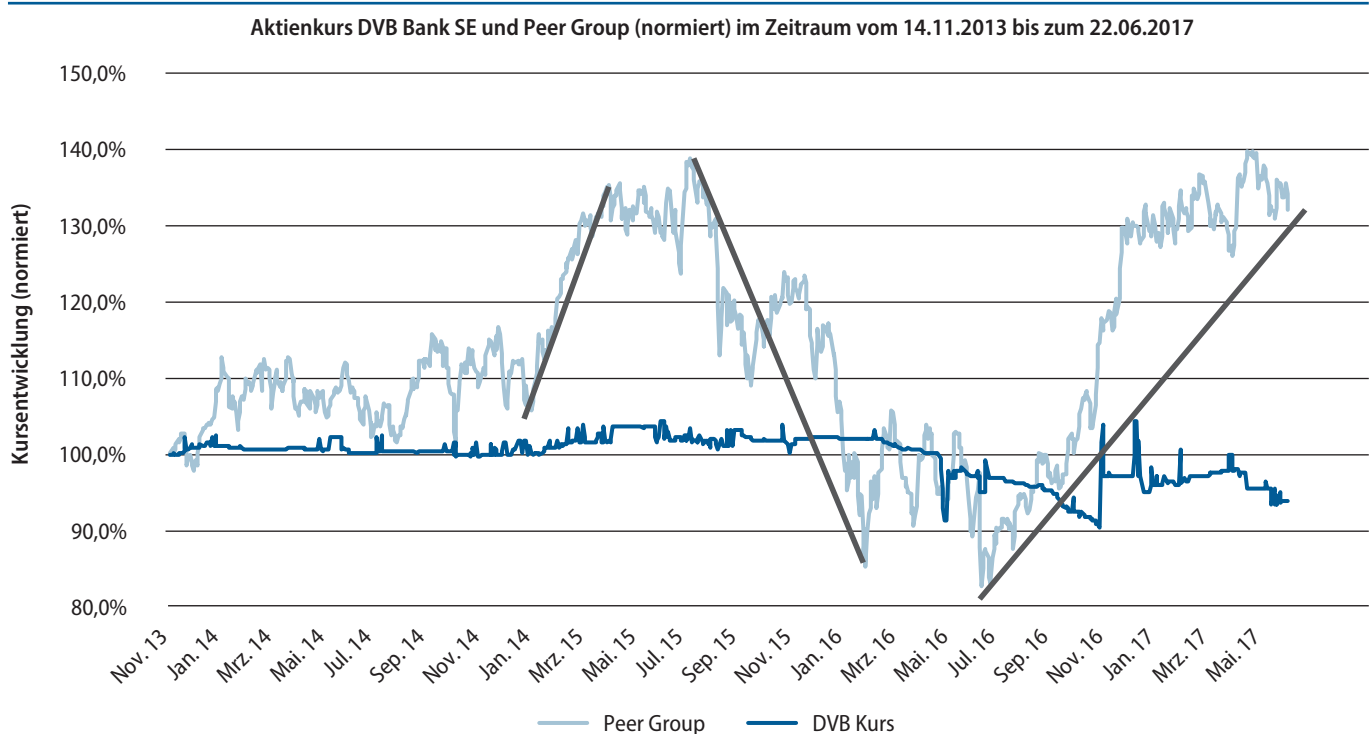
Der vorliegende Beitrag analysiert die rechtlichen und ökonomischen Grundlagen sowie die methodischen Ansätze zur Hochrechnung von Börsenkursen. Ausgangspunkt ist die Rspr. des BGH, die eine Hochrechnung des Börsenkurses bejaht, wenn zwischen Bekanntgabe der Maßnahme und der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum liegt und sich die allgemeine oder branchentypische Kursentwicklung signifikant verändert hat.

Im konkreten Fall der DVB Bank lag der Zeitraum mit sieben Monaten knapp unterhalb der vom BGH genannten Schwelle von 7,5 Monaten. Dennoch wurde die Frage der Hochrechnung relevant. Es wurden unterschiedliche Hochrechnungsmethoden gegenübergestellt – basierend auf marktbreiten Indizes, Branchenindizes, Peer Groups sowie unter Berücksichtigung des originären Betafaktors der Aktie. Die Analysen zeigen, dass sich die DVB Bank-Aktie bereits über Jahre hinweg weitgehend stabil entwickelte und sich damit deutlich vom allgemeinen Markt und den Branchenindizes entkoppelte. Der Börsenkurs der DVB Bank konnte als Mindestwert herangezogen werden. Er lag deutlich über dem Fundamentalwert auf Basis des Ertragswertverfahrens.

Die Untersuchungen belegen, dass sowohl der Markt als auch die Peer Group im relevanten Zeitraum bis zur Hauptversammlung eine klar positive Kursentwicklung aufwiesen. Der originäre Betafaktor der DVB Bank hingegen lag nahe null, was auf eine sehr geringe Korrelation zur allgemeinen Marktentwicklung hinweist. Trotz dieser belegten Entkopplung ist die Rspr. – etwa das LG Frankfurt/M. – in der Tendenz einer proportionalen Hochrechnung gefolgt und hat insb. die Entwicklung der Branchenindizes und der Peer Group als Maßstab herangezogen.

Das Ergebnis der Hochrechnungen zeigt eine erhebliche Bandbreite möglicher Werte für den hypothetischen Aktienkurs zum Bewertungsstichtag: Von mindestens 22,65 € (bei Berücksichtigung des Betafaktors) bis maximal 30,64 € (bei Anwendung der Peer-Group-Durchschnittswerte). Eine standardisierte Fortschreibung anhand marktüblicher Vergleichswerte ist nicht geeignet, die tatsächliche Unternehmenssituation – insb. im Fall einer entkoppelten Kursentwicklung – realistisch abzubilden.

Abb. 3: Entwicklung des Aktienkurses der DVB Bank im Vergleich zur Entwicklung der Peer Group (Zeitraum 14.11.2013 – 22.06.2017)
(Quelle: Bloomberg)



Die Hochrechnung von Börsenkursen darf nicht schematisch erfolgen, sondern muss unter Berücksichtigung der unternehmensindividuellen Kursdynamik, der Marktverhältnisse und geeigneter Vergleichsmaßstäbe erfolgen. Die Methode muss in jedem Einzelfall plausibel und ökonomisch fundiert begründet werden. Der Fall der DVB Bank zeigt exemplarisch die Bedeutung einer differenzierten Betrachtung im Spannungsfeld zwischen Rspr., ökonomischer Analyse und Bewertungsrealität.

WP/StB Andreas Creutzmann, CVA ist ein auf Bewertungen spezialisierter Wirtschaftsprüfer und Certified Valuation Analyst. Er ist Gründer und Vorstandsvorsitzender des EACVA e.V. und der IVA VALUATION & ADVISORY AG WPG, Frankfurt/M., sowie geschäftsführender Gesellschafter der Creutzmann & Co. GmbH WPG StBG, Landau/Pfalz.

Kontakt: autor@cf-fachportal.de



METATAGS: zeitschrift_BWP; ressort_AU; doctype_au; SiriusID_1474526; RawID_0; angelegt_20250505;