

Andreas Creutzmann / Jörn Stellbrink

Aussagekraft von Börsenkursen im Lichte der BGH-Rechtsprechung

– Keine Meistbegünstigung der Minderheitsaktionäre –

WP/StB Dipl.-Kfm. Andreas Creutzmann, CVA und
WP/StB Dr. Jörn Stellbrink, CVA sind Vorstände der IVA VALUATION &
 ADVISORY AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in Frankfurt/M. und Hamburg.
Kontakt: autor@der-betrieb.de

Der Beitrag untersucht die Aussagekraft von Börsenkursen im Lichte der BGH-Rspr. und stellt fest, dass der Börsenkurs als eigenständige Bewertungsmethode zur Schätzung des Unternehmenswerts anerkannt wird. Der BGH hat klargestellt, dass der Börsenkurs nicht nur als Untergrenze für die Bemessung der Barabfindung herangezogen werden kann, sondern auch als eigenständige Methode zur Bestimmung des Unternehmenswerts geeignet ist, sofern keine erheblichen Informationsdefizite vorliegen. Zudem wird die Bedeutung des Börsenkurses im Vergleich zu anderen Bewertungsmethoden vor dem Hintergrund des Meistbegünstigungsprinzips erläutert. Der BGH hat wiederholt bestätigt, dass die Minderheitsaktionäre keinen Anspruch auf eine Meistbegünstigung haben.

I. Einleitung

Nach der BVerfG-Rspr. gebietet Art. 14 GG, dass der im Rahmen einer gesellschaftsrechtlichen Maßnahme ausscheidende Aktionär eine volle Entschädigung für seine gesellschaftliche Beteiligung erhält, die nicht unter dem Verkehrswert liegen darf. Dieser kann bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden. Es sei denn, dass der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Damit ist der Börsenkurs bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen seit der „DAT/Altana“-Entscheidung grds. als Wertuntergrenze für die Bemessung der Abfindung der Minderheitsaktionäre heranzuziehen.¹ Der BGH hat mit Beschlüssen vom 21.02.2023 („WCM“)² und vom 31.01.2024 („Kabel Deutschland“)³ die langjährige Rspr. wesentlich erweitert. Hiernach wird der Börsenkurs vom BGH als eine eigenständige Bewertungsmethode gesehen, womit es eine wesentliche Weiterentwicklung zur „Untergrenzen“-Rspr. des BVerfG gibt. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann und der Börsenkurs somit keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert erlaube, könne der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden. Der folgende Beitrag konkretisiert die Anforderungen, die an die Aussagefähigkeit respektive Belastbarkeit von Börsenkursen für Zwecke einer Ermittlung einer angemessenen Barabfindung zu stellen sind. Außerdem zeigt er die Bedeutung des

Börsenkurses im Vergleich zu anderen Bewertungsmethoden (Ertragswertmethode/Net Asset Value) vor dem Hintergrund des Meistbegünstigungsprinzips.

II. Bedeutung des Börsenkurses bei Strukturmaßnahmen

Bei der Berücksichtigung des Börsenkurses im Rahmen der Unternehmenswertermittlung ist grds. zwischen einer Berücksichtigung des Börsenkurses als eigenständiger Bewertungsmethode zur Schätzung des Unternehmenswerts und der Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze (Mindestwert) für die Bemessung der angemessenen Barabfindung zu unterscheiden.

Das BVerfG hat mit dem Beschluss „DAT/Altana“ als Ausgangspunkt im Jahr 1999 entschieden, dass die zu gewährende volle Entschädigung bei der Bestimmung der angemessenen Entschädigung für außenstehende Aktionäre bei Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags nicht unter dem Verkehrswert der Aktien liegen darf. Der Börsenkurs bildete damit grds. die Untergrenze für die Barabfindung. War der Ertragswert hingegen höher als der Börsenkurs, so war dieser als maßgeblich anzusehen. Im Ergebnis führte diese Rspr. zu einer Meistbegünstigung der Minderheitsaktionäre.⁴ In der Folge hat sich die Relevanz bzw. Bedeutung des Börsenkurses jedoch zunehmend dahingehend gewandelt, dass dieser nicht mehr nur als Untergrenze einer angemessenen Barabfindung angesehen wird. Bereits die sog. „Stollwerck-Entscheidung“ des BGH aus dem Jahr 2010⁵, die durch die Entscheidung vom 29.09.2015 bestätigt und mit einer weiteren Entscheidung vom 12.01.2016 nochmals vertieft wurde, bildete hierfür die Grundlage.⁶ Demnach sei die „marktorientierte Methode nach dem Börsenwert“ als grds. gleichberechtigte Methode neben dem Ertragswert und anderen ertragsorientierten Verfahren zu sehen. Es sei „in der Regel“ davon auszugehen, dass der Anteilswert „dem Börsenwert der gehaltenen Aktien zu entnehmen ist“⁷, diesem also entspreche. Dies stellt bereits eine wörtliche Abkehr von der früheren Rspr. dar, wonach der Börsenkurs nur als Untergrenze Relevanz besaß.

Eine Voraussetzung für die Schätzung des Unternehmenswerts auf Basis des Börsenkurses sei es demnach, dass dieser eine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaube. Hierfür müsse es den Marktteilnehmern auf Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen möglich sein, die Ertragskraft des Unterneh-

1 BVerfG vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94, DB 1999 S. 1693.

2 BGH vom 21.02.2023 – II ZB 12/21, DB 2023 S. 953.

3 BGH vom 31.01.2024 – II ZB 5/22, DB 2024 S. 1196.

4 Vgl. Decher, AG 2023 S. 106, 107.

5 BGH vom 19.07.2010 – II ZB 18/09, DB 2010 S. 1693.

6 BGH vom 29.09.2015 – II ZB 23/14, DB 2016 S. 160, und vom 12.01.2016 – II ZB 25/14, DB 2016 S. 883.

7 BGH vom 12.01.2016 – II ZB 25/14, DB 2016 S. 883.

mens zutreffend zu bewerten und zudem müsse sich diese Marktbewertung im Börsenkurs niedergeschlagen haben.⁸

III. Börsenkurs als Schätzer für den Unternehmenswert

1. Grundsätzliche Eignung des Börsenkurses als Schätzer für den Unternehmenswert aus Sicht der Rechtsprechung

In seinem Beschluss vom 26.01.2012 stellte das LG Frankfurt/M. klar, dass der Börsenkursentwicklung eine entscheidende Bedeutung beizumessen sei und eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren aufgrund von Ungenauigkeiten und wissenschaftlichen Streits zu den Bewertungsparametern dem Börsenkurs nicht überlegen sei.⁹ Diese Auffassung teilen auch das OLG Stuttgart¹⁰ sowie das OLG Frankfurt/M.¹¹ in ihren Entscheidungen vom 03.09.2010 sowie vom 20.12.2013, wobei das OLG Frankfurt/M. betont, dass hierfür immer die Umstände des Einzelfalls zu würdigen seien.¹²

Auch in einer weiteren Entscheidung aus dem Jahr 2021 erachtet das OLG Frankfurt/M. den Börsenkurs grds. als geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts und nicht nur zur Ermittlung einer Untergrenze.¹³ Hierzu müsse jedoch geprüft werden, ob der Börsenkurs eine aussagekräftige Methode der Unternehmenswertermittlung darstelle. Diese Voraussetzung sei gegeben, wenn dem Markt eine effektive Informationsbewertung möglich sei und keine weiterreichenden Informationsdefizite vorlägen. Als Kriterium für weiterreichende Informationsdefizite nennt das OLG Frankfurt/M. auffällige Kurssprünge im Jahr vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme. Zudem sei auch der Bid-Ask-Spread hinsichtlich einer ggf. vorliegenden Marktenge zu beachten. Zur Beurteilung, ob dieser auf eine ausreichende Liquidität schließen lasse, könnten demnach die im DAX und CDAX gelisteten Unternehmen als Referenz und Beurteilungsmaßstab herangezogen werden.

Der BGH hat mit seinem Beschluss vom 21.02.2023¹⁴ bestätigt, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft den gesetzlichen Bewertungszielen grds. nicht widerspricht. Die Heranziehung der marktorientierten Methode sei für die Ermittlung eines Schätzwerts als Basis für die angemessene Barabfindung nach § 305 AktG und die Ableitung des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG grds. geeignet. Demnach kann die Angemessenheit der Barabfindung i.S.d. § 305 AktG anhand des Börsenkurses bestimmt werden, wenn dieser aufgrund der Umstände des Einzelfalls nicht ungeeignet ist. Neben der Bedeutung als Wertuntergrenze für die angemessene Barabfindung, räumt der BGH dem Börsenkurs damit eine höhere Bedeutung als marktorientierte Bewertungsmethode ein. Mithin kann der Börsenkurs allein maßgeblich zur Ermittlung einer angemessenen Barabfindung sein.

Mit Beschluss vom 31.01.2024 bestätigt der BGH seine Börsenkurs-Rspr. aus dem Vorjahr und konstatiert im Tenor erneut, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft grds. eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmens-

werts und des Werts der Beteiligung eines außenstehenden Aktionärs ist.¹⁵

Der Börsenkurs wird demnach vom BGH als eine eigenständige Bewertungsmethode gesehen, womit es eine wesentliche Weiterentwicklung zur „Untergrenzen“-Rspr. des BVerfG gibt.

2. Effektive Informationsbewertung als Voraussetzung für die Verwendung des Börsenkurses

Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann und der Börsenkurs somit keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert erlaube, könne der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.

Ein Rückgriff auf den Börsenkurs als Schätzer für den Unternehmenswert scheidet somit aus, wenn kein funktionierender Kapitalmarkt gegeben ist. Dies kann der Fall sein, wenn über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel mit Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat bzw. eine Marktenge vorliegt. Als Indizien für das Vorliegen einer Marktenge können geringe Handelsvolumina, ein Handel nur an wenigen Börsentagen und ein geringer Streubesitz der Aktien dienen. Börsenkurse sind nach Auffassung des BGH u.a. auch dann eingeschränkt aussagekräftig, wenn unerklärliche Kursausschläge oder Kursmanipulationen vorliegen oder kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden.¹⁶

Diesbezüglich werden vom BGH in seinem Beschluss vom 21.02.2023 Analysen

1. zur Liquidität der Aktie,
2. zu einem potenziellen Informationsgefälle zwischen Gesellschaft und Marktteilnehmern (Informationsasymmetrie),
3. zu einer möglichen Kursverzerrung i.S. einer Abkopplung der Kursentwicklung von der operativen Entwicklung der Gesellschaft sowie
4. zur Eignung des originären Betafaktors

als Indikatoren zur Einschätzung der Relevanz des Börsenkurses genannt.¹⁷ Die Rspr. der Obergerichte nimmt teilweise einen Zusammenhang zwischen der Eignung des Börsenkurses für die Ermittlung des originären Betafaktors und der Eignung des Börsenkurses als Schätzer für den Unternehmenswert an. Ist der Börsenkurs nicht geeignet, das unternehmerische Risiko als Teilaspekt des Unternehmenswerts abzubilden, spricht regelmäßig wenig dafür, den Unternehmenswert allein anhand des Börsenwerts zu schätzen.¹⁸ Demgegenüber weist der BGH in seinem Beschluss vom 31.01.2024 darauf hin, dass ein durch Übernahmespekulationen nach oben verzerrter Börsenkurs – unabhängig von einer daraus folgenden Verzerrung des originären Betafaktors – nicht gegen seine Verwendung als Schätzgrundlage für den Unternehmenswert spreche. Dies lasse sich damit begründen, dass der nach oben verzerrte Börsenkurs den Anteilsinhaber besser stelle. Entsprechend könne der Betafaktor verzerrt und daher für die Ertragswertberechnung nicht verwertbar sein, ohne dass dadurch die Eignung des Börsenkurses als Schätzgrundlage für den Unternehmenswert beeinträchtigt werde.

8 Vgl. BGH vom 12.01.2016, a.a.O. (Fn. 6).

9 Vgl. LG Frankfurt/M. vom 26.01.2012 – 2-05 O 102/05.

10 Vgl. OLG Stuttgart vom 05.06.2013 – 20 W 6/10 sowie vom 04.05.2011 – 20 W 11/08.

11 Vgl. OLG Frankfurt/M. vom 20.12.2013 – 21 W 40/11 sowie vom 03.09.2010 – 5 W 57/09.

12 Vgl. OLG Frankfurt/M. vom 09.02.2024 – 21 W 129/22, DK 2024 S. 392.

13 Vgl. OLG Frankfurt/M. vom 26.04.2021 – 21 W 139/19.

14 Vgl. BGH vom 21.02.2023, a.a.O. (Fn. 2).

15 Vgl. BGH vom 31.01.2024, a.a.O. (Fn. 3).

16 Vgl. BGH vom 31.01.2024, a.a.O. (Fn. 3).

17 Vgl. Ruthardt, BewP 2023 S. 50, 51.

18 Vgl. OLG Frankfurt vom 26.01.2017 – 21 W 75/15, DK 2018 S. 74 = AG 2017 S. 790, juris-Rn. 31, 34.

Die Entscheidungen des BGH lassen jedoch offen, ob der Börsenkurs allein für die Ermittlung einer angemessenen Barabfindung herangezogen werden kann oder weiterhin im Zusammenspiel weiterer Bewertungsverfahren betrachtet werden muss. Diese Fragestellung wird in der Praxis insb. dann an Bedeutung gewinnen, wenn der Ertragswert (deutlich) oberhalb des Börsenwerts liegt. Der BGH hält dazu fest, dass die Plausibilisierung des Börsenwerts durch einen nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert keinen grundsätzlichen Bedenken begegne. Insb. gebe es auch kein Regel-Ausnahme-Verhältnis zwischen dem Ertragswertverfahren und der Verwendung des Börsenkurses. Vielmehr könne jede Methode im Einzelfall sowohl zur Bestimmung des wahren Werts als auch im Rahmen von Plausibilisierungs- und Kontrollüberlegungen herangezogen werden.¹⁹

Aus betriebswirtschaftlicher Sicht bleibt weiterhin festzuhalten, dass der Ertragswert im konkreten Fall, auch bei Vorliegen eines liquiden Aktienhandels, als betragsmäßiger Referenzpunkt erforderlich ist, um die Aussagekraft eines Börsenkurses und insb. auch die vom BGH genannte „effektive Informationsbewertung“ durch den Markt hinreichend belastbar einschätzen bzw. plausibilisieren zu können.²⁰

3. Eignung des Börsenkurses zur Abfindungsbemessung aus Sicht des IDW und der Literatur

Der FAUB weist darauf hin, dass eine Bestimmung von Abfindungen ausschließlich auf Basis des Börsenkurses und ohne Ermittlung eines Zukunftserfolgswerts nicht sachgerecht sei. Der vom BGH entschiedene Fall sei indes kein typischer Abfindungsfall und eher als Besonderheit einzustufen. Börsenkurse und ihnen zugrunde liegende Marktinformationen und -erwartungen stellten nur einen Teil der wertrelevanten Informationen für einen Unternehmenswert dar und könnten daher eine fundamentale Unternehmensbewertung nicht ersetzen. Die Verwendung von Börsenkursen ohne Berücksichtigung wertrelevanter interner wie externer Informationen und ohne Durchführung einer fundamentalen Unternehmensbewertung widerspreche nach der Auffassung des FAUB dem Schutzzweck von Angemessenheitsprüfungen.²¹ Vielmehr bleibt es aus Sicht des FAUB auch nach der Entscheidung des BGH notwendig, dass die Überprüfung der Angemessenheit durch einen Wirtschaftsprüfer anhand einer fundamentalen Unternehmensbewertung erfolgt.²² Im Beschluss vom 31.01.2024 hat der BGH indes explizit darauf hingewiesen, dass eine strenge Allokations- und Informationseffizienz des Kapitalmarkts keine Voraussetzung für die Bestimmung des Werts einer Unternehmensbeteiligung nach dem Börsenkurs ist.²³

Auf die Notwendigkeit einer Gesamtbeurteilung unter Berücksichtigung der Ertragswertmethode sowie zusätzlicher Plausibilisierungshandlungen über kapitalmarktgestützte Multiplikatoren wird auch in der jüngeren juristischen Literatur hingewiesen. Auch dort wird angemerkt, dass selbst bei hoher Liquidität einer Aktie die alleinige Betrachtung des Börsenkurses als Schätzgrundlage für die Angemessenheit der

Unternehmensbewertung „regelmäßig nicht sachgerecht sein“ kann.²⁴ Es sollte auch nach dem Beschluss des BGH weiterhin nicht auf eine Unternehmensbewertung nach der Ertragswertmethode verzichtet werden.²⁵

IV. Anforderungen an den Börsenkurs als Untergrenze

Die zuvor dargestellte BGH-Rspr. zur Relevanz des Börsenkurses als „Schätzwert“ für den Unternehmenswert ist strikt zu trennen von der Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze der angemessenen Barabfindung. Für die Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze ist der mögliche Desinvestitionspreis maßgeblich.

Der Desinvestitionspreis ist der Preis, zu dem eine Aktie unter Abstraktion von der Strukturmaßnahme tatsächlich und freiwillig am Markt hätte veräußert werden können. Entsprechend ist darauf abzustellen, ob der einzelne Aktionär zum Börsenkurs tatsächlich hätte desinvestieren können, d.h. keine Marktenge besteht und eine ausreichende Markttiefe vorliegt. Ein Markt verfügt über Tiefe, wenn eine hinreichend große Anzahl an noch nicht ausgeführten Aufträgen nahe des derzeitigen, sich nach Ausgleich von Angebot und Nachfrage ergebenden, Gleichgewichtspreises existiert. Sofern bspw. bei einem unlimitierten²⁶ Verkaufsauftrag mit einem Volumen von 100 Stück nur ein limitiertes²⁷ Kaufangebot von 50 Stück vorliegt, kann der Verkaufsauftrag nicht vollständig zu dem bestmöglichen Preis ausgeführt werden. Entsprechend liegt das Kriterium der Markttiefe nicht vor. Infolgedessen muss auf die nächstbesten Kaufaufträge zurückgegriffen werden, deren Preisgrenzen weiter vom Gleichgewichtspreis entfernt liegen bzw. niedriger sind.

Ein beobachtbarer Börsenkurs bedeutet somit nicht, dass Aktionäre ihre Anteile tatsächlich hätten zu bzw. um diesen Preis veräußern können. Daher sollte ein Markt auch die Eigenschaft der Breite aufweisen. Ein Markt wird als breit bezeichnet, wenn die einen tiefen Markt kennzeichnenden zahlreichen Aufträge um den Gleichgewichtskurs ein hohes Volumen aufweisen. Je breiter ein Markt ist, desto größere Auftragsvolumina kann er ohne wesentliche Auswirkungen auf den Gleichgewichtspreis absorbieren.²⁸

Relevant ist prinzipiell nur, ob die Markttiefe ausreicht, um die Aktie(n) tatsächlich zu dem (fiktiven) Kurs verkaufen zu können.²⁹ Auf die Informationseffizienz des Kapitalmarktes und eine damit verbundene angemessene Bepreisung bzw. „richtige“ Bewertung durch den Markt kommt es hingegen bei der Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze nicht an.³⁰

Die Differenzierung zwischen der Rolle des Börsenkurses als Schätzwert für den „wirklichen“, „wahren“ Wert und der Relevanz des Börsenkurses als Desinvestitionspreis wurde auch in dem Beschluss des OLG Frankfurt/M., der dem Beschluss des BGH vom 21.02.2023 zugrunde liegt, nicht aufgehoben.³¹

19 Vgl. BGH vom 31.01.2024, a.a.O. (Fn. 3), Tz. 54.

20 Vgl. FAUB, AG 2021 S. 588, 590; Ruthardt/Popp, AG 2020 S. 240, 246; Ballwieser/Hachmeister, Unternehmensbewertung, 6. Aufl. 2021, S. 280; Ruiz de Vargas, in: Bürgers/Körber/Lieder (Hrsg.), AktG, 5. Aufl. 2021, Anh. § 305 AktG Rn. 50; Schwetzler, in: FS Großfeld, 2019, S. 408.

21 Vgl. IDW Life, 2023 S. 656; WPg, 2021 S. 959 ff.

22 Vgl. IDW Life, 2023 S. 656; WPg, 2021 S. 959 ff.

23 Vgl. BGH vom 31.01.2024, a.a.O. (Fn. 3), Tz. 26.

24 Vgl. Decher, AG 2023 S. 106, 115; Wasmann, AG 2021 S. 179.

25 Vgl. Bungert/Strothotte, DB 2023 S. 1332, 1337.

26 Unlimitiert bezeichnet im Verkaufsfall den Verkauf zum bestmöglich erzielbaren Preis.

27 Limitiert bezeichnet im Erwerbsfall den Kauf bis zu einem festgelegten Höchstpreis; liegt der Kurs darüber, wird kein Kauf durchgeführt.

28 Vgl. Karami/Schuster, CF 2016 S. 118.

29 Vgl. OLG München vom 14.12.2021 – 31 Wx 190/20, DK 2022 S. 290; Ruthardt/Hachmeister, CF 2014 S. 174.

30 Vgl. Ruthardt/Popp, AG 2022 S. 347, 349; FAUB, AG 2021 S. 588, Tz. 4.

31 Vgl. Ruthardt/Popp, AG 2022 S. 347, 349 f.

Im Hinblick auf die Relevanz des Börsenkurses als Desinvestitionspreis kommt ein Unterschreiten gem. BGH³² lediglich in Ausnahmefällen in Betracht, wenn

- über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel der Aktie stattgefunden hat,
- einzelne Aktionäre aufgrund einer Marktenge nicht in der Lage gewesen wären, ihre Aktien am Markt zu veräußern oder
- Anzeichen für eine Manipulation des Börsenkurses vorliegen.

Gemäß dem OLG Stuttgart sei grds. nicht entscheidend, „ob es der Gesamtheit der außenstehenden Aktionäre möglich gewesen wäre, ihre Aktien zum Stichtag oder auch in einem überschaubaren Zeitraum zum festgestellten Börsenkurs zu verkaufen.“³³ Auch komme es gem. dem OLG Frankfurt/M. nicht darauf an, wie sich der Börsenkurs verändert hätte, wenn „alle Minderheitsaktionäre gezwungen gewesen wären, ihre Beteiligung zu veräußern“. Maßgeblich sei, dass der einzelne Minderheitsaktionär die Möglichkeit gehabt habe, „seine geringe Beteiligung [...]“ zu veräußern. Es gehe darum, dem Minderheitsaktionär „dasjenige zu sichern, was er ohne den Squeeze Out bei einer freien Desinvestitionsentscheidung hätte erlangen können. Ohne die unternehmerische Maßnahme hätten aber nur einzelne Aktionäre ihre Beteiligung veräußern wollen, nicht hingegen alle Minderheitsaktionäre zusammen.“³⁴ Entsprechend komme es nicht darauf an, ob alle Minderheitsaktionäre ihre Aktien zu diesem Kurs hätten verkaufen können, sondern lediglich einzelne Aktionäre.

Im Hinblick auf die konkrete Beurteilung einer Marktenge bei einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme gibt es in der Literatur und in der Rspr. unterschiedliche Auffassungen. Hinsichtlich der Kriterien, die für die Beurteilung einer Marktenge herangezogen werden können, wurden in der Literatur³⁵ Versuche unternommen, den unbestimmten Begriff der Marktenge zu objektivieren. Hierbei wurden insb. folgende Kriterien entwickelt:

- Anzahl der handelbaren Aktien,
- Anteil des Börsenumsatzes im Verhältnis zum Streubesitz und
- Anzahl der tatsächlichen Handelstage.

Der BGH hat „schematisierenden Betrachtungen“ in seiner Begründung zum Beschluss vom 12.03.2001 eine Absage erteilt.³⁶

Weiter konkretisiert wird die sog. Marktenge aber durch § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO. Danach findet ein Börsenkurs bei der Ermittlung eines Mindestpreises im Rahmen eines Übernahmeangebots keine Berücksichtigung, wenn

- an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt werden *und*
- mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5,0% voneinander abweichen.

Der BGH hat hierzu klarstellend festgestellt, dass die zwei Kurssprünge von jeweils über 5,0% an zwei unmittelbar hintereinander folgenden Tagen (mit Handel) vorliegen müssen.³⁷

Bei den festgestellten Börsenkursen handelt es sich um Börsenpreise gem. § 24 BörsG, die während der Börsenzeit an einer Börse festgestellt werden. Diese Börsenpreise werden auf Basis vorhandener Kauf- und Verkaufsaufträge berechnet. Dabei kommt jener Börsenpreis zustande, zu dem die größtmögliche Anzahl Aktien gehandelt werden kann; danach ist der Kurs zum höchsten Umsatz amtlich gültig.

Daneben wird zur Beurteilung einer Marktenge sowohl in der Rspr. als auch der Fachliteratur auf die Relevanz des (relativen) Bid-Ask-Spread hingewiesen. Hierzu finden sich in der Rspr. teilweise konkrete quantitative Beurteilungsmaßstäbe im Hinblick auf die Abgrenzung von liquiden und illiquiden Aktien für Zwecke der Ermittlung des Betafaktors.³⁸ Es zeigt sich, dass in der Rspr. unterschiedlich hohe Grenzen für eine noch bzw. nicht mehr gegebene Liquidität einer Aktie gesehen werden. Aus den Entscheidungen lässt sich jedoch insgesamt ableiten, dass eine Aktie mit einem relativen Bid-Ask-Spread von über 2,0% jedenfalls als nicht mehr ausreichend liquide zur Berücksichtigung des Betafaktors angesehen wird.

Zudem legen bspw. das OLG Düsseldorf, das OLG Frankfurt/M. sowie der BGH auch einen Vergleich des konkreten Falls mit den sich auf Basis von Indizes, bspw. dem DAX oder CDAX, ergebenden Kennzahlen nahe. Im Gegensatz zur Rspr. finden sich in der Literatur keine konkreten bzw. allgemeinen Obergrenzen für den relativen Bid-Ask-Spread und damit für die Beurteilung der Liquidität einer Aktie.

In einem aktuellen Fall kam das LG Frankfurt/M. zu dem Ergebnis, dass der Börsenkurs weder als Grundlage zur Schätzung des „wahren Werts“ noch zur Ermittlung eines Mindestwerts für die Barabfindung herangezogen werden kann.³⁹ Bei dem entschiedenen Fall handelte es sich um eine vermögensverwaltende Gesellschaft. Ausführlich begründete das Gericht, weshalb der Net Asset Value (NAV) eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts ist und nicht die Ertragswertmethode zugrunde gelegt wurde, die der Parteigutachter und der Abfindungsprüfer zunächst für vorzugswürdig bei der Ermittlung der Barabfindung hielten.

Der Börsenkurs kam in diesem Fall auch nicht als Mindestwert in Betracht. Zwar stellt der Börsenkurs grds. die Untergrenze der Barabfindung dar, weil die Minderheitsaktionäre nicht weniger erhalten dürfen, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung erhalten hätten. Allerdings bedeutet dies nicht, dass der Börsenkurs stets als Untergrenze maßgeblich sein müsse; es kann verfassungsrechtlich beachtliche Gründe geben, ihn zu unterschreiten. Eine Unterschreitung kommt dann in Betracht, wenn der Börsenkurs – wie in dem entschiedenen Fall – ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Denn im entschiedenen Fall hatte der Minderheitsaktionär keine realistische Möglichkeit seine Aktien zu verkaufen. Das Gericht hält auch den Ausweis von Geldkursen im vorliegenden Fall nicht für ausreichend, um anzunehmen, dass der Minderheitsaktionär zum Börsenkurs hätte desinvestieren können. So könne nach Ansicht des Gerichts aus einem (ganz überwiegend deutlich niedrigeren) Geldkurs nicht darauf geschlossen werden, dass eine Veräuße-

32 Vgl. BGH vom 12.03.2001 – II ZB 15/00, DB 2001 S. 969.

33 Vgl. OLG Stuttgart vom 14.02.2008 – 20 W 9/08.

34 Vgl. OLG Frankfurt/M. vom 30.03.2010 – 5 W 32/09.

35 Vgl. insb. Wilm, NZG 2000 S. 238.

36 Vgl. BGH vom 12.03.2001, a.a.O. (Fn. 32), vgl. AG 2001 S. 417.

37 Vgl. BGH vom 22.10.2019 – XI ZR 682/18, AR 2020 S. 60.

38 Vgl. hierzu etwa OLG Düsseldorf vom 10.03.2014 – I-26 W 16/13 (AktE); vom 22.03.2018 – 26 W 20/14; vom 05.09.2019 – 26 W 8/17; vom 28.11.2022 – 26 W 4/21; OLG Frankfurt/M. vom 26.01.2015 – 21 W 26/13, DK 2015 S. 378; vom 26.01.2017, a.a.O. (Fn. 18); vom 20.11.2019 – 21 W 77/14; LG München I vom 02.12.2016 – 5 HK 4781/15; LG Stuttgart vom 20.12.2018 – 31 O 38/16.

39 Vgl. LG Frankfurt vom 21.02.2025 – 3-05 O 79/19.

rung zum (höheren) Börsenkurs möglich gewesen wäre. Auch könne nicht davon ausgegangen werden, dass der einzelne Aktionär seine Aktien zum (gewichteten Durchschnitts-) Geldkurs hätte veräußern könne, da die Kursentwicklung dafür sprechen würde, dass es sich nicht um marktbreite und -tiefe Geldkurse handele.⁴⁰

V. Kein Anspruch auf Meistbegünstigung

1. Zuständigkeit für die „richtige“ Bewertungsmethode

Der BGH hat mit seinen Beschlüssen vom 21.02.2023⁴¹ und vom 31.01.2024⁴² wiederholt bestätigt, dass der Rückgriff auf den Börsenkurs einer Gesellschaft den gesetzlichen Bewertungszielen grds. nicht widerspricht und die Minderheitsaktionäre keinen Anspruch auf eine Meistbegünstigung haben.

In diesem Zusammenhang stellt der BGH jedoch auch die Verantwortlichkeit des Tatrichters im Zusammenhang mit der Frage nach der sachgerechten Bewertungsmethode zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung fest:

„Es ist eine Rechtsfrage, ob eine vom Tatrichter gewählte Bewertungsmethode oder ein innerhalb der Bewertungsmethode gewähltes Berechnungsverfahren den gesetzlichen Bewertungszielen widerspricht, wohingegen die Frage, welche der Bewertungsmethoden im Einzelfall den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet, Teil der tatsächlichen Würdigung des Sachverhalts ist und sich nach der wirtschafts- oder betriebswissenschaftlichen Bewertungstheorie und Praxis beurteilt (vgl. BGH, Urteil vom 13.03.1978 – II ZR 142/76, NJW 1978 S. 1316, 1319; Urteil vom 07.05.1986 – IVb 42/85, NJW-RR 1986, 1066, 1068; Urteil vom 13.03.2006 – II ZR 295/04, ZIP 2006 S. 851, Rn. 13; Beschluss vom 06.11.2013 – XII ZB 434/12, NJW 2014 S. 294, Rn. 34; Beschluss vom 29.09.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207 S. 114, Rn. 12, 33; Beschluss vom 15.09.2020 – II ZB 6/20, BGHZ 227 S. 137, Rn. 13). Die Wahl, welche von mehreren im konkreten Fall zulässigen Berechnungsweisen am besten geeignet ist, den Unternehmenswert abzubilden, obliegt als Teil der Tatsachenfeststellung dem Tatrichter. Da jede Wertermittlung mit zahlreichen Prognosen, Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht auf Richtigkeit, sondern nur auf Vertretbarkeit gerichtlich überprüfbar sind, kann keine Bewertungsmethode den Wert der Unternehmensbeteiligung exakt berechnen. Vielmehr kann jede Methode nur rechnerische Ergebnisse liefern, die Grundlage und Anhaltspunkt für die Schätzung des Gerichts nach § 287 Abs. 2, 1 ZPO bilden (vgl. BGH, Beschluss vom 29.09.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207 S. 114, Rn. 13, 34; Beschluss vom 15.09.2020 – II ZB 6/20, BGHZ 227 S. 137, Rn. 20).“⁴³

Zunächst stellt der BGH somit klar, dass es eine Rechtsfrage sei, ob eine vom Tatrichter gewählte Bewertungsmethode den gesetzlichen Bewertungszielen entspreche. Demgegenüber sei die Frage der Eignung der Bewertungsmethode im konkreten Einzelfall Teil der tatsächlichen Würdigung des Sachverhalts und als Tatfrage entsprechend der betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und Praxis zu beurteilen.

Die Frage nach der sachgerechten Methode zur Ableitung der angemessenen Barabfindung liegt demnach aufgrund der BGH-Rspr. bei dem zuständigen Tatrichter.

2. Gleichrangigkeit der Bewertungsmethoden und Implikationen für die Praxis

Die marktorientierte Bewertung anhand eines Börsenkurses und die Fundamentalwertmethoden, wie die Ertragswertmethode oder der Net Asset Value bei vermögensverwaltenden Gesellschaften, sind zur Ermittlung einer angemessenen Barabfindung geeignet. Eine Methode scheidet nur dann aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falls nicht geeignet ist, den „wahren“ Wert abzubilden. Als Teil der Tatsachenfeststellung obliegt es dem Tatrichter, diejenige Methode auszuwählen, die von mehreren im konkreten Fall zulässigen Methoden am besten geeignet ist, den Unternehmenswert abzubilden. Dabei ist der Tatrichter nicht an die Methodenwahl im Übertragungsbericht und im Prüfungsbericht gebunden. Weder der Abfindungspflichtige noch die außenstehenden Aktionäre dürfen berechtigt darauf vertrauen, dass das Gericht im Spruchverfahren die dem Abfindungsangebot zugrunde gelegte Methode beibehält.⁴⁴

Für den Abfindungsprüfer und den Bewertungsgutachter bedeutet dies in der Praxis, dass in einem ersten Schritt die Eignung des Börsenkurses als Schätzer einer angemessenen Barabfindung vor dem Hintergrund der Gleichrangigkeit der Bewertungsmethoden zu untersuchen ist.

In diesem Zusammenhang ist bisher nicht geklärt, wie der Börsenkurs und Fundamentalwertmethoden, wie die Ertragswertmethode und der Net Asset Value im Vergleich zueinander zu sehen sind, wenn es wesentliche Wertabweichungen auf Basis dieser unterschiedlichen Methoden gibt. Es gibt bislang keine Bewertungshierarchie, wie z.B. bei der Fair-Value-Ermittlung, die stets Marktpreise vor Fundamentalwertmethoden priorisiert. Der BGH sieht einen aussagefähigen Börsenkurs gleichrangig mit anderen Bewertungsmethoden, wie dem Ertragswert und dem Net Asset Value. Zudem gibt es keine methodenbezogene Meistbegünstigung. Insb. ist es nicht erforderlich, stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen und aus den Ergebnissen die Abfindung nach dem Meistbegünstigungsprinzip auszuwählen.⁴⁵

Es ist Aufgabe des Tatrichters zu entscheiden, welche Bewertungsmethode am besten geeignet ist, um darauf aufbauend eine angemessene Barabfindung festzulegen. Der Angemessenheitsprüfer hat in seinem Prüfungsbericht darzulegen, welche Abfindung sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewandt worden sind, jeweils ergeben würde. Zudem besteht seine Aufgabe darin zu erläutern, welches Gewicht den verschiedenen Methoden bei der Bestimmung der vorgeschlagenen Abfindung beigemessen worden ist. In diesem Zusammenhang kann er schlussendlich nur bestätigen, dass der nach einer bestimmten Methode ermittelte Abfindungswert innerhalb dieser Methode angemessen ist. Es bleibt abzuwarten, ob die Bestellungsbeschlüsse der Abfindungsprüfer hier in Zukunft Vorgaben machen, dass der Prüfer bei unterschiedlichen Abfindungswerten aufgrund unterschiedlicher Bewertungsmethoden eine Empfehlung für eine bestimmte Bewertungsmethode aussprechen soll.

Um die Angemessenheit der angebotenen Barabfindung beurteilen zu können, ist in einem zweiten Schritt in jedem Fall abschließend zu prüfen, ob der Börsenkurs als Untergrenze i.S. eines Desinvestitionswerts heranzuziehen ist.

⁴⁰ Vgl. LG Frankfurt vom 21.02.2025, a.a.O. (Fn. 39).

⁴¹ Vgl. BGH vom 21.02.2023, a.a.O. (Fn. 2).

⁴² Vgl. BGH vom 31.01.2024, a.a.O. (Fn. 3).

⁴³ BGH vom 21.02.2023, a.a.O. (Fn. 2), Tz. 17.

⁴⁴ Vgl. BGH vom 21.02.2023, a.a.O. (Fn. 2), Tz. 25.

⁴⁵ Vgl. BGH vom 21.02.2023, a.a.O. (Fn. 2), Tz. 25.

VI. Zusammenfassung und Ausblick

Der Börsenkurs wird vom BGH als eine eigenständige Bewertungsmethode gesehen, womit es eine wesentliche Weiterentwicklung zur „Untergrenzen“-Rspr. des BVerfG gibt. Bei der Berücksichtigung des Börsenkurses für die Ermittlung einer angemessenen Barabfindung ist somit grds. zwischen einer Berücksichtigung des Börsenkurses als eigenständiger Bewertungsmethode zur Schätzung des Unternehmenswerts und der Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze (Mindestwert) für die Bemessung der angemessenen Barabfindung zu unterscheiden. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, stellt der Börsenkurs keinen geeigneten Schätzer für den Unternehmenswert dar.

Für die Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze ist der mögliche Desinvestitionspreis maßgeblich. Entsprechend ist lediglich darauf abzustellen, ob der einzelne Aktionär zum Börsenkurs tatsächlich hätte desinvestieren können, d.h. keine Marktenge besteht und eine ausreichende Markttiefe vorliegt. Bei dieser Beurteilung wird üblicherweise auf die Kriterien in § 5 Abs. 4 der WpÜG-AngVO abgestellt. Das LG Frankfurt/M. hat sich in einem jüngst entschiedenen Fall mit der Fragestellung beschäftigt, ob der Börsenkurs als Untergrenze heranzuziehen sein könnte, wenn die Kriterien der WpÜG-AngVO zwar nicht erfüllt sind, für die betrachtete Aktie indes Geldkurse vorliegen. Im konkreten Fall hielt das LG Frankfurt/M. auch den Ausweis von Geldkursen nicht für ausreichend, um anzunehmen, dass der Minderheitsaktionär zum Börsenkurs hätte desinvestieren können. So könne nach Ansicht des Gerichts aus einem (ganz überwiegend deutlich niedrigeren) Geldkurs nicht darauf geschlossen werden, dass eine Veräußerung zum (höheren) Börsenkurs möglich gewesen wäre. Auch könne nicht davon ausgegangen werden, dass der einzelne Aktionär seine Aktien zum Geldkurs hätte veräußern können, da die konkrete Entwicklung der Geldkurse dafür sprechen würde, dass es sich nicht um marktbreite und -tiefe Geldkurse handele, sodass der Minderheitsaktionär im Ergebnis keine realistische Möglichkeit hatte, seine Aktien zu verkaufen.

Die marktorientierte Bewertung anhand eines Börsenkurses und die Fundamentalwertmethoden, wie die Ertragswertmethode oder der Net Asset Value bei vermögensverwaltenden Gesellschaften, sind zur Ermittlung einer angemessenen Barabfindung grds. geeignet. Eine Methode scheidet nur dann aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falls nicht geeignet ist, den „wahren“ Wert abzubilden.

In diesem Zusammenhang ist bisher nicht geklärt, wie der Börsenkurs und unterschiedliche Fundamentalwertmethoden, wie die Ertragswertmethode und der Net Asset Value, im Vergleich zueinander zu sehen sind, wenn über die Bagatell-Rspr. hinausgehende Wertabweichungen auf Basis dieser unterschiedlichen Methoden zu verzeichnen sind. Sofern ein belastbarer Börsenkurs vorliegt, gilt dieser aufgrund der langjährigen „DAT/Altana“-Rspr. als Mindestwert der angebotenen Barabfindung. Bagatellgrenzen gibt es in diesem Fall nicht. De facto besteht hier eine Bewertungshierarchie und ein Meistbegünstigungsprinzip zugunsten des Börsenkurses als Mindestwert. Sofern der Börsenkurs als Schätzer für den „wahren Wert“ gleichrangig mit den Fundamentalwertmethoden (Ertragswert/Net Asset Value) herangezogen wird, stellt sich die Frage, ob die Bagatell-Rspr. überhaupt noch eine

Gültigkeit hat, weil diese eine Bewertungshierarchie zwischen Börsenkurs und Fundamentalwertmethoden voraussetzt, die es aufgrund des Nichtvorhandenseins eines Meistbegünstigungsprinzips nicht gibt. Die Bagatell-Rspr. würde in diesem Fall nur innerhalb einer Ertragsbewertung bzw. Bewertung mit dem NAV zum Tragen kommen. So existiert hier bislang keine Bewertungshierarchie, wie sie z.B. bei der Fair-Value-Ermittlung im Rahmen der Internationalen Rechnungslegung vorliegt. Auch gibt es keine methodenbezogene Meistbegünstigung, sodass es insb. nicht erforderlich ist, im konkreten Fall stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen und aus den Ergebnissen die Abfindung nach dem Meistbegünstigungsprinzip auszuwählen.

Vor diesem Hintergrund ist es die Aufgabe des Tatrichters zu entscheiden, welche Bewertungsmethode am besten geeignet ist, um darauf aufbauend eine angemessene Barabfindung festzulegen. Der Angemessenheitsprüfer kann schlussendlich nur bestätigen, dass der nach einer bestimmten Methode ermittelte Abfindungswert innerhalb dieser Methode angemessen ist. Es bleibt abzuwarten, ob die Beststellungsbeschlüsse dem jeweiligen Angemessenheitsprüfer in Zukunft für den Fall deutlicher Wertabweichungen zwischen den unterschiedlichen Methoden Vorgaben machen werden, eine Empfehlung für eine bestimmte Bewertungsmethode auszusprechen oder ggf. ergänzend aus Sicht des Tatrichters besonders geeignete Methoden für Zwecke der Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung vorzugeben.