

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 381

Die Berücksichtigung des Börsenkurses bei der Unternehmensbewertung

Von

Ben Schlobsner



Duncker & Humblot · Berlin

BEN SCHLOBSNER

Die Berücksichtigung des Börsenkurses
bei der Unternehmensbewertung

Schriften zum Wirtschaftsrecht

Band 381

Die Berücksichtigung des Börsenkurses bei der Unternehmensbewertung

Von

Ben Schlobsner



Duncker & Humblot · Berlin

Der Fachbereich Rechtswissenschaft der Universität Hamburg
hat diese Arbeit im Jahre 2025 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Dieses Werk wurde auf Basis der Open Access-Lizenz CC BY-SA 4.0
(s. <https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/>) veröffentlicht. Die E-Book-Version
ist unter <https://doi.org/10.3790/978-3-428-59726-0> abrufbar



© 2026 Ben Schlobsner
Erschienen bei Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Satz: 3w+p GmbH, Rimplar
Druck: Beltz Grafische Betrieb, Bad Langensalza

ISSN 0582-026X
ISBN 978-3-428-19726-2 (Print)
ISBN 978-3-428-59726-0 (E-Book)
DOI 10.3790/978-3-428-59726-0

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,
12165 Berlin, Germany | E-Mail: info@duncker-humblot.de
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

Inhaltsverzeichnis

Einleitung und Vorgehen	21
§ 1 Wertbegriffe und Fallgruppen	23
A. Unternehmenswert und Bewertungsvorgaben	23
B. Fallgruppen	32
I. Barabfindungsfälle	33
1. Kompensationsebene	34
a) Quotaler Unternehmenswert	44
aa) Bewertungsobjekt: Direkte oder indirekte Anteilsbewertung	45
bb) Bewertungsobjekt: Relevante Bewertungsperspektive	53
(1) Verkäufergrenzpreis nach Entschädigungsthese	53
(2) Schiedswertkonzept nach Verhandlungsthese	55
(3) Unternehmenswert aus Sicht der Gesellschaftergesamtheit ...	59
(4) Verkehrswertkonzept nach Liquidationsthese	60
(5) Fazit: Bewertungssubjekt	67
cc) Fazit: Quotaler Unternehmenswert	67
b) Deinvestitionswert	67
aa) Begründung, Bewertungsobjekt und Bewertungssubjekt	67
bb) Deinvestitionswert bei fehlendem oder ungeeignetem Börsenkurs	70
cc) Fazit: Deinvestitionswert	73
c) Doppelnatur der Aktie und Meistbegünstigungsprinzip	73
aa) Alleinige Verkehrswertberücksichtigung	73
bb) Methodenbezogenes Meistbegünstigungsprinzip	75
cc) Wertbegriffsbezogenes Meistbegünstigungsprinzip	76
dd) Fazit: Doppelnatur der Aktie und Meistbegünstigungsprinzip ...	80
d) Fazit: Kompensationsebene	81
2. Partizipationsebene	81
3. Konkrete Fälle	82
a) Barabfindung und fester Ausgleich beim Abschluss eines Beherr- schungs- und Gewinnabführungsvertrags, §§ 305, 304 AktG	82
b) Barabfindung bei Mehrheitseingliederung, § 320b AktG	85
c) Barabfindung bei aktienrechtlichem Squeeze-out, §§ 327a, 327b AktG	86
d) Barabfindung bei finanzmarktrechtlichem Squeeze-out, § 14 Abs. 4 WStBG, §§ 327a, 327b AktG	87

e) Barabfindung bei verschmelzungsrechtlichem Squeeze-out, § 62 Abs. 5 UmwG i. V.m. §§ 327a, 327b AktG	87
f) Barabfindung bei übernahmerechtlichem Squeeze-out, § 39a Abs. 1, 3 WpÜG	88
g) Übertragende Auflösung, §§ 179a, 262 AktG	90
h) Einziehungsentgelt, § 237 AktG	91
i) Barabfindung beim Delisting, § 39 Abs. 2 S. 3 Nr. 1, Abs. 3 BörsG	91
j) Barabfindungen im Umwandlungsrecht	97
k) Kompensation der Altaktionäre bei Insolvenz, § 225a InsO	99
l) Kompensation der Altaktionäre bei Restrukturierung, § 7 Abs. 4 Sta- RUG	104
m) Angemessene Gegenleistung in bar bei öffentlichem Angebot, § 31 WpÜG	104
4. Fazit: Barabfindungsfälle	107
II. Umtauschfälle	108
1. Kompensationsebene	110
a) Umtauschfälle mit vertikalem Interessenkonflikt	110
b) Umtauschfälle mit rein horizontalem Interessenkonflikt	121
2. Partizipationsebene	123
3. Konkrete Fälle	124
a) Verschmelzung	124
b) Spaltung	125
c) Vorgehen gegen eine Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluss, § 255 Abs. 4 AktG	128
d) Umtauschfälle im Vertragskonzern	135
e) Abfindung in Aktien bei Mehrheitseingliederung, § 320b Abs. 1 S. 2 AktG	136
f) Abfindung in Aktien bei übernahmerechtlichem Squeeze-out, § 39a Abs. 1, 3 WpÜG	137
g) Öffentliches Tauschangebot, § 31 WpÜG	137
4. Fazit: Umtauschfälle	138
III. Fazit: Fallgruppen	139
C. Bewertungsmethoden	139
I. Überschussorientierte Bewertungsmethoden (Income Approach)	139
II. Marktorientierte Bewertungsmethoden (Market Approach)	143
1. Börsenkurs	143
a) Börsenkurse in der Unternehmensbewertung	143
b) Preisfindung an der Börse	146
aa) Börsengang und Emissionspreis	146
bb) Handel und Preisbildung	148
c) Ermittlung des bewertungsrelevanten Börsenkurses	149

2. Erwerbspreise sowie Vergleichs- oder Multiplikatorverfahren	149
III. Substanzenorientierte Bewertungsmethoden	150
IV. Mischverfahren	151
V. Fazit: Bewertungsmethoden	151
D. Fazit: Wertbegriffe und Fallgruppen	152
§ 2 Behavioral Finance und Effizienzmarkthypothese	153
A. Historische Entwicklung wirtschaftswissenschaftlicher Sichtweisen	153
I. Klassische Nationalökonomie	154
II. Neoklassische Ökonomie	154
III. Keynesianismus	155
IV. Renaissance der Neoklassik	156
V. Behavioral Finance	156
VI. Neurofinance und Emotional Finance	158
VII. Fazit: Historische Entwicklung	159
B. Effizienzmarkthypothese	159
I. Grundgedanke der Effizienzmarkthypothese	159
II. Zentrale Annahmen	160
1. Homo Oeconomicus	160
2. Bayes-Theorem	161
3. Erwartungsnutzentheorie	161
4. Random Walk	161
III. Voraussetzungen einer Markteffizienz	162
IV. Differenzierung des Effizienzbegriffs	164
1. Institutionelle und operationale Effizienz	164
2. Informationseffizienz	165
a) Drei-Stufen-Konzept der Effizienzmarkthypothese	166
aa) Schwache Form der Markteffizienz	166
bb) Mittelstrenge Form der Markteffizienz	167
cc) Strenge Form der Markteffizienz	167
b) Zwischenfazit: Drei-Stufen-Konzept der Effizienzmarkthypothese ..	168
3. Allokationseffizienz	168
V. Plausibilität der Effizienzmarkthypothese	169
1. Institutionelle und operationale Effizienz	169
2. Studien zur Informations- und Allokationseffizienz	170
a) Schwache Form der Informationseffizienz	170
b) Mittelstrenge Form der Informationseffizienz	171
c) Strenge Form der Informationseffizienz	172
d) Allokationseffizienz	173

e) Aussagekraft der Studien	174
f) Fazit: Studien zur Markteffizienz	177
3. Fazit: Plausibilität der Effizienzmarkthypothese	177
VI. Kritik an der Effizienzmarkthypothese und dem Modell des Homo Oeconomicus	177
1. Rechtswissenschaften	178
2. Ökonomie	178
3. Fazit: Kritik an der Effizienzmarkthypothese und dem Modell des Homo Oeconomicus	180
VII. Fazit: Effizienzmarkthypothese	180
C. Behavioral Finance	181
I. Psychologische Aspekte	182
1. Das menschliche Gehirn	183
2. Emotionen	185
3. Zwei Systeme	186
4. Heuristiken, Frames und Biases	189
a) Heuristiken	190
aa) Erklärung: Heuristiken	190
bb) Verfügbarkeitsheuristik (Availability Bias)	191
(1) Erläuterung	191
(2) Fallbeispiele und Studien	192
(3) Auswirkungen auf Marktteilnehmer	194
cc) Verankerungs- und Anpassungsheuristik (Anchoring and Adjustment Bias)	196
(1) Erläuterung	196
(2) Fallbeispiele und Studien	197
(3) Auswirkungen auf Marktteilnehmer	198
dd) Repräsentativitätsheuristik (Representativeness Bias)	200
(1) Erläuterung	200
(2) Fallbeispiele und Studien	202
(3) Auswirkungen auf Marktteilnehmer	204
b) Frames	207
aa) Erklärung: Frames	207
bb) Darstellungseffekt (Framing im engeren Sinne)	207
(1) Erläuterung	207
(2) Fallbeispiele und Studien	208
(3) Auswirkungen auf Marktteilnehmer	209
cc) Mentale Buchführung (Mental Accounting Bias)	211
(1) Erläuterung	211
(2) Fallbeispiele und Studien	212

(3) Auswirkungen auf Marktteilnehmer	212
dd) Verlustaversion (Loss Aversion Bias)	213
(1) Erläuterung	213
(2) Fallbeispiele und Studien	214
(3) Auswirkungen auf Marktteilnehmer	215
ee) Reueaversion (Regret Aversion Bias)	217
(1) Erläuterung	217
(2) Fallbeispiele und Studien	217
(3) Auswirkungen auf Marktteilnehmer	218
ff) Neue Erwartungstheorie (Prospect Theory)	219
(1) Editierung	220
(2) Evaluierung	221
(a) Wertfunktion	221
(b) Gewichtungsfunktion	222
(c) Vierfeldmuster	223
(3) Erweiterung des Modells	224
c) Psychologische Bedürfnisse	224
aa) Erklärung: Psychologische Bedürfnisse	224
bb) Kognitive Dissonanz (Cognitive Dissonance Bias)	225
(1) Erläuterung	225
(2) Fallbeispiele und Studien	225
(3) Auswirkungen auf Marktteilnehmer	226
(a) Selektive Wahrnehmung	226
(b) Selektive Entscheidung	227
cc) Selbstüberschätzung (Overconfidence Bias)	228
(1) Erläuterung	228
(2) Fallbeispiele und Studien	229
(3) Auswirkungen auf Marktteilnehmer	230
dd) Konservatismus (Conservatism Bias)	232
(1) Erläuterung	232
(2) Fallbeispiele und Studien	233
(3) Auswirkungen auf Marktteilnehmer	233
ee) Herdenverhalten (Herding Bias)	233
(1) Erläuterung	233
(2) Fallbeispiele und Studien	235
(3) Auswirkungen auf Marktteilnehmer	236
ff) Rückschaufehler (Hindsight Bias)	237
(1) Erläuterung	237
(2) Fallbeispiele und Studien	238
(3) Auswirkungen auf Marktteilnehmer	239

d) Der Informations- und Entscheidungsprozess	239
aa) Informationswahrnehmung	239
bb) Informationsverarbeitung und -bewertung	240
cc) Investitionsentscheidung	240
5. Moral, Fairness und Empathie	240
6. Fazit: Psychologische Aspekte	241
II. Limitierte Arbitrage	242
1. Die Grenzen der Arbitrage	242
a) Fundamentalrisiko	242
b) Noise-Trader-Risiko	243
c) Hohe Kosten	244
d) Risiko der eigenen Fehlbewertung	244
e) Fehlendes Interesse an einer Rückführung	244
f) Fazit: Die Grenzen der Arbitrage	244
2. Fallbeispiele	245
3. Fazit: Limitierte Arbitrage	246
III. Auswirkungen auf den Börsenkurs	246
1. Marktanomalien	247
a) Grundlagen	247
aa) Erläuterung	247
bb) Erklärungsmodelle	247
(1) Neoklassischer Ansatz	247
(a) Capital Asset Pricing Model (CAPM)	248
(b) Multifaktormodelle	248
(c) Fazit: Neoklassischer Ansatz	249
(2) Erklärungsmodelle der Behavioral Finance	249
(a) Überreaktionshypothese	250
(b) Unterreaktionshypothese	250
(c) Investor-Sentiment-Modell	250
(d) Overconfidence-Modell	251
(e) Fazit: Erklärungsmodelle der Behavioral Finance	251
cc) Klassifizierung von Marktanomalien	251
b) Autokorrelationsanomalien	252
aa) Mean-Reversion- und Winner-Loser-Effekt	252
bb) Momentum-Effekt	255
c) Kursentwicklungsanomalien	257
aa) Übervolatilität (Excess Volatility)	257
bb) Schwarze Schwäne (Black Swans)	260
d) Kursreaktionsanomalien	262
aa) Gewinnankündigungsdrift (Post-Earnings-Announcement Drift)	262

bb) Weitere Beispiele verzerrter Informationsanpassung	264
e) Kalenderanomalien	265
f) Kennzahlenanomalien	266
g) Fazit: Markt-anomalien	268
2. Spekulationsblasen	268
a) Erläuterung und Entstehung	269
b) Historische Spekulationsblasen	270
c) Fazit: Spekulationsblasen	271
3. Fazit: Auswirkungen auf den Börsenkurs	272
IV. Kritik an der Behavioral Finance	273
1. Grundlegendes Modell	273
2. Psychologie	274
3. Ökonomie	276
4. Fazit: Kritik an der Behavioral Finance	277
D. Abwägung zwischen Effizienzmarkthypothese und Behavioral Finance	277
E. Bedeutung für die Berücksichtigung des Börsenkurses bei der Unternehm-	
 mensbewertung	279
I. Grenzen der Ansätze und Theorienpluralismus	279
II. Effizienzanforderungen	281
III. Regel-Ausnahme-System	288
IV. Vergleich der Bewertungsverfahren	291
V. Fazit: Bedeutung für die Berücksichtigung des Börsenkurses bei der Unter-	
nehmensbewertung	296
F. Fazit: Behavioral Finance und Effizienzmarkthypothese	297
§ 3 Minderheitsabschlüsse	298
A. Minderheitsabschlüsse und Prämien	298
I. Wertstufen (Levels of Value)	298
II. Übernahmemotive und Wertdeterminanten	300
B. Unzulässiger Minderheitsabschlag auf Kompensationsebene	303
C. Vergleich mit fundamentaler Unternehmensbewertung	307
D. Fazit: Minderheitsabschlüsse	308
§ 4 Macht- und Informationsasymmetrie	309
A. Informations- und Machtasymmetrien	309
I. Informationsasymmetrie	309
II. Rationale Ignoranz	314
III. Machtasymmetrie und opportunistische Verhaltensweisen	314

B. Lemon-Market-Effect	317
C. Vergleich mit fundamentaler Unternehmensbewertung	318
D. Fazit: Informations- und Machtasymmetrien	327
E. Systematische Unterbewertung	329
§ 5 Verfahrensökonomie und Wohlfahrt	335
A. Verfahrensökonomie	335
B. Wohlfahrt	338
C. Fazit: Verfahrensökonomie und Wohlfahrt	342
§ 6 Bereinigung des Börsenkurses	343
A. Gründe für eine Nichtberücksichtigung des Börsenkurses	344
I. Gründe für eine Nichtberücksichtigung laut Rechtsprechung, Gesetzgebung und IDW S 1	344
1. Rechtsprechung zur Berücksichtigung des Börsenkurses	344
2. Gesetzgebung zum Delisting und zum Wertverwässerungsschutz	349
3. Gesetzgebung zu grenzüberschreitenden Verschmelzungen, Spaltungen und Formwechseln	352
4. IDW S 1 i. d. F. 2008 zur Berücksichtigung des Börsenkurses	353
5. Fazit: Gründe für eine Nichtberücksichtigung laut Rechtsprechung, Gesetzgebung und IDW S 1	354
II. Unterschiedliche Anforderungen an quotalen Unternehmenswert und Deinvestitionswert	354
III. Einzelne Gründe für eine Nichtberücksichtigung	363
1. Marktenge, Illiquidität und praktisch fehlender Handel	363
a) Marktenge und Illiquidität	363
aa) Definition	363
bb) Nähere Bestimmung von Marktenge und Illiquidität	364
(1) Bisherige Gesetzgebung und Rechtsprechung	364
(2) Liquiditätskriterien der Ökonomie	367
(3) Auffassungen im Schrifttum	375
(4) Stellungnahme und Entwicklung eines Lösungsmodells	377
(a) Liquiditätsanforderungen an quotalen Unternehmenswert und Deinvestitionswert	377
(b) Voraussetzungen einer Marktenge	380
(5) Anforderungen an die festgelegten Werte	389
(a) Relevante Kurse	389
(aa) Berücksichtigung von Freiverkehrs- und MTF-Kursen	389
(bb) Berücksichtigung ausländischer Kurse	392

(cc) Keine Relevanz von Geld-, Brief- und Taxkursen . . .	393
(b) Relevanter Zeitraum	398
(c) Kursabweichungen	399
(aa) Mehrere Kurssprünge	399
(bb) Problematik der sog. „Schaukelbörse“	401
(d) Zwischenergebnis: Anforderungen an die festgelegten Werte	402
b) Praktisch fehlender Handel über einen längeren Zeitraum	402
aa) Praktisches Fehlen des Handels	403
bb) Längerer Zeitraum	404
cc) Zwischenergebnis: Praktisch fehlender Handel über einen längeren Zeitraum	405
c) Erzeugte Kursbereinigung	405
d) Fazit: Markteng, Illiquidität und fehlender Handel	412
2. Kursmanipulation	413
a) Definition und Ausprägungen der Manipulation	413
b) Kursmanipulationen im Kontext der Unternehmensbewertung	422
c) Erzeugte Kursbereinigung	428
d) Fazit: Kursmanipulation	436
3. Verstoß gegen Informationspflichten	436
a) Kapitalmarktrechtliches Informationsmodell und Wirkungsweise der Kapitalmarktkommunikation	436
b) Bedeutung von Informationspflichtverstößen für den quotalen Unter- nehmenswert und den Deinvestitionswert	439
c) Erfasste Informationspflichten	442
d) Ad-hoc-Publizitätspflicht	442
e) Keine Rückausnahme bei Aufschüben und Befreiungen	447
f) Auffangregelung	449
g) Erzeugte Kursbereinigung	450
h) Fazit: Verstoß gegen Informationspflichten	457
4. Insiderhandel	458
a) Insiderhandel als weiterer Fall der Nichtberücksichtigung	458
b) Auffangregelung	466
c) Erzeugte Kursbereinigung	467
d) Fazit: Insiderhandel	468
5. Folgeprobleme bei Normverstößen	469
a) Objektiver Verstoß ohne personelles und subjektives Element sowie Kausalität	469
aa) Personelles Element	469
bb) Subjektives Element	474
cc) Kausalität	475

b) Rückausnahme bei nur unwesentlichen Auswirkungen	476
aa) Folgeprobleme bzgl. der unwesentlichen Auswirkungen	477
(1) Bestimmung unwesentlicher Auswirkungen	477
(a) Begriff der unwesentlichen Auswirkungen	477
(b) Bezugspunkt der Unwesentlichkeit	477
(2) Beweisführung	478
bb) Nutzen einer Rückausnahme bei unwesentlichen Auswirkungen	479
cc) Fehlende Kausalität als Rückausnahme	482
c) Rechts- oder bestandskräftige Feststellung des Verstoßes	483
d) Zeitliche Erstreckung auf vor dem Referenzzeitraum begangene Ver- stöße	485
e) Eingreifen der verstoßbedingten Nichtberücksichtigungsfälle bei für Anleger vorteilhaften Verstößen	489
f) Ermittlung eines bereinigten Börsenkurses oder Abstellen auf funda- mentale Unternehmensbewertung	497
6. Kurs- und Marktverzerrungen	502
a) Schlechte Marktverfassung	502
b) Fehlbewertung der Branche des Unternehmens	507
c) Unerklärliche Kursausschläge und auffällige Kursanomalien	509
d) Indikatoren einer Fehlbewertung	511
e) Überreaktion auf öffentliche Information	516
f) Kursreaktion auf vorangegangene Transaktionen	525
g) Unternehmen in Abwicklung ohne operatives Geschäft	531
h) Konglomeratsabschlag	533
i) Verhaltensökonomisch bedingte Marktverzerrungen	534
j) Nichtberücksichtigungsfall der Kurs- und Marktverzerrung	545
7. Darlegungs- und Beweislast	549
IV. Fazit: Gründe für eine Nichtberücksichtigung des Börsenkurses	562
B. Gemittelter Referenzwert	567
I. Stichtagskurs oder Durchschnittskurs	567
II. Bestimmung der Referenzperiode	575
1. Rückrechnungszeitpunkt	575
a) Zeitpunkt der beschlussfassenden Hauptversammlung oder Bekannt- machung der Maßnahme	575
b) Bekanntmachung als Bekanntgabe oder Bekanntwerden	584
c) Inhaltliche Mindestanforderungen	587
d) Form	590
e) Pflichtwidrig unterlassene Ad-hoc-Mitteilung	593
f) Gesetzgebung zum Delisting	595
g) Gesetzgebung zum übernahmerechtlichen Squeeze-out	600

h) Gesetzgebung zum § 255 AktG	602
i) Zwischenfazit: Rückrechnungszeitpunkt	602
2. Länge des Referenzzeitraums	604
a) Rechtsprechung zu DAT/Altana und Stollwerck	604
b) Gesetzgebung zum Delisting und zum § 255 AktG	605
c) Meinungsbild im Schrifttum	606
d) Stellungnahme	607
e) Mindestzeitraum	613
III. Berechnung des Durchschnittskurses	618
1. Datengrundlage	618
2. Umsatzgewichtung	619
3. Relevante Kurse	621
a) Mehrere Börsen	621
b) Berücksichtigung von Freiverkehrs- und MTF-Kursen	622
c) Berücksichtigung ausländischer Kurse	633
d) Keine Relevanz von Geld-, Brief- und Taxkursen	639
e) Keine Relevanz historischer oder fortgeschriebener Kurse bei fehlenden tatsächlichen Kursen im Referenzzeitraum	640
4. Korrekturen	643
a) Ausnahme von außergewöhnlichen Tagesausschlägen und kurzfristigen sprunghaften Entwicklungen	643
b) Zusätzliche Trendanalyse	645
c) Fazit: Korrekturen	646
5. Keine Abschlüsse auf den Durchschnittskurs	647
IV. Anpassung bei längerem Zeitraum und Gebotenheit	649
1. Längerer Zeitraum	653
a) Zeitlicher Rahmen	653
b) Dauer	655
2. Hochrechnungsmethodik	663
a) Vergleichswerte	663
b) Übertragung der Kursentwicklung	670
3. Anpassung nur bei Gebotenheit	672
a) Erheblichkeitsschwelle	673
b) Abkopplung von Vergleichswerten vor dem Bewertungsstichtag	674
4. Keine Anpassung nach unten	676
5. Fazit: Anpassung bei längerem Zeitraum und Gebotenheit	679
V. Fazit: Gemittelter Referenzwert	680
C. Weitergehende Effizienzanforderungen	683
I. US-amerikanische Rechtsprechung	684
II. Deutsche Rechtsprechung	686

III. Deutsches Schrifttum	687
IV. Stellungnahme und eigener Ansatz	690
D. Zahlung einer zusätzlichen Pauschale	708
E. Plausibilisierung des Börsenkurses durch weitere Werte	710
F. Fazit: Bereinigung des Börsenkurses	712
Fazit	716
Literaturverzeichnis	719
Sachverzeichnis	776

Einleitung und Vorgehen*

Unternehmensbewertungen können aus vielfältigen Anlässen erfolgen. Von besonderer Streitbarkeit erweist sich die Konstellation, in der eine Aktionärsgruppe gegen ihren Willen aus dem Unternehmen ausscheidet oder die grundlegende Veränderung eines Unternehmens hinzunehmen hat. Vor dem Hintergrund, dass die Höhe der Barabfindung oder die Ermittlung des Umtauschverhältnisses eines Aktientauschs von der Bewertung des Unternehmens abhängt, verwundert dies wenig. So wird die Entscheidung über eine Strukturmaßnahme durch die hiermit einhergehenden Kosten bedungen. Auch für die Aktionäre, deren Aktien betroffen sind, ist die Bewertung ihrer Beteiligung am Unternehmen maßgebend.

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit der Frage nach der Berücksichtigung des Börsenkurses bei der Unternehmensbewertung. Der Börsenkurs blickt auf eine bewegte Geschichte zurück. Stieß er anfangs noch auf gänzliche Ablehnung, so wurde ihm über die Jahre hinweg immer mehr Beachtung geschenkt. Dies fing mit der Berücksichtigung als Wertuntergrenze an und mündete in der heute immer mehr in den Vordergrund dringenden Alleinmaßgeblichkeit.

Vor diesem Hintergrund wird untersucht, ob und inwiefern der Börsenkurs bei der rechtlich veranlassten Unternehmensbewertung in dominierten Konfliktsituationen zu berücksichtigen ist.

Hierfür wird zunächst erörtert, welcher Wert gesucht ist. Dahingehend erfolgt eine nähere Untersuchung des Werts von Unternehmen und des Aktieneigentums. Im Rahmen dessen sind auch die konkreten relevanten Fälle zu beleuchten. Ferner werden die potenziellen Bewertungsverfahren und hierbei auch die Börsenkursmethode aufgezeigt.

Sodann ist die Kritik an der Berücksichtigung des Börsenkurses zu erörtern. Hierbei wird auch stets ein Vergleich mit der fundamentalen Unternehmensbewertung durch einen Sachverständigen als Alternativansatz gezogen.

Die Kritik entzündet sich zum einen am neoklassischen Kapitalmarktmodell und der Effizienzmarkthypothese. Besagtem Ansatz wird die *Behavioral Finance*, welche psychologische Aspekte in die Betrachtung der Märkte und ihrer Teilnehmer einfließen lässt, entgegengestellt. Auf Basis des aktuellen Forschungsstands soll die Aussagefähigkeit von Börsenkursen einer kritischen Überprüfung unterzogen werden.

* Zwecks der besseren Lesbarkeit wurden geschlechtsspezifische Differenzierungen vermieden. Soweit nur die weibliche oder männliche Form verwendet wird, bezieht sich dies auf alle Geschlechter.

Ferner wird auf den Vorwurf der Minderheitsabschläge im Börsenkurs eingegangen. Im Rahmen dessen ist das Konzept der Wertstufen bei Anteils- und Unternehmenswerten zu beleuchten. Auch werden die Börsenkurse aus konzeptioneller Sicht als Wert eines Minderheitsanteils näher untersucht.

Zudem soll die Problematik der Macht- und Informationsasymmetrie und deren Auswirkungen auf den Börsenkurs erläutert werden. In diesem Kontext ist sich der Möglichkeit opportunistischer Verhaltensweise sowie der *Lemon-Market*-Problematik anzunehmen. Hierbei wird auch auf eine mögliche systematische Unterbewertung an der Börse auf Basis der jüngeren Studienlage eingegangen.

Sodann wird ein Vergleich zwischen der Börsenkursmethode und dem fundamentalen Bewertungsansatz unter verfahrens- und gesamtwirtschaftlichen Gesichtspunkten vollzogen.

Im Anschluss ist zu untersuchen, ob und inwiefern sich der Börsenkurs mit Blick auf die geäußerte Kritik bereinigen lässt. Hierbei werden die vorgeschlagenen Ausnahmefälle und die Vorgaben zur Durchschnittskursbildung erörtert. Ferner sind weitere Bereinigungsansätze zu diskutieren. Letztlich gilt es, ein Lösungsmodell zu entwickeln und jenes einer ebenso kritischen Betrachtung zu unterziehen.

§ 1 Wertbegriffe und Fallgruppen

Zur Beantwortung der Frage nach der Berücksichtigung des Börsenkurses bei der Unternehmensbewertung ist zunächst zu klären, was genau unter dem Unternehmenswert zu verstehen ist. Hierfür sind die relevanten Fallgruppen näher zu beleuchten und in diesem Rahmen die Wertbegriffe zu erläutern. Sodann bedarf es einer Erörterung der potenziellen Bewertungsmethoden.

A. Unternehmenswert und Bewertungsvorgaben

Zunächst ist zu erörtern, was unter dem Wert eines Unternehmens begriffen wird und welche Vorgaben an dessen Ermittlung zu stellen sind. Dabei offenbart sich ein grundlegendes Problem: Der „eine“ Unternehmenswert existiert nicht.

So stellt der Wert stets eine subjektbezogene Größe dar.¹ Es hängt immer von der einzelnen Person und den jeweiligen Umständen ab, welcher Wert einem Gegenstand beigemessen wird.² Zum Beispiel wird ein Verdurstender einem Schluck Wasser einen deutlich höheren Wert beimessen als andere, nicht durstige Personen.³ Ebenso hat ein Unternehmen aus der Sicht eines langfristig orientierten Anlegers einen anderen Wert als in den Augen eines kurzfristig orientierten Anlegers. Die Bewertung eines Unternehmens durch das jeweilige Bewertungssubjekt hängt von dessen Einflussmöglichkeiten, Präferenzen und Investitionsalternativen ab.⁴ Dass Aktiengesellschaften und ihre Wertpapiere von verschiedenen Marktteilnehmern unterschiedlich bewertet werden, zeigt schon der Umstand, dass ein Handel an der Börse stattfindet. Schließlich wird aufgrund der Tatsache, dass verschiedene Parteien dem Objekt einen unterschiedlichen Wert zumessen, ein Handel vollzogen.⁵ Folglich werden Unternehmen aus der Perspektive verschiedener Bewertungssubjekte unterschiedlich bewertet. Einen objektiven, für jedermann gleichen Unter-

¹ *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 1, 260; *Großfeld/Egger/Tönnies*, Recht der Unternehmensbewertung, S. 17 Rn. 72; *Großfeld*, JZ 1981, 641, 644.

² *Großfeld/Egger/Tönnies*, Recht der Unternehmensbewertung, S. 17 Rn. 72.

³ Für ähnliche Beispiele siehe *Großfeld/Egger/Tönnies*, Recht der Unternehmensbewertung, S. 17 Rn. 72.

⁴ *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 1.

⁵ *Großfeld/Egger/Tönnies*, Recht der Unternehmensbewertung, S. 17 Rn. 71; vgl. *Aders/Muxfeld*, CF 2021, 233, 236.

nehmenswert sucht man vergebens.⁶ Vielmehr finden sich verschiedene subjektive Entscheidungswerte oder Grenzpreise, die vom jeweiligen Bewertungssubjekt abhängig sind.⁷ Dennoch tendiert die Rechtsprechung zur Forderung nach einem objektiven Wert⁸, was die Bewertungspraxis mit einer sog. objektivierten Unternehmensbewertung quittiert⁹.

Darüber hinaus erfolgt die Unternehmenswertermittlung auf Basis einer bloßen Schätzung¹⁰ und stellt aufgrund der ihr inhärenten Prognosen nur ein Vertretbarkeitsurteil und kein Richtigkeitsurteil dar¹¹. Bei der Unternehmensbewertung wird vielmehr ein Kompromiss als ein allgemeingültiger wissenschaftlich bestimmbarer Wert gefunden.¹² Eine einzelne Methode, die zum einzigen richtigen Bewertungsergebnis führt, existiert ebenso wenig¹³ wie ein mathematisch exakt ermittelbarer Unternehmenswert¹⁴. Dem stehen die Dynamik der Vorgänge innerhalb des Unternehmens und seines Marktumfelds¹⁵ sowie die Ungewissheit zukünftiger Entwick-

⁶ *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 388; *Drukarczyk*, AG 1973, 357, 357; *Rathausky*, FB 2008, 114, 119; vgl. *Busse von Colbe*, ZGR 1994, 595, 607.

⁷ *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 388–389; *Komp*, Zweifelsfragen des aktienrechtlichen Abfindungsanspruchs nach §§ 305, 320b AktG, S. 250; *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, S. 52–53; ausführlich zu Grenzpreisen *Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, S. 5 § 1, S. 9–15 § 2.

⁸ *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 2–3; *Kuhner/Maltry*, Unternehmensbewertung, S. 63.

⁹ *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 3.

¹⁰ BGH, Beschl. v. 29.09.2015 – II ZB 23/14 –, BGHZ 207, 114–135, Rn. 12; vgl. *Risse*, ZIP 2021, 2309, 2310.

¹¹ *Bürgers/Körber/Lieder/Ruiz de Vargas*, AktG, Anh. § 305 AktG Rn. 8; vgl. BVerfG, Nichtannahmebeschl. v. 24.05.2012 – 1 BvR 3221/10 –, BVerfGK 19, 415–424, Rn. 30; vgl. BGH, Beschl. v. 21.02.2023 – II ZB 12/21 –, BGHZ 236, 180–205, Rn. 17; vgl. BGH, Beschl. v. 15.09.2020 – II ZB 6/20 –, BGHZ 227, 137–154, Rn. 20.

¹² Vgl. *Großfeld/Egger/Tönnies*, Recht der Unternehmensbewertung, S. 10 Rn. 43.

¹³ BGH, Beschl. v. 29.09.2015 – II ZB 23/14 –, BGHZ 207, 114–135, Rn. 36; vgl. *Fleischer/Hüttemann/Hüttemann*, RhB Unternehmensbewertung, § 1 Rn. 1.76; vgl. *MüKo-AktG/van Rossum*, § 305 AktG Rn. 86; vgl. *Risse*, ZIP 2021, 2309, 2310; vgl. *Schnorbus/Rauch/Grimm*, AG 2021, 391, 392 Rn. 4.

¹⁴ *Bürgers/Körber/Lieder/Ruiz de Vargas*, AktG, Anh. § 305 AktG Rn. 8; *Risse*, ZIP 2021, 2309–2320, (2310, 2313); vgl. BVerfG, Nichtannahmebeschl. v. 24.05.2012 – 1 BvR 3221/10 –, BVerfGK 19, 415–424, Rn. 30; vgl. BGH, Beschl. v. 21.02.2023 – II ZB 12/21 –, BGHZ 236, 180–205, Rn. 17; vgl. BGH, Beschl. v. 15.09.2020 – II ZB 6/20 –, BGHZ 227, 137–154, Rn. 20; vgl. *Großfeld/Egger/Tönnies*, Recht der Unternehmensbewertung, S. 10 Rn. 42; vgl. *Schnorbus/Rauch/Grimm*, AG 2021, 391, 392 Rn. 4.

¹⁵ *Risse*, ZIP 2021, 2309, 2310.

lungen¹⁶ entgegen. Es lässt sich kein exakter wahrer Wert, sondern nur eine Bandbreite bestimmen.¹⁷

Letztlich kann nur ein Schätzwert ermittelt werden, der nie frei von jeglichem Subjektbezug ist. Vor diesem Hintergrund sind die Vorgaben an eine Unternehmensbewertung herauszuarbeiten.

Über die Zeit hinweg haben sich verschiedene Bewertungskonzepte herauskristallisiert¹⁸, wobei für die hier untersuchte Problematik die Ansätze der funktionalen Unternehmensbewertung der deutschen Bewertungstheorie sowie der objektivierten Unternehmensbewertung der deutschen Bewertungspraxis auf der einen Seite und der angelsächsische Ansatz der marktorientierten Unternehmensbewertung auf der anderen Seite von Relevanz sind.

Gemäß der deutschen Bewertungstheorie¹⁹ und -praxis²⁰ hängt der zu ermittelnde Unternehmenswert auch vom Zweck der Bewertung ab. Es bedarf des jeweils zweckadäquaten Unternehmenswerts.²¹ Die Vorstellung eines rein objektiven, für

¹⁶ Vgl. *Risse*, ZIP 2021, 2309, 2320; auf die Unsicherheit von in die Zukunft gerichteten Prognosen wird auch bei BGH, Beschl. v. 31.01.2024 – II ZB 5/22 = ZIP 2024, 1070, 1071 Rn. 24 hingewiesen.

¹⁷ MüKo-AktG/*van Rossum*, § 305 AktG Rn. 86, 216; vgl. *Fleischer/Hüttemann/Hüttemann*, RhB Unternehmensbewertung, § 1 Rn. 1.76; vgl. *Schulte/Köller/Luksch*, WPg 2012, 380, 384.

¹⁸ Zur historischen Entwicklung der Bewertungskonzeptionen siehe *Behringer*, Eine kurze Geschichte der Unternehmensbewertung, S. 12–17 sowie *Kuhner/Maltry*, Unternehmensbewertung, S. 57 Abb. 2.7.

¹⁹ *Busse von Colbe*, ZGR 1994, 595, 597; *Großfeld*, JZ 1981, 641, 645; *Großfeld*, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, S. 25; *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, S. 22–24; *Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, S. 6 § 1; vgl. *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 168 unter Bezugnahme auf die *Kölner Funktionslehre*; vgl. *Großfeld/Egger/Tönnies*, Recht der Unternehmensbewertung, S. 18 Rn. 78, wo von einer funktionalen Werttheorie die Rede ist; vgl. *Ruthardt*, Normzweckkonforme Unternehmensbewertung und Abfindungsbeurteilung beim aktienrechtlichen Squeeze Out, S. 32 bzgl. der Funktionslehre und des Zweckadäquanzprinzips; vgl. *Stein*, Fundamentalanalyse und Börsenkurs als Grundlage richterlicher Schätzung bei der Ermittlung aktienrechtlicher Barabfindungen, S. 7, der die Unternehmensbewertung anlassbezogen betrachtet.

²⁰ IDW S 1 (2008), Rn. 17; vgl. *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 178–179, der auf die Unterschiede zwischen der *Kölner Funktionslehre* und dem IDW S 1 hinweist; vgl. *Kuhner/Maltry*, Unternehmensbewertung, S. 71–73; vgl. *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, S. 22–23. Die Abweichungen zwischen der objektivierten Unternehmensbewertung der Bewertungspraxis und der funktionalen Unternehmensbewertung mit subjektivem Einschlag, wie sie von der deutschen Bewertungstheorie vertreten wird, sind in erster Linie für die Streitfrage zur Verbundberücksichtigung relevant. Jener wird eine separate Veröffentlichung gewidmet und in dieser Schrift nicht weiter erörtert.

²¹ *Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, S. 6 § 1, der hierbei vom Zweckadäquanzprinzip spricht; vgl. *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der bör-