

Anteileigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs

von

DR. UWE HÜFFER

Professor an der Universität Bochum,
Richter am OLG Hamm a. D.

DR. DR. H. C. EBERHARD SCHMIDT-ASSMANN

Professor an der Universität Heidelberg

DR. MARTIN WEBER

Professor an der Universität Mannheim



VERLAG C. H. BECK MÜNCHEN 2005

Inhaltsverzeichnis

Erster Teil. Rechtsgrundlagen und Fallstudien

von
Prof. Dr. Uwe Hüffer
Professor an der Universität Bochum,
Richter am OLG Hamm a. D.
und
Prof. Dr. Dr. h. c. Eberhard Schmidt-Aßmann
Professor an der Universität Heidelberg

Seite

1. Kapitel. Einführung

| | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| § 1. Drei Sachverhalte zur Berücksichtigung von Börsenkursen bei der Bestimmung des Unternehmenswerts | 1 |
| I. Rahmensachverhalt | 1 |
| II. Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag AEG/DBAG | 2 |
| 1. Zum Ablauf des Engagements der DBAG an der AEG | 2 |
| 2. Zur wirtschaftlichen Entwicklung der Gesellschaften | 3 |
| a) AEG | 3 |
| b) DBAG | 4 |
| 3. Börsenkurse | 5 |
| 4. Entwicklung und Stand der Spruchverfahren | 5 |
| 5. Wesentliches Vorbringen der Beteiligten | 7 |
| III. Konzernverschmelzung AEG/DBAG | 8 |
| 1. Zur Durchführung der Verschmelzung der AEG auf die DBAG | 8 |
| 2. Zur wirtschaftlichen Entwicklung der Gesellschaften | 9 |
| 3. Börsenkurse | 10 |
| 4. Entwicklung und Stand der Spruchverfahren | 11 |
| 5. Wesentliches Vorbringen der Beteiligten | 11 |
| IV. Zusammenschluss von DBAG und Chrysler Corporation zur DCAG | 12 |
| 1. Zur Durchführung des Zusammenschlusses von DBAG und Chrysler Corporation | 12 |
| 2. Zur Verschmelzung insbesondere | 13 |
| 3. Börsenkurse | 13 |
| 4. Entwicklung und Stand des Spruchverfahrens | 14 |
| 5. Wesentliches Vorbringen der Beteiligten | 15 |
| § 2. Untersuchungsziel und Plan der Darstellung | 16 |

2. Kapitel. Rechtliche Grundlagen

| | |
|-----------------------------------------------------------------|----|
| § 3. Die Abfindung zum vollen Wert | 17 |
| I. Das Rechtsprinzip in seinem gesellschaftsrechtlichen Kontext | 17 |
| 1. Maßgeblichkeit des vollen Unternehmenswerts | 17 |
| 2. Vielfalt der Bewertungssituationen | 19 |

| | | |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| a) | Rechtsformenvergleich; Aktiengesellschaft mit und ohne Börsennotiz. | 19 |
| b) | Unterschiedliche Fallgestaltungen bei börsennotierten Gesellschaften | 20 |
| 3. | Der Gesellschaftsanteil als Bewertungsgegenstand | 23 |
| a) | Mehrdeutigkeit des Begriffs bei fungiblen Anteilen (Aktien). | 23 |
| b) | Gesellschaftsrechtliche Betrachtung: Die quotale Beteiligung am Gesellschaftsunternehmen als Gegenstand der Bewertung | 23 |
| c) | Konzeptionswechsel bei börsennotierten Aktiengesellschaften? | 25 |
| 4. | Ausgleich, Abfindung oder Umtauschverbesserung als notwendiges Korrelat einer Beeinträchtigung der Mitgliedsrechte | 27 |
| II. | Folgerungen aus der Maßgeblichkeit des vollen Werts | 29 |
| 1. | Die Unternehmensbewertung als Instrument der Anteilsbewertung | 29 |
| 2. | Die herkömmliche Auffassung: Ertragswert versus Börsenwert | 30 |
| a) | Die frühere Judikatur. | 30 |
| b) | Die Bewertungspraxis | 30 |
| c) | Die herrschende Lehre. | 31 |
| 3. | Gegenstimmen | 31 |
| 4. | Das Stand-Alone-Prinzip als wesentliche Einzelfrage | 32 |
| III. | Modifikationen der Anteilsbewertung in der aktuellen Rechtsprechung | 32 |
| 1. | Die Position des Bundesverfassungsgerichts seit der DAT/Altana-Entscheidung | 32 |
| 2. | Die Konkretisierung der verfassungsrechtlichen Vorgaben und die weitere Instrumentalisierung des Börsenkurses durch den BGH. | 34 |
| a) | Stichtagskurs und Durchschnittskurs | 34 |
| b) | Börsenkurs als Höchstgrenze bei der Bewertung des herrschenden Unternehmens | 34 |
| c) | Stand-Alone-Prinzip oder Berücksichtigung von Verbundeffekten? | 35 |
| 3. | Grundlinien der an die Rechtsprechung anknüpfenden Diskussion | 36 |
| a) | Überblick | 36 |
| b) | Konzeptionswechsel oder bloße Modifikation der Anteilsbewertung? | 36 |
| c) | Zum Börsenkurs auf Seiten der beherrschten Gesellschaft. | 37 |
| aa) | Stichtags- oder Durchschnittskurs | 37 |
| bb) | Beginn der Referenzperiode | 38 |
| cc) | Länge der Referenzperiode | 38 |
| d) | Zum Börsenkurs des herrschenden Unternehmens | 38 |
| e) | Börsenbewertung und Stand-Alone-Prinzip | 40 |

§ 4. Berechtigung und Grenzen eines Eigentumsschutzes (Art. 14 Abs. 1 GG) unter Anknüpfung an den Börsenkurs 41

| | | |
|------|------------------------------------------------------------------------------------|----|
| I. | Die besondere dogmatische Struktur der Börsenkurs-Rechtsprechung. | 42 |
| II. | Unternehmens- und Anteilseigentum im Schutzbereich des Art. 14 Abs. 1 GG | 43 |
| 1. | Die Dominanz der Sacheigentumsdogmatik | 43 |
| 2. | Sachstrukturen des Unternehmenseigentums | 44 |
| a) | Betriebseigentum. | 45 |
| b) | Unternehmens(träger)eigentum | 46 |
| c) | Anteilseigentum (Aktien) | 47 |
| III. | Anteilseigentum: Gesetzliche Kollisionslösung unter Privaten | 50 |
| 1. | Die klassische Dogmatik grundrechtlicher Eingriffsbegrenzung | 50 |
| 2. | Die veränderte Dogmatik grundrechtlicher Kollisionslösung | 51 |
| a) | Unterschiedliche Begründungsansätze. | 52 |
| b) | Kollisionslösung nach Maßgabe praktischer Konkordanz und Äquidistanz | 53 |

| | Seite |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| IV. Die Börsenkurs-Rechtsprechung im Lichte des Auftrags differenzierter und distanzierter Kollisionslösung | 56 |
| 1. Kontrolle des gesetzlichen Konzepts | 56 |
| 2. Vorgaben für die zivilgerichtliche Entschädigungsbemessung | 57 |
| § 5. Kritische Betrachtung der in der Rechtsprechung des BGH enthaltenen Konkretisierungen und Fortschreibungen der verfassungsgerichtlichen Vorgaben | 60 |
| I. Grundposition: Modifizierte Anteilsbewertung oder genereller Übergang zu Börsenkursen? | 60 |
| 1. Zur Fragestellung | 60 |
| 2. Divergierende Anliegen in der aktienrechtlichen Diskussion | 60 |
| 3. Die Berücksichtigung des Börsenkurses als Instrument zum Schutz außenstehender Aktionäre | 61 |
| 4. Unvereinbarkeit eines Paradigmenwechsels mit der Eigenart des Bewertungsgegenstands | 62 |
| a) Maßgeblichkeit des quotalen Unternehmenseigentums | 62 |
| b) Informationsproblem | 63 |
| 5. Mängel der Begutachtungspraxis | 64 |
| II. Zum Börsenkurs auf Seiten der beherrschten Gesellschaft | 65 |
| III. Zum Börsenkurs auf Seiten des herrschenden Unternehmens | 66 |
| IV. Zur Berücksichtigung von Verbundeffekten | 67 |
| § 6. Ergebnisse der Grundlagenuntersuchung | 69 |
| 3. Kapitel. Abfindung und Ausgleich beim Abschluss von Organschaftsverträgen | |
| § 7. Sachverhaltsergänzungen | 74 |
| I. Datenmaterial | 74 |
| II. Ausreichendes Kursmaterial | 76 |
| § 8. Zum Anteilswert auf der Seite des herrschenden Unternehmens | 78 |
| I. Auswertung des Datenmaterials | 78 |
| 1. Börsenkurse der DBAG | 78 |
| 2. Vorläufige Berechnung von Verschmelzungswertrelationen | 78 |
| II. Hinreichende Aussagefähigkeit des Börsenkurses? | 79 |
| III. Nochmalige kritische Würdigung der vom BGH entwickelten Höchstbetragsthese | 82 |
| IV. Die Abfindung über Wert und der Schutz des Anteilseigentums (Art. 14 Abs. 1 GG) der Aktionäre des herrschenden Unternehmens | 83 |
| 1. Ausgleich zum vollen Wert: doppelte Garantiefunktion | 83 |
| 2. Verbot einseitiger Belastungskumulation | 86 |
| a) Behandlung von Verbundvorteilen | 87 |
| b) Börsenkurs als Obergrenze beim herrschenden Unternehmen | 88 |
| c) Darlegungs- und Beweislastfragen | 88 |
| § 9. Hilfsweise: Zum Anteilswert auf Seiten der AEG als abhängiger Gesellschaft | 90 |
| I. Ausgangspunkt | 90 |
| II. Durchschnittskurs | 90 |
| III. Einzelfallbetrachtung; insbesondere: Abfindungsspekulation in AEG-Aktien | 91 |

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| § 10. Übertragung der Abfindungsgrundsätze auf die Umrechnung der Dividende für Ausgleichszwecke | 93 |
| § 11. Ergebnis des 3. Kapitels | 94 |
| 4. Kapitel. Verbesserung des Umtauschverhältnisses bei Konzernverschmelzungen | |
| § 12. Keine Übertragung der Börsenkurs-Rechtsprechung auf Verschmelzungsfälle | 98 |
| I. Keine Entscheidung durch das Bundesverfassungsgericht | 98 |
| 1. Zu den Entscheidungssachverhalten (DAT/Altana I und II) | 98 |
| 2. Keine die Verschmelzung einbeziehenden rechtlichen Aussagen | 99 |
| II. Zum Stand der Diskussion im Verschmelzungsrecht | 100 |
| 1. Rechtsprechung | 100 |
| 2. Schrifttum | 102 |
| III. Grundposition zur Verallgemeinerung der Börsenkurs-Rechtsprechung .. | 103 |
| 1. Prinzipielle Übertragbarkeit der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts | 103 |
| 2. Squeeze out als Beispiel | 103 |
| 3. Keine Übertragung der Rechtsprechung des BGH zum Börsenkurs als (angeblicher) Obergrenze | 104 |
| IV. Ausgleichs- und Abfindungssituationen bei der Verschmelzung und ähnlichen Maßnahmen | 104 |
| 1. Ausgleich zur Verbesserung des Umtauschverhältnisses (§ 15 UmwG) .. | 104 |
| 2. Abfindung als Bestandteil eines Andienungsrechts der Aktionäre bei wesentlichen Veränderungen ihrer Mitgliedschaft (§ 29 UmwG) | 105 |
| V. Begrenzte Vergleichbarkeit der Verschmelzungsmaßnahmen mit vertraglicher Konzernierung oder Eingliederung | 106 |
| 1. Vorüberlegung | 106 |
| 2. Ausgleichsfälle | 107 |
| a) Fortdauernde Mitgliedschaft | 107 |
| aa) Kein Interessenwiderstreit | 107 |
| bb) Kein Rückschluss aus der Maßgeblichkeit der Verschmelzungswertrelation | 107 |
| b) Kein Konzernkonflikt | 108 |
| 3. Folgerungen aus dem Äquidistanzgebot | 110 |
| a) Grundlinie der „Wechselbezüglichkeit“ | 110 |
| b) Differenzierungs- und Zuweisungskriterien | 111 |
| c) Rechtsstellung der (Alt-)Aktionäre | 112 |
| § 13. Vorsorgliche Erwägungen | 115 |
| I. Bewertungsstichtag | 115 |
| II. Ausgangslage zur Anteilsbewertung | 115 |
| 1. Datenbasis | 115 |
| 2. Erste Auswertung und Folgerungen | 116 |
| III. Unbrauchbarkeit des Börsenkurses der AEG für die Feststellung ihres Unternehmenswerts | 117 |
| 1. Ausreichendes Kursmaterial | 117 |
| 2. Fortdauernde Annahmefähigkeit des Abfindungsangebots von 1988 .. | 117 |
| 3. Der Börsenkurs der AEG als Bewertung des Umtauschrechts | 118 |
| IV. Ertragswert oder Börsenkurs auf Seiten der DBAG? | 120 |
| 1. Keine Relevanz des Börsenkurses wegen ungleicher Marktverhältnisse. | 120 |
| a) Börsenkurs und Ertragswert der DBAG | 120 |

| | Seite |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| b) Gleiche Marktverhältnisse als Prämisse für die Annahme des BGH | 120 |
| 2. Vorsorglich: Keine Begrenzungsfunktion des Börsenkurses | 121 |
| § 14. Ergebnis des 4. Kapitels | 122 |
| 5. Kapitel. Verbesserung des Umtauschverhältnisses bei einem „Merger of Equals“ | |
| § 15. Keine Übertragung der Börsenkurs-Rechtsprechung | 123 |
| I. Verschmelzungsrechtliche Analyse | 123 |
| 1. Konzernverschmelzung und „Merger of Equals“: Begriffliche Vorklärung | 123 |
| 2. Beurteilung des Zusammenschlusses und der Verschmelzung im Dreieck DBAG, DCAG und Chrysler Corporation | 124 |
| a) Erste Zusammenschlussstufe | 124 |
| b) Zweite Zusammenschlussstufe | 125 |
| c) Zusammenfassende Beurteilung der beiden Verfahrensstufen | 125 |
| II. Keine Bestimmung des Umtauschverhältnisses nach Börsenkursen bei einem „Merger of Equals“ | 126 |
| III. Hilfsüberlegungen für den Fall einer Konzernverschmelzung | 128 |
| § 16. Vorsorgliche und ergänzende Überlegungen | 129 |
| I. Wertermittlung auf der Grundlage der Börsenkurs-Rechtsprechung | 129 |
| 1. Der Börsenkurs der DBAG und ihre höhere Bewertung bei der Bestimmung der Verschmelzungswertrelation | 129 |
| a) Der Börsenkurs als regelmäßiger Mindestwert des Anteileigentums | 129 |
| b) Die Zahlen bei der DBAG | 129 |
| 2. Zur Wertermittlung auf Seiten der DCAG | 130 |
| a) Kein Börsenkurs der „Newco“ DCAG | 130 |
| b) Fehlende Maßgeblichkeit von kursanalogen Hilfsgrößen | 130 |
| II. Akzeptanz des Umtauschangebots als relevante Marktbeurteilung? | 131 |
| 1. Keine Marktbeziehung zwischen den DBAG-Aktionären und der DCAG | 131 |
| 2. Marktpreis als Mindestpreis | 132 |
| § 17. Ergebnis des 5. Kapitels | 133 |
| 6. Kapitel. Verfahrensaspekte bei der Prüfung des Umtauschverhältnisses im Spruchverfahren | |
| § 18. Entbehrlichkeit einer erneuten Begutachtung bei gerichtlicher Bestellung des Verschmelzungsprüfers | 136 |
| I. Ausgangspunkt | 136 |
| II. Verwertung des Verschmelzungsprüfungsberichts bei gerichtlicher Bestellung des Verschmelzungsprüfers | 137 |
| III. Sachverständige Plausibilitätskontrolle im Spruchverfahren | 138 |
| § 19. Schätzung des Ertragswerts gemäß § 287 ZPO, § 738 Abs. 2 BGB, § 260 Abs. 2 Satz 3 AktG | 140 |
| I. Zulässigkeit der richterlichen Schätzung bei der Wertfindung | 140 |
| II. Akzeptanz des Umtauschangebots als schätzungsrelevanter Umstand | 141 |
| § 20. Ergebnis des 6. Kapitels | 143 |
| 7. Kapitel. Zusammenfassendes Ergebnis | |
| § 21. Die wesentlichen Aussagen in Kurzform | 145 |

Zweiter Teil. Kapitalmarktreaktionen bei Mehrheitsbeteiligung, Unternehmensvertrag oder Verschmelzung

von
Prof. Dr. Martin Weber
Professor an der Universität Mannheim

Seite

1. Kapitel. Theorie und Literaturüberblick

| | |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| § 1. Fragestellung, Gang der Untersuchung und Zusammenfassung der Ergebnisse | 149 |
| I. Fragestellung und Gang der Untersuchung | 149 |
| II. Zusammenfassung der Ergebnisse | 151 |
| § 2. Theoretische Überlegungen | 153 |
| I. Theoretische Überlegungen: die Kapitalmarkttheorie | 153 |
| II. Von der abstrakten Welt der Kapitalmarkttheorie zur realen Welt der Kapitalmärkte: mögliche Probleme beim Übergang | 157 |
| III. Zusammenfassung | 169 |
| § 3. Literaturüberblick | 170 |
| I. Empirische Untersuchungen zum Fall F1: Kapitalmarktreaktion bei Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung | 171 |
| II. Empirische Untersuchungen zum Fall F2: Kapitalmarktreaktionen bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen | 173 |

2. Kapitel. Untersuchung anhand ausgewählter Fallstudien

| | |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| § 4. Rechtliche Grundlagen und verwendete Datenquellen | 175 |
| I. Ableitung der Vorgehensweise für die empirische Untersuchung | 175 |
| II. Rechtliche Grundlagen | 177 |
| III. Saling Aktienführer zur Erfassung der Beteiligungsverhältnisse | 178 |
| IV. Liste der in der Literatur aufgeführten Fälle | 181 |
| V. Daten der Deutschen Finanzmarktdatenbank aus Karlsruhe | 182 |
| VI. Ereignisse durch Zeitschriftenmeldungen | 184 |
| § 5. Fallstudien | 187 |
| I. Vorbemerkungen | 187 |
| II. Fallstudie 1: Übernahme/Eingliederung der DAT AG durch die Altana AG .. | 187 |
| III. Fallstudie 2: Verschmelzung der Mercedes AG Holding auf die Daimler-Benz AG | 195 |
| IV. Fallstudie 3: Verschmelzung der Cassella AG auf die Hoechst AG | 202 |
| V. Fallstudie 4: Übernahme der Horten AG durch die Kaufhof Holding AG ... | 210 |
| VI. Fallstudie 5: Übernahme der Nixdorf AG durch die Siemens AG mit späterer Eingliederung der Siemens-Nixdorf Informationssysteme AG in die Siemens AG | 217 |
| VII. Fallstudie 6: Fusion der Bayerischen Hypotheken- und Wechselbank AG mit der Bayerischen Vereinsbank AG | 226 |
| § 6. Zusammenfassung der Ergebnisse | 235 |
| Stichwortverzeichnis | 241 |