

Inhaltsverzeichnis

AbkürzungsverzeichnisXIII

Literaturverzeichnis..... XVII

Einleitung 1

A. Der Börsenkurs in Literatur und Rechtsprechung..... 5

I. Entscheidung des Bundesverfassungsgerichtes im Fall DAT/Altana..... 5

1. Sachverhalt 5

2. Entscheidung der Vorinstanzen..... 6

3. Entscheidung und Grundsätze des Bundesverfassungsgerichtes 7

4. Bindungswirkung der Entscheidung 9

II. Meinungsstand bis zum Beschluss des BVerfG..... 10

1. Rechtsprechung 11

a. Feldmühle-Urteil des BVerfG vom 7. August 1962 11

aa. Sachverhalt 11

bb. Entscheidung 11

b. Beschluss des OLG Hamm vom 23. Januar 1963 12

c. Urteil des KG Berlin vom 28. April 1964 13

d. Urteil des BGH vom 30. März 1967 14

e. Beschluss des BayObLG vom 29. September 1998..... 15

1. Schrifttum 16

a. Entwicklungen bis 1956 16

b. Entwicklungen nach 1956 16

c. Entwicklungen nach der Entscheidung des BGH 1967 17

d. Entwicklungen in den Neunziger Jahren..... 17

III. Entwicklungen nach den Urteil des BVerfG 18

1. Rechtsprechung 19

a. Beschluss des OLG Stuttgart vom 4. Februar 2000 19

aa. Sachverhalt 19

bb. Entscheidung 20

b. Vorlagebeschluss vom 25. Mai 2000 - DAT/Altana II..... 20

c. Beschluss des OLG Düsseldorf vom 25. Mai 2000 – DAT/Altana III.. 21

d. Beschluss des BGH vom 12. März 2001..... 22

2. Schrifttum 23

a. Referenzzeitraum der Kursbetrachtung 24

b. Realisierbarkeit des zugrundezulegenden Börsenkurses 25

c. Börsenkurs der herrschenden Gesellschaft als Obergrenze ? 26

B. Abfindungen bei börsennotierten Unternehmen..... 29

I. Abfindungsanlässe 29

1.	Abfindungen nach dem AktG.....	30
a.	Abfindung nach § 305 Abs.1 AktG	30
aa.	Abfindungsgrund beim Beherrschungsvertrag	30
bb.	Abfindungsgrund beim Gewinnabführungsvertrag	31
b.	Abfindung nach § 320b Abs. 1 AktG.....	32
2.	Abfindungen nach dem UmwG.....	33
a.	Abfindung bei Verschmelzungen	33
b.	Abfindung bei Formwechsel	33
c.	Abfindung bei Vermögensübertragungen	34
3.	Sonstige Abfindungsanlässe.....	35
II.	Abfindungsarten.....	35
1.	Abfindung in Aktien bei §§ 305, 320b AktG	35
a.	Aktien des abfindungsverpflichteten Gesellschaft.....	36
b.	Aktien bei Vorliegen eines Konzerns.....	36
2.	Barabfindung	37
C.	Abfindungshöhe als Rechtsproblem	39
I.	Rechtsnatur der Aktie	39
1.	Aktie als Mitgliedschaftsrecht.....	39
2.	Aktie als Wertpapier.....	40
II.	Angemessenheit der Abfindung	40
1.	Einfluss des Art. 14 Abs. 1 GG auf die Angemessenheit	41
a.	Anteilseigentum im Schutzbereich des Art. 14 Abs.1 GG.....	41
b.	Verfassungsrechtliches Gebot des vollen Wertes	43
2.	Angemessenheit durch Unternehmensbewertung.....	44
a.	Bewertungszweck	44
b.	Direkte oder Indirekte Bewertung.....	45
III.	Abfindungsermittlung als Rechtsfrage	46
1.	Art und Umfang gerichtlicher Ermittlungen	46
2.	Beweiswürdigung	49
D.	Ermittlung der Abfindungshöhe durch Unternehmensbewertung.....	51
I.	Mögliche Bewertungsmethoden	51
1.	Ertragswertverfahren	53
a.	Ertragswertermittlung	54
b.	Kapitalisierungszins	54
aa.	Basiszins	55
bb.	Risikozuschlag	55
cc.	Inflationsabschlag.....	56
2.	Substanzwertverfahren	57
3.	Discounted Cash-Flow-Verfahren.....	58
a.	Cash Flow	59
b.	Kapitalisierungszins	60
aa.	Eigenkapitalkosten	60

bb.	Fremdkapitalkosten	61
II.	Zusätzliche Einflussgrößen der Bewertung.....	61
1.	Stichtagsprinzip	61
2.	Erfassung von Synergieeffekten.....	62
3.	Paketzu- oder Abschläge	63
E.	Börsenkurs als Abfindungsgrundlage	65
I.	Kapitalmarkt und Börsenkursermittlung.....	65
1.	Bedeutung der Börse	66
2.	Organisation der deutschen Börse.....	67
a.	Zulassung zum Handel	67
aa.	Zulassung als Handelssubjekt	68
bb.	Zulassung als Handelsobjekt.....	68
b.	Überwachung	69
c.	Marktsegmente.....	70
aa.	Amtlicher Handel.....	71
bb.	Geregelter Markt	72
cc.	Freiverkehr.....	73
3.	Kursfindung und –festsetzung.....	73
a.	Kursermittlung durch Skontroführer	74
aa.	Skontroführer	74
bb.	Kursfindung.....	74
b.	Kursermittlung im elektronischen Handelssystem	77
c.	Einheitskursfestsetzung und variabler Handel	78
4.	Einflussgrößen der Kursentwicklung.....	79
a.	Unternehmensentwicklung	80
aa.	Einschätzungen professioneller Marktteilnehmer.....	81
bb.	Einschätzungen der übrigen Marktteilnehmer	82
cc.	Genauigkeit der Markteinschätzungen.....	83
b.	Liquidität.....	85
aa.	Liquiditätssituation am deutschen Aktienmarkt	86
bb.	Liquiditätssituation bei potentiellen Abfindungsfällen	87
cc.	Feststellung der vorhandenen Liquidität.....	88
c.	Marktteilnehmerstrategien.....	90
aa.	Psychologische Einflüsse auf Handlungsstrategien.....	91
bb.	Anlagehorizont und Bubble-Komponente	92
(1)	Kurzfristige Spekulation durch Privatanleger	93
(2)	Kurzfristige Spekulation durch institutionelle Anleger	94
(3)	Messbarkeit des Anlagehorizontes.....	94
cc.	Eliminierung der Bubble-Komponente	95
dd.	Externe Einflüsse auf Handlungsstrategien	97
(1)	Privatanleger	97
(2)	Institutionelle Anleger	98
(a)	Gesetzlicher Rahmen	98

(b)	Externe Einflußfaktoren.....	99
(c)	Interne Einflussfaktoren.....	100
(3)	Vorhersehbarkeit von Anlageverhalten.....	100
ee.	Fehlerquellen der Entscheidungsfindung.....	101
d.	Informationseffizienz.....	104
aa.	Voraussetzungen für Informationseffizienz.....	105
bb.	Informationseffizienz am deutschen Aktienmarkt.....	106
e.	Marktumfeld und Markteinordnung.....	110
aa.	Allgemeine Marktlage.....	110
bb.	Markteinordnung.....	112
(1)	Zugehörigkeit zu Handelssegmenten.....	112
(2)	Indexzugehörigkeit.....	114
cc.	Markteinordnung als Rechtsposition.....	115
(1)	Indexeffekt als Bestandteil der Abfindung.....	116
(2)	Eliminierung des Indexeffektes.....	117
5.	Zusammenfassung.....	118
II.	Verfassungsrechtlicher Schutz des Börsenkurses ?.....	119
1.	Schutz aus Art. 14 Abs. 1 GG.....	119
2.	Schutz aus Art. 12 Abs. 1 GG.....	120
3.	Verfassungsrechtlicher Schutz des Börsenkurses bei Abfindungen ?....	121
III.	Thesen des Bundesverfassungsgerichts.....	121
1.	Verkehrswert als Untergrenze der Abfindung ?.....	122
2.	Verkehrswert als eingetretener Vermögensverlust ?.....	123
3.	Börsenkurs als Verkehrswert ?.....	124
a.	Zeitpunktbezogenheit des ermittelten Börsenkurses.....	124
b.	Zukunftsbezogenheit des Börsenkurses.....	127
aa.	Börsenkurs im Steuerrecht.....	127
bb.	Börsenkurs im Familien- und Erbrecht.....	129
cc.	Börsenkurs im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz.....	130
dd.	Börsenkurs bei Delisting.....	132
ee.	Börsenkurs beim Squeeze-out.....	134
ff.	Vergleichbarkeit mit der aktienrechtlichen Abfindung.....	135
IV.	Zugrundezulegender Börsenkurs.....	137
1.	Tageskurs.....	138
a.	Tageskurs im Zustimmungszeitpunkt.....	139
b.	Tageskurs bei Bekanntgabe der Maßnahme.....	142
aa.	Ad hoc- Publizität nach § 15 WpHG.....	143
bb.	Tatsächlicher Veröffentlichungszeitpunkt.....	145
cc.	Vereinbarkeit mit der Stichtagsregelung.....	146
2.	Bereinigter Durchschnittskurs.....	147
a.	Länge des maßgeblichen Zeitraumes.....	148
aa.	Zeiträume über einem Jahr.....	148
bb.	1-Jahres-Zeitraum.....	149

cc.	6–Monats-Zeitraum	152
dd.	3–Monats-Zeitraum	154
ee.	Zeitraum im Ermessen des Unternehmens/der Gutachter.....	156
b.	Beginn und Ende des maßgeblichen Zeitraums	156
c.	Vereinbarkeit des Durchschnittskurses mit dem Stichtagsprinzip	158
aa.	Verhältnisse der Gesellschaft	158
bb.	Zeitpunkt der Hauptversammlung	159
cc.	Ergebnis	161
V.	Realisierbarkeit des Börsenwertes der Minderheitenanteile.....	161
1.	Realisierbarkeit für alle Minderheitsaktionäre.....	162
a.	Definition der Minderheitsaktionäre	162
b.	Bestimmbarkeit des erzielbaren Verkaufskurses	163
c.	Schätzung des erzielbaren Verkaufskurses	166
d.	Zeitraumbezogene Realisierbarkeit.....	166
e.	Ergebnis	167
2.	Realisierbarkeit für einzelne Minderheitsaktionäre.....	167
3.	Realisierbarkeit als Rechtsfrage	170
a.	Marktbeurteilung	170
aa.	Marktbeurteilung vor einem Spruchstellenverfahren	172
bb.	Marktbeurteilung im Spruchstellenverfahren	173
b.	Beweislast.....	173
aa.	Datenmaterial spricht für Realisierbarkeit	173
bb.	Datenmaterial spricht gegen Realisierbarkeit.....	174
VI.	Zusammenfassung	176
F.	Beispiel: Verschmelzung zur Bayerischen Hypo Vereinsbank AG.....	179
I.	Relevante Daten zur Verschmelzung	179
II.	Argumente im Spruchstellenverfahren.....	180
III.	Beschluss des LG München vom 27. März 2000.....	180
IV.	Börsenkurs als Untergrenze der Verschmelzungswertrelation	181
1.	Anwendbarkeit der Entscheidung im Umwandlungsrecht	181
2.	Anwendung auf die Verschmelzung zur Hypo- und Vereinsbank	182
a.	Mißbrauchsabwehr.....	183
b.	Anderweitige Berücksichtigung des Wertberichtigungsbedarfes ?.....	184
3.	Bewertung des Ergebnisses.....	185
V.	Lösung nach hier vertretener Ansicht	186
G.	Schlussfolgerungen für die (Bewertungs-)Praxis.....	187
Anhang 1 – 8	189