

DVFA-Arbeitsgruppe
Corporate Transaction & Valuation
Stellungnahme zu IDW ES 17

21. August 2025

1 Präambel

Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung (FAUB) des IDW hat den Entwurf eines neuen Standards vorgelegt, der Wirtschaftsprüfer, die als Angemessenheitsprüfer bei aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen bestellt sind oder als Erstgutachter tätig sind, Beurteilungskriterien an die Hand geben soll, nach denen sie die Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen beurteilen sollen. Für die Praxis haben diese Empfehlungen weitreichende Konsequenzen. Die Angemessenheitsprüfung ist eine Vorbehaltsaufgabe der Wirtschaftsprüfer, welche sich i. d. R. an die berufsständischen Vorgaben halten müssen. Ohne Bestätigung der Angemessenheit der Abfindung durch den Angemessenheitsprüfer kann eine Strukturmaßnahme nicht rechtssicher durchgeführt werden. Insofern ist die Festlegung der Abfindung durch den Mehrheitsaktionär oder die an den Strukturmaßnahmen beteiligten Parteien gemeinsam am Urteil des Angemessenheitsprüfers vorbei nicht möglich, selbst wenn der Prüfer Vorgaben der Rechtsprechung nicht einhält. Im Spruchverfahren kann das Gericht wegen des Verschlechterungsverbot keine Bewertungsmethode wählen, die zu einer niedrigeren Abfindung führt (BGH, Urteil vom 18. Oktober 2010 - II ZR 270/08, ZIP 2010, 2289 Rn. 12; Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 37). Das IDW hat deshalb eine hohe Verantwortung, sich bei seinen Empfehlungen an die Vorgaben der Rechtsprechung zu halten.

Mit ihren Empfehlungen und Stellungnahmen will die DVFA zu mehr Transparenz und Effizienz im Kapitalmarkt, insbesondere durch bessere Information und klare Offenlegungsstandards beitragen. Die DVFA lehnt unnötige Regulierung oder ähnliche Anforderungen ab und steht für die Unterstützung von Marktmechanismen durch mehr Transparenz. Bei der Bewertung sollte daher Methodenvielfalt und Transparenz im Vordergrund stehen. Die Ergebnisse müssen für Investoren und Marktteilnehmer nachvollziehbar sein. Einzelne Bewertungsmethoden sollten nicht von vorneherein ausgeschlossen werden, sondern miteinander verglichen werden. Die DVFA hat die Sorge, dass der Standard IDW ES 17 Anforderungen an die börsenkursbasierte Abfindungsermittlung stellt, die nicht durch die Rechtsprechung oder allgemein anerkannte wirtschaftswissenschaftliche Erkenntnisse gedeckt sind und diese Methode zugunsten der Ertragswertmethode zurückdrängt.

1) Börsenkursrechtsprechung des BGH

Nach den Entscheidungen TLG/WCM v. 21. Februar 2023 - II ZB 12/21, BGHZ 236, 180 und Vodafone/KDG v. 31.01.2024, BGH v. 31.1.2024 - II ZB 5/22, AG 2024, 665 kann die Abfindung allein auf den Börsenkurs gestützt werden, wenn dieser eine verlässliche Aussage über den Verkehrswert erlaubt. Nach der ersten TLG/WCM-Entscheidung des BGH hatte der FAUB am 14.06.2023 eine Stellungnahme veröffentlicht, wonach es nicht sachgerecht sei, auf den Börsenkurs abzustellen, weil der „wahre Wert“ ermittelt werden müsse. Der Börsenkurs könne diesen Wert nicht reflektieren, weil dem Kapitalmarkt wesentliche unternehmensinterne Informationen, nämlich die mittel- und langfristige Unternehmensplanung (Business Plan), nicht bekannt sei. Der BGH hat dieser Auffassung in der Vodafone/KDG Entscheidung eine Absage erteilt. Die Kernaussagen des BGH sind:

- Der Börsenkurs ist grundsätzlich eine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswerts und des Werts der Beteiligung eines außenstehenden Aktionärs.
- Er kann den „wahren Wert“ hinreichend genau abbilden und kann daher Grundlage für die Bestimmungen von Abfindung und Ausgleich bei Strukturmaßnahmen sein.
- Jede in die Zukunft gerichtete Bewertungsmethode (i. S. d. Ertragswertmethode) ist ihrer Natur nach mit Unsicherheiten behaftet. Es ist verfassungsrechtlich nicht geboten, zur Bestimmung des

„wahren“ Werts jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen und die Abfindung nach dem Meistbegünstigungsprinzip zu berechnen.

- Damit der Börsenkurs als Grundlage für die Bestimmung des Anteilswerts herangezogen werden kann, ist keine strenge Informationseffizienz erforderlich, also ein Zustand, in dem alle zugänglichen öffentlichen und nichtöffentlichen Informationen korrekt in den Kursen verarbeitet sind. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, darf der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.

2) Zielsetzung des Standards

Anders als bei seiner Stellungnahme „FAUB zur Relevanz von Börsenkursen“ vom 14. Juni 2023 akzeptiert der FAUB nun, dass der Börsenkurs alleinige Grundlage für die Bestimmung von Kompensationen bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen sein kann. Aber der Börsenkurs müsse den vollen wirtschaftlichen Wert oder „wahren Wert“ der Aktie reflektieren (IDW ES 17 Tz. 1). Es sei anerkannt, dass der am Markt als Ergebnis eines fairen Preisbildungsprozesses gebildete Preis unter idealen Bedingungen dem „wahren“ Wert entspricht (Tz. 24). Nach Ansicht des FAUB sprechen gegen die Erfüllung dieser idealen Bedingungen, dass der Börsenhandel durch Informationsasymmetrien, dominierende Aktionäre, irrationales Verhalten der Marktteilnehmer und generelle Marktstimmungen beeinflusst sein könnte. Es seien aber umfassende Analysen erforderlich, um zu beurteilen, ob im konkreten Einzelfall davon ausgegangen werden kann, dass der Marktmechanismus tatsächlich zu einer vollständigen und effektiven Informationsverarbeitung und Informationsbewertung führt (Tz. 27). Der Standard will dem Wirtschaftsprüfer Beurteilungskriterien an die Hand geben, um zu entscheiden, ob das der Fall ist und deshalb eine börsenkursbasierte Kompensation möglich ist. Dabei bezieht der IDW ES 17 neben Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen und aktien- und wandlungsrechtlichen Squeeze Outs als wesentliche Anwendungsfälle auch umwandlungsrechtliche Verschmelzungen ein. Die wirtschaftlich ähnlich gelagerten Sachkapitalerhöhungen gemäß §182 AktG ff. sind hingegen nicht als Anwendungsfälle genannt.

3) Mechanik des Standards

Der Standard arbeitet mit einem Ampelsystem (Tz. 36 -39), in dem die Bewertung in Form von Ampelfarben rot, gelb oder grün erfolgt. Es gibt sechs Tests, die der Wirtschaftsprüfer durchführen und bewerten soll. Die Tests sind: Anteilseignerstruktur, Liquidität, Marktabdeckung, Umfang der Berichterstattung, Stichtagsprinzip und Kursbeeinflussung. Für jeden Test gibt es Hinweise für die Einstufung in eine der drei Kategorien. Sind alle Ampeln am Ende der Prüfung auf „grün“, kann der Börsenkurs allein und ohne weitere Ertragswertberechnung der Abfindungsbemessung zugrunde gelegt werden. Ist mindestens eine Ampel gelb, ist auch eine Ermittlung des Ertragswertes nach dem neuen IDW S1 erforderlich. Der Wirtschaftsprüfer muss dann entscheiden, welcher Wert maßgeblich sein soll. Liegt der ermittelte objektivierte Unternehmenswert mehr als 5 % über dem maßgeblichen Börsenkurs, dann ist zu vermuten, dass der Börsenkurs nicht den „wahren Wert“ widerspiegelt.

4) Beurteilungskriterien

a) Anteilseignerstruktur

Bei Vorliegen einer Anteilseignerstruktur mit einem kontrollierenden Aktionär bestehe nach „einhelliger Auffassung der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie“ das Risiko, dass der Kurs beeinflusst sei. Liegt Kontrolle im Sinne von § 290 Abs. 2 HGB vor, springt die Ampel auf gelb. Im Fall einer Beherrschung durch Unternehmensvertrag ist die Ampel rot (Tz. 40).

b) Liquidität

Eine hohe Liquidität erhöhe die Wahrscheinlichkeit, dass Informationen effektiv verarbeitet und bewertet werden. Ist die Liquidität im relevanten Zeitraum auf einem vergleichbaren Niveau wie von Aktien, die zum DAX oder M-DAX gehören, ist die Ampel grün, sonst gelb. Wenn die Ausschlusskriterien nach § 5 Abs. 4 WpÜG (kein regelmäßiger Börsenhandel) erfüllt sind, ist die Ampel rot (Tz. 41).

c) Marktabdeckung

Bei diesem Test geht es um den Umfang der veröffentlichten Meinungen von Analysten, Ratingagenturen und institutionellen Investoren zum Unternehmen und der Aktie. Eine Vielzahl von Marktmeinungen mit relativ geringen Abweichungen erhöhe die Wahrscheinlichkeit einer effektiven Informationsverarbeitung. Eine breite Marktabdeckung mit Prognosen, die untereinander nur gering abweichen, führt zu einer grünen Ampel. Wenn die Aktie researchseitig ausreichend abgedeckt wird, die Prognosen aber deutlich voneinander abweichen, ist die Ampel gelb. Wenn keine ausreichende Abdeckung durch Analysten vorliegt, springt die Ampel auf Rot (Tz. 42).

d) Umfang der Berichterstattung

Die Bereitstellung von Informationen durch das Unternehmen ist eine Voraussetzung für effektive Informationsbewertung und -verarbeitung. Im regulierten Markt ist die Berichterstattung vorgegeben. Ist die Aktie im Börsensegment mit den strengsten Veröffentlichungspflichten notiert oder kommt das Unternehmen freiwillig den Anforderungen im höchsten Segment nach, ist die Ampel grün. Im qualifizierten Freiverkehr mit eingeschränkten Berichtspflichten, ist sie gelb. Handel im Freiverkehr, ohne Zustimmung des Emittenten hierzu, reicht nicht und führt zu einer roten Ampel.

e) Stichtagprinzip

Bei diesem Test geht es um Veränderungen zwischen dem Ende des Referenzzeitraums für den Börsenkurs (Ankündigung der Strukturmaßnahme) und dem eigentlichen Bewertungsstichtag (Tag der Hauptversammlung). Sind keine wesentlichen Veränderungen eingetreten ist die Ampel grün, bei wesentlichen Veränderungen scheidet der Börsenkurs als Bewertungsgrundlage aus. Eine gelbe Ampel gibt es bei diesem Kriterium nicht.

f) Kursbeeinflussung

Bei diesem Test ist der Referenzzeitraum für den Börsenkurs nach Anhaltspunkten für nicht durch die Performance des Unternehmens oder Renditeerwartungen der Investoren beeinflusste Kursentwicklung zu untersuchen. Liegen keine Anhaltspunkte vor, ist die Ampel grün, liegen nicht durch neue Informationen erklärbare Kursauschläge vor, ist die Ampel gelb. Sind Verstöße gegen die MAR gerichtlich oder behördlich festgestellt worden, scheidet der Börsenkurs als Bemessungsgrundlage aus.

g) Börsenkurs als Untergrenze

Im Standard wird ausdrücklich klargestellt, dass die vorstehenden Kriterien nicht für den Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung gelten. Hier kommt es nur darauf an, ob die Veräußerung zum Börsenkurs möglich gewesen wäre (Tz 46).

h) Zusammenfassung

Die Anforderungen für durchweg grüne Ampeln sind hoch. Die Anforderungen können eigentlich nur DAX-Unternehmen und ausgewählte M-DAX Unternehmen erfüllen, die über keinen kontrollierenden Aktionär verfügen. Da es aber für Strukturmaßnahmen zwingend einen kontrollierenden Aktionär ge-

ben muss, bedeutet die Position, dass eine Bestimmung von Abfindung und Ausgleich anhand des Börsenkurses allein in der Praxis nicht möglich sein wird, wenn sich die Erstbewerter und die gerichtlich bestellten Angemessenheitsprüfer an diese berufsständischen Vorgaben halten. Die marktorientierte Bewertung ist damit entgegen der Rechtsprechung keine gegenüber der Fundamentalbewertung gleichwertige Bewertungsmethode mehr. Sofern nur eine Ampel gelb ist, muss eine Fundamentalbewertung durchgeführt werden. Ist der Wert mehr als 5 % höher als der maßgebliche Börsenkurs, ist der Fundamentalwert maßgeblich. Der Börsenkurs bleibt nur als Untergrenze. Der BGH geht davon aus, dass die kapitalmarktrechtlich vorgesehenen Informationen grundsätzlich ausreichen, damit sich Kapitalmarktteilnehmer ein zutreffendes Bild von der Ertragskraft des Unternehmens bilden kann. Nur wenn im konkreten Einzelfall nicht von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer ausgegangen werden kann, kann der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden (BGH v. 31.01.2024 – Vodafone/KDG – AG 2024, 665 Rz 20). Der Standard kehrt dieses Regel-Ausnahmeverhältnis um und kehrt zurück zur Rechtslage vor der Börsenkursrechtsprechung des BGH.

2 DVFA-Position

1) Allgemein

Die DVFA spricht sich grundsätzlich weiterhin für den Grundsatz der Methodenvielfalt aus, wobei signifikante Abweichungen zwischen verschiedenen Bewertungsmethoden zu begründen sind. Die DVFA erkennt selbstverständlich an, dass bei der Abfindungsermittlung den rechtlichen Vorgaben aus der Rechtsprechung des BGH zu folgen ist. Insofern ergibt sich ggf. eine Einengung der Methodenvielfalt aus den rechtlichen Vorgaben. Im Sinne der Transparenz und Vorbereitung des Spruchverfahrens spricht sich die DVFA weiterhin für eine Würdigung unterschiedlicher Bewertungsmethoden aus.

Bisher war das Vorgehen bei der Frage, ob der Börsenkurs der Abfindung zugrunde gelegt werden kann, wie folgt:

- Liegt Marktenge nach § 5 Abs. 4 WpÜG vor?
- Wenn nein, ist die Aktie ausreichend liquide?
- Wenn ja, liegen Anzeichen für Marktmanipulation vor?
- Wenn nein, welche Informationen werden vom Emittenten bereitgestellt und wie werden diese vom Markt verarbeitet?

Der Rückgriff auf Börsenkurse scheidet im Einklang mit der BGH-Rechtsprechung grundsätzlich nur aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist.

2) Kritik am Prüfungsansatz des IDW ES 17

Ein wesentliches Charakteristikum eines funktionierenden und informationseffizienten Kapitalmarkts ist u. a., dass der Kapitalmarkt zeitnah bzw. unverzüglich auf die kursrelevanten Informationen reagiert und der Börsenkurs fortlaufend die neuen öffentlich verfügbaren Informationen einpreist. Die DVFA empfiehlt eine umfassende Analyse des Börsenkurses im Vorfeld der Ankündigung der betreffenden Strukturmaßnahme. Die Analyse sollte die beobachtbare Kursentwicklung und insbesondere die Reaktion des Börsenkurses auf öffentlich bekannte kursrelevante Informationen umfassen. Steht die Ankündigung im Zusammenhang mit einem vorgelagerten Übernahmeangebot, ist dabei auch die Kursreaktion auf das Angebot und die darauf folgende Kursentwicklung einzubeziehen. Obwohl die zeitnahe In-

Informationsverarbeitung ein zentrales Merkmal eines effizienten Kapitalmarktes ist, findet diese zentrale Untersuchung im IDW ES 17 keine wesentliche Erwähnung.

Der Standard verlangt weiter, dass zu beurteilen sei, ob die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen die Ertragskraft des Unternehmens (tatsächlich) zutreffend bewertet haben und sich diese Marktbewertung im Börsenkurs niedergeschlagen hat. Die Überprüfung der „tatsächlich zutreffenden“ Ertragsbewertung durch Kapitalmarktteilnehmer verlangt die Rechtsprechung nicht, sondern es reicht aus, wenn die Rahmenbedingungen für einen funktionierenden Kapitalmarkt gegeben sind und insofern die Möglichkeit der effektiven Informationsverarbeitung durch die Kapitalmarktteilnehmer vorliegt. Ob die Marktteilnehmer „tatsächlich zutreffend“ bewertet haben, ist unerheblich.

Der Börsenkurs ist das Ergebnis von Angebot und Nachfrage. Er resultiert aus Reservations-/bzw. Grenzpreisen der Aktieninhaber, welche erst durch Kauf- und Verkaufsaufträge am Kapitalmarkt teilnehmen. Die Aggregation der Kauf- und Verkaufsaufträge führt im Marktgleichgewicht zum Börsenkurs. Ob und wie die einzelnen Kapitalmarktteilnehmer grundsätzlich Ertragswertüberlegungen in die Kauf- und Verkaufsaufträge oder ggf. ganz andere Einflussfaktoren einließen lassen, lässt sich aufgrund der Subjektivität der Grenzpreise und der hieraus folgenden Kauf- und Verkaufsaufträge nicht beurteilen und kann mithin auch nicht der Überprüfungsauftrag eines Wirtschaftsprüfers sein. Zutreffend ist nur, dass zum Börsenkurs eine Einigung zur Übertragung der Anteile zustande kommt und damit der Börsenkurs regelmäßig dem Verkehrswert der Anteile entspricht. Der so gebildete Preis kann zwar die Ertragskraft abbilden. Jedoch kommen auch Risikoanpassungen von Portfolien, Investitions- und Desinvestitionserfordernisse oder bloße Spekulationen auf Transaktionen oder Abfindungen als Handelsmotive in Frage. Trotzdem basiert der Börsenkurs auf einem effizienten Kapitalmarkt.

Besonderes Augenmerk verlangt, dass gemäß IDW ES 17 selbst in den Fällen, in denen der Börsenkurs als alleinige Bewertungsgrundlage abgelehnt wird und der Unterschied zwischen dem (niedrigeren) Ertragswert und dem (höheren) Börsenkurs sehr groß ist, der Börsenkurs trotzdem mit Verweis auf die Rechtsprechung als Untergrenze herangezogen wird. Diese Situation kann insbesondere in Übernahmefällen auftreten, bei denen der Bieter eine strategische Übernahmeprämie zahlt, die sich noch nicht in der historischen und/oder geplanten Ertragskraft durch die Gesellschaft und damit im Ertragswert konkretisiert hat. Der Börsenkurs richtet sich nach dem Angebotspreis, dem Erfolg des Angebots und ggf. bereits nach eintretenden Spekulationen auf eine aktienrechtliche Strukturmaßnahme. In dieser Hinsicht ist der Kapitalmarkt in diesem Zeitpunkt informationseffizient. Weil die Abfindung mindestens dem 3M-VWAP vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme entsprechen muss und daher den Zeitraum des Angebots inkludiert, wird der Kurs in Erwartung einer Strukturmaßnahme und einem damit verbundenen Abfindungsangebot selbst nach der Annahmefrist nicht mehr unter den Angebotspreis fallen. In dieser Situation unmittelbar nach dem Übernahmeangebot ist es daher nicht erforderlich, dass gemäß IDW ES 17 anhand der Ampelkriterien die Relevanz des durch die Übernahmeprämie beeinflussten Börsenkurses in Frage gestellt wird und anschließend anhand einer aufwendigen Ertragswertermittlung die Angemessenheit der Abfindung auf Basis des Börsenkurses als Untergrenze bestätigt wird.

Im Übrigen erscheint widersprüchlich, dass sich der IDW ES 17 gegen die alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses in Fällen der Verschmelzung ausspricht, jedoch bei wirtschaftlich ähnlich gelagerten Sachkapitalerhöhungen gemäß § 255 Abs. 5 S. 2 AktG die Maßgeblichkeit des Börsenkurses vom Gesetzgeber ausdrücklich anerkannt wurde.

3) Stellungnahme zu den einzelnen Tests des ES 17 Standards

a) Anteilseignerstruktur

Der IDW ES 17 schließt aus dem Vorhandensein eines Mehrheitsaktionärs auf die dominierende Marktposition dieses Mehrheitsaktionärs im Kapitalmarkt mit der Möglichkeit der Kursbeeinflussung zum Nachteil der Minderheiten. Der Mehrheitsaktionär muss nicht aktiv am Kapitalmarkt teilnehmen. Zudem wäre dann auch zu prüfen, ob nicht Minderheitsaktionäre mit großen Positionen Einfluss auf die Kursbildung genommen haben. Das ist keine fernliegende Annahme, zumindest in den Fällen, in denen die Strukturmaßnahme auf ein Übernahmeangebot folgt. Hedge-Fonds kaufen sich während der Übernahme zum Teil mit erheblichem Investitionsvolumen ein, um über die Strukturmaßnahme wieder mit Gewinn auszusteigen. Sie haben ein Interesse daran, den Kurs hochzutreiben, spekulieren aber u. a. auch auf einen Ertragswert, der über dem Börsenkurs liegt.

Nach dem ES 17 besteht „beim Vorliegen einer Anteilseignerstruktur mit (einzeln oder gemeinsam) kontrollierenden oder ökonomisch dominierenden Anteilseignern nach einhelliger Auffassung der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und der betriebswirtschaftlichen Praxis das Risiko ökonomisch einseitig beeinflusster Preise.“ [Tz. 40] Dabei bleibt unklar, wie die „Beeinflussung“ konkret aussehen könnte: Eine direkte „einseitige Beeinflussung“ des Börsenkurses nach unten durch den Verkauf eigener Anteile erscheint vor dem Hintergrund der Schwierigkeit die nötige Anteilsquote zu erreichen nicht sinnvoll.

Zusätzlich unterliegen Transaktionen der betreffenden Aktie den Regularien des WpHG. Denkbar (und wirtschaftswissenschaftlich diskutiert) sind Strategien von Mehrheitsaktionären sich auf der Basis von Informationsvorsprüngen finanzielle Vorteile zu Lasten der Minderheitsaktionäre zu verschaffen. Auf der anderen Seite bestehen nach ebenso einhelliger Meinung ganz ähnliche Probleme und finanzielle Nachteile der Minderheitsaktionäre aus Informationsasymmetrien in der vom FAUB geforderten atomistischen Anteilseignerstruktur. Die Konzentration von Anteilen bei einem Aktionär ist sogar ein Mittel zur Reduktion dieser sog. Agency Kosten (s.u.). Zusätzlich gibt es eine Vielzahl von Regelungen in Deutschland (WpHG, Informationspflichten und Offenlegungspflichten des Mehrheitsaktionärs im AktG, Rechnungslegung), die den möglichen Spielraum zur Nutzung der Informationsasymmetrien ganz erheblich einschränken.

Viele gehandelte DAX-Werte haben einen kontrollierenden Aktionär (z. B. Telekom, Henkel, Merck, Schäffler), was andere institutionelle Investoren nicht davon abhält, in die Aktie zu investieren. Wäre für diese Aktien tatsächlich davon auszugehen, dass der Börsenkurs negativ beeinflusst ist?

Kapitalmarktrechtlich müssen die Stimmrechtsmitteilungen eingehalten werden und insofern muss die Beteiligungshöhe des Mehrheitsaktionärs offengelegt werden. Darüber hinaus gehende Offenlegungspflichten in kontrollierten Situationen, um dem Risiko der Marktmanipulation entgegenzuwirken, hielt der Gesetzgeber weder in der EU noch in den USA für notwendig. Der Mehrheitsaktionär ist zunächst nur an der Gesellschaft beteiligt. Erst durch Kauf- und Verkaufsaufträge nimmt er am Kapitalmarkt teil und könnte dadurch auf den Preisbildungsprozess unmittelbar Einfluss nehmen. Für die Teilnahme am Handel gelten jedoch diverse Einschränkungen, wie beispielsweise das Verbot von Insiderhandel und Marktmanipulation oder die Vor- und Nacherwerbsregelungen im Nachgang zu öffentlichen Übernahmeangeboten. Diese Regelungen führen gerade vor und nach einem Übernahmeangebot dazu, dass der Mehrheitsaktionär, während der entsprechenden Fristen allenfalls stabilisierend auf den Börsenkurs einwirken kann. Liegt der Kurs unter dem Angebotspreis kauft er zu, bis der Kurs dem Angebotspreis entspricht. Ohne diese zusätzliche Nachfrage des Mehrheitsaktionärs läge der Kurs darunter.

Die Sorge des FAUB scheint zu sein, dass der kontrollierende Aktionär bestehende Informationsasymmetrien ausnutzen könnte, ohne dass dieser Punkt ausdrücklich im IDW ES 17 thematisiert wird. Der kontrollierende Aktionär hat unter Umständen mehr Informationen als die übrigen Marktteilnehmer. Vertreter des kontrollierenden Aktionärs im Aufsichtsrat können z. B. persönliche Kenntnis von der Planung des Unternehmens haben. Weder der Vertreter des Hauptaktionärs noch der Hauptaktionär selbst dürfen grundsätzlich diese Informationen weitergeben oder, soweit sie nicht öffentlich sind, auf der Basis dieser Informationen handeln.

Der o.a. Hypothese des FAUB steht entgegen, dass mit dem Bid/Ask Spread bereits ein in der Praxis angewendetes und wissenschaftlich anerkanntes Maß existiert, dass die tatsächlich vorliegende (und nicht nur die potentielle) Informationsasymmetrie verlässlich misst. Anstelle die tatsächliche Nutzung von Informationsasymmetrien anhand des Bid/Ask Spread zu überprüfen, wird aber vom FAUB bereits die bloße Möglichkeit („das Risiko“) der Kursbeeinflussung als Begründung verwendet, um den Börsenkurs von vornherein in Frage zu stellen.

In Bezug auf die Informationsasymmetrien hat der BGH die strenge Informationseffizienz als Voraussetzung für die Verwendung des Börsenkurses in der Vodafone/KDG Entscheidung abgelehnt. Der Einfluss eines neuen Mehrheitsaktionärs nach einer Übernahme wirkt sich positiv auf den Börsenkurs aus. Die gebotenen Übernahmeprämien führen zu Kurssteigerungen und reflektieren zunächst rein individuelle Wertvorstellungen des Bieters. Der BGH hat in der Vodafone/KDG Entscheidung anerkannt, dass ein solcher, durch die Übernahmeprämie nach oben beeinflusster Kurs, Grundlage für die Bemessung von Abfindung und Ausgleich sein kann. In effizienten Kapitalmärkten reagiert der Börsenkurs unmittelbar auf den neuen Mehrheitsaktionär bzw. ein angekündigtes Übernahmeangebot und preist die Anteile aufgrund der gebotenen Übernahmeprämie höher ein, obwohl die Realisierung der erwarteten Ergebniseffekte im Unternehmen noch gar nicht erfolgt, geplant oder in anderer Form konkretisiert ist.

Darüber hinaus ist in der betriebswirtschaftlichen Literatur das Vorhandensein von Principal-Agent-Konflikten anerkannt. Diese sind in Unternehmen mit fragmentierter Aktionärsstruktur deutlich ausgeprägter als in Unternehmen, in denen die Interessen des Managements stärker an den wertsteigernden Interessen eines Hauptaktionärs ausgerichtet sind. Das vom FAUB angenommene Problem der Ausnutzung von Informationsasymmetrien durch den Mehrheitsaktionär besteht zudem auch bei der als Voraussetzung für die alleinige Relevanz des Börsenkurses geforderten „atomistischen“ Aktionärsstruktur. Empirische Studien zeigen, dass die Verfolgung von Eigeninteressen des Managements und die damit verbundenen Wertverluste bei Gesellschaften mit breit gestreutem Anteilsbesitz ausgeprägt sind, weil es sich bei nur geringem Anteil am Eigenkapitalanteil für Aktionäre nicht lohnt, die Kosten auf sich zu nehmen, die eine Durchsetzung einer werterhöhenden Unternehmenspolitik verursacht. (Sog. Trittbrettfahrer Problem). In diesem Fall sind durch einen Großaktionär mit signifikantem Anteilsbesitz sogar Verbesserungen für die Aktionäre möglich, weil mit zunehmendem Anteil auch die Vorteile aus einer werterhöhenden Politik zu einem größeren Teil beim kontrollierenden Aktionär verbleiben und somit die Durchsetzungskosten übersteigen. Auch diese Effekte sind einhellige Meinung in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur.

Auch die Grundannahme, dass der Mehrheitsaktionär sein Verhalten an der Squeeze Out-Abfindung ausrichtet, überzeugt ökonomisch nicht. Ein Aktionär, der 95 % der Anteile an einer Gesellschaft erworben hat, muss möglichst schnell die gezahlte Übernahmeprämie rechtfertigen und den Wert seiner Beteiligung steigern. Dieser Effekt ist für ihn weitaus bedeutsamer als die Ersparnis aus einer vermeintlich geringeren Abfindung für die verbleibenden 5 % der Aktien.

Mögliche Informationsasymmetrien müssen sich nicht negativ auf den Kurs auswirken. Sollte der Mehrheitsaktionär aufgrund seiner nicht öffentlichen Informationen der Ansicht sein, dass der Börsenkurs unter dem „wahren Wert“ liegt, müsste er (wenn überhaupt) Aktien dazu kaufen und den Kurs in Richtung des von ihm angenommenen wahren Werts treiben. Kein Mehrheitsaktionär wird Aktien verkaufen, um den Kurs zu manipulieren, erst recht nicht vor Strukturmaßnahmen, weil er die außenstehenden Aktionäre nach der Maßnahme abfinden muss. Der Mehrheitsaktionär wird vielmehr versuchen, seine Beteiligung aufzustocken, was eine kurssteigernde Wirkung hat.

Die Beurteilung von Informationsasymmetrien wird, wie dargelegt, bereits durch die Analyse des Bid/Ask-Spreads gewährleistet. Nur bei hohen Bid/Ask Spreads und damit illiquiden Aktien kann von relevanten Informationsasymmetrien ausgegangen werden. Die Relevanz von Bid/Ask Spreads für die Messung von Informationsasymmetrien begründet sich durch vorsichtiger (und „weitere“) Kauf-/und Verkauf-Orderstellung von Marktteilnehmern, wenn diese annehmen, dass besser informierte Investoren am Markt teilnehmen.

Sofern die Sorge ist, dass der Mehrheitsaktionär auf die Informationspolitik des Unternehmens Einfluss nehmen und damit den Börsenkurs beeinflussen könnte, stellt sich die Frage, warum in dieser Situation der Ertragswert auf Basis der verabschiedeten Planungsrechnung des Managements verlässlicher ist. Zwar schützt die Planungsplausibilisierung und die Verwendung einer anlassunabhängig erstellten Planungsrechnung vor groben missbräuchlichen Gestaltungen. Allerdings liegt die unternehmerische Kompetenz und damit auch die Planungshoheit bei dem Vorstand und dem Aufsichtsrat des Zielunternehmens. Auch hierbei könnten Ermessensspielräume und Möglichkeiten der Einflussnahme durch den Mehrheitsaktionär bestehen, die zu konservativen, aber dennoch plausiblen Planungsannahmen führen, die vom Wirtschaftsprüfer nicht korrigiert werden können. Von der Rechtsprechung ist anerkannt, dass die Prärogative bei der Planung beim Management liegt.

Noch ein weiterer Widerspruch taucht auf: In der Ertragswertermittlung nach IDW ES 1 soll der Wert aus Sicht eines vollständig informierten Eigenkapitalgebers ohne Einfluss auf die Geschäftspolitik ermittelt werden. Zunächst wird es einen voll informierten Eigenkapitalgeber nicht geben. Selbst für das Management, das die Unternehmensplanung als Grundlage der Ertragswertermittlung beizutragen hat, kann eine vollständige Information nicht unterstellt werden. Die vom Management erstellte Planungsrechnung wird ggf. auch auf dem wertsteigernden Einfluss der Geschäftspolitik des Mehrheitsaktionärs beruhen. Die Ertragswertberechnung soll aber aus der Sicht eines Eigenkapitalgebers ohne Einfluss auf die Geschäftspolitik erfolgen. Muss der Wirtschaftsprüfer dann die Unternehmensplanung entsprechend nach unten korrigieren? Wie soll das erfolgen? Der auf dieser Basis ermittelte Unternehmenswert soll verlässlicher sein als der Börsenkurs, auch wenn die Aktie ausreichend liquide ist? Zudem ist bereits konzeptionell der aus der Sicht eines Eigenkapitalgebers ohne Einfluss auf die Geschäftspolitik ermittelte Ertragswert auf Stand-Alone-Basis niedriger als der durch die Übernahmeprämie des Bieters nach oben beeinflusste Börsenkurs. Ein solcher Prüfungsmaßstab ist zumindest in den Fällen, in denen die Strukturmaßnahme zeitnah zum Übernahmeangebot erfolgt, überflüssig, solange ein nach oben verzerrter Börsenkurs ohnehin die Untergrenze der Abfindung darstellen soll.

Das Erfordernis einer atomistischen Aktionärsstruktur, um eine Kursbeeinflussung verlässlich auszuschließen, ist schließlich mit der BGH-Rechtsprechung nicht vereinbar. Im KDG-Fall und TLG/WCM-Fall war zum Zeitpunkt der Ankündigung die Übernahmefrist bereits abgelaufen und die zur Durchführung der Strukturmaßnahme notwendige Beteiligung am Grundkapital von mindestens ca. 65 % bereits sichergestellt. Darüber hinaus stellt sich zum Kriterium „Anteilseignerstruktur“ die Frage, ab welchem Zeitpunkt konkret die behauptete Einflussnahme eines dominierenden Aktionärs beginnen soll.

b) Liquidität

Der IDW ES 17 geht davon aus, dass lediglich eine Liquidität vergleichbar der von Aktien des DAX und MDAX ausreichend ist, um ausschließlich auf den Börsenkurs abstellen zu können. Die Aufnahme in den DAX bzw. MDAX hängt von der Höhe der Marktkapitalisierung des Streubesitzes ab. Aufgrund des geringen Streubesitzes bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen von max. ca. 35 %¹ würde auch bei DAX-Unternehmen die Liquidität zurückgehen. Selbst für große Aktiengesellschaften wäre diese Anforderung nur selten erfüllt.

Zudem finden die Aktionäre noch vor einem Übernahmeangebot und auch ohne die relevante Strukturmaßnahme oft nicht die vom FAUB geforderte hohe Liquidität der Aktie bei freiem Handel in ihrem jeweiligen Marktsegment vor. Woraus leitet sich das Schutzinteresse der Aktionäre von Aktien mit generell geringerer Liquidität als der Aktien der DAX- oder MDAX Unternehmen auf Überprüfung des Börsenkurses anhand des Ertragswerts ab, solange die Aktien noch immer regelmäßig gehandelt werden und keine auffälligen Kursverläufe aufweisen?

Auch bei Betrachtung von Liquiditätskriterien wie dem Bid/Ask-Spread oder dem täglichen Handelsvolumen erweisen sich die Liquiditätskriterien als ausgesprochen streng. In der Rechtsprechung, meist in Verbindung mit dem Ausschluss von Eigenbetafaktoren, finden sich deutlich weiter gefasste Liquiditätskriterien, wie z. B. der häufig zitierte Bid/Ask Spread von 1,25 %.

Bei einem Bid/Ask-Spread von 1,25 % liegen die individuellen Wertvorstellungen einer großen Anzahl von Aktionären, offenbart in deren unterschiedlichen Kauf-/Verkaufsaufträgen, nicht allzu weit auseinander. Die Rechtsprechung geht dann zu Recht davon aus, dass der Börsenkurs ein zulässiger und guter Schätzer für den „wahren Wert“ des Anteils für eine große Anzahl von aktiven Aktionären ist. Für passive Aktionäre kann aus deren Nicht-Teilnahme am Markt geschlossen werden, dass der persönliche „wahre Wert“, den sie ihrem Anteil beimessen, nicht allzu weit von dieser Bandbreite entfernt ist: Bei großen Unterschieden hätten sie, rationales Verhalten vorausgesetzt, entweder als Käufer (wahrer Wert oberhalb dem Börsenkurs/Angebotspreis) oder als Verkäufer (wahrer Wert kleiner als Börsenkurs/Angebotspreis) auftreten müssen. Diese Überlegungen lassen den Schluss zu, dass die möglichen Abweichungen der individuellen „wahren Werte“ vom Börsenkurs/Angebotspreis nicht allzu groß sind. Das ist von Bedeutung für den Vergleich mit der alternativen Bestimmung des Ertragswertes als Grundlage der Abfindung: Die dort bekannten Bewertungsspielräume und Schätz-Unsicherheiten für zentrale Bewertungsparameter (Kalkulationszinsfuß, Wachstumsrate der ewigen Rente etc.) können zu erheblichen Abweichungen zwischen dem ermittelten Ertragswert und dem individuellen „wahren Wert“ des Anteils für den Minderheitsaktionär führen. Man kann deshalb nicht davon ausgehen, dass zwischen den individuellen „wahren Werten“ der Beteiligung für die betreffenden Aktionäre im Vergleich zum Börsenkurs deutlich kleinere Abweichungen existieren, wenn der Ertragswert als Grundlage der Abfindung dient.

Der BGH hat zudem festgestellt, dass jede in die Zukunft gerichtete Bewertungsmethode mit Unsicherheiten verbunden ist.

Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob die genannten Liquiditätskriterien auch für die Ermittlung der Parameter der Ertragswertmethode, insbesondere des Betafaktors bzw. der Marktrisikoprämie erforderlich wäre. An diesem überhöhten Maßstab dürften die meisten Betaberechnungen scheitern.

¹ Empirisch ist ein Anteil von ca. 65 % des Grundkapitals des Mehrheitsaktionärs ausreichend, um die erforderliche 75 % Zustimmungsschwelle auf der Hauptversammlung für den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu erreichen.

c) Marktabdeckung

Der IDW ES 17 führt – wohl in Ergänzung der Kriterien des BGH – das Ampelkriterium „Marktabdeckung“ ein, welches durch Verfügbarkeit von Analystenschätzungen und Fremdkapitalratings definiert wird. Beide Kriterien sind allenfalls ein Teil der dem Kapitalmarkt zur Verfügung stehenden Informationen, aber keine Voraussetzung für einen funktionierenden Kapitalmarkt. Analysten und Ratingagenturen nehmen selbst nicht am Handel teil. Ihre Einschätzungen weichen oft voneinander ab. Ob und wie Analystenschätzungen tatsächlich in eine funktionierende Preisbildung einbezogen werden, kann nicht belegt werden. Nicht selten weichen Analystenschätzungen im Kursziel deutlich vom Börsenkurs ab. Auch vermag die Qualität der Bewertungsmodelle der Analysten sehr unterschiedlich sein. Deren Informationsgrundlage wird ebenfalls auch nur unvollständig sein, gleichzeitig werden Marktteilnehmer selbst eine bessere Informationsgrundlage haben als die Analysten. Teilweise werden Analysten auch von den Emittenten selbst bezahlt. Nach erfolgreichen Übernahmen geht die Abdeckung durch Analysten oft zurück. Bei einer Strukturmaßnahme nach einer Übernahme kann die Ampel schon deshalb auf gelb schalten, obwohl die Aktie auch nach der Übernahme ausreichend liquide ist. Fremdkapitalratings werden sich nur auf die Frage des Ausfallrisikos bestimmter Fremdkapitalinstrumente mit teilweiser fester Laufzeit beziehen und sind damit für die unmittelbare Beurteilung des Wertes des Eigenkapitals ungeeignet. Warum also soll der Umfang der Abdeckung und die Spannbreite der Analystenschätzung Einfluss auf die Bewertungsmethode haben? Die Abdeckung einer Aktie durch Analysten, kann zwar ein Indiz für eine effektive Informationsverarbeitung sein, ist als eigenständiges Beurteilungskriterium aber nicht geeignet.

d) Berichterstattung

Der Umfang der Berichterstattung ist eine wesentliche Voraussetzung dafür, dass der Börsenkurs den wahren Wert einer Aktie widerspiegelt. Nur wenn genügend Informationen zur Verfügung gestellt werden, können diese bei der Preisbildung berücksichtigt werden. Dem FAUB ist zuzustimmen, dass Kurse, die im Freiverkehr ohne Offenlegungspflichten gebildet werden, nicht Grundlage einer Abfindungsbeurteilung sein können.

e) Stichtagsprinzip

Der Standard weist zutreffend darauf hin, dass zwischen der Ankündigung der Strukturmaßnahme und dem Bewertungsstichtag wertrelevante Ereignisse auftreten können, die dazu führen können, dass der Börsenkurs nicht mehr den Verhältnissen zum Bewertungsstichtag entspricht. Ein praktischer Vorteil der Ertragswertmethode ist, dass solche Veränderungen im Bewertungsmodell abgebildet werden können. Eine generelle Notwendigkeit der Überprüfung des Börsenkurses kann aber aus Veränderungen nach dem Ende der Referenzperiode nicht abgeleitet werden. Es kommt darauf an, ob tatsächlich wesentliche Veränderungen aufgetreten sind. Das dürfte für die große Mehrzahl der Fälle nicht gegeben sein. Für alle anderen Fälle gilt lt. Rechtsprechung, dass für einen Zeitraum von ca. sieben Monaten zwischen Ankündigung der Strukturmaßnahme und dem Stichtag der Hauptversammlung keine Hochrechnung des Börsenkurses vorgenommen werden muss. Zudem ist das Risiko von wesentlichen Veränderungen zwischen Ankündigung und HV-Stichtag umso geringer, je kürzer der relevante Zeitraum ist. Sofern während des Dreimonatszeitraums wesentliche Kurssprünge aufgrund von besonders kursrelevanten Ereignissen aufgetreten sind, kann auch ein abweichend zum Dreimonatszeitraums gewählter Zeitraum (z. B. 30 oder 60 Tage) dem Stichtagsprinzip gerecht werden.

f) Kursbeeinflussung

Auch der BGH hat in seinen Entscheidungen klargestellt, dass ein manipulierter Kurs nicht Grundlage einer Abfindung sein kann. Wenn aber die Gesellschaft ihren kapitalmarktrechtlichen Offenlegungspflichten nachgekommen ist und keine Untersuchungen der BaFin wegen Marktmanipulation eingeleitet worden sind, dann ist dieses Kriterium erfüllt. Die Ampel ist grün. Der Standard geht aber schon dann von einem Verdacht von Kursbeeinflussung aus, wenn Kursauschläge von über 5 % festgestellt werden, die nicht durch neue Informationen über die Ertragskraft erklärbar sind. Diese Anforderung geht weit über den BGH hinaus und ist so bisher auch nicht vertreten worden. Die Ampel schaltet dann auf gelb und der Ertragswert muss ermittelt werden.

DVFA überarbeitet aktuell „Best Practice Empfehlungen“

Die DVFA arbeitet derzeit an der zweiten Auflage der „Best Practice Empfehlungen Unternehmensbewertung“ (erste Auflage aus dem Jahr 2012) für die Ermittlung von angemessenen Abfindungen bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen. Diese werden voraussichtlich noch Ende 2025 veröffentlicht. Die DVFA wird die grundsätzliche Eignung des Börsenkurses als Schätzgrundlage unter den Voraussetzungen der BGH-Rechtsprechung respektieren und im Detail auf die praktischen Anforderungen bzw. Prüfkriterien für die Liquidität von Aktien eingehen. Im Sinne der Transparenz wird die DVFA weiterhin die Anwendung diverser Bewertungsmethoden, d.h. Methodenvielfalt, das Konzept des markttypischen Erwerbers und die transparente Begründung von Wertbandbreiten und -sensitivitäten empfehlen.

3 Die DVFA-Arbeitsgruppe Corporate Transaction & Valuation

Prof. Dr. Bernhard Schwetzler (Leiter)

Prof. Dr. Christian Aders (stv. Leiter)

Dr. Roger Becker, CEFA

Prof. Dr. Christian Decher

Peter-Thilo Hasler, CEFA

Dr. Achim Herfs

Dr. Gerhard Killat

Prof. Dr. Jens Koch

Dr. Erik Merkel

Dennis Muxfeld

Doreen Nowotne

Jens Rönneberg

Marc Tüngler

Autoren der Stellungnahme: Prof. Dr. Bernhard Schwetzler, Prof. Dr. Christian Aders, Prof. Dr. Christian Decher, Dr. Achim Herfs, Dennis Muxfeld.

DVFA e. V.

Der DVFA e. V. ist die Standesorganisation aller Investment Professionals in den deutschen Finanz- und Kapitalmärkten mit rund 1.500 Mitgliedern. Der Verband engagiert sich für die Sicherstellung professioneller Standards des Investment-Berufsstandes und fördert den Nachwuchs in der Finanzbranche, insbesondere über die DVFA-Akademie. Über verschiedene Kommissionen und Gremien beteiligt er sich an Regulierungsprozessen und politischen Diskussionen. Der DVFA e. V. ist in verschiedenen internationalen Netzwerken und Berufsverbänden organisiert. Über den Dachverband der European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS) bietet die DVFA Zugang zu einem europaweiten Netzwerk mit mehr als 16.000 Investment Professionals in 15 Ländern. Über die Association of Certified International Investment Analysts (ACIIA) ist die DVFA Teil eines weltweiten Netzwerks von mehr als 60.000 Investment Professionals. <https://dvfa.de/ueber-uns/wer-wir-sind/>

Kontakt

DVFA e. V. – Der Berufsverband der
Investment Professionals
Bockenheimer Landstraße 93
60325 Frankfurt am Main
Telefon +49 (0) 69 / 50 00 42 30
E-Mail info@dvfa.org

Impressum

Herausgeber DVFA e. V.
V. i. S. d. P. Sina Karin Hähnchen, MBA

Amtsgericht Frankfurt am Main
VR 8158

© DVFA e. V. 2025

Disclaimer

Die DVFA übernimmt keine Haftung für Fehler oder Auslassungen im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Informationen. Das Dokument wird zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und soll nicht als Aufforderung oder Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder verwandten Finanzinstrumenten interpretiert werden. Jegliche Handlung, die im Vertrauen auf diese Informationen vorgenommen oder unterlassen wird, ist verboten und kann ungesetzlich sein. Das Werk ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der DVFA unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.