

Empirische Untersuchung und Würdigung zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses bei der Ermittlung der Barabfindung

Mai 2026

Inhaltsverzeichnis

01	Executive Summary	S. 04
02	Zielsetzung der Studie	S. 04
03	Liquidität börsennotierter Aktien vor der Übernahme und vor der Strukturmaßnahme	S. 07
04	Entwicklung der Volatilität und Auswirkungen auf die alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses	S. 20
05	Verwendung der Eigenbetas im Rahmen der Discounted Cashflow- oder Ertragswertmethode	S. 27
06	Fazit und Ausblick	S. 31

Kontaktinformation

Prof. Dr. Christian Aders
CEFA, CVA

Senior Managing Director

+49 89 388 790 100
+49 172 850 4839
christian.aders@value-trust.com

Dennis Muxfeld
CIIA, CVA

Managing Director

+49 89 388 790 190
+49 151 108 669 24
dennis.muxfeld@value-trust.com

Dr. Renata Lavrova
CVA

Vice President

+49 89 388 790 170
+49 151 10866928
renata.lavrova@value-trust.com

Der Börsenkurs ist für Strukturmaßnahmen in vielen Fällen relevant und eine ausgewogene Würdigung der Liquiditätskriterien ist empfehlenswert

1

Börsenkurs als Untergrenze der Barabfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen

Ergebnisse:

- Nur 9 Fälle der 155 Strukturmaßnahmen gelten nach den Kriterien der WpÜG-AngebV als nicht hinreichend liquide und führen zum Ausschluss des Börsenkurses.
- Weitere Liquiditätsmaße wie der Bid-Ask-Spread und das tägliche durchschnittliche Handelsvolumen deuten auf zusätzliche illiquide Aktien hin, die nicht von den Kriterien der WpÜG-AngebV erfasst werden.

Der Börsenkurs ist nur dann als Untergrenze der Abfindung geeignet, wenn tatsächlich eine ausreichende Liquidität und eine realistische Desinvestitionsmöglichkeit der Aktionäre vorliegt.

2

Börsenkurs als alleiniger bzw. maßgeblicher Maßstab für die Abfindungsermittlung

Ergebnisse:

- Ein signifikanter Anteil der Fälle weist geringe Bid-Ask-Spreads (45% der Fälle < 1,25%) und ausreichende Handelsvolumina (35% der Fälle > 115 Tsd. €) auf
- Eine vor einem Übernahmeangebot liquide Aktie ist auch zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme in den meisten Fällen weiterhin ausreichend liquide.
- Liquiditätsanforderungen gemäß IDW S 17 in Anlehnung an Aktien von MDAX-Unternehmen führen in 135 von 155 Fällen zum Ausschluss des Börsenkurses.

Der Börsenkurs wird in der überwiegenden Anzahl der Fälle eine hohe Relevanz für die Abfindungsbestimmung haben. Eine Gesamtwürdigung von Börsenkurs und Ertragswert erscheint gerade bei grenzwertiger Liquidität sinnvoll, sollte aber dennoch die Maßgeblichkeit des Börsenkurses nicht ausschließen.

3

Verwendung des Eigenbeta im Rahmen der Ertragswertermittlung

Ergebnisse:

- Vor aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen geht die Volatilität der Aktien deutlich zurück im Vergleich zu dem Zeitraum vor einem Übernahmeangebot.
- In der Folge fallen die Eigenbetafaktoren um bis zu 40-50% geringer vor der Strukturmaßnahme als vor dem Übernahmeangebot aus.

Eigenbetafaktoren scheinen im Rahmen der Ertragswertmethode bei Strukturmaßnahmen im Durchschnitt nach unten verzerrt und als Risikomaß der Cashflows ungeeignet.

Inhaltsverzeichnis

01	Executive Summary	S. 04
02	Zielsetzung der Studie	S. 04
03	Liquidität börsennotierter Aktien vor der Übernahme und vor der Strukturmaßnahme	S. 07
04	Entwicklung der Volatilität und Auswirkungen auf die alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses	S. 20
05	Verwendung der Eigenbetas im Rahmen der Discounted Cashflow- oder Ertragswertmethode	S. 27
06	Fazit und Ausblick	S. 31

Der BGH hat die alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Abfindungsermittlung bei Strukturmaßnahmen grundsätzlich bestätigt

Ausgangspunkt (1/2)

- Bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung im Rahmen von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, aktien- oder umwandlungsrechtlichen Squeeze Outs oder Verschmelzungen ist der „wahre Wert“ des Unternehmens zum Bewertungsstichtag zu ermitteln.¹⁾ In der Vergangenheit richtete sich die Barabfindung primär nach dem objektivierten Unternehmenswert gemäß dem IDW S 1 i.d.F. 2008. Der Börsenkurs wurde lediglich als Untergrenze der Barabfindung verstanden.²⁾
- Nach den BGH-Entscheidungen³⁾ kann die Barabfindung alleine auf den Börsenkurs gestützt werden, wenn dieser eine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Aktien erlaubt. Der Börsenkurs basiere u.a. auf der Annahme, dass die Kapitalmarktteilnehmer die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich dieses im Börsenkurs niederschläge (TLG/WCM v. 21. Februar 2023 - II ZB 12/21, BGHZ 236, 180) und Vodafone/KDG v. 31.01.2024, BGH v. 31.01.2024 – II ZB 5/22, AG 2024, 665)
- Die Verwendung des Börsenkurses setze nicht voraus, dass der Kapitalmarkt vollständig informationseffizient ist, also ein Zustand herrscht, in dem alle zugänglichen öffentlichen und nicht öffentlichen Informationen korrekt in den Kursen verarbeitet sind. Entscheidend sei vielmehr, ob Marktteilnehmer verfügbare Informationen sachgerecht verarbeiten können. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effizienten Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, darf der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.

Ausgangspunkt (2/2)

- Die Maßgeblichkeit des Börsenkurses sei ausgeschlossen, wenn die Aktie illiquide ist und /oder ein Verdacht auf Marktmanipulation oder Insiderhandel oder ein Verstoß gegen Veröffentlichungspflichten besteht.
- Als Börsenkurs wird der nach Umsätzen gewichtete Durchschnittskurs über einen Zeitraum von drei Monaten (3M-VWAP) vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme herangezogen (Börsenkurstichtag).⁴⁾
- Die Angemessenheit der Barabfindung wird durch einen gerichtlich bestellten Angemessenheitsprüfer geprüft. Dies stellt eine Vorbehaltsaufgabe von Wirtschaftsprüfern dar, welche sich als Mitglieder des Instituts der Wirtschaftsprüfer („IDW“) i.d.R. an die berufsständischen Vorgaben ihres Instituts halten müssen. Im Zusammenhang mit der zitierten Rechtsprechung hat das Institut der Wirtschaftsprüfer einen Standard entwickelt, der Parteigutachtern und Angemessenheitsprüfern Beurteilungskriterien an die Hand geben soll, wann der Börsenkurs geeignet ist, den „wahren Wert“ einer Aktie abzubilden (IDW S 17).⁵⁾ Dabei behält das IDW eine gewisse Grundskepsis gegenüber der Berücksichtigung des Börsenkurses bei.
- Nur wenn ein Katalog von sechs Kriterien erfüllt ist, kann der Börsenkurs alleinig für die Festlegung der Barabfindung verwendet werden. Eines dieser Kriterien ist die Prüfung der Liquidität der Aktie des Bewertungsobjekts. Dabei sei der Börsenkurs nur alleine maßgeblich, wenn die Liquidität der Aktie mindestens der Liquidität eines MDAX-Unternehmens entspreche.⁶⁾
- Erweist sich dieses Kriterium als streng, wird entgegen der genannten Rechtsprechung der Börsenkurs als Methode der Abfindungsermittlung durch das IDW faktisch ausgeschlossen.

1) BVerfG v. 24.05.2012 – 1 BvR 3221/10, Rz. 27 (juris); BGH v. 15.09.2020 – II ZB 6/20, BGHZ 227, 137, Rz. 19 (juris); BGH v. 12.01.2016 – II ZB 25/14, Rz. 23 (juris); 2) BVerfG, Beschl. v. 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94 („DAT/Altana“), BVerfGE 100, 289; 3) Vgl. BGH, Beschluss vom 21. Februar 2023, Az. - II ZB 12/21, Rn. 20., BGH-Beschluss vom 31. Januar 2024, Az. - II ZB 5/22, DB 2024 S. 1196 Rn. 26; 4) BGH, Beschluss vom 31. Januar 2024 – II ZB 5/22, DB 2024, 1196 Rz. 30 = ZIP 2024, 1070 = AG 2024, 665 – Vodafone/KDG. Der BGH hat in dieser Entscheidung die mit der STOLLWERCK-Entscheidung begonnene Rechtsprechung bestätigt, dass für die Ableitung des Börsenwerts eines Unternehmens auf den Durchschnittskurs innerhalb eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme abzustellen ist; 5) IDW S 17: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen, 2025, Decher AG 2025, 572; Ruthardt AG 2025, 557; 6) IDW S 17: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen, 2025.

Der Börsenkurs ist hingegen bei fehlender Liquidität der Aktien nicht maßgeblich für die Abfindung. Die IDW-Prüfungsanforderungen zur ausreichenden Liquidität sind streng definiert

Zielsetzung

- Zudem wird der Börsenkurs auf Basis der Rechtsprechung als Untergrenze der Abfindung verstanden, sofern eine Desinvestitionsmöglichkeit aufgrund hinreichender Liquidität der Aktie gegeben ist.⁷⁾ Gemäß IDW S 17 sollen für die Beurteilung des Börsenkurses als Untergrenze geringere Liquiditätsmaßstäbe als für die alleinige Relevanz des Börsenkurses gelten.⁸⁾ IDW S 17 legt die Orientierung anhand der Kriterien nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV nahe.
- Für die Bewertungspraxis stellt sich daher die Frage, wie sich die Liquidität der Aktien bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen im Rahmen der Anforderungen der Rechtsprechung und des IDW S 17 für die alleinige Relevanz oder als Untergrenze verhält.
- Damit die Strukturmaßnahme durchgeführt werden kann, kann der Streubesitz („Free Float“) für einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag maximal 35%⁹⁾ und für einen Squeeze Out sogar nur maximal 10% (umwandlungsrechtlich) bzw. 5% (aktienrechtlich) betragen. Häufig wird die aktienrechtliche Strukturmaßnahme im Nachgang zu einem öffentlichen Übernahmeangebot durchgeführt, durch welches ein Bieter die notwendigen Anteile für die Strukturmaßnahme erwirbt.
- Das Übernahmeangebot hat Einfluss auf die Preisbildung am Kapitalmarkt.
- Daher wird in diesem Beitrag empirisch untersucht, wie hoch die Liquidität der Aktie im Dreimonatszeitraum vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme ist und wie sie sich im Vergleich zum Zeitraum vor der Ankündigung des Übernahmeangebots verändert hat.
- Zudem wird analysiert, ob sich die Volatilität der Aktien jeweils in diesen Zeiträumen verändert hat und welche Rückschlüsse hieraus auf die Verwendung des Börsenkurses für die Festlegung der Abfindung und des eigenen Betafaktors des Zielunternehmens im Rahmen des DCF bzw. Ertragswertverfahren ergeben könnten.

Datengrundlage

- Die empirische Untersuchung stützt sich auf eine proprietäre Datenbasis der Handelshochschule Leipzig (HHL) und der ValueTrust Deutschland GmbH (ValueTrust).
- Der Datensatz umfasst sämtliche nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) veröffentlichten Übernahmeangebote für börsennotierte Gesellschaften in Deutschland im Zeitraum vom 1. Januar 2005 bis zum 31. Dezember 2024 sowie alle im Anschluss durchgeführten aktien- oder umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen wie Squeeze-outs oder Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge.
- Die Daten entstammen konsistenten Preis- und Volumenreihen aus der elektronischen Datenbasis S&P Capital IQ.
- Dabei werden nur die Übernahmefälle betrachtet, bei denen anschließend eine aktienrechtliche Strukturmaßnahme durchgeführt wurde.
- Nach Bereinigung um Fälle mit unvollständigen Kurs- oder Liquiditätsinformationen (fehlende Bid-Ask-Spreads, Handelsvolumina oder Kursnotierungen) verbleibt eine Stichprobe von 172 Übernahmeangeboten mit anschließender Strukturmaßnahme.
- Für 155 dieser Fälle liegen vollständige Daten sowohl für den Zeitraum vor dem Übernahmeangebot als auch für den Zeitraum vor der Strukturmaßnahme vor.

7) BGH, Beschl. v. 12.03.2001 – II ZB 15/00 – DAT/Altana; 8) IDW S 17: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen, 2025; 9) Empirisch ist ein Anteil von rd. 65% des Grundkapitals des Mehrheitsaktionärs ausreichend, um die erforderliche 75% Zustimmungsschwelle auf der Hauptversammlung für den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu erreichen.

Inhaltsverzeichnis

01	Executive Summary	S. 04
02	Zielsetzung der Studie	S. 04
03	Liquidität börsennotierter Aktien vor der Übernahme und vor der Strukturmaßnahme	S. 07
04	Entwicklung der Volatilität und Auswirkungen auf die alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses	S. 20
05	Verwendung der Eigenbetas im Rahmen der Discounted Cashflow- oder Ertragswertmethode	S. 27
06	Fazit und Ausblick	S. 31

Die Liquidität wird drei Monate Pre Offer und Pre Measure anhand von Bid-Ask-Spread und Handelsvolumen gemäß Rechtsprechung und regulatorischen Vorgaben analysiert

WpÜG-Kriterien als Liquiditätsmaßstab

- Der relevante Untersuchungszeitraum für die Bestimmung der Liquidität beträgt drei Monate vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme („Pre Measure“) bzw. vor der Ankündigung des Übernahmeangebots („Pre Offer“).
- Dies entspricht der Mindestpreisregelung gemäß § 5 WpÜG-AngebV für Übernahmeangebote und der Rechtsprechung des BGH zum maßgeblichen Referenzzeitraum zur Erhebung des Börsenkurses (3M-VWAP) für die Abfindungsermittlung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen.
- Nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV gilt eine Aktie als liquide, wenn mindestens eines der folgenden Kriterien erfüllt ist:
 - An mindestens einem Drittel der Börsentage im Berechnungszeitraum werden Börsenkurse festgestellt (Handelshäufigkeit) und
 - mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse weichen nicht mehr als 5% (Kurssprünge) voneinander ab.
- Die Rechtsprechung hat darüber hinaus anhand der Kriterien des Bid-Ask-Spreads und des Handelsvolumens Maßstäbe zur Beurteilung der Liquidität entwickelt, die für diese empirische Untersuchung verwendet werden.
- Darüber hinaus gibt es weitere Liquiditätskriterien, wobei sich bisher keine einheitlichen Kriterien und Schwellenwerte herauskristallisiert haben.

Bid-Ask-Spread als Liquiditätsmaßstab

- Ein enger Bid-Ask-Spread deutet auf eine hohe Liquidität hin, während ein weiterer Spread darauf schließen lässt, dass es erhebliche Unterschiede zwischen den Kauf- und Verkaufsgeboten gibt.
- Der Bid-Ask-Spread stellt ein Maß für die Transaktionskosten dar. Ein hoher Spread ist ein Indikator für eine mangelnde Handelsbereitschaft oder einen ineffizienten Markt. Auch wenn keine eindeutigen Kriterien existierten scheint in der Rechtsprechung jedenfalls ein Bid-Ask-Spread von kleiner 1,25% als liquide angesehen zu werden.¹⁰⁾
- In der ISRA-Vision-Entscheidung des OLG Frankfurt wurde ein Bid-Ask-Spread von rd. 0,75% als ausreichend erachtet.¹¹⁾
- MDAX Unternehmen weisen einen Bid-Ask-Spread von rd. 0,19-0,48% auf, was gemäß IDW S 17 mindestens zu erfüllen wäre (vgl. Tabelle 1).

Verteilung der Bid-Ask-Spreads 2023-2025 (in %)

Index	Min.	Durchschnitt	Median	Max.
DAX	0,13%	0,18%	0,18%	0,25%
MDAX	0,19%	0,28%	0,28%	0,48%
SDAX	0,26%	0,55%	0,48%	2,56%
CDAX	0,13%	4,03%	1,02%	69,24%

Tabelle 1

¹⁰⁾ Vgl. LG München, Beschluss vom 2.Dezember 2016 - 5 HK 5781/15; OLG Frankfurt a. M., Beschluss vom 20. November 2019 - 21 W 77/14, Grenzwert bei Bid-Ask-Spreads ist 1%, bzw. 1,25%; ¹¹⁾ Vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 09. Februar 2024– 21 W 129/22, S. 18.

Die Liquidität wird drei Monate Pre Offer und Pre Measure anhand von Bid-Ask-Spread und Handelsvolumen gemäß Rechtsprechung und regulatorischen Vorgaben analysiert

Handelsvolumen als Liquiditätsmaßstab

- Die tägliche Anzahl gehandelter Aktien (Stückzahl) und das absolute Handelsvolumen (Umsatz) sind Indikatoren für die Marktliquidität. Während die Anzahl der gehandelten Aktien von der Anzahl der ausstehenden Aktien und dem Free Float abhängt, erlaubt das absolute Handelsvolumen einen Vergleich der Liquidität mit anderen Aktien.¹²⁾
- In der Rechtsprechung wird zumindest in einem Einzelfall ein durchschnittliches tägliches Handelsvolumen unter 115 Tsd. € als kritisch betrachtet.¹³⁾
- MDAX Unternehmen weisen durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen von rd. 1,06 - 42,87 Mio. € auf, was gemäß IDW S 17 mindestens zu erfüllen wäre (vgl. Tabelle 2).

Verteilung des durchschnittlichen täglichen Handelsvolumens 2023-2025 (in Mio. €)

Index	Min.	Durchschnitt	Median	Max.
DAX	11,67	81,20	64,02	283,51
MDAX	1,06	11,43	9,15	42,87
SDAX	0,05	1,93	1,14	14,90
CDAX	0,00	8,70	0,12	283,51

Tabelle 2

12) In der Rechtsprechung wird ein durchschnittliches tägliches Handelsvolumen unter 115 Tsd. € als kritisch betrachtet (OLG Frankfurt, Beschluss vom 20.11.2019 – 21 W 77/14); 13) OLG Frankfurt, Beschluss vom 20.11.2019 – 21 W 77/14.

Nach den WpÜG-Kriterien zeigen sich im Verlauf des Übernahmeprozesses keine Anzeichen einer Liquiditätsverschlechterung; Illiquidität wird nur in wenigen Fällen festgestellt

Liquiditätsbetrachtung nach WpÜG (1/2)

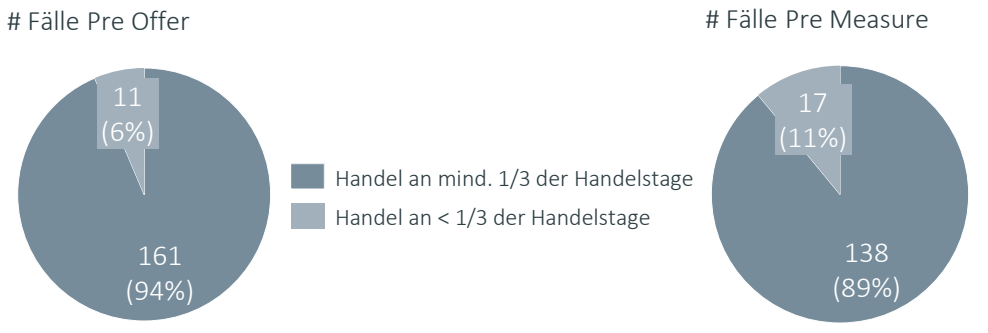
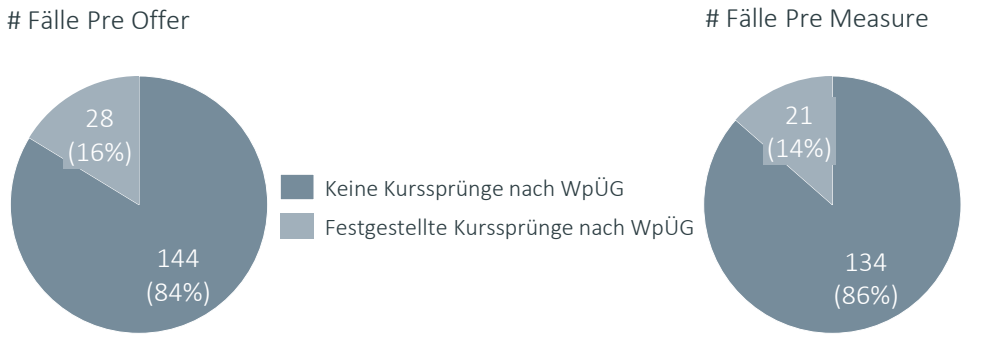


Abbildung 1

Quelle: PVT / HHL Datenbank, ValueTrust Analyse; Anmerkung: Gesamtzahl der Fälle, bereinigt um Fälle ohne verfügbare Daten.

Liquiditätsbetrachtung nach WpÜG (2/2)

- Die Abbildung 1 zeigt die beiden in § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV vorgesehenen formalen Liquiditätskriterien – Handelshäufigkeit und Kurssprünge – jeweils für den Dreimonatszeitraum vor Ankündigung des Übernahmeangebots (Pre Offer) und vor Ankündigung der Strukturmaßnahme (Pre Measure).
- Kurssprünge im Sinne der WpÜG-Angebotsverordnung treten in beiden Betrachtungszeiträumen nur in einer Minderheit der Fälle auf:
 - Pre Offer werden sie in 28 von 172 Fällen (16%) festgestellt.
 - Pre Measure zeigt sich ein vergleichbares Bild mit 21 von 155 Fällen (14%) mit Kurssprüngen.
- Auch die Handelshäufigkeit ist in beiden Phasen überwiegend hoch:
 - Pre Offer erfüllen 161 von 172 Fällen (94%) das Kriterium eines Handels an mindestens einem Drittel der Börsentage; im Durchschnitt wird in dieser Phase an 84% der Börsentage gehandelt.
 - Pre Measure-Phase liegt der entsprechende Anteil bei 138 von 155 Fällen (89%); die durchschnittliche Handelshäufigkeit sinkt auf 77% der Börsentage. Trotz dieses moderaten Rückgangs bleibt der Börsenhandel in der Mehrzahl der Fälle regelmäßig.
- Die Verteilung bleibt damit über den Taking-Private-Prozess hinweg weitgehend stabil.
- Bei kumulativer Betrachtung der Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebV wird Pre Offer in keinem Fall Illiquidität festgestellt, während Pre Measure in neun Fällen Illiquidität im Sinne der WpÜG-Kriterien vorliegt. Insgesamt erfassen die WpÜG-Kriterien somit nur einen sehr geringen Anteil der Strukturmaßnahmen mit illiquiden Aktien.

Gemessen am Bid-Ask-Spread ist in nahezu der Hälfte der Fälle aus Sicht der Rechtsprechung die Liquidität hinreichend, um den Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung heranzuziehen

Verteilung der Bid-Ask-Spreads

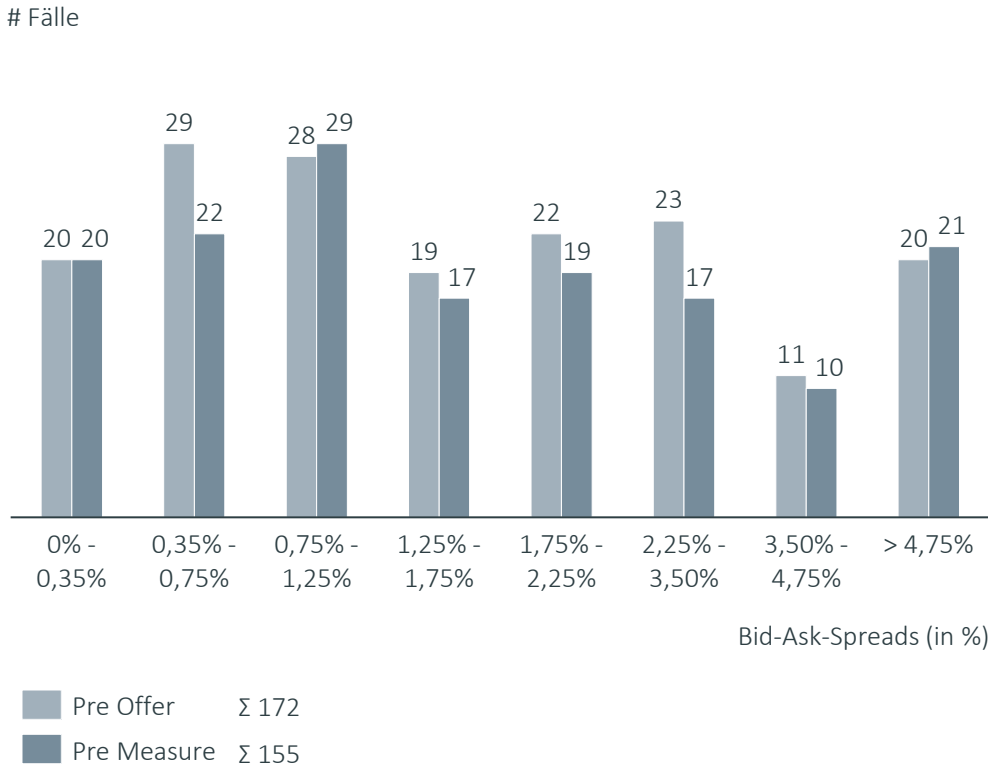


Abbildung 2

Liquiditätsbetrachtung anhand des Bid-Ask-Spreads

- In 42 von 155 Fällen (rund 27%) liegt der Bid-Ask-Spread Pre Measure zwischen 0 und 0,75% und bewegte sich damit im Rahmen des durch die ISRA-Vision-Entscheidung des OLG Frankfurt gesetzten Spielraums.
- In insgesamt 71 von 155 Pre Measure Fällen (rund 45%) liegt der Bid-Ask-Spread unter 1,25%. Damit wäre in rd. der Hälfte der Fälle von ausreichender Liquidität auszugehen.
- In den verbleibenden Fällen liegt der Spread darüber. Nur in rd. 31% der Fälle (48 Fälle) liegt der Bid-Ask-Spread über 2,25%.
- Zudem sind in der Verteilung der Bid-Ask-Spreads zum Zeitpunkt des Übernahmeangebots und der Strukturmaßnahme kaum Unterschiede zu erkennen.
- Zur weiteren Einordnung bietet sich ein Vergleich mit den Marktindizes an. Der CDAX bildet als Gesamtmarktindex sämtliche inländischen Aktien ab, während DAX, MDAX und SDAX typischerweise ein hohes Liquiditätssegment repräsentieren. Der durchschnittliche Bid-Ask-Spread im CDAX liegt bei rund 4,0% (vgl. Tabelle 1, S. 8), bei einem Median von 1,0%, was auf eine Verzerrung durch illiquide Aktien hindeutet. Vor diesem Hintergrund liegen 86% der Pre Offer- und 83% der Pre Measure-Fälle unterhalb dieses Niveaus, sodass die Liquidität der Zielunternehmen nur eingeschränkt mit dem Gesamtmarkt vergleichbar ist.
- Ein Großteil der Fälle weist Spreads auf, die selbst innerhalb des SDAX beobachtet werden. Der maximale durchschnittliche Bid-Ask-Spread im SDAX beträgt rund 2,6%; unterhalb dieser Schwelle liegen 76% der Pre Offer-Fälle und 73% der Pre Measure-Fälle. Ein Großteil der Strukturmaßnahmen bewegt sich damit innerhalb der Bandbreite der Liquiditätsmaße der Aktien vom insgesamt liquiden SDAX.
- Im IDW S 17 wird zur Überprüfung der Eignung des Börsenkurses auf einen Bid-Ask-Spread in Höhe von Unternehmen des MDAX als relevantes Kriterium verwiesen.¹⁴⁾ Diese liegen typischerweise zwischen 0,2% und 0,5%. Eine weitergehende Einordnung der Auswirkungen dieses Referenzmaßstabs erfolgt auf S. 13.

14) IDW S 17: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen, 2025.
Quelle: PVT / HHL Datenbank, ValueTrust Analyse; Anmerkung: Gesamtzahl der Fälle, bereinigt um Fälle ohne verfügbare Daten.

Gemessen am Handelsvolumen ist etwa ein Drittel der Aktien Pre Measure weiterhin liquide und es ergeben sich zwischen Pre Offer keine wesentlichen Unterschiede

Verteilung des täglichen Handelsvolumens

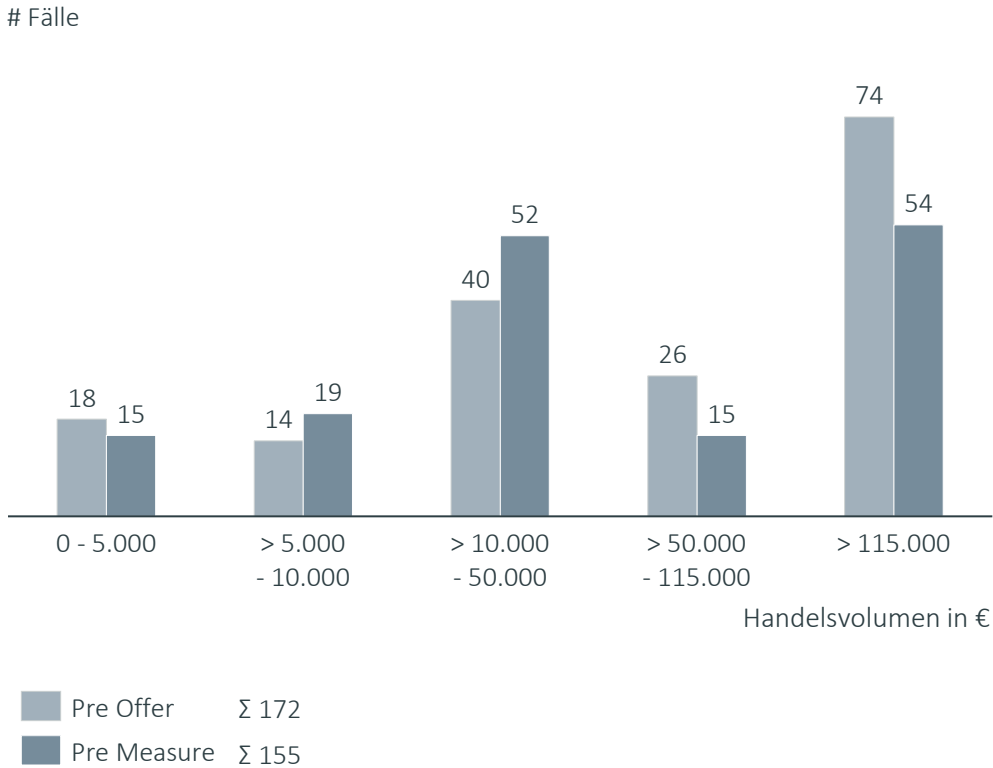


Abbildung 3

Liquiditätsbetrachtung anhand des Handelsvolumens

- Bei Betrachtung des absoluten täglichen Handelsvolumens in € zeigt sich ein vergleichbares Bild wie bei den Bid-Ask-Spreads.
- Anhand des in der Rechtsprechung genannten Kriteriums eines täglichen Handelsvolumens von mindestens 115 Tsd. € ergäben sich 54 von 155 Fälle (rd. 35%) Pre Measure, die ausreichend liquide sind.
- Pre Measure weisen nur 34 Fälle ein tägliches Handelsvolumen im Durchschnitt von 10 Tsd. € (rd. 23%) oder darunter aus.
- Angesichts der Möglichkeit einzelner Marktteilnehmer mit vergleichsweise geringen Ordervolumen eine deutliche Kursreaktion hervorzurufen, sind diese Aktien nicht nur illiquide, sondern auch anfällig für Manipulationen durch einzelne Aktionäre über einen längeren Zeitraum.
- Auch hier lässt die Verteilung zwischen den Übernahmeangeboten und Strukturmaßnahmen kaum Unterschiede erkennen.
- Zur Einordnung bietet sich wiederum ein Vergleich mit den Marktindizes an. Das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen im CDAX liegt bei rund 8,7 Mio. €, der Median bei 124 Tsd. € (vgl. Tabelle 2, S. 9). Kein einziger Fall – weder in der Pre Offer noch in der Pre Measure – erreicht das durchschnittliche CDAX-Niveau. Zugleich liegen 41% der Pre Offer Fälle und 36% der Pre Measure Fälle oberhalb des CDAX-Medians von 124 Tsd. €, bewegen sich also zumindest im mittleren Bereich des Gesamtmarktes.
- Im SDAX beträgt das niedrigste durchschnittliche tägliche Handelsvolumen rund 55 Tsd. € (vgl. Tabelle 2, S. 9). Oberhalb dieser Schwelle liegen 55% der Pre Offer-Fälle und 67% der Pre Measure-Fälle. Die Mehrheit der Zielunternehmen bewegt sich damit innerhalb der Bandbreite der Aktien des insgesamt liquiden SDAX.

Die Anforderung einer Mindestliquidität in Höhe des MDAX gemäß IDW S 17 wird bei den Strukturmaßnahmen überwiegend nicht erfüllt

Liquidität von MDAX-Unternehmen

Bid-Ask-Spread des MDAX im Zeitverlauf (in %)

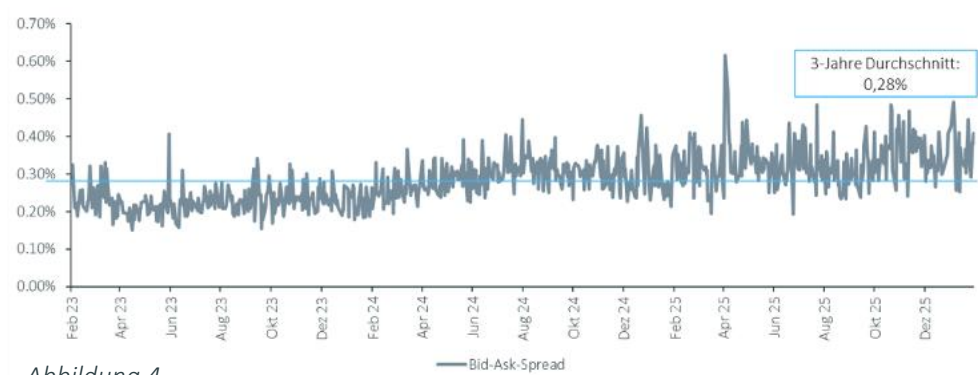


Abbildung 4

Durchschnittliches tägliches Handelsvolumen der MDAX (in Mio. €)

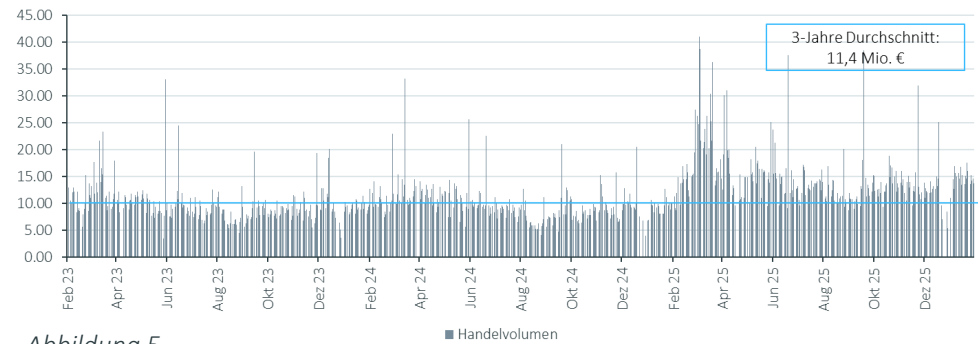


Abbildung 5

Quelle: S&P Capital IQ Databank, ValueTrust Analyse.

15) IDW S 17: Beurteilung der Angemessenheit börsenkursbasierter Kompensationen, 2025.

Liquiditätsbetrachtung nach IDW S 17

- Der IDW S 17 sieht vor, dass die Eignung des Börsenkurses als eigenständiger Bewertungsmaßstab insbesondere danach zu beurteilen ist, ob die Liquidität des betreffenden Wertpapiers „im Bereich der üblichen Liquidität von Unternehmen des Aktienindex MDAX“ liegt. Der Vergleich ist dabei mehrdimensional vorzunehmen und umfasst insbesondere den relative Bid-Ask-Spread sowie das Handelsvolumen und Handelsumsatz.¹⁵⁾
- Die Analyse der MDAX-Unternehmen über einen Dreijahreszeitraum zeigt ein durchgehend hohes Liquiditätsniveau. Der durchschnittliche Bid-Ask-Spread liegt bei rund 0,28%; der höchste durchschnittliche Spread beträgt lediglich rd. 0,48% (Tabelle 1, S. 8). Dieser Wert markiert faktisch die obere Bandbreite des im MDAX üblichen Bid-Ask-Spreads und dient als Referenzgröße für die Frage, ob der Börsenkurs ohne Vergleich mit dem Ertragswert herangezogen werden kann. Demgegenüber erreichen in der untersuchten Stichprobe nur rund 24 Fälle in der Pre Offer und eine vergleichbare Anzahl in der Pre Measure einen Bid-Ask-Spread von unter 0,48%.
- Auch das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen unterstreicht das hohe Liquiditätsniveau des Index. Über den betrachteten Zeitraum liegt der Durchschnitt bei rund 11,4 Mio. € pro Tag. Selbst das liquiditätsschwächste MDAX-Unternehmen weist noch ein durchschnittliches tägliches Handelsvolumen von rund 1,1 Mio. € auf (Tabelle 2, S. 9). Dieses Niveau kennzeichnet die untere Grenze der im MDAX üblichen Marktbreite. Im Vergleich hierzu erreichen lediglich 28 Fälle Pre Offer und 20 Fälle Pre Measure ein durchschnittliches tägliches Handelsvolumen von über 1,1 Mio. €.
- Der MDAX-Vergleich des IDW S 17 orientiert sich damit an einem Marktsegment mit sehr hoher Liquidität. Die überwiegende Mehrheit der Strukturmaßnahmen erfüllt dieses Kriterium nicht, so dass gemäß den Kriterien die alleinige Anwendung des Börsenkurses für rund 90% der Fälle ausgeschlossen würde.

In rd. der Hälfte der Fälle verschlechtert sich der Bid-Ask-Spread nach Übernahmeangebot nicht – Aus liquiden Aktien werden selten illiquide Aktien

Veränderung des Bid-Ask-Spreads nach Übernahmeangebot (1/4)

Fälle mit Veränderung des Bid-Ask-Spreads (Pre Offer vs. Pre Measure)

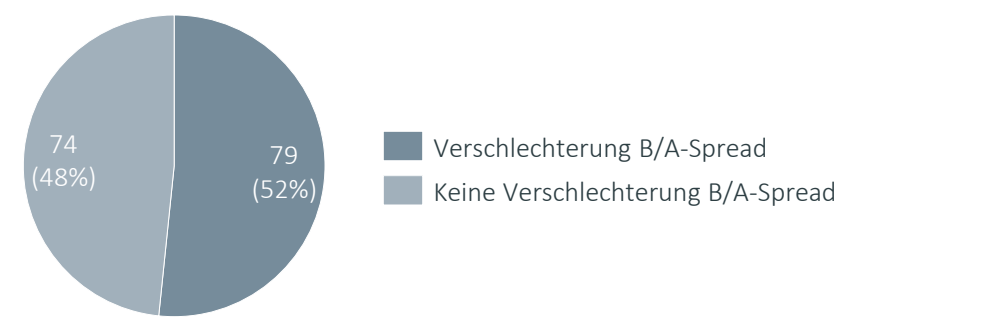


Abbildung 6

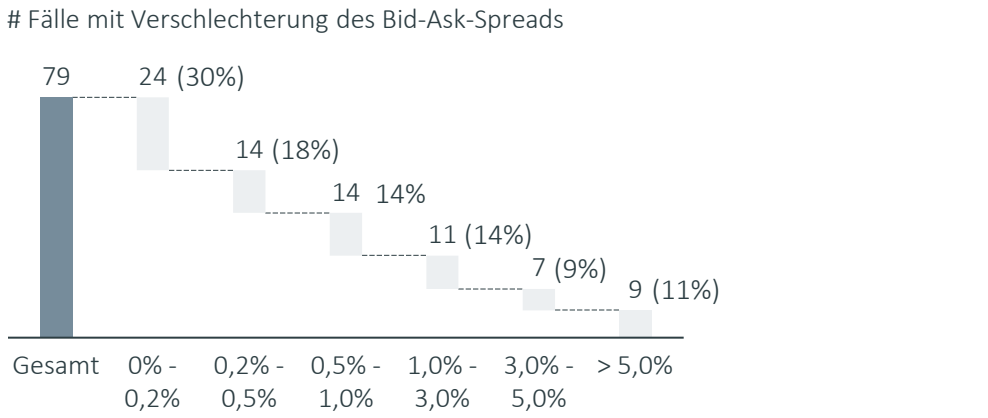


Abbildung 7

Veränderung des Bid-Ask-Spreads nach Übernahmeangebot (2/4)

- Angesichts der Reduzierung des Streubesitzes durch das Closing eines erfolgreichen Übernahmeangebots wäre zu erwarten, dass die Liquidität der Aktien in dem Zeitraum Pre Measure deutlich geringer ausfällt als noch Pre Offer.
- Im Folgenden soll daher untersucht werden, inwieweit die Durchführung des Übernahmeangebots sowie ggf. weitere Anteilserwerbe im Nachgang hierzu Einfluss auf die Liquidität der Aktien nehmen.
- Hierfür wird die Liquidität im Dreimonatszeitraum Pre Offer mit der Liquidität im gleichen Zeitraum vor Ankündigung der Strukturmaßnahme Pre Measure der jeweils gleichen Aktie verglichen.
- Bereits in 52% der Fälle tritt keine Verschlechterung der Liquidität gemessen am Bid-Ask-Spread Pre Measure im Vergleich zum Pre Offer ein. In den Fällen mit Verschlechterung des Bid-Ask-Spread beträgt der Rückgang in 24 von 79 Fällen (rd. 30%) weniger als 0,2%-Punkte.
- Damit ist in rd. zwei Drittel der Fälle kein oder nur ein geringfügiger Rückgang der Liquidität zu beobachten.

Quelle: PVT / HHL Datenbank, ValueTrust Analyse; Anmerkung: Gesamtzahl der Fälle, bereinigt um Fälle ohne verfügbare Daten.

Eine Aktie, die Pre Offer nach dem Bid-Ask-Spread liquide ist, bleibt meist auch Pre Measure liquide, wodurch der Börsenkurs Pre Measure aus Liquiditätssicht weiterhin relevant ist

Veränderung des Bid-Ask-Spreads nach Übernahmeangebot (3/4)

Fälle mit Veränderung des Bid-Ask-Spreads bei liquiden Fällen Pre Offer

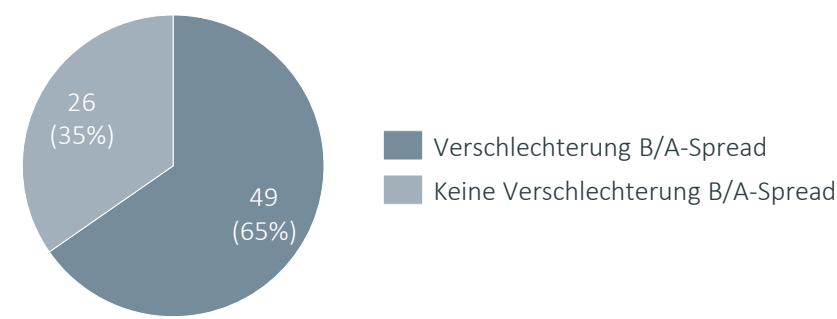


Abbildung 8

Fälle mit Verschlechterung des Bid-Ask-Spreads



Abbildung 9

Veränderung des Bid-Ask-Spreads nach Übernahmeangebot (4/4)

- Die Abbildung 8 vertieft diesen Befund: Hierbei werden nur die Aktien betrachtet, die bereits zum Zeitpunkt des Übernahmeangebots anhand des Kriteriums eines Bid-Ask-Spreads unter 1,25% als liquide eingestuft wurden.
- Innerhalb dieser Teilstichprobe kommt es lediglich in 35% der Fälle zu einer Ausweitung des Bid-Ask-Spreads. Zudem überschreitet der Spread in nur rund 25% dieser Verschlechterungsfälle in der Pre Measure den Schwellenwert von 1,25%.
- Damit kann in der Mehrheit der Fälle davon ausgegangen werden, dass eine Aktie, die Pre Offer liquide war, auch Pre Measure liquide bleibt.
- Ohne Untersuchung des Handelsvolumens – das nach der Streubesitzreduktion während des Übernahmeprozess häufig auch abnimmt – lässt sich nicht abschließend klären, ob trotz engen Bid-Ask-Spreads eine ausreichende Marktbereitschaft der Aktionäre zum Handeln besteht. Die vorliegende Studie beleuchtet daher im folgenden Abschnitt gezielt die Volumenentwicklung, um diese Lücke zu schließen und die Liquiditätseinschätzung zu vervollständigen.

16) „Liquide“ bezeichnet Aktien, deren Bid-Ask-Spread unter 1,25% liegt.
Quelle: PVT / HHL Datenbank, ValueTrust Analyse; Anmerkung: Gesamtzahl der Fälle, bereinigt um Fälle ohne verfügbare Daten.

Die Verschlechterung des Handelsvolumens nach Übernahme kann dazu führen, dass der Aktienkurs Pre Measure sensibler auf Einzeltransaktionen reagiert

Veränderung des Handelsvolumens nach Übernahmeangebot (1/2)

Fälle Veränderung des Handelsvolumens nach dem Übernahmeangebot (Pre Offer vs. Pre Measure) in %

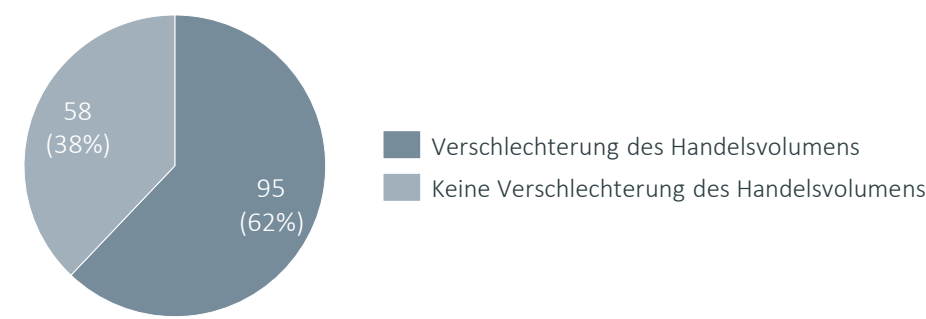


Abbildung 10

Fälle mit Verschlechterung des Handelsvolumens

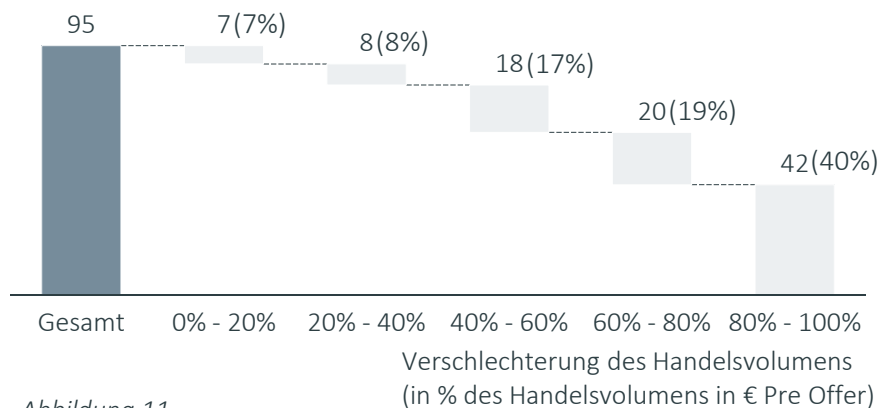


Abbildung 11

Veränderung des Handelsvolumens nach Übernahmeangebot (2/2)

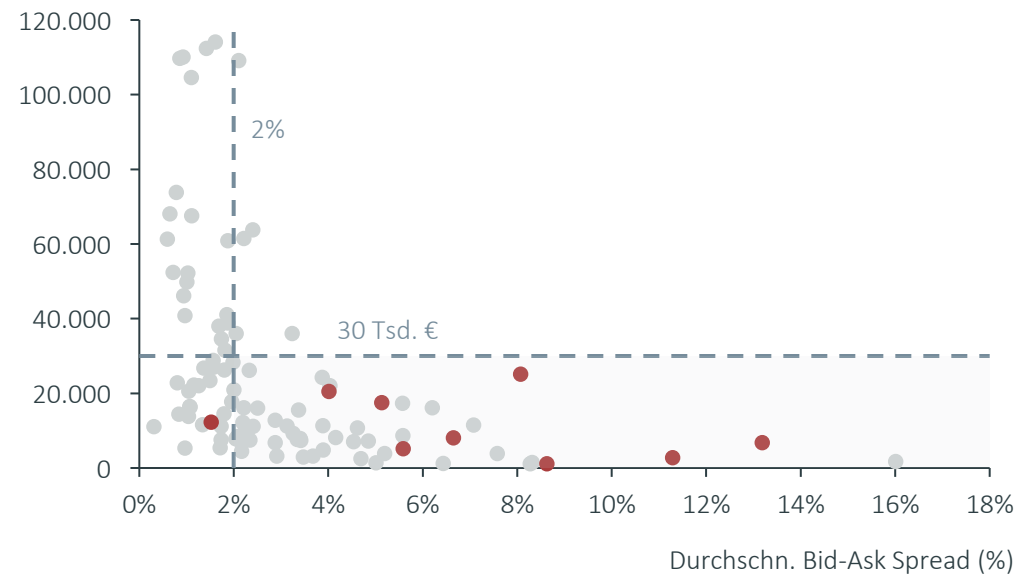
- Die Analyse des täglichen Handelsvolumens in € zeigt deutlichere Veränderungen der Liquidität als bei Betrachtung des Bid-Ask-Spreads.
- Zunächst ist hier bei einem größeren Anteil der Fälle (rd. 62%) eine Verschlechterung des Handelsvolumens beobachtbar, was durch die Konzentration der Anteile bei wenigen Investoren erklärbar ist.
- Diese Verschlechterung fällt mit einem Rückgang von 80-100% bei rd. 42 der 95 Fälle (rd. 40%) sogar recht deutlich aus.
- Betrachtet man hier wiederum nur die Fälle die bereits vor dem Übernahmeangebot mit einem Handelsvolumen von 115 Tsd. € oder darüber als liquide eingestuft wurden, dann ergibt sich nur in rd. 40% eine Verschlechterung des Handelsvolumens unter 115 Tsd. €.

Die WpÜG-Kriterien sind zu eng gefasst und eine Vielzahl von Aktien werden trotz erkennbarer Marktenge als liquide eingestuft

Liquiditätsanalyse anhand WpÜG-Kriterien (1/4)

Fälle mit Handelsvolumen < 115 Tsd. €¹⁷⁾

durchschn. tägl. Handelsvolumen (€)



- Liquide nach WpÜG § 5 Σ 91
- Nicht liquide nach WpÜG § 5 Σ 9

Abbildung 12

Quelle: PVT / HHL Datenbank, ValueTrust Analyse; Anmerkung: Gesamtzahl der Fälle, bereinigt um Fälle ohne verfügbare Daten.
17) Nur Fälle mit Handelsvolumen unter 115 Tsd. € werden gezeigt, da Fälle mit hohem Handelsvolumen niedrige Bid-Ask-Spreads aufweisen und für die Darstellung unwesentlich sind (vgl. Abbildung 14, S. 18).

Liquiditätsanalyse anhand WpÜG-Kriterien (2/4)

- Im Folgenden wird nunmehr in Bezug auf den Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung die Liquidität anhand der WpÜG-Kriterien mit den anderen Liquiditätsmaßen Handelsvolumen und Bid-Ask-Spread gegenübergestellt.
- Von 155 Strukturmaßnahmen gelten lediglich 9 Fälle (6%) nach den WpÜG-Kriterien als illiquide. Illiquidität ist im Sinne der WpÜG weit definiert.
- Der Bid-Ask-Spread dieser neun Fälle liegt überwiegend in einer Bandbreite von rund 4% bis 13%; lediglich in einem Einzelfall beträgt er 1,8%. Bereits auf dieser Grundlage wären die betreffenden Aktien als deutlich illiquide zu qualifizieren.
- Das durchschnittliche tägliche Handelsvolumen in diesen Fällen beträgt im Mittel 11,0 Tsd. € und bewegt sich innerhalb einer Spanne von 1,1 Tsd. € bis 25,1 Tsd. €.
- Die nach den WpÜG-Kriterien als illiquide eingestuften Fälle konzentrieren sich damit zutreffenderweise auf Konstellationen mit sehr geringer Handelsaktivität und erhöhten Bid-Ask-Spreads.
- Andersherum verdeutlichen die Kennzahlen Handelsvolumen und Bid-Ask-Spread, dass eine Reihe der nach WpÜG-Kriterien als liquide eingestuften Fälle auffällige Liquiditätsmerkmale aufweisen, die denen der nach WpÜG-Kriterien illiquiden Fälle ähneln.
- Bspw. sind Fälle beobachtbar, wo der Bid-Ask-Spread größer als 4% ist und das Handelsvolumen unter 20 Tsd. € liegt. Dies sind zumindest Fälle die Bedenken bezüglich der ausreichenden Liquidität analog zu den WpÜG-Kriterien hervorrufen.
- Gleichwohl sind aber auch Fälle mit niedrigen Bid-Ask-Spread und einem durchschnittlichen Handelsvolumen unter 20 Tsd. € beobachtbar, die damit aufgrund des Handelsvolumens nicht eindeutig illiquide sind.
- Insofern sind die WpÜG-Kriterien zur Beurteilung des Vorliegens einer Marktenge nicht abschließend, vielmehr ist eine Gesamtbetrachtung verschiedener Liquiditätsmaße sachgerecht. Auch bezüglich der Kriterien Handelsvolumen und Bid-Ask-Spread ist die Ableitung eindeutiger Grenzwerte nicht möglich.

Der Vergleich der WpÜG-Liquiditätskriterien mit weiteren Liquiditätsmaßen verdeutlicht, dass die WpÜG-Kriterien nur einen Teil der illiquiden Aktien erfassen

Liquiditätsanalyse anhand WpÜG-Kriterien (3/4)

Illiquide Fälle nach den WpÜG-Kriterien

Durchschn. Bid-Ask-Spread	Durchschn. tägl. Handelsvolumen (€)									Σ
	< 10 Tsd.	10 - 30 Tsd.	30 - 50 Tsd.	50 - 80 Tsd.	80 - 115 Tsd.	115 - 180 Tsd.	180 - 300 Tsd.	300 Tsd. - 1 Mio.	> 1 Mio.	
>5,00%	5	2	0	0	0	0	0	0	0	7
4,00-5,00%	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1
3,00-4,00%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2,00-3,00%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1,50-2,00%	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1
1,25-1,50%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1,00-1,25%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
0,25-1,00%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<0,25%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Σ	5	4	0	0	0	0	0	0	0	9

Abbildung 13
Verteilung aller Fälle nach Liquiditätsmaßstäben

Durchschn. Bid-Ask-Spread	Durchschn. tägl. Handelsvolumen (€)									Σ
	< 10 Tsd.	10 - 30 Tsd.	30 - 50 Tsd.	50 - 80 Tsd.	80 - 115 Tsd.	115 - 180 Tsd.	180 - 300 Tsd.	300 Tsd. - 1 Mio.	> 1 Mio.	
>5,00%	13	5	1	0	0	0	1	0	0	20
4,00-5,00%	4	3	0	0	0	0	0	0	0	7
3,00-4,00%	7	4	1	0	0	0	0	0	0	12
2,00-3,00%	7	8	1	2	1	0	1	0	0	20
1,50-2,00%	2	9	5	1	1	0	0	0	0	18
1,25-1,50%	0	4	0	0	1	0	1	1	0	7
1,00-1,25%	0	5	1	2	1	2	1	1	3	16
0,25-1,00%	1	3	2	4	2	3	3	13	11	42
<0,25%	0	0	0	0	0	0	0	1	12	13
Σ	34	41	11	9	6	5	7	16	26	155

Abbildung 14

Liquiditätsanalyse anhand WpÜG-Kriterien (4/4)

- Über die Gesamtzahl der Fälle scheint dennoch ein grundsätzlicher Zusammenhang zwischen dem Handelsvolumen und den Bid-Ask-Spread zu bestehen.
- Von 54 Fällen mit einem Handelsvolumen ab 115 Tsd. € weisen 50 bzw. über 90% der Fälle einen Bid-Ask-Spread von unter 1,5% auf. Damit ist die Liquidität in diesen Fällen nicht als problematisch einzuschätzen.
- Von den 80 Fällen mit einem durchschnittlichen Handelsvolumen größer 30 Tsd. € sind nur 8 Fälle mit einem Bid-Ask-Spread über 2% zu erkennen. Auch hier scheint die Liquidität noch nicht grundsätzlich beeinträchtigt, wobei das Risiko von Kurssprüngen aufgrund einzelner Kauf- und Verkaufssorder zunimmt.
- Auffällig ist der Bereich bei einem durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen von bis zu 30 Tsd. €. In diesem Bereich liegen 75 Fälle, von denen 68% einen Bid-Ask-Spread über 2,0%, 48% über 3,0% und 33% über 4,0% aufweisen. Dies scheint jedenfalls der Bereich zu sein, wo die Feststellung der Liquidität einer genauen Prüfung bedarf.

Quelle: PVT / HHL Datenbank, ValueTrust Analyse; Anmerkung: Gesamtzahl der Fälle, bereinigt um Fälle ohne verfügbare Daten.

Die empirische Liquiditätsanalyse belegt moderate Rückgänge nach Übernahmeangeboten, eine Divergenz der WpÜG-Kriterien und übermäßig strenge IDW S 17-Vorgaben

Zwischenfazit (1/2)

Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung

- Die empirische Analyse von 155 aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen offenbart, dass die WpÜG-Kriterien (Kurs sprünge und Handelshäufigkeit) mit lediglich 9 illiquiden Fällen (6%) ein weites Liquiditätskriterium für die Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze darstellen.
- Zudem gibt es einige Fälle, welche anhand der Kriterien Bid-Ask-Spread und durchschnittliches tägliches Handelsvolumen ähnlich illiquide, wie die Fälle der WpÜG-Kriterien sind.
- Insofern ist für eine Analyse des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung nicht davon auszugehen, dass die WpÜG-Kriterien abschließend sind. Entsprechend sind die Liquiditätsmaße Handelsvolumen und Bid-Ask-Spread in die Prüfung einzubeziehen. Insbesondere die Fälle mit einem durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen von weniger als 30 Tsd. € pro Tag und einem Bid-Ask-Spread von mehr als 2% dürften eine detaillierte Prüfung erfordern.

Börsenkurs als alleiniger Maßstab der Abfindung

- Gegen die alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses spricht gemäß BGH-Rechtsprechung, wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, weil z.B. eine Marktenge vorliegt.
- Für 155 Strukturmaßnahmen liegen in 45% der Fälle der Bid-Ask-Spread unter 1,25% und in 27% der Fälle noch unter dem Bid-Ask-Spread von 0,75% entsprechend der ISRA Vision Entscheidung. Da diese Fälle überwiegend mit einem ausreichenden täglichen Handelsvolumen von mehr als durchschnittlich 125 Tsd. € pro Tag einhergehen kommen diese Fälle für die alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses in Frage.

Zwischenfazit (2/2)

- Insbesondere konnte im Vergleich zwischen der Liquidität Pre Offer und Pre Measure nicht festgestellt werden, dass sich vor Strukturmaßnahmen die Liquidität derart verschlechtert, dass damit die alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses ausgeschlossen wäre.
- Gegen die alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses spricht nicht, wenn die relevanten Aktien eine geringere Liquidität aufweisen, als die höchst liquiden Indizes DAX und MDAX. Bspw. reicht auch im liquiden SDAX die Bandbreite des Bid-Ask-Spreads von 0,25% bis 2,5%. Ein Großteil (rd. 75%) der Fälle bewegt sich innerhalb des im SDAX beobachtbaren Liquiditätskorridors. Dies gilt auch für bei der Betrachtung des durchschnittlichen Handelsvolumens pro Tag, welches im SDAX nicht unter 55 Tsd. € lag. Diese Liquidität wird von rd. 55% der Strukturmaßnahmen erfüllt.
- Dagegen ist das vom IDW S 17 definierte Kriterium einer Liquidität auf Höhe des MDAX (max. 0,5% Bid-Ask-Spread oder min. 1,1 Tsd. € Handelsvolumen) verhältnismäßig streng und würde den Börsenkurs nur in 13% der Fälle (20 Fälle) als geeignet einstufen.
- Dies scheint im Widerspruch zur BGH-Rechtsprechung zu stehen, welche explizit die Zulässigkeit der Verwendung des Börsenkurses bei Strukturmaßnahmen betont hat und die Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung auch in Liquiditätssegmenten unterhalb des MDAX erfüllt sein können.
- Bei fraglicher Liquidität ist eine Gesamtwürdigung aus dem Börsenkurs und dem Ertragswert bzw. Fundamentalwert empfehlenswert, darf aber nicht grundsätzlich die Maßgeblichkeit des Börsenkurses in Frage stellen.

Inhaltsverzeichnis

01	Executive Summary	S. 04
02	Zielsetzung der Studie	S. 04
03	Liquidität börsennotierter Aktien vor der Übernahme und vor der Strukturmaßnahme	S. 07
04	Entwicklung der Volatilität und Auswirkungen auf die alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses	S. 20
05	Verwendung der Eigenbetas im Rahmen der Discounted Cashflow- oder Ertragswertmethode	S. 27
06	Fazit und Ausblick	S. 31

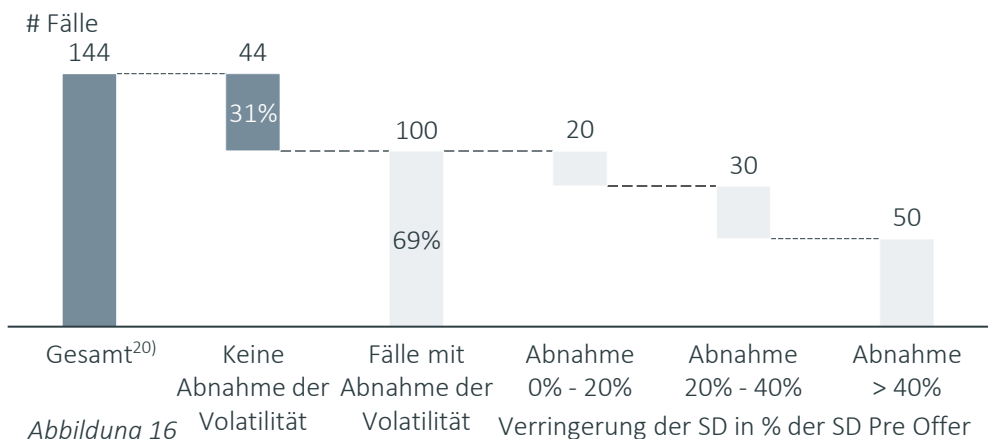
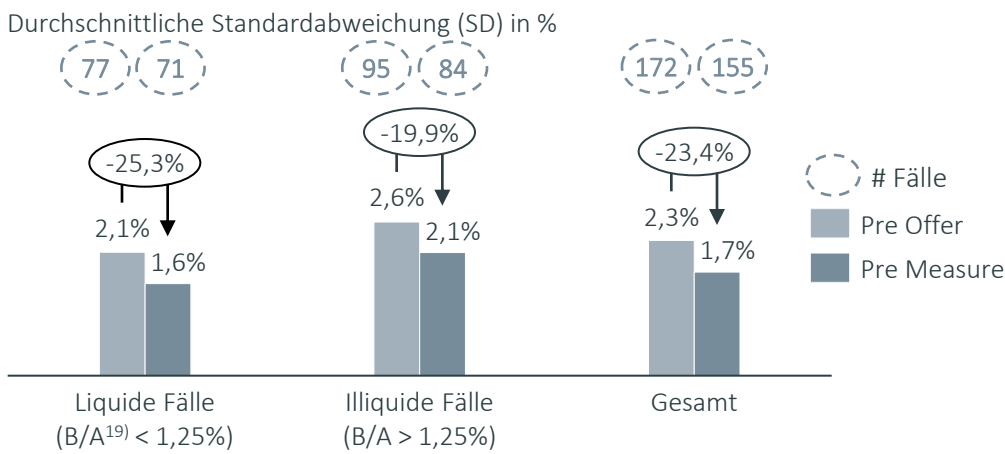
Bei vergleichbarer Informationslage wären vor dem Angebot und vor der Strukturmaßnahme ähnliche Kursvolatilitäten zu erwarten, was im Folgenden empirisch überprüft wird

Ausgangspunkt für die Analyse der Volatilitätsentwicklung

- Der BGH stützt seine Begründung für die Festlegung der Abfindung des Börsenkurses einerseits auf das Erfordernis der mittelstrengen Informationseffizienz.
- Andererseits formuliert er die Annahme, dass der Börsenkurs auf einer Bewertung der Ertragskraft durch die Marktteilnehmer beruhe. In informationseffizienten Kapitalmärkten werden kursrelevante Informationen zeitnah durch die Marktteilnehmer verarbeitet und sind somit ursächlich für die Schwankungen der Börsenkurse.
- Unter der Annahme, dass die Informationen zur Ertragskraft Pre Offer und Pre Measure in ähnlicher Weise streuen, wäre entsprechend der BGH-Begründung zu erwarten, dass der Börsenkurs Pre Offer und Pre Measure in ähnlicher Weise schwankt.
- Im Folgenden soll daher untersucht werden, ob sich zu diesen beiden Zeitpunkten eine Veränderung der Volatilität der Aktien ergibt. Dabei dient die Standardabweichung der Tagesrenditen als Maß für die Volatilität.

Die signifikante Abnahme der Volatilität zeigt, dass der Aktienkurs in vielen Fällen nicht mehr primär durch Informationen bezüglich der Ertragskraft der Unternehmen geprägt ist

Veränderung der Volatilität nach Übernahmeangebot (1/2) ¹⁸⁾



Veränderung der Volatilität nach Übernahmeangebot (2/2)

- Die Abbildung 15 zeigt, dass der Median der Standardabweichung der täglichen Renditen über die gesamte Stichprobe hinweg von 2,3% Pre Offer auf 1,7% Pre Measure sinkt – ein Rückgang um 0,6 Prozentpunkte bzw. rund 23%.
- Dieser Effekt ist grundsätzlich für die zum Zeitpunkt der Ankündigung des Übernahmeangebots liquiden Aktien bei einem Bid-Ask-Spread von weniger als 1,25% und für die anhand dieses Kriteriums illiquiden Aktien zu beobachten. Für die liquiden Aktien beträgt der Rückgang 25,3% und für die illiquiden Aktien 19,9%.
- Die Volatilitätsverteilung bestätigt diesen Trend: In 69% der beobachteten Fälle sinkt die Volatilität. Hiervon findet in 50% der Fälle ein sehr deutlicher Rückgang um mehr als 40% gegenüber dem Ausgangsniveau statt.
- Vor dem Hintergrund des systematischen Rückgangs der Volatilität stellt sich einerseits die Frage, ob dies Auswirkungen auf die Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Abfindungsermittlung von Strukturmaßnahmen hat.
- Andererseits stellt sich die Frage, inwieweit das auf Basis des Börsenkurses des Bewertungsobjekts abgeleitete Eigenbeta für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten im Rahmen der Discounted Cashflow oder Ertragswertmethode zum Bewertungsstichtag der Strukturmaßnahme verwendet werden kann.

Der Börsenkurs orientiert sich oft während Übernahmen am Angebotspreis (Sticky-Price-Effekt) und bleibt trotz geänderter Preisbildung und geringer Volatilität als Abfindungsmaßstab geeignet

Maßgeblichkeit des Börsenkurses bei Übernahmen (1/5)

- Zunächst ist in Bezug auf die Maßgeblichkeit des Börsenkurses im Rahmen der BGH-Rechtsprechung festzuhalten, dass eine geringere Volatilität im Zeitraum vor der Strukturmaßnahme kein Beleg für eine mangelnde Informationseffizienz ist.
- Die Frage ist vielmehr, warum sich zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme das Handelsverhalten der Kapitalmarktteilnehmer verändert. Unter der Annahme, dass die Informationen vor dem Übernahmeangebot und der Strukturmaßnahme in ähnlicher Weise streuen, ist ein naheliegender Erklärungsansatz, dass sich die Bepreisung der Anteile durch die Kapitalmarktteilnehmer nicht mehr primär nach der Entwicklung der Ertragskraft der Gesellschaft richtet.
- Andere preisbestimmende Faktoren könnten an Bedeutung gewinnen. Hierzu zählen zum Beispiel die bereits mit Ankündigung des vorausgegangenen Übernahmeangebots einsetzenden Spekulationen in Bezug auf mögliche Strukturmaßnahmen und die Höhe möglicher Abfindungen.
- Sofern bereits ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag geschlossen wurde, wird die Ausgleichszahlung und das Ergebnis des bereits eingeleiteten Spruchverfahrens zur Überprüfung der Abfindung und hieraus entstehende Verkaufsoptionen ²¹⁾ relevant für den Preis der Anteile.
- Zudem verändert sich die Aktionärsstruktur im Rahmen eines erfolgreichen Übernahmeangebots signifikant. Sofern ein Unternehmen im Zusammenhang mit der Übernahme seine Mitgliedschaft an einem relevanten Aktienindex verliert, sind passive Investoren in der Regel gezwungen, ihre Anteile abzugeben.

Maßgeblichkeit des Börsenkurses bei Übernahmen (2/5)

- In den Übernahmesituationen ist häufig zu beobachten, dass sich der Börsenkurs während der Annahmefrist, aber auch darüber hinaus, an dem Angebotspreis orientiert und sich von den Schwankungen der Aktienmärkte insgesamt oder auch von den Aktien der Vergleichsunternehmen entkoppelt.
- Dieses Phänomen wird als „Sticky-Price-Effekt“ bezeichnet.²²⁾ Damit das Übernahmeangebot für den Bieter erfolgreich durchgeführt werden kann, muss er in aller Regel eine Prämie gegenüber dem Börsenkurs vor der Ankündigung des Angebots anbieten.
- Diese Prämie ist der Bieter bereit zu zahlen, weil er individuelle Wertsteigerungspotenziale in dem Zielunternehmen vermutet. Dabei könnte sich die Übernahmeprämie grundsätzlich aus einer Prämie für Financial Control, Wertsteigerungen aus einer Anpassung der Strategie und/oder der Planung oder Synergien aus dem Zusammenschluss von Unternehmen zusammensetzen.
- Insofern entspricht der Angebotspreis nicht dem Stand-Alone Fundamentalwert zum Zeitpunkt vor der Ankündigung des Übernahmeangebots. Sofern der Kapitalmarkt vom Erfolg des Übernahmeangebots ausgeht, orientiert sich der Börsenkurs an dem Angebotspreis.²³⁾
- In diesem Zeitpunkt ist der Börsenkurs von einer geringen Volatilität aber auch sehr hohen Liquidität geprägt. Der Börsenkurs ist gewissermaßen informationseffizient in Bezug auf das Übernahmeangebot. Da dieser über dem Stand-Alone-Fundamentalwert liegen dürfte, spricht der Berücksichtigung des Börsenkurses für die Abfindungsermittlung nichts entgegen.

21) Während der stets stattfindenden Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung und des Ausgleichs im Spruchverfahren haben Aktionäre die Möglichkeit ihre Anteile weiterhin gegen die Zahlung der Barabfindung an den Mehrheitsaktionär zu übertragen (Put Option); 22) Yuriy Gorodnichenko, Michael Weber, Are Sticky Prices Costly? Evidence from the Stock Market. American Economic Review vol. 106, Nr. 1, Januar 2016 (S. 165–99); 23) Vgl. finexpert- ValueTrust, German Takeover Report, Vol. 11, März 2025, S. 16.

Der Börsenkurs bildet kurzfristig die Übernahmeprämie ab, bei anhaltendem Sticky-Price-Effekt oder längeren Zeiträumen ist eine Fundamentalbewertung jedoch sinnvoll

Maßgeblichkeit des Börsenkurses bei Übernahmen (3/5)

- Vielmehr partizipieren die Aktionäre vorab an einer Übernahmeprämie, die sie Stand-Alone ohne das Übernahmeangebot des Bieters nicht zu diesem Zeitpunkt realisiert hätten. Dagegen verbleibt das Risiko für die tatsächliche Realisierung der vom Bieter vermuteten Wertsteigerungspotenziale zunächst beim Bieter.
- Je länger sich im Nachgang zur Durchführung des Angebots der Börsenkurs an dem Preis des vorausgegangenen Angebots orientiert, desto größer wird die Unsicherheit, inwieweit der Börsenkurs dem Fundamentalwert des Unternehmens entspricht.
- Sofern die Übernahme für den Bieter erfolgreich ist, konkretisieren sich die erwarteten Wertsteigerungspotenziale des Bieters in der Ertragskraft des Unternehmens. Im Idealfall folgt der Börsenkurs der Steigerung der Ertragskraft des Zielunternehmens.
- Dann spricht der Verwendung des Börsenkurses als Abfindungsmaßstab wiederum nichts entgegen. Hält der Sticky-Price-Effekt jedoch an und reflektiert nicht die Steigerung der Ertragskraft des Unternehmens, kann der Börsenkurs nicht den wahren Wert des Unternehmens reflektieren und ist zur Abfindungsbestimmung ungeeignet.
- Andersherum wäre auch denkbar, dass der Bieter einen zu hohen Angebotspreis gezahlt hat und sich nach dem Erwerb der Anteile im Rahmen des Übernahmeangebots die vom Bieter eingepreisten Wertsteigerungspotenziale nicht im Zielunternehmen realisieren lassen.
- In diesem Fall liegt der Börsenkurs aufgrund des Übernahmepreises über dem durch die Ertragskraft begründeten inneren Wert des Zielunternehmens. Folglich müsste der Börsenkurs wieder auf den Stand-Alone-Fundamentalwert des Unternehmens zurückgehen.

Maßgeblichkeit des Börsenkurses bei Übernahmen (4/5)

- Dann spricht der Verwendung des Börsenkurses als Abfindungsmaßstab ebenfalls nichts entgegen. Hält der Sticky-Price-Effekt jedoch an und reflektiert weiterhin den durch den Fundamentalwert nicht gerechtfertigten Angebotspreis, kann der Börsenkurs ebenfalls nicht den wahren Wert des Unternehmens reflektieren.
- In diesem Fall würde jedoch nach derzeitiger herrschender Meinung in der Rechtsprechung der ausreichend liquide Börsenkurs die Untergrenze der Abfindung darstellen, weil verfassungsrechtlich die Abfindung nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses als Desinvestitionswert bestimmt werden dürfte.²⁴⁾
- Insofern bleibt festzuhalten, dass der Rückgang der Volatilität unmittelbar im engen zeitlichen Kontext zum Übernahmeangebot nicht gegen die Informationseffizienz des Börsenkurses und damit gegen die Verwendung des Börsenkurses für die Abfindungsermittlung der Strukturmaßnahme spricht.
- Bestehen allerdings bei längeren Zeiträumen zwischen dem Übernahmeangebot und der nachfolgenden Strukturmaßnahme Anhaltspunkte, dass der Börsenkurs nicht der Entwicklung der Ertragskraft folgt, besteht Anlass für eine Fundamentalbewertung.
- Vor diesem Hintergrund empfiehlt die DVFA bereits in ihren Empfehlungen aus dem Jahr 2012, zur Schaffung von Transparenz für die Verfahrensbeteiligten und die Gerichte in jedem Fall eine Fundamentalbewertung unter dem Grundsatz der Methodenpluralität anzufertigen.²⁵⁾

24) BVerfG, Beschl. v. 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94 („DAT/Altana“), BVerfGE 100, 289; 25) DVFA, „Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung“ der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (Stand: Dezember 2012).

Enge zeitliche Zusammenhänge zwischen Übernahme und Strukturmaßnahme rechtfertigen eine transparente Überleitung vom Fundamentalwert auf den Angebotspreis

Maßgeblichkeit des Börsenkurses bei Übernahmen (5/5)

- Auch die transparente Überleitung des Stand-Alone-Fundamentalwerts auf den gebotenen Angebotspreis und damit dem Börsenkurs erscheint in engem zeitlichem Zusammenhang zwischen der Übernahme und der Strukturmaßnahme für die Entscheidungsfindung zielführend.
- Grundsätzliche Bedenken an der Eignung des Börsenkurses als Abfindungsmaßstab sind jedoch für ausreichend liquide Fälle unbegründet.
- Vor dem Hintergrund der gezahlten Übernahmeprämie, auf dies es gemäß Wurzeltheorie der Rechtsprechung keinen grundsätzlichen Anspruch in einem engen zeitlichen Zusammenhang zwischen Übernahmeangebot und der Strukturmaßnahme geben kann, erscheinen die vom IDW S 17 gewählten Liquiditätskriterien zu streng und stellen die Eignung des Börsenkurses unnötig in Frage.

Die sinkende Volatilität im Vorfeld der Strukturmaßnahme spricht nicht gegen die Informations-effizienz des Börsenkurses, sondern ist Ausdruck einer transaktionsgeprägten Preisbildung

Fazit (1/2)

- Die empirische Analyse zeigt einen systematischen Rückgang der Volatilität zwischen Pre Offer und Pre Measure. Der Median der Standardabweichung der Tagesrenditen sinkt um rund 23%, in 69% der Fälle ist ein Rückgang zu beobachten, wobei in rd. der Hälfte dieser Fälle die Volatilität sogar um mehr als 40% abnimmt. Dieser Befund betrifft sowohl liquide als auch illiquide Aktien im Sinne des Bid-Ask-Spreads.
- Ein Rückgang der Volatilität stellt für sich genommen keinen Beleg für eine mangelnde Informationseffizienz dar. Vielmehr ist zu fragen, welche Faktoren das Handelsverhalten der Marktteilnehmer im Anschluss an ein erfolgreiches Übernahmeangebot prägen.
- Eine mögliche ökonomische Erklärung für die beobachtete Volatilitätsreduktion liegt im sogenannten *Sticky-Price-Effekt*. Dieser beruht auf der empirisch häufig beobachteten Tendenz, dass sich der Börsenkurs nach Ankündigung und Durchführung eines Übernahmeangebots eng am Angebotspreis orientiert. Grundlage dieser Erklärung ist die Annahme, dass Marktteilnehmer ihre Erwartungen primär an der Wahrscheinlichkeit des Transaktionserfolgs sowie an der Höhe einer möglichen Abfindung ausrichten. In einer solchen Konstellation treten kurzfristige Schwankungen der operativen Ertragslage gegenüber der Transaktionslogik in den Hintergrund, was zu geringeren Kursausschlägen führen kann.
- Der *Sticky-Price-Effekt* beschreibt somit keine Ineffizienz des Marktes, sondern eine veränderte Informationsbasis der Preisbildung: Der Börsenkurs reflektiert nicht mehr primär laufende Fundamentalinformationen, sondern transaktionsbezogene Erwartungen.

Fazit (2/2)

- In einem engen zeitlichen Zusammenhang zwischen Übernahmeangebot und nachfolgender Strukturmaßnahme spricht dieser Mechanismus nicht gegen die Maßgeblichkeit des Börsenkurses. Der Kurs ist informationseffizient im Hinblick auf die Transaktion selbst und beinhaltet regelmäßig eine Übernahmeprämie, an der die Aktionäre partizipieren. Verfassungsrechtlich bleibt der ausreichend liquide Börsenkurs damit grundsätzlich die Untergrenze der Abfindung.
- Problematisch wird die alleinige Maßgeblichkeit jedoch dann, wenn zwischen Übernahmeangebot und Strukturmaßnahme ein längerer Zeitraum liegt und Anhaltspunkte bestehen, dass sich der Börsenkurs dauerhaft vom Stand-Alone-Fundamentalwert entkoppelt hat. In solchen Fällen gewinnt die Fundamentalbewertung an Bedeutung, nicht als Ersatz, sondern als ergänzende Plausibilisierung im Sinne einer methodischen Absicherung.
- Insgesamt spricht der beobachtete Rückgang der Volatilität daher nicht gegen die grundsätzliche Eignung des Börsenkurses als Abfindungsmaßstab in ausreichend liquiden Fällen. Die empirischen Befunde rechtfertigen insbesondere keine generelle Infragestellung des Börsenkurses aufgrund verschärfter Liquiditätsanforderungen. Vielmehr erscheint eine kontextbezogene Würdigung angezeigt, die sowohl die Marktliquidität als auch den zeitlichen Abstand zur Übernahme berücksichtigt.

Inhaltsverzeichnis

01	Executive Summary	S. 04
02	Zielsetzung der Studie	S. 04
03	Liquidität börsennotierter Aktien vor der Übernahme und vor der Strukturmaßnahme	S. 07
04	Entwicklung der Volatilität und Auswirkungen auf die alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses	S. 20
05	Verwendung der Eigenbetas im Rahmen der Discounted Cashflow- oder Ertragswertmethode	S. 27
06	Fazit und Ausblick	S. 31

Angesichts von Volatilitätsrückgängen und unschlüssigen Liquiditätskriterien ist die Eignung des Eigenbetas für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen kritisch zu prüfen

Ausgangspunkt für die Analyse des Eigenbetas (1/2)

- Bei der Anwendung des (Tax)-CAPM im Rahmen der Ertragswertmethode nach IDW S 1 und der Discounted Cashflow Methode sind die Eigenkapitalkosten des Bewertungsobjekts anhand des risikolosen Basiszinssatzes und eines Risikozuschlags zu schätzen.
- Ökonomisch gesehen bilden die Eigenkapitalkosten die Entscheidungsalternative eines Investors ab, der die Rendite seiner Investition in ein bestimmtes Unternehmen mit der Rendite einer entsprechenden Alternativanlage in Unternehmensanteilen vergleicht.
- Die Kapitalkosten repräsentieren dann die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage, wenn diese dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist.
- Der Risikozuschlag wird aus der Marktrisikoprämie und dem Betafaktor abgeleitet. Während die Marktrisikoprämie das Risiko für eine Investition in ein Marktportfolio abbildet, stellt der Betafaktor sicher, dass der Risikozuschlag auf die spezielle Risikostruktur des zu bewertenden Unternehmens bzw. der zu diskontierende finanzielle Überschüsse angepasst wird.
- Im Rahmen des CAPM gibt der Betafaktor das sogenannte systematische Risiko einer Investition in das Bewertungsobjekt im Vergleich zum Marktportfolio an. Berechnet wird der Betafaktor als Quotient aus der Kovarianz der Renditen des betrachteten Wertpapiers und des Marktportfolios sowie der Varianz der Marktrenditen:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\text{Var}(r_m)}$$

r_i : Rendite des Wertpapiers

r_m : Marktrendite (z.B. ein breiter Aktienindex)

Ausgangspunkt für die Analyse des Eigenbetas (2/2)

- Bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen börsennotierter Unternehmen kommt grundsätzlich eine Ermittlung des Betafaktors anhand Renditen der Aktie des entsprechenden Bewertungsobjekts selbst in Frage (Eigenbeta).
- Alternativ wird in der Praxis der Unternehmensbewertung der Betafaktor anhand einer Gruppe vergleichbarer Unternehmen geschätzt. (Peer Group-Beta).
- Dabei spricht für die Verwendung des Eigenbetas, dass dies das individuelle Risiko des Bewertungsobjekts im Idealfall besser abbilden kann als eine Gruppe vergleichbarer Unternehmen.
- Vor dem Hintergrund des empirischen Befunds zum Rückgang der Volatilität der Aktie vor der Strukturmaßnahme im Vergleich zum Zeitpunkt der Übernahme, der Möglichkeit von Sticky-Price-Effekten während und nach den Übernahmeangeboten und der Einpreisung von Abfindungsspekulation durch die Kapitalmarktteilnehmer stellt sich die Frage, ob sich das Eigenbeta auch praktisch für aktienrechtliche Strukturmaßnahmen als geeigneter Schätzer erweist.
- Vor diesem Hintergrund soll analog zur Veränderung der Volatilität Pre Offer und Pre Measure die Veränderung des Eigenbeta Pre Offer und Pre Measure untersucht werden. Hierfür wird jeweils ein Referenzzeitraum von zwei Jahren vor Ankündigung des Übernahmeangebots und vor Ankündigung der Strukturmaßnahme bei wöchentlichen Renditeintervallen und jeweils ein Zeitraum von fünf Jahren bei monatlichen Renditeintervallen betrachtet.
- Da es sich ausschließlich um Unternehmen mit Sitz in Deutschland handelt, wird als Referenzindex der CDAX verwendet.²⁶⁾

26) Vgl. IDW S 1, Tz. 113ff.

Der Rückgang des Eigenbetas ist ökonomisch kaum plausibel und spricht dafür, Peer Group-Betas zu verwenden und die Ertragswertmethode marktorientiert zu plausibilisieren

Veränderung des Eigenbetas nach Übernahmeangebot (1/2)

Durchschn. Eigen-Betafaktor (verschuldet) Pre Offer vs. Pre Measure Fälle in %

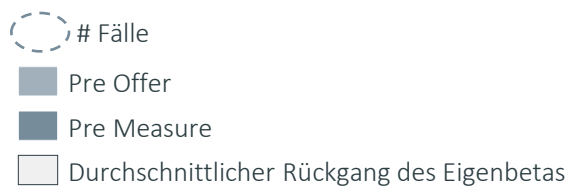
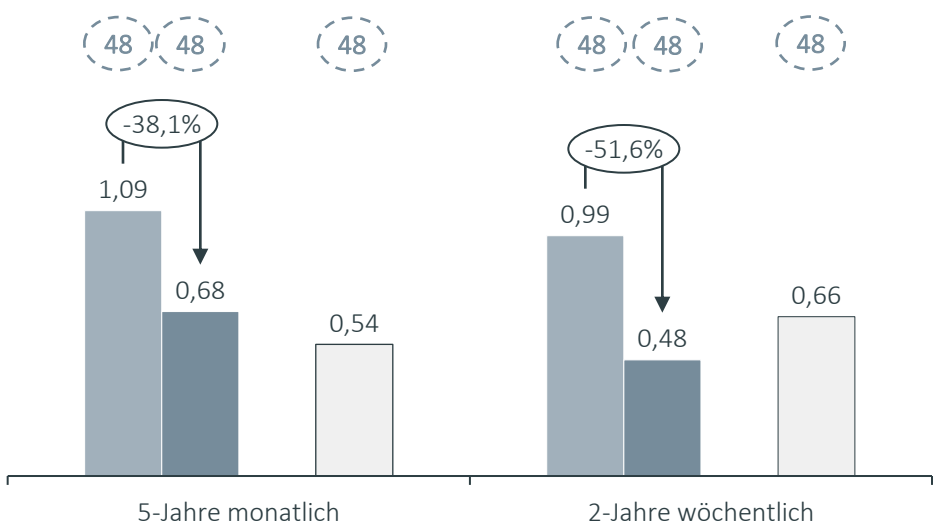


Abbildung 17

Veränderung des Eigenbetas nach Übernahmeangebot (2/2)

- Für die 155 Taking-Private-Fälle ergeben sich für 48 Unternehmen belastbare Betafaktoren vor dem Übernahmeangebot. Für die 48 Fälle ergeben sich verschuldete Betafaktoren vor dem Übernahmeangebot im Durchschnitt von 0,99 bis 1,09 (vgl. Abbildung 17).
- Dieses Ergebnis erscheint plausibel, da bei 48 Unternehmen bereits erwartet werden kann, dass sich ein Durchschnitt nahe des Betafaktors eines Marktportfolios in Höhe von 1,0 ergibt.
- Für die gleichen Fälle liegen die Betafaktoren vor der Strukturmaßnahme im Durchschnitt nur noch bei 0,48 (2-Jahres-Beta) bis 0,68 (5-Jahres-Beta). Dies entspricht einer Differenz der Durchschnitte von rd. 38% bis 52%.
- Berechnet man den Rückgang des Eigenbetas pro Fall, ergibt sich ein Durchschnittswert von 0,66 (2-Jahres-Beta) und 0,54 (5-Jahres-Beta). Dies bestätigt die Robustheit der Ergebnisse: Das Eigenbeta liegt systematisch Pre Measure niedriger als im unverzerrten Zeitraum Pre Offer.
- Angesichts der hohen Sensitivität der Annahmen zum Betafaktor in der Ertragswert- bzw. Discounted Cashflow-Methode hätte die Verwendung des Eigenbetas im Rahmen der Ertragswertmethode enorme Wertauswirkungen. Im Einzelfall ist kritisch zu hinterfragen, ob sich das Risikoprofil der finanziellen Überschüsse vor der Strukturmaßnahme, z.B. aufgrund strategischer Veränderungen des Geschäftsmodells, tatsächlich derart deutlich reduziert hat.
- Die Ergebnisse legen nahe, dass sich zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme die Verwendung des Eigenbeta (unbeachtlich der Verwendung des Börsenkurses als alleiniger Maßstab für die Festlegung der Abfindung) nicht als sachgerecht erweist und insofern auf einen Peer Group-Betafaktor abzustellen ist.

Die Verwendung des Eigenbetas verzerrt Bewertungen stärker als Peer Group-Betas, weshalb marktorientierte Methoden zur Plausibilisierung der Ertragswertmethode entscheidend sind

Fazit zur Analyse des Eigen-Betafaktors

- Teilweise wird in der Literatur die Auffassung vertreten, dass durch die Verwendung des Peer Group-Beta und des Ausschlusses von Betafaktoren anhand des Bestimmtheitsmaßes und des T-Tests die angewendeten Betafaktoren systematisch nach oben verzerrt würden und die Abfindung systematisch zu niedrig angesetzt würde.²⁷⁾
- Dem ist zu entgegnen, dass angesichts des obigen Befunds die unreflektierte Verwendung des Eigenbeta eine noch viel größere Verzerrung des Betafaktors zur Folge hätte und damit die Abfindungszahlungen deutlich zu hoch angesetzt würde.
- An dieser Stelle wird die hohe Bedeutung von marktorientierten Bewertungsmethoden, wie die Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren, zur Plausibilisierung des Ergebnisses der Ertragswertmethode nach IDW S 1 oder bestenfalls als gleichwertige Methode der Fundamentalbewertung nach den DVFA-Empfehlungen 2012 besonders deutlich.

27) Vgl. Knoll, WPg 2010 S. 1106 (1108); Franken/Schulte, WPg 2010 S. 1111 (1115).

Quelle: PVT / HHL Datenbank, ValueTrust Analyse; Anmerkung: Gesamtzahl der Fälle, bereinigt um Fälle ohne verfügbare Daten.

Inhaltsverzeichnis

01	Executive Summary	S. 04
02	Zielsetzung der Studie	S. 04
03	Liquidität börsennotierter Aktien vor der Übernahme und vor der Strukturmaßnahme	S. 07
04	Entwicklung der Volatilität und Auswirkungen auf die alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses	S. 20
05	Verwendung der Eigenbetas im Rahmen der Discounted Cashflow- oder Ertragswertmethode	S. 27
06	Fazit und Ausblick	S. 31

Die Analyse zeigt, dass der Börsenkurs für die Abfindungsermittlung in der Praxis meist relevant und ausreichend liquide ist; die DVFA empfiehlt weiterhin Methodenpluralität und transparente Plausibilisierung unter Beachtung der BGH-Rechtsprechung

Fazit und Ausblick (1/2)

- Anhand der empirischen Analyse der rd. 172 Taking-Private-Fälle konnte gezeigt werden, dass der Börsenkurs auf Basis der untersuchten Liquidität für die Abfindungsermittlung eine hohe praktische Relevanz haben wird. Für die Mehrzahl der Zielunternehmen bestehen aus Liquiditätsgesichtspunkten keine grundsätzlichen Bedenken gegen seine Heranziehung als Untergrenze.
- Die Ergebnisse verdeutlichen zunächst, dass die WpÜG-Kriterien ein zu weites Liquiditätsverständnis zugrunde legen. Lediglich 6% werden danach als illiquide eingestuft.
- Gleichzeitig liegt in rund 45% der Fälle der Bid-Ask-Spread unter 1,25%, in 27% sogar unter 0,75%. Zwischen Pre Offer und Pre Measure ist keine systematische Verschlechterung der Liquiditätsstruktur erkennbar.
- Der überwiegende Teil der Zielunternehmen bewegt sich zudem im Liquiditätskorridor des Gesamtmarkts (CDAX) und vielfach auch innerhalb des im SDAX beobachtbaren Spektrums.
- Demgegenüber orientiert sich der in IDW S 17 herangezogene MDAX-Maßstab an einem Hochliquiditätssegment des Kapitalmarkts. Es erscheint nicht mit der Rechtsprechung des BGH vereinbar, wenn anhand des Kriteriums eines Bid-Ask-Spread von MDAX-Unternehmen mit einem Spread von 0,2% bis 0,5% für die überwiegende Zahl der Strukturmaßnahmen der Börsenkurs als Abfindungsmaßstab in Frage gestellt wird.
- Zudem konnte ein deutlicher Rückgang der Volatilität der Aktie vor einer Strukturmaßnahme gezeigt werden. Dies spricht nicht grundsätzlich gegen die Informationseffizienz des Kapitalmarkts, die für die Verwendung des Börsenkurses bei der Abfindungsermittlung erforderlich ist.

Fazit und Ausblick (2/2)

- Allerdings ist gerade im Vorfeld zu aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen denkbar, dass der Börsenkurs nicht mehr primär durch eine Bewertung der Ertragskraft durch die Kapitalmarktteilnehmer geprägt ist. In der Folge ist im Rahmen der Ertragswert- oder Discounted Cashflow-Methode die Verwendung des Eigenbeta kritisch zu betrachten.
- 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 im Frühjahr 2026 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 empfiehlt die DVFA weiterhin die Anwendung verschiedener Bewertungsmethoden (Methodenvielfalt), die Orientierung am Konzept des markttypischen Erwerbers sowie eine transparente Begründung von Wertbandbreiten und -sensitivitäten.

VALUETRUST

FINANCIAL EXPERTS IN ACTION

ValueTrust is a brand of PVT Financial Advisors SE

Follow us

