Symposium Kapitalmarktrecht aktionaersforum

Frankfurt a.M., 15.09.2022

Börsenkurs versus Ertragswert: Alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses?

RA Dr. Martin Weimann, Berlin

www.weimann.de

www.vzfk.de

www.spruchverfahren.info

„Dualistische Wertermittlung durch Börsenwert und Ertragswert bei Kompensationen“

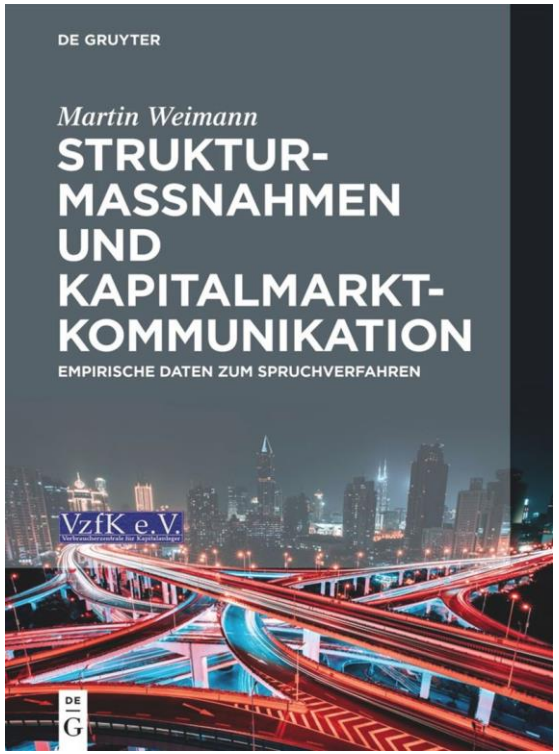
Investitionsstrategien und Wertfindung

1. Quellen
2. Beispiel: Wertentwicklung zwischen Squeeze-out und zeitnahem Weiterverkauf (Versatel, VTG, WMF)
3. Interessenanalyse
4. Regulatorischer Rahmen für Wertermittlung
5. Investitionsstrategien
6. Datenlage
   a) Ertragswert und Börsenwert in Berichten nach §§ 293a, 293f, 327c AktG
   b) Vergleich Übernahmeangebot und Strukturmaßnahme
   c) Kursreaktionen auf Ankündigung Delisting
   d) Vergleich Delisting-Wert und Strukturmaßnahme
   e) Geldvermögen der privaten Haushalte (IV. Quartal 2021)

1. Studien zur quantitativen empirischen Justizforschung

Bisher erscheinen:

Erscheint Anfang 2023:



2.a. Weiterverkauf Versatel AG

HV beschließt Squeeze-out am 09.02.2012

- Ertragswert: 247.72 Mio. Euro (= 5,63 Euro je Aktie)
  Barabfindung zum Börsenwert: 300,96 Mio. Euro (= 6,84 Euro je Aktie)

Spruchverfahren – Beschluss LG Berlin am 05.02.2021

- Ertragswert laut LG Berlin: 348,92 Mio. Euro (= 7,93 Euro je Aktie)

Weiterverkauf in 2 Tranchen an United Internet bis zum 01.07.2014

- Gesamtwert: 645,6 Mio. Euro (= 14,67 Euro je Aktie)

2.b. Weiterverkauf VTG AG

HV Squeeze-out am 22.09.2021:
3,016 Mrd. EW / 1,537 Mrd. BW (Ertragswert 88,01 - Börsenwert 44,93 Euro / Aktie)
Handelsblatt 26.11.2021: ca. 7 Mrd. Euro (>200 Euro / Aktie)
(Delisting-Angebot 11.03.2019: 53,00 Euro – 71 % bei Morgan Stanley und 15 % Hertz Stiftung
Freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot 16.07.2018: 53,00 Euro – 29% bei Morgan Stanley)

7.2.4 Zusammenfassung

Das Ergebnis des Bewertungsgutachtens zur Ermittlung des Ertragswerts der VTG sowie der angemessenen Barabfindung gemäß § 327b AktG fassen wir wie folgt zusammen:

- Der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte objektivierte Unternehmenswert der VTG nach IDW S 1 unter der Annahme der Unternehmensfortführung und einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,75% zum 22. September 2021 beträgt rd. EUR 3.016 Mio.; der Wert je VTG-Aktie beträgt danach EUR 88,11.

- Im Dreimonatszeitraum vor der Ankündigung der Absicht des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der VTG AG betrug der von der Hauptaktionärin ermittelte volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs der VTG-Aktien im Freiverkehr der Wertpapierbörse Hamburg EUR 44,93.

SCHIENENLOGISTIK-KONZERN

Waggonvermieter VTG wird für Verkauf vorbereitet – Bewertung von bis zu sieben Milliarden Euro

Mehrheitseigner Morgan Stanley will seinen Anteil an Europas größtem Waggonvermieter Finanzkreisen zufolge verkaufen. Die Co-Investoren könnten ihre Anteile verkaufen oder aufstocken.

Arno Schütze

26.11.2021 • Update: 26.11.2021 - 15:04 Uhr • Kommentieren • 1 x geteilt

2.c. Weiterverkauf WMF AG

- Übernahmeangebot vom 16.08.2012
  Gegenleistung: St. 47,00 Euro / Vz. 31,80 Euro
- Übernahmeangebot vom 14.07.2014
  Gegenleistung von 53,00 Euro auf 58,00 Euro für Vorzugsaktie erhöht.
- HV beschließt Squeeze-out am 20.01.2015
  Ertragswert: 814,58 Mio. Euro = 58,37 Euro je Stamm- und Vorzugsaktie)
  Börsenwert: 712,86 Mio. Euro = 52,78 Euro je Stammaktie und 47,67 Euro je Vorzugsaktie
- Spruchverfahren - Landgericht Stuttgart schlägt Vergleich vor: Ertragswert 1.000,15 Mio. Euro = 72,00 Euro je Stammaktie und 71,00 Euro je Vorzugsaktie
- Weiterverkauf am 23.05.2016 an Group SEB (dazu gehört u.a. Rowenta, Krups, Tefal, Arno usw.) zum Bruttopreis von 1.585 Mio. Euro
- Differenz zum Ertragswert HV: 770,42
- Bei 9.333.400 Stammaktien und 4.666.600 Vorzugsaktien ist das ein Preis von 113,21 Euro je Aktie.

3. Interessenanalyse
„Innerer Wert“

Ertragswert = „hoher“ Unternehmenswert

- Eigeninteresse der juristischen Person:
  - innerer Wert = keinen unrealistischen Wert, z.B. Wirecard
  - Maximaler Wert = Abwehr Übernahmen, Rating, Kreditwürdigkeit
- Unternehmerisch investierte Aktionäre:
  - Kurssteigung signalisiert Erfolg!
  - innerer/maximaler Wert z.B. Sicherheit für Darlehen
- Finanzinvestoren
  - Zukunftserfolgswert
  - Spruchverfahren sichert Investitionsstrategien ab.
  - Arbitrage zwischen Börsenwert - Ertragswert
- Management mit erfolgsabhängiger Vergütung
- Berater (WP / RA)
- Steuerzahler: erfolgreiche Eigenvorsorge

Börsenwert = „niedriger“ Unternehmenswert

- Unternehmensübernahme
  - Bieter: geringer Preis
- Kompensationspflichtige Strukturmaßnahme nach § 1 SpruchG
  - Geringe Abfindung / Ausgleich
  - Keine Nachzahlung

4. Regulatorischer Rahmen für Wertermittlung

- Konzerneingangskontrolle: Beteiligung überschreitet 30 %, §§ 29, 35 WpÜG (Regulierter Markt)
  - Anspruch für Aktionär
  - Schutz der bisherigen Investitionsstrategie (Art. 14 I GG)
    - Angebot zum Börsenwert nach AngebVO
- Verantwortlichkeit bei Fehlen eines Beherrschungsvertrags, §§ 311 ff. AktG
  - Anspruch für Gesellschaft
  - Schadensersatz / Nachteilsausgleich
  - Klagerecht für Aktionär
- Kompensationspflichtige Strukturmaßnahmen, § 1 Nr. 1 bis Nr. 4 SpruchG
  - Anspruch für Aktionär
  - Schutz Investitionsstrategie (Art. 14 I GG)
    - Innerer Wert nach Ertragswertverfahren
    - Börsenwert als Wertuntergrenze

5. Investitionsstrategien und Strukturmaßnahmen / Delisting

Ertragswert / Börsenwert (§ 1 SpruchG)

- Kursrelevante Informationen
  - Berichte für Strukturmaßnahmen nach §§ 293a, 293f, 327c AktG mit Unternehmensbewertung
  - Ankündigung Strukturmaßnahme / Abfindung
  - Ausgang Spruchverfahren (Rechtsschutz innerer Wert)
  - Presse (Interessenorientierte Pressearbeit?)
- Auswirkungen auf Kurs
  - Abfindungshöhe stabilisiert Kurs
  - Erwartungen an das Spruchverfahren
- Empirische Daten
  - Ausgang Spruchverfahren
  - Berichtslage: Ertragswert – Börsenwert
  - Übernahmeangebot - Strukturmaßnahme
- Investoren kaufen Zukunftserfolgswert
  - Kurssteigerungen
  - Dividende
  - Spruchverfahren / Ertragswert sichern diese Investitionsstrategie ab.

Börsenwert (Delisting)

- Kursrelevante Informationen
  - Punktuelle Regelinformationen
  - Ankündigung Delisting
  - Presse (Interessenorientierte Pressearbeit?)
- Auswirkungen auf Kurs
  - Ankündigung Delisting führt „regelhaft zu Kursverfall“. (BVerfG)
  - Handelsvolumen steigt
- Empirische Daten
  - Reaktion (Kurs / Umsatz) auf Ankündigung Delisting
  - Börsenwert – Ertragswert bei nachfolgenden Strukturmaßnahmen gem. § 1 SpruchG
- Investoren nutzen Handelbarkeit
  - Verkaufsdruck für Finanzinvestoren / Kleinanleger
  - Kaufmöglichkeit für Großaktionäre
  - Sobald ein Aktionär erforderliche Beteiligung hält, modifiziert das die Investitionsstrategie = Gespaltener Kurszettel.

6. Datenlage

a) Ertragswert und Börsenwert in Berichten nach §§ 293a, 293f, 327c AktG
b) Vergleich Übernahmeangebot und Strukturmaßnahme
c) Kursreaktionen auf Ankündigung Delisting
d) Vergleich Delisting-Wert und Strukturmaßnahme
e) Geldvermögen der privaten Haushalte (IV. Quartal 2021)

Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung

6.a. Ertragswert und Börsenwert in Berichten nach §§ 293a, 293f, 327c AktG

01.01.2002 bis 14.09.2022

334 Squeeze-out-Verfahren mit Angaben zum Börsenwert in Berichten

Tag der Hauptversammlung

Verhältnisse zur Hauptversammlung	
Unternehmenswerte laut Hauptaktionären (Barabfindungen · Anzahl Aktien gesamt ohne eigene Aktien der Gesellschaft)	631.145.457.602,93 €
Börsenwerte (alle Aktien) (Börsenkurse · Anzahl Aktien gesamt ohne eigene Aktien der Gesellschaft)	557.795.612.989,99 €
Differenz	**73.349.844.612,94 €**
entspricht	*13,15 %*
Barabfindungen laut Hauptaktionären (Barabfindungen · Anzahl Aktien im Streubesitz)	17.619.641.505,91 €
Börsenwerte (Freefloat) (Börsenkurse · Anzahl Aktien im Streubesitz)	16.093.555.012,25 €
Differenz	**1.526.086.493,66 €**
entspricht	*9,48 %*

Nach Spruchverfahren

Verhältnisse nach Spruchverfahren	
Unternehmenswerte laut Gerichten (bzw. HV, wenn [noch] keine Entscheidung) (Barabfindungen · Anzahl Aktien gesamt ohne eigene Aktien der Gesellschaft)	688.851.047.304,74 €
Börsenwerte (alle Aktien) (Börsenkurse · Anzahl Aktien gesamt ohne eigene Aktien der Gesellschaft)	557.795.612.989,99 €
Differenz	**131.055.434.314,75 €**
entspricht	*23,50 %*
Barabfindungen laut Gerichten (bzw. HV, wenn [noch] keine Entscheidung) (Barabfindungen · Anzahl Aktien im Streubesitz)	18.661.924.251,73 €
Börsenwerte (Freefloat) (Börsenkurse · Anzahl Aktien im Streubesitz)	16.093.555.012,25 €
Differenz	**2.568.369.239,48 €**
entspricht	*15,96 %*

6.b. Vergleich Übernahmeangebot und Strukturmaßnahme

216 Squeeze-out-Verfahren folgten auf ein Übernahme-/Delisting-Erwerbsangebot

Tag der Hauptversammlung

Barabfindung nach Hauptversammlungsbeschluss (Freefloat) (Barabfindungen X Anzahl Aktien im Streubesitz)	11.199.681.103,60 €
Angebotspreise (Freefloat) (Barabfindungen X Anzahl Aktien im Streubesitz)	10.728.938.371,50 €
Differenz (Freefloat)	**470.742.732,10 €**
Anzahl Erhöhungen (Barabfindungen höher als Angebotspreise)	132 Fälle
entspricht	61,11 %
Anzahl Verringerungen (Barabfindungen niedriger als Angebotspreise)	53 Fälle
entspricht	24,54 %
Anzahl identisch (Barabfindungen identisch mit Angebotspreisen)	31 Fälle
entspricht	14,35 %

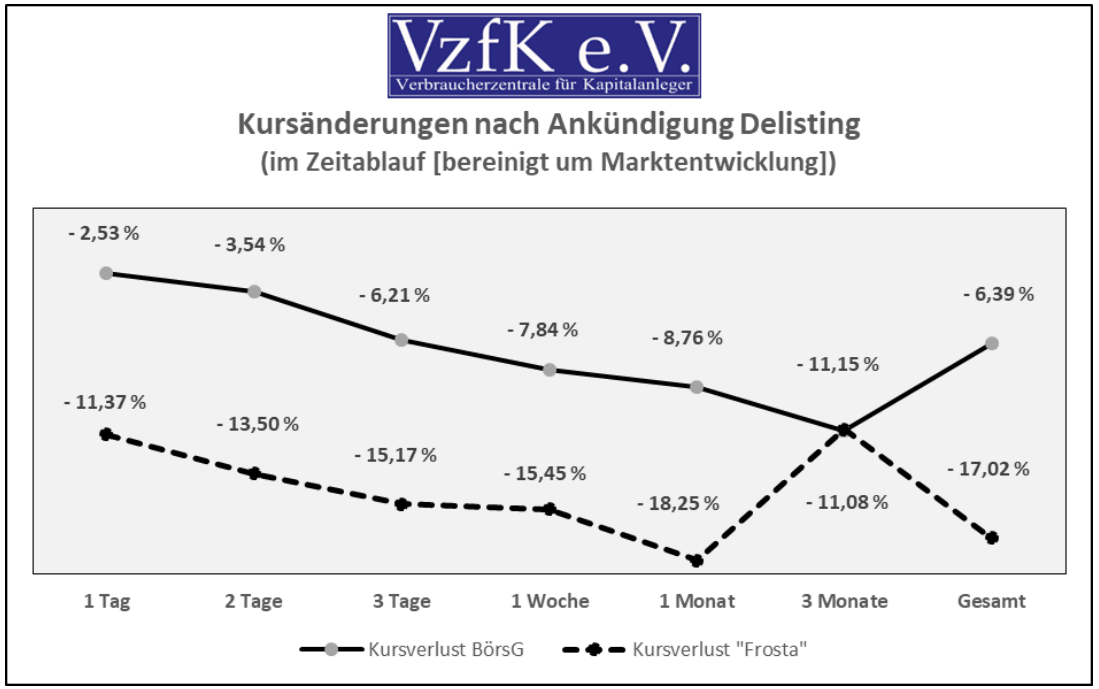
Nach Spruchverfahren

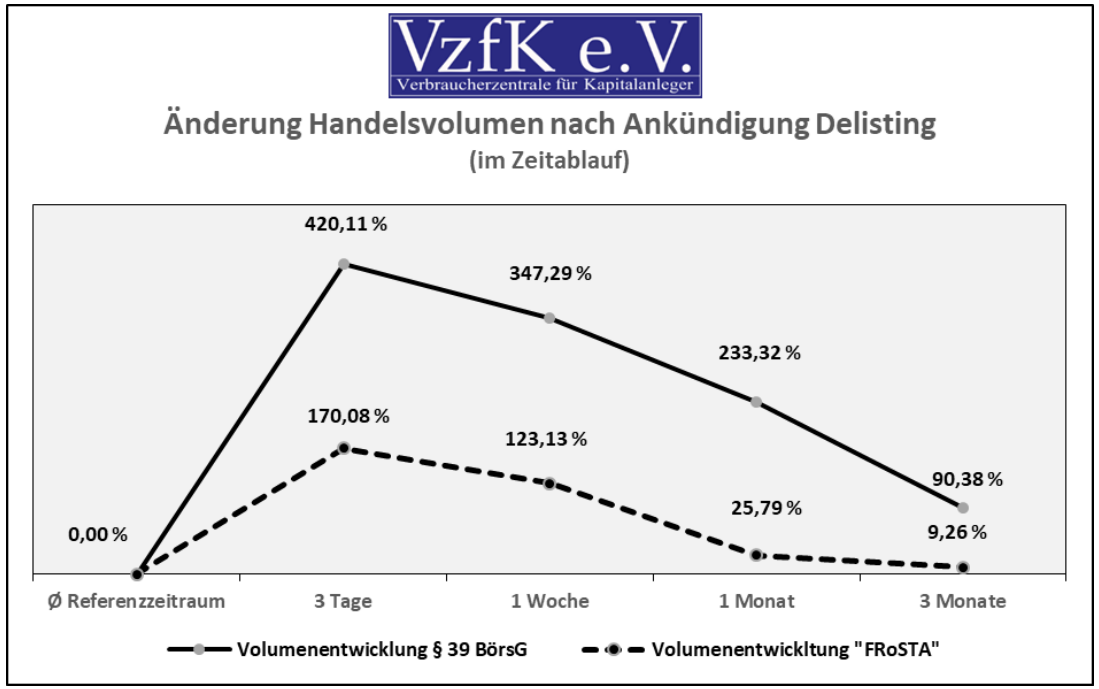
Barabfindung nach Spruchverfahren [bzw. HV, wenn noch kein Gerichtsbeschluss] (Freefloat) (Barabfindungen X Anzahl Aktien im Streubesitz)	11.673.201.532,68 €
Angebotspreise (Freefloat) (Barabfindungen X Anzahl Aktien im Streubesitz)	10.728.938.371,50 €
Differenz (Freefloat)	**944.263.161,18 €**
Anzahl Erhöhungen (Barabfindungen höher als Angebotspreise)	167 Fälle
entspricht	77,31 %
Anzahl Verringerungen (Barabfindungen niedriger als Angebotspreise)	35 Fälle
entspricht	16,20 %
Anzahl identisch (Barabfindungen identisch mit Angebotspreisen)	14 Fälle
entspricht	6,48 %

6.c. Kursreaktionen auf Ankündigung Delisting

Quelle: Studie 2020

„Frosta“: 08.10.2013 bis 25.11.2015 – „§ 39 BörsG: 26.11.2015 bis 31.12.2019“





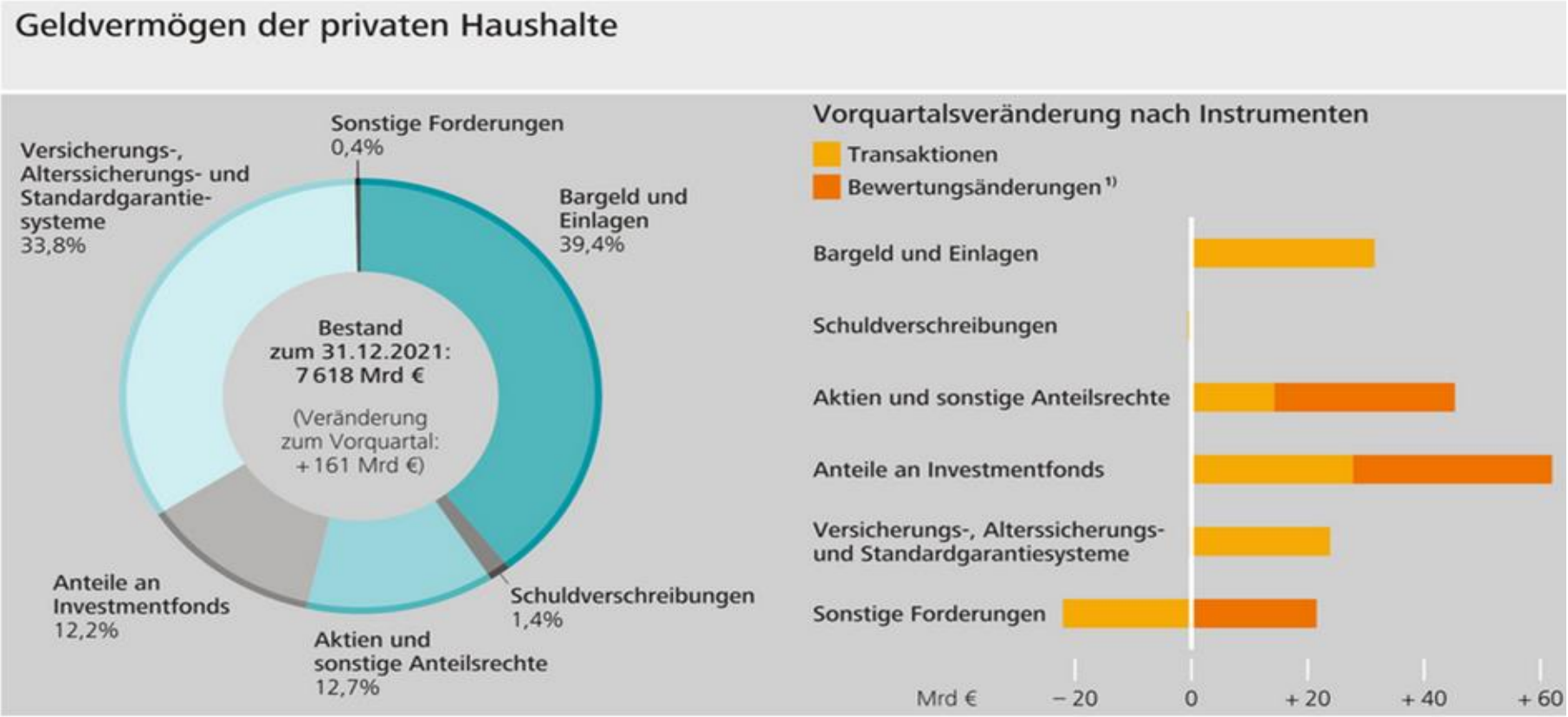
6.d. Vergleich Delisting-Wert und Strukturmaßnahme

Zeitraum: 8. Oktober 2013 bis 31. Dezember 2019

- In 26 von insgesamt 111 ausgewerteten Delisting-Verfahren folgte dem Delisting eine abfindungspflichtige Strukturmaßnahme.
- In 20 Fällen lag die **Abfindung über dem Börsenkurs**, nur in sechs Fällen darunter.
- Im Durchschnitt lagen die von den Hauptversammlungen beschlossenen **Barabfindungen um 75,28 Prozent über Gegenleistung i.S.d. § 39 BörsG**.
- Für die zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme noch im Streubesitz befindlichen Aktien – insgesamt 42.995.629 Stück – ergibt sich eine **Differenz** in Höhe von **24.137.708,76 Euro** zwischen der gesetzlichen Gegenleistung laut Börsengesetz und der Barabfindung in der nachfolgenden abfindungspflichtigen Strukturmaßnahme.
- Nach **Abschluss der Spruchverfahren** wird sich dieser Betrag noch erhöhen.

6.e. Geldvermögen der privaten Haushalte

Quelle: Bundesbank IV. Quartal 2021



1 Einschl. sonstiger Volumenänderungen.
Deutsche Bundesbank