

Wie Aktionäre abgefunden werden können

Der BGH bietet eine einfache Lösung. Doch jetzt sorgen Vorgaben für Wirtschaftsprüfer für Wirbel.

Über Abfindungen bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wie Squeeze-outs oder Beherrschungsverträgen wird regelmäßig gestritten. Es geht ums Geld. Der Streit dreht sich häufig um Details der Unternehmensbewertung auf Basis des Ertragswerts. Bei dessen Parametern können bereits kleine Änderungen große Effekte haben. Dies ruft immer wieder auch Hedgefonds und Berufskläger auf den Plan, die nicht nur auf eine nachträgliche Erhöhung der Abfindungen in Spruchverfahren spekulieren, sondern wegen großzügiger Verzinsungsregeln auch ein wirtschaftliches Interesse an langwierigen Verfahren haben. Mehrjährige Prozesse bringen die Gerichte oft an ihre Belastungsgrenze.

Für spürbare Abhilfe sorgen zwei Entscheidungen des Bundesgerichtshofs (BGH), nach denen eine Bewertung des Unternehmens rein anhand von Börsenkursen zulässig ist, ohne den Ertragswert heranzuziehen. Die Auswahl zwischen mehreren geeigneten Bewertungsmethoden hat danach das befassende Gericht zu treffen, ohne an die Einschätzung der vorher zur Abfindungsermittlung eingebundenen Wirtschaftsprüfer gebunden zu sein. Es kann sich dabei für den Börsenkurs entscheiden. Dafür verlangt der BGH ausdrücklich keine perfekten Marktbedingungen. Er macht nur dann eine Ausnahme, wenn kein funktionierender Kapitalmarkt gegeben ist. Die Rechtsprechung ermöglicht eine zügige, rechtssichere Klärung von Abfindungsfällen.

Der Fachausschuss Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) hat nunmehr jedoch den Entwurf eines Standards ES 17 vorgelegt, der bestimmt, wann Wirtschaftsprüfer in Abfindungsfällen den Ertragswert verwenden müssen. Der Standard bedient sich dazu eines Ampelsystems aus sechs Anforderungen, etwa atomistische Anteilseignerstruktur, Liquidität der Aktie, Qualität verfügbarer Marktmeinungen und keine künstliche Kursbeeinflussung. Steht auch nur eine Ampel auf Gelb, soll der Ertragswert zur

Plausibilisierung herangezogen werden, steht eine auf Rot, soll der Ertragswert allein maßgeblich sein.

Sechs grüne Ampeln sind in der Praxis kaum realistisch, insbesondere ist die atomistische Aktionärsstruktur bei Strukturmaßnahmen, die von einem Mehrheitsaktionär ausgehen, ausgeschlossen. Damit erweisen sich die Anforderungen als zu streng. Eine reine Orientierung am Börsenkurs wäre nur in seltenen Ausnahmen möglich. Demgegenüber hatte der BGH ausdrücklich betont, dass keine perfekten Marktbedingungen erforderlich sind, um den Börsenkurs als verlässlich anzusehen.

In der Praxis könnte der vorgeschlagene IDW-Standard die vom BGH ermöglichte Vereinfachung konterkarieren. Der Bewertungsstandard ist zwar kein Gesetz, die Mitglieder des IDW – immerhin 90 Prozent der Wirtschaftsprüfer in Deutschland – halten sich jedoch ausnahmslos an ihn. Und bei Strukturmaßnahmen kommt es immer noch auf ihren Stempel unter die Angemessenheit einer Abfindung an. Wird nun der Ertragswert ermittelt, und sei es nur zur Plausibilisierung des Börsenkurses, besteht die Gefahr, dass über diese Ermittlung auch künftig der gleiche langwierige Streit geführt wird wie bisher.

Letztlich entscheiden die Gerichte, wie der BGH betont. Sie könnten damit schon bei der Bestellung eines Abfindungsprüfers festlegen, wie bei der Prüfung der Maßgeblichkeit des Börsenkurses vorzugehen ist, und in Spruchverfahren den Prozessgegenstand konsequent einschränken. Eine solche Vorfestlegung ist von den Gerichten aber nicht ohne Weiteres zu erwarten. Daher bleibt nur zu hoffen, dass das IDW in der endgültigen Fassung des Standards die hohen Hürden für die Maßgeblichkeit des Börsenkurses deutlich absenkt, um die vom BGH angestoßene Entwicklung nicht auszubremsen. HEIKO GOTSCHKE
DIRK KOCHER

Die Autoren sind Partner der Kanzlei Latham & Watkins.