

Bilanzgarantien bei M&A-Transaktionen

Beiträge der 1. Leipziger Konferenz 'Mergers & Acquisitions'

von

Prof. Dr. Tim Drygala, Dr. Gerhard H. Wächter, Dr. Ralf Bergjan, Prof. Dr. Oliver Brand, Dr. Alice Broichmann, Alexander Demuth, Dr. Roman Dörfler, Prof. Dr. Hartmut Hamann, Dr. Walter R. Henle, Prof. Dr. Joachim Henrichs, Dr. Klaus Herkenroth, Dr. Henning Jaques, Christofer Rudolf Mellert, Dominique Müller, Prof. Dr. Walter G. Paefgen, Dr. Franz-Josef Schöne, Dr. Marco Staake, Jens Uhlendorf, Dr. Peter Wessels, Dr. Christoph Witte, Christoph Wollny

1. Auflage



Verlag C.H. Beck München 2015

Verlag C.H. Beck im Internet:

www.beck.de

ISBN 978 3 406 67225 5

Zu [Inhaltsverzeichnis](#)

schnell und portofrei erhältlich bei beck-shop.de DIE FACHBUCHHANDLUNG

muss.⁶⁴ Hintergrund dieser Einschränkung dürfte sein, dass eine Unternehmensbewertung an mehreren Stellen prognostische Elemente enthält. Wird dann der entstehende Beurteilungsspielraum jedes Mal zu Lasten der Minderheit ausgenutzt, kann es sein, dass jede Prognose für sich genommen vertretbar ist, insgesamt aber kein angemessenes Ergebnis herauskommt. Deshalb hat die Minderheit zwar keinen Anspruch darauf, dass stets der höchste vertretbare Wert innerhalb eines Spektrums möglicher Annahmen verwendet wird⁶⁵, es darf aber auch nicht ohne besondere Begründung stets der pessimistischste Wert angesetzt werden. Dieser Möglichkeit wird dadurch Rechnung getragen, dass die Bewertung noch einmal einer Kontrolle auf ihre Gesamtvertretbarkeit unterzogen wird.

Insgesamt sind die Fragen, wie weit der hier skizzierte Bewertungsspielraum tatsächlich reicht und auf welche Elemente der Bewertung er Anwendung findet, noch nicht ausdiskutiert. Es handelt sich aber um einen vielversprechenden Ansatz, um die Komplexität und Dauer der Spruchverfahren jedenfalls im Ansatz zu reduzieren.

3. Methodenpluralität

Eine Entlastung der Spruchverfahren könnte sich auch dadurch ergeben, dass andere Verfahren als die Ertragswertmethode angewendet werden oder weitere Methoden neben ihr, denn dann würden sich die Verfahren möglicherweise weniger stark um Details der Ertragswertmethode drehen. Dazu hat die DVFA (Deutsche Vereinigung der Finanzanalysten) in Zusammenarbeit mit der HHL⁶⁶ eine Best Practice Empfehlung zur Unternehmensbewertung herausgegeben.⁶⁷ Diese versucht, sich stärker am Verhalten eines realen Käufers eines Unternehmens zu orientieren. Sie verfolgt daher einen marktwertorientierten Ansatz, ohne dabei dem Umstand vollständig Rechnung tragen zu können, dass der

⁶⁴ OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514.

⁶⁵ OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 f.

⁶⁶ HHL Leipzig Graduate School of Management.

⁶⁷ Abrufbar unter http://www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Publikationen/Standards/DVFA_Best_Practice_Empfehlungen_Unternehmensbewertung.pdf.

Marktwert eines Unternehmens stark von den individuellen Planungen und Präferenzen des Kaufinteressenten abhängt.⁶⁸ Methodisch beruht der Vorschlag zentral auf der Annahme, dass ein gedachter Unternehmenskäufer das Unternehmen stets nach mehreren Methoden bewerten würde. Dementsprechend wird die parallele Verwendung mehrerer Methoden vorgesehen.⁶⁹ Herangezogen werden sollen das DCF-Verfahren, das Multiplikatoren-Verfahren und bei börsennotierten Unternehmen die Aktienkursanalyse.⁷⁰ Weiter wird empfohlen, im Rahmen dieser Analyse nicht mehr einen einzigen Wert als Ergebnis auszuweisen, sondern nur noch Bandbreiten. Dies soll der Tatsache Rechnung tragen, dass sich ein allein richtiger Wert eines Unternehmens nicht bestimmen lasse, sondern nur eine Annäherung an den inneren Wert möglich sei. Die auf der Grundlage der angewendeten Methoden gewonnenen Bandbreiten werden dann übereinander gelegt. Soweit sie sich decken, bilden sie das Bewertungsspektrum, innerhalb dessen der Unternehmenswert zu bestimmen ist, wobei das Bestimmungsrecht dabei dem Unternehmen zufällt: Es wird angenommen, dass jeder innerhalb der Schnittmengen der Bewertungsspielräume liegende Wert den Unternehmenswert angemessen widerspiegelt.⁷¹

Der DVFA-Vorschlag ist in der bisherigen Literatur zurückhaltend bis kritisch aufgenommen worden. Seine Überlegenheit gegenüber einer sachgerecht angewendeten Ertragswertmethode wird bezweifelt.⁷² Auch wird eingewendet, dass der verlangte Methodenpluralismus nicht bei jedem Unternehmen sachgerecht sei.⁷³ Dazu kann hier nicht vertieft Stellung genommen werden. In zwei nicht unerheblichen Grundlinien decken sich aber die Forderungen des DVFA-Arbeitskreises durchaus mit den Entwicklungslinien der aktuellen Rechtsprechung. Zum einen ist dies das Verlangen nach der Anwendung mehrerer Methoden bei der

⁶⁸ Siehe dazu *Wollny*, in diesem Band, S. 109.

⁶⁹ DVFA Empfehlung aaO., S. 6.

⁷⁰ DVFA Empfehlung aaO.

⁷¹ DVFA Empfehlung aaO., S. 22.

⁷² Siehe etwa *Olbrich/Rapp* CFB 2012, 233, demgegenüber *Schwetzer/Aders/Adolff* CFB 2012, 237; weitere Nachweise zum Diskussionsstand auch bei *Fleischer* AG 2014, 97, 101.

⁷³ *Fleischer* AG 2014, 97, 112 f.

Überprüfung des Unternehmenswerts anstelle der allein dominierenden Ertragswertmethode. Dies wird inzwischen in nicht wenigen Spruchverfahren vom Gericht als Vorgabe für den eingeschalteten Sachverständigen ausdrücklich festgesetzt.⁷⁴ Auch ansonsten lässt sich in den Verfahren eine gewisse Tendenz zur Anwendung alternativer Methoden feststellen, jedenfalls dann, wenn der Sachverhalt dies nahelegt.⁷⁵ In Standardsachverhalten überwiegt freilich noch die Feststellung, dass Ertragswertverfahren sei bekannt und bewährt und sichere die Gleichmäßigkeit der Spruchpraxis.⁷⁶ Für die Zukunft ist daher ein generelles Abrücken von der Ertragswertmethode kaum zu erwarten. Man wird aber verstärkt auf Besonderheiten des Sachverhalts achten und die Ergebnisse der Ertragswertmethode noch einmal mit den Ergebnissen anderer Bewertungsmethoden vergleichen, um mögliche Inkonsistenzen aufzudecken.

Ein zweiter wichtiger Punkt, in dem die DVFA-Studie die Erkenntnisse voranbringt, ist die ausdrückliche Anerkennung der Tatsache, dass es einen einzig richtigen Unternehmenswert nicht geben kann. Dieser Gedanke setzt sich auch in der Rechtsprechung immer stärker durch und hat zu der Aussage des BVerfG geführt, es sei verfassungsrechtlich nicht erforderlich, eine vertretbare Annahme durch eine andere, ebenfalls nur vertretbare Annahme zu ersetzen.⁷⁷ Dann aber ist es methodenehrlicher, statt einer bestimmten Zahl des Unternehmenswerts von vornherein nur eine Wertbandbreite auszuweisen. Dies ist auch dem Rechtsfrieden dienlich, denn wenn das Unternehmen ein Gutachten vorlegt, das den Unternehmenswert aufgrund eines detaillierten Rechenwerks möglicherweise bis auf die Stelle hinter dem Komma exakt bestimmt, weckt dies bei potentiellen Antragsstellern die Erwartung, dass sie dem mit eigenen Berechnungen entgegengetreten könnten, die dann zu einem anderen Ergebnis führen. Dieser Eindruck einer Scheingewissheit könnte vermieden werden, wenn auch im Rahmen der Ertragswertmethode von vornherein eingeräumt würde, dass der Wert nur annäherungs-

⁷⁴ *Engel/Puzskajler* BB 2012, 1687.

⁷⁵ *OLG Frankfurt* AG 2011, 511; *LG Köln* AG 2009, 835, 837.

⁷⁶ *OLG Stuttgart* AG 2013, 840, 841.

⁷⁷ *BVerfG* AG 2012, 674, 676 – Daimler/Chrysler.

weise bestimmt werden kann und dies in den Bewertungsgutachten dadurch zum Ausdruck käme, dass nur eine Wertbandbreite als Ergebnis ausgewiesen wird.

4. Quorum und mehrheitskonsensuales Verfahren

Eine weitere Möglichkeit, die Reichweite des Spruchverfahrens de lege ferenda einzuschränken, wäre die Einführung eines Quorums oder eines mehrheitskonsensualen Vergleichsverfahrens. Ersteres würde bedeuten, dass das Recht zur Einleitung eines Spruchverfahrens nicht mehr jedem Aktionär zusteht, sondern nur noch einer qualifizierten Minderheit. Als Vorbild dafür könnte die Regelung über den übernahmerechtlichen Squeeze-Out in § 39a Abs. 3 S. 3 WpÜG dienen. Danach ist das Übernahmeangebot zugleich als angemessene Abfindung anzusehen, wenn mehr als 90 % der Aktionäre das Angebot angenommen haben.⁷⁸ Hintergrund der Norm ist der Umstand, dass dann, wenn sich eine ganz überwiegende Mehrheit der Aktionäre für das Angebot entschieden hat, davon ausgegangen werden kann, dass es den Unternehmenswert angemessen widerspiegelt. In einem Übernahmeverfahren wird der Bieter vielmehr sogar nur dann eine so hohe Zustimmungquote erreichen, wenn sein Angebot über dem Marktpreis liegt, er den Aktionären also eine Prämie bietet.⁷⁹ Zudem können sich die Aktionäre frei entscheiden, ob sie das Angebot annehmen. Das ist bei einem regulären Squeeze Out oder bei Abschluss eines Verschmelzungsvertrages naturgemäß anders. De lege lata kann der Umstand, dass die ganz überwiegende Mehrheit der abfindungsberechtigten Aktionäre die angebotene Abfindung akzeptiert, nicht als Argument für eine Angemessenheit herangezogen werden.⁸⁰

⁷⁸ Es ist str., ob die Norm nur eine Vermutung der Angemessenheit oder eine diesbezügliche Fiktion enthält und ob sie in der letzteren Lesart verfassungskonform ist, siehe im Einzelnen MüKoAktG/*Grunewald*, 3. Aufl., § 39a WpÜG, Rn. 13 ff.; *OLG Frankfurt* NZG 2009, 74, 77 f.; *OLG Stuttgart* NZG 2009, 950.

⁷⁹ Diese Steigerung der Akzeptanz ist gerade bei unerwünschten Übernahmen notwendig; vgl. auch *Süßmann* NZG 2011, 1281, 1287.

⁸⁰ Zutr. *OLG Düsseldorf* AG 2013, 807 mit zust. Anm. *Linnerz* BB 2013, 2708 f.

De lege ferenda wäre aber über einen solchen Ansatz durchaus nachzudenken. Ein Quorum könnte ohne Weiteres vom Gesetzgeber als Voraussetzung für die Nachprüfung der Abfindung eingeführt werden. Insbesondere ist es nicht verfassungswidrig, die Geltendmachung von Aktionärsrechten an ein Quorum zu knüpfen. Das ist für die Anfechtungsklage hinreichend diskutiert⁸¹ und kann für das Spruchverfahren, das ja einen Ausgleich für die wegfallende Anfechtungsbefugnis bei Bewertungsrügen schaffen soll⁸², nicht anders beurteilt werden. Allerdings haben die Diskussionen um die Einführung eines Quorums im Beschlussmängelrecht bisher nicht weitergeführt. Der Gesetzgeber konnte sich dazu nicht entschließen. Ob eine Gesamtreform des Beschlussmängelrechts noch zustande kommt, ist unsicher.⁸³ Ohne eine solche dürfte sich der Gesetzgeber aber kaum entschließen, ein Quorum für das Spruchverfahren einzuführen, weil es widersprüchlich wäre, das Spruchverfahren als Minderheitenrecht, das Anfechtungsverfahren hingegen als Individualrecht auszugestalten.

Eine andere Möglichkeit wäre es hingegen, im Spruchverfahren bindende Mehrheitsvergleiche vorzusehen.⁸⁴ Dann würde, wenn im Spruchverfahren ein Vergleich geschlossen wird und eine sehr große Mehrzahl diesen Vergleich annimmt, gesetzlich vermutet, dass dieser Vergleich die angemessene Abfindung darstellt. Hinsichtlich der erforderlichen Annahmequote könnte man sich an der in § 39a III 3 WpÜG vorgesehenen 90%-Quote der außenstehenden Aktionäre orientieren. Solche Modelle wurden bei der letzten Reform des Spruchverfahrens schon einmal erwogen⁸⁵, und der Gesetzgeber wäre gut beraten, den Gedanken noch einmal aufzugreifen. Die Sachnähe zu § 39a Abs. 3 S. 3 WpÜG ist hier deutlich ausgeprägter als bei einem schlichten Quorum, da die Annahme des Vergleichsangebots im Spruchverfahren eine

⁸¹ Dazu *Bayer/Fiebelkorn* ZIP 2012, 2181 ff.

⁸² *Emmerich/Habersack/Emmerich*, 7. Aufl., Vor § 1 SpruchG Rn. 3.

⁸³ Siehe zu den bisherigen Vorschlägen: Arbeitskreis Beschlussmängelrecht, AG 2008, 617; *Goll/Schwörer* ZRP 2008, 245; *Verse* NZG 2009, 1127.

⁸⁴ Noch weitergehend (Beteligung der Minderheit bereits in Vorfeld der Maßnahme) *Loosen*, Reformbedarf im Spruchverfahren, 2003, 223 ff.

⁸⁵ *Puszkajler* ZIP 2003, 518, 521 m. w. N.

freiwillige Entscheidung darstellt und sachlich durchaus der Annahme des Übernahmeangebots im Rahmen des WpÜG entspricht. Vor allem ist sie, ähnlich wie dieses, in der Regel mit einem finanziellen Zuschlag für vergleichsbereite Aktionäre verbunden. In verfahrensökonomischer Hinsicht hätte diese Regelung den Vorteil, dass das aufwendige Spruchverfahren nicht mit nur wenigen oder gar einem einzigen Antragsteller fortgesetzt werden muss. Der Gesetzgeber hatte in der gescheiterten Aktienrechtsnovelle 2012 Überlegungen zu einer Reform des Spruchverfahrens angestellt⁸⁶; in der Neuauflage der Novelle von 2014 sind diese Pläne nicht mehr enthalten⁸⁷. Sollte sich der Gesetzgeber im weiteren Verlauf der Legislaturperiode dieses Themas noch einmal annehmen, wäre die Einführung des bindenden Mehrheitsvergleichs eine Option, die der Verfahrensökonomie erheblich nützen würde.

VII. Ergebnisse

1. Die Bestimmung der angemessenen Abfindung der §§ 305, 327a AktG erfolgt im Rahmen einer rechtsgeliteten Unternehmensbewertung. Eingeschaltete Sachverständige sind nicht Schiedsgutachter, sondern Hilfspersonen des Gerichts, das letztlich über die Frage der Angemessenheit entscheidet.
2. Im Spruchverfahren bilden zahlreiche Fragen der Unternehmensbewertung hartnäckige Streitpunkte zwischen Antragstellern und Verwaltung. Dies führt zu sehr komplexen und langwierigen Verfahren, in denen der Frage der Unternehmensbewertung in großer Detailtiefe nachgegangen wird.
3. Die Berücksichtigung des Börsenkurses bringt insoweit nur eine teilweise Entlastung, da (a) dessen Ermittlung und ggf. Korrektur ebenfalls streitbefangen ist und (b) der Börsenkurs nach bisheriger Dogmatik nur als Untergrenze des Unternehmenswerts anerkannt ist. Daher ist die Einleitung eines

⁸⁶ BT-Drs. 17/8989, 28.

⁸⁷ Referentenentwurf abrufbar unter http://www.dnoti.de/medien/cd211e00-479f-45be-823d-17a2831bec72/referentenentwurf_aktienrecht_2014.pdf.

Spruchverfahrens mit dem Argument, der innere Wert des Anteils liege höher, durch die Berücksichtigung des Börsenkurses nicht ausgeschlossen.

4. Eine Hochstufung des Börsenkurses zum regelmäßig allein entscheidenden Kriterium dürfte mit der Rechtsprechung des BVerfG, vor allem dessen Beschluss in Sachen Daimler/Chrysler, nicht in Einklang stehen.
5. Eine Vereinfachung der Spruchverfahren ist durch die Berücksichtigung von Beurteilungsspielräumen bei der Unternehmensbewertung möglich. Sowohl BVerfG als auch die Fachgerichte wenden diesen Grundsatz inzwischen an. Auch die Vorschläge des DVFA-Arbeitskreises von 2012 weisen in diese Richtung. Allerdings sind die genauen Grenzen, innerhalb derer es nicht geboten ist „ein vertretbares Ergebnis durch ein anderes zu ersetzen“, noch nicht endgültig ausgelotet.
6. De lege ferenda wäre die Einführung eines bindenden Mehrheitsvergleichs im Spruchverfahren nach dem Vorbild des § 39a Abs. 3 WpÜG eine empfehlenswerte Option für den Gesetzgeber zur weiteren Verfahrensverkürzung.

beck-shop.de