

OLG Düsseldorf: Keine Berechnung der Squeeze-out-Abfindung allein anhand des Börsenkurses

OLG Düsseldorf, Beschluss vom 15.12.2016 – I-26 W 25/12 [Akte]

ECLI: DE:OLGD:2016:1215.I26W25.12AKTE.00

Volltext des Urteils: **BB-ONLINE BBL2017-2034-1**

unter www.betriebs-berater.de

AMTLICHE LEITSÄTZE

Die Ertragswertmethode ist eine geeignete Methode zur Bestimmung der Höhe der Barabfindung. Eine Berechnung anhand des Börsenkurses scheidet aus, wenn sie das Verfahren verzögern würde oder der Börsenkurs nicht aussagekräftig ist, etwa weil eine „effektive Informationsbewertung“ im Sinne der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs nicht sicher festgestellt werden kann.

§ 17 Abs. 2 SpruchG a.F.; §§ 327a, 327b AktG

BB-Kommentar

„Ertragswertverfahren bleibt für Squeeze-out-Abfindung zentral“

PROBLEM

Die Entscheidung befasst sich mit der immer wieder umstrittenen Berechnung der Squeeze-out-Abfindung. Nach § 327b Abs. 1 S. 1 AktG muss der Hauptaktionär den Minderheitsaktionären beim Squeeze-out eine Barabfindung anbieten; diese Abfindung muss „die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen“. Sie muss eine volle wirtschaftliche Kompensation des Anteilseigentums der Minderheitsaktionäre darstellen (Begr. RegE BT-Drs. 14/7034, 72). Im Regelfall wird dazu der anteilige Unternehmenswert nach dem Ertragswertverfahren gemäß dem Standard IDW S1 ermittelt. Der ebenfalls zu berechnende durchschnittliche Börsenkurs der letzten drei Monate vor der Bekanntgabe des Squeeze-out stellt die Untergrenze der Abfindung dar (BGH, 19.7.2010 – II ZB 18/09, BGHZ 186, 229, BB 2010, 1941[Ls] mit Komm. Müller-Michaels). Nachdem der BGH im letzten Jahr angedeutet hatte, dass Ertragswertverfahren und Börsenwert gleichwertige Verfahren zur Ermittlung der Abfindung darstellen (BGH, 12.1.2016 – II ZB 25/14, juris, Rn. 23, BB 2016, 1073 [Ls] mit Komm. Paul), berief sich der Hauptaktionär im vorliegenden Verfahren über den im Jahr 2003 durchgeführten Squeeze-out darauf, dass der Börsenwert im Referenzzeitraum wesentlich niedriger als die auf Grundlage des Ertragswerts ermittelte Abfindung gewesen sei und den ausgeschlossenen Minderheitsaktionären daher keine Zuzahlung zustehe. Die ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre erwiderten, dass der Hauptaktionär damals bewusst einen Zeitpunkt für den Squeeze-out ausgewählt habe, zu dem sich der Börsenkurs auf einem Tiefpunkt befunden habe. Der gerichtlich bestellte Sachverständige hatte eine Ertragswertbestimmung sowohl nach dem IDW Standard S1 aus dem Jahr 2000 als auch aus dem Jahr 2005 vorgenommen und war in beiden Varianten zu höheren Werten als der festgesetzten Abfindung gekommen.

ZUSAMMENFASSUNG

Das OLG Düsseldorf hat eine Berechnung der Squeeze-out-Abfindung allein anhand des Börsenkurses klar abgelehnt. Erstens hätte eine Berechnung anhand des Börsenkurses das schon über zehn Jahre laufende Verfahren weiter verzögert, was nicht zumutbar gewesen wäre (Rn. 51).

Zweitens setze eine Berechnung allein anhand des Börsenwerts nach der Rechtsprechung des BGH voraus, dass „die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen [...] die Ertragskraft des Unternehmens [...] zutreffend bewerten“ (BGH, 12.1.2016, a.a.O.). Hier habe jedoch aufgrund der historischen Tiefstände an der Börse im Jahr 2003 eine Sondersituation bestanden, die eine „effektive Informationsbewertung“ in Frage gestellt habe (Rn. 54). Im Übrigen sei die Ertragswertmethode eine grundsätzlich geeignete Methode, so dass die Abfindung nach dieser berechnet werden durfte (Rn. 50). Die Frage, welche Version des IDW S1 dabei anzuwenden sei, habe der BGH auf Vorlage des Senats entschieden; danach ist eine neue Berechnungsweise anzuwenden, wenn sie auf Veränderungen der wirtschaftlichen oder rechtlichen Verhältnisse reagiert, die am Bewertungstag bereits eingetreten oder angelegt, in der alten Berechnungsweise aber noch nicht berücksichtigt war (BGH, 29.9.2015 – II ZB 23/14, juris, Rn. 13, 14, BB 2016, 304 [Ls] mit Komm. Handke). Im konkreten Fall sei die Abfindung daher der vom gerichtlichen Sachverständigen auf Grundlage des methodisch verbesserten IDW S1 2005 (und nicht 2000) berechnete Betrag (Rn. 59).

PRAXISFOLGEN

Die Squeeze-out-Abfindung ist auch nach dieser Entscheidung zunächst weiter nach der Ertragswertmethode anhand des jeweils zum Abschluss der Bewertung geltenden IDW S1 zu berechnen. Zusätzlich ist der durchschnittliche Börsenkurs in den letzten drei Monaten vor Bekanntgabe des Squeeze-out als Untergrenze der Abfindung zu ermitteln. Maßgeblich ist der höhere Betrag aus anteiligem Ertragswert und durchschnittlichem Börsenkurs. Der Hauptaktionär ist mit seinem Argument gescheitert, allein der Börsenkurs sei relevant. Wenn man dem gefolgt wäre, wäre der Börsenkurs nicht mehr der Mindestbetrag, sondern der Höchstbetrag für die Abfindung. Das würde die bisherige Rechtsprechung und Praxis auf den Kopf stellen. Allerdings bleibt Unsicherheit. Schließlich hat der BGH beide Verfahren für grundsätzlich gleichwertig erklärt. Fraglich ist jedoch, ob die Voraussetzung, dass der Börsenkurs vor der Bekanntgabe des Squeeze-out auf einer „effektiven Informationsbewertung“ beruht, jemals gegeben sein wird. Der Hauptaktionär hält zu diesem Zeitpunkt mindestens 95 % der stimmberechtigten Aktien. Das führt zunächst regelmäßig dazu, dass das Handelsvolumen niedrig und die Aussagekraft der Kurse für den „wahren Wert“ zweifelhaft ist (generell kritisch zum Börsenkurs als Bewertungsgrundlage beim Squeeze-out Burger, NZG 2012, 281 ff.). Außerdem kann der Hauptaktionär den Kurs durch gezielte Käufe und Verkäufe aufgrund der Marktenge selbst beeinflussen. So könnte er etwa zunächst über einen längeren Zeitraum kursschonend auf 98 % zukaufen, um dann im relevanten Drei-Monatszeitraum über einen beschleunigten Abverkauf der zuvor zugekauften 3 % Druck auf den Kurs auszuüben. Je nach Ausgestaltung ist es schwierig, dem Hauptaktionär dabei eine unzulässige Marktmanipulation nachzuweisen, da es andere nachvollziehbare Gründe für das Verhalten geben kann. Der Weg über eine alleinige Bestimmung der Squeeze-out-Abfindung anhand des Börsenwerts dürfte daher unabhängig von den berechtigten theoretischen Bedenken auch in der Praxis in eine Sackgasse führen.

Prof. Dr. Olaf Müller-Michaels ist Professor für Wirtschaftsrecht an der FOM Hochschule in Essen und Rechtsanwalt bei MM-Legal in Düsseldorf. Seine Schwerpunkte sind Unternehmenstransaktionen, Gesellschaftsrecht, Kapitalmarktrecht und Corporate Governance und Compliance.

