

# Kursspekulationen sollen Abfindung nicht

Oberlandesrichter rütteln an der Berechnungsmethode des Bundesgerichtshofs /

## beeinflussen

Von Georg Streit

MÜNCHEN, 27. März. Die scheinbare Klarheit über die Bemessung der Abfindungen bei Zwangsausschlüssen (Squeeze-outs), Eingliederungen und Umwandlungsmaßnahmen währte nur kurz. Nun haben mehrere Gerichtsentscheidungen wieder Bewegung in die Frage gebracht, welcher Zeitraum dafür maßgeblich ist.

Das Problem liegt an der Schnittstelle von Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht. Der Bundesgerichtshof hatte im Jahr 2001 entschieden: Zur Bestimmung des Börsenwertes, der nach einer Vorgabe des Bundesverfassungsgerichts die Untergrenze der Ausgleichszahlung bei gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen bildet, sind die durchschnittlichen Kurse der letzten drei Monate vor der entsprechenden Beschlussfassung der Hauptversammlung heranzuziehen (Az.: II ZB 15/00). Kürzlich hat das Bundesverfassungsgericht diese Auffassung, die mit dem Erfordernis der Rechtssicherheit begründet wird, ausdrücklich gebilligt (Az.: 1 BvR 704/03; F.A.Z. vom 23. Februar).

Nunmehr hat sich das Oberlandesgericht Stuttgart der verbreiteten Kritik angeschlossen, die im juristischen Schrifttum geäußert wird (Az.: 20 W 6/06; F.A.Z. vom 23. Februar). Sie lautet, die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs fördere Abfindungsspekulationen und sei unpraktikabel. Das Oberlandesgericht will den dreimonatigen Referenzzeitraum nicht erst mit der Hauptversammlung enden lassen, die über die Strukturmaßnahme beschließt, sondern bereits deutlich früher mit deren Bekanntgabe. Wegen der hiermit verbundenen Abweichung von der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs und zahlreicher Oberlandesgerichte haben die Stuttgarter Richter den Bundesrichtern drei Beschwerden gegen einen Beschluss des Landgerichts Stuttgart vorgelegt. Dieses hatte im Fall der Maschinenfabrik Esslingen einen nach der Bekanntgabe eines Squeeze-out-Vorhabens eingetretenen Kursanstieg bei der Bemessung der Abfindung für die ausschließenden Aktionäre außer Betracht gelassen.

Vor diesem Hintergrund ist eine nähere Betrachtung der jüngsten Verfassungsgerichtsentscheidung von besonderem Interesse. Eine Kammer des Ersten Senats hatte darin durch einen Nichtan-

nahmebeschluss die Verfassungsbeschwerde eines Anlegers gegen einen Spruchentscheid des Oberlandesgerichts Düsseldorf in Sachen „Siemens/Nixdorf“ verworfen. Vor fünfzehn Jahren war es noch Stand der Rechtsprechung, dass der Börsenkurs für die Bemessung der den Aktionären bei Eingliederungen geschuldeten Abfindung keine Relevanz besitze. Den Aktionären der Nixdorf AG war daher im Rahmen der Eingliederung 1992 eine Abfindung

deutlich unter dem vorherigen Börsenwert liegenden Abfindungsangebots erheblich gesunken.

In einem ähnlichen Altfall mit einem Kurseinbruch nach Bekanntgabe der Maßnahme und eines unzureichenden Abfindungsangebots hatte das Kammergericht jüngst den betroffenen Anlegern geholfen. Dazu hat es bei einem Rechtsstreit um den Telefonanbieter DeTeWe den Börsenwert als Untergrenze der Abfindung anhand der Kurse vor der Be-

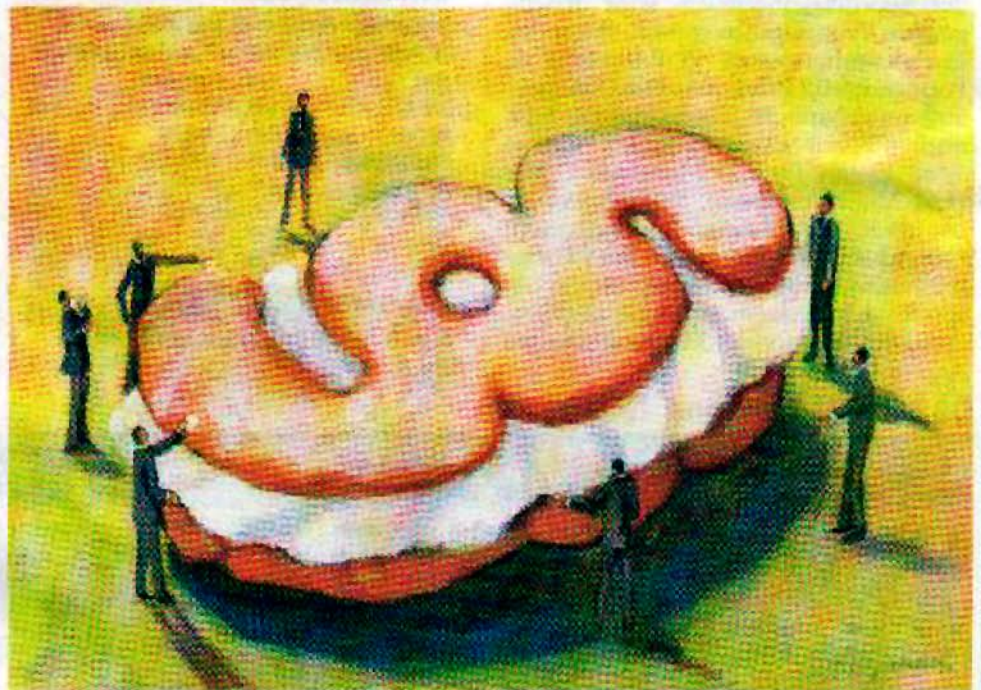


Illustration Andrea Koopmann

angeboten worden, die deutlich unter dem damaligen Kurswert ihrer Aktien lag.

Erst während des Spruchverfahrens erging am 27. April 1999 die bahnbrechende Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts in Sachen „DAT/Altana“ (Az.: 1 BvR 1613/94). Vor dem Hintergrund des durch Artikel 14 des Grundgesetzes geschützten Aktieneigentums haben Aktionäre seither bei Strukturmaßnahmen Anspruch auf eine volle Entschädigung nach dem wahren Wert ihrer Beteiligung. Dabei stellt der Börsenwert die Untergrenze der Abfindung dar. Der Börsenkurs war im Fall „Siemens/Nixdorf“ allerdings infolge der Ankündigung der Eingliederung und des

kanntgabe ermittelt (Az.: 2 W 148/01; F.A.Z. vom 20. Januar). Das Bundesverfassungsgericht hat dies nun hingegen nicht verlangt. Vielmehr billigte es ausdrücklich die Auffassung des Bundesgerichtshofs. Dieser berücksichtigt die Kursentwicklung nach Bekanntgabe von Strukturmaßnahmen und der Höhe des Abfindungsangebots; Ausnahmen hiervon lässt er nur bei einer Kursmanipulation zu.

Dieser Spruch des Bundesverfassungsgerichts ist zwar im entschiedenen Einzelfall für den beschwerdeführenden Anleger ungünstig, grundsätzlich aber aus der Sicht der von Strukturmaßnahmen betroffenen Anteilseigner günstig. Seitdem nämlich der Börsenwert bei der Ab-

findungsbemessung als Untergrenze zu berücksichtigen ist, sind deutlich unter dem durchschnittlichen Börsenwert der unmittelbaren Vormonate liegende Abfindungsangebote selten geworden. Sie dürften auch unzulässig sein. Nach der Ankündigung von Strukturmaßnahmen setzt bei börsennotierten Aktiengesellschaften stattdessen häufig ein Kursanstieg ein. Dieser beruht auch auf Abfindungsspekulationen und ist nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung bei der Bemessung der Abfindung zu berücksichtigen. Für diese Vorgehensweise spricht, dass jede Investition an der Börse spekulativ ist. Der Aktienkurs stellt – von Manipulationsfällen abgesehen – den Verkehrswert der Anteile dar, die der Großaktionär beispielsweise beim Squeeze-out von den Anlegern auf sich selbst überträgt. Zudem ist die Berücksichtigung der Börsenkurse im Vorfeld der beschlussfassenden Hauptversammlungen in der Praxis sehr gut möglich.

Das Oberlandesgericht Stuttgart will diesen Effekt, der die Abfindungen erhöht, dennoch ausblenden. Deshalb hat es dem Bundesgerichtshof mit seinem Vorlagebeschluss die Gelegenheit gegeben, sich mit der Kritik an ihm auseinanderzusetzen. Zu kurz griff es dabei, aus der Billigung der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs durch das Bundesverfassungsgericht zu schließen, dass die Aussichten oder – vom gegenteiligen Interessenstandpunkt aus betrachtet – das Risiko einer Änderung der höchstrichterlichen Linie gering seien. Die Verfassungsrichter haben nämlich aufgezeigt, dass durchaus auch Gründe für einen Referenzzeitraum unmittelbar vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme nebst Abfindungsangebot sprechen. Zudem haben sie deutlich gemacht, dass auch eine derartige zeitliche Anknüpfung durch die Zivilgerichte verfassungsgemäß wäre. Im Hinblick auf den beabsichtigten Schutz der Minderheitsaktionäre vor Missbrauchsgefahren möge es sogar besser sein, auf eine Referenzperiode im Vorfeld der Bekanntgabe der Maßnahme abzustellen. Großaktionäre und Konzerne, die Strukturmaßnahmen planen, dürften daher jetzt ebenso gespannt nach Karlsruhe blicken wie Hedge-Fonds und Kleinanleger.

Der Verfasser ist Rechtsanwalt und Partner in der Anwaltskanzlei Heuking Kühn Lüer Wojtek.