

RA Dr. Daniel Lochner, Bonn*

Die Bestimmung der Marktrisikoprämie auf Grundlage empirischer Studien im Spruchverfahren

Die Marktrisikoprämie ist für die Bestimmung des Unternehmenswerts von erheblicher Bedeutung. Dieser Beitrag zeigt auf, dass sowohl Spruchgerichte als auch Wirtschaftsprüfer die Marktrisikoprämie nur dann auf Grundlage empirischer Studien bestimmen dürfen, wenn sie die betreffenden Studien auf ihre Richtigkeit hin überprüft haben. Eine solche Überprüfung ist auf Grundlage der bloßen Studienergebnisse nicht möglich, weshalb die Gerichte in Spruchverfahren darauf hinzuwirken haben, dass die nötigen Informationen in das Verfahren eingeführt werden.

I. Einleitung

Bei der Bestimmung des Unternehmenswerts im Spruchverfahren ist die Marktrisikoprämie im Rahmen der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes eine wesentliche Stellschraube. Bereits geringfügige Änderungen beim Kapitalisierungszinssatz haben weitreichende Folgen für die Höhe des Unternehmenswerts.¹

Mit dem Kapitalisierungszinssatz werden zur Bestimmung des Ertragswerts die erwarteten finanziellen Überschüsse der Gesellschaft auf den Bewertungsstichtag abgezinst.² Er repräsentiert die Rendite aus einer für Investitionen in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage.³ Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen kommt nach Auffassung des IDW insbesondere die Kapitalmarktrendite für Unternehmensbeteiligungen in Form eines Aktienportfolios in Betracht, wobei sich diese Renditen in einen Basiszinssatz und einen Risikozuschlag zerlegen lassen.⁴ Da bei der Investition in Aktien im Gegensatz etwa zur Anlage in öffentlichen Anleihen unternehmerische Risiken zu berücksichtigen seien, müsse der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, um dem Gedanken der Risiko-

aversion der Marktteilnehmer Rechnung zu tragen, wonach das Unternehmensrisiko durch entsprechend höhere Renditechancen abgegolten werde.⁵

Der Bewertungsstandard IDW S1 empfiehlt, den Risikozuschlag über die Kapitalmarktpreisbildungsmodelle des Capital Asset Pricing Model (CAPM) oder des Tax-CAPM zu ermitteln.⁶ Nach den Kapitalisierungsmodellen soll der unternehmensspezifische Risikozuschlag dem Produkt aus Marktrisikoprämie und unternehmensspezifischem Betafaktor entsprechen; dabei sei die Marktrisikoprämie die Differenz zwischen der Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Basiszinssatz.⁷ Zur Bestimmung der Marktrisikoprämie wird in der Praxis regelmäßig Rückgriff auf die historische Entwicklung der Rendite von Aktien im Vergleich mit quasi risikolosen Anlageformen genommen. Zahlreiche wirtschaftswissenschaftliche Studien setzen sich mit der Entwicklung von Aktienrenditen auseinander und versuchen diese in einer Vergangenheitsbetrachtung ins Verhältnis zu einer quasi risikolosen Alternativanlage zu setzen. Dabei herrscht jedoch in der Wirtschaftswissenschaft keine Einigkeit darüber, welcher Betrachtungszeitraum zu wählen und die Entwicklung welcher wie zu bestimmenden Werte zueinander ins Verhältnis zu setzen ist; dies führt dazu, dass die veröffentlichten empirischen Studienergebnisse ein uneinheitliches Bild bieten und aufgrund ihrer Heterogenität weitgehend nicht miteinander vergleichbar sind.⁸

5 Vgl. nur OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 (116).

6 Die Tauglichkeit dieser Kapitalmarktpreisbildungsmodelle ist freilich streitig, kritisch etwa OLG Frankfurt v. 15.2.2010 – 5 W 52/09, AG 2010, 798 (800 f.); v. 17.6.2010 – 5 W 39/09, Der Konzern 2011, 47 ff. = BB 2011, 595 f.; OLG München v. 31.3.2008 – 31 Wx 88/06, juris; vgl. auch OLG Düsseldorf v. 27.5.2009 – I-26 W 5/07, WM 2009, 2220 (2225); Götz/Delster, WPg 2011, 5; Hommel/Dehmell/Pauly, BB-Spezial 7/2005, 13 (16 ff.); Großfeld, Unternehmensbewertung, 5. Aufl. 2009, Rz. 909 ff.; Ballwieser/Kruschwitz/Löffler, WPg 2007, 765 (768); Großfeld/Stöver/Tönnies, BB-Spezial 7/2005, 2; Reuter, AG 2007, 1 (9); Emmerich in FS Uwe H. Schneider, 2011, S. 323 (331); Emmerich in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 6. Aufl. 2010, § 305 AktG Rz. 69b; Peemüller/Beckmann/Meitner, BB 2005, 90 (94).

7 Simon/Leverkus in Simon, 2007, Anh. § 11 SpruchG Rz. 126.

8 Vgl. dazu nur exemplarisch die tabellarische Übersicht bei Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl. 2009, S. 254.

* Dr. Daniel Lochner ist Rechtsanwalt in der Sozietät Meilicke Hoffmann & Partner Rechtsanwälte, Bonn.

1 Emmerich in FS Uwe H. Schneider, 2011, S. 323 (328); Stitz in FS Goette, 2011, S. 529 (534).

2 Simon/Leverkus in Simon, 2007, Anh. § 11 SpruchG Rz. 123; WP-Handbuch, Bd. 2, 13. Aufl. 2008, A, Rz. 205 ff., 297.

3 IDW, IDW Prüfungsstandards IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung, Bd. II., IDW S1 (2008), Rz. 114.

4 IDW, IDW Prüfungsstandards IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung, Bd. II., IDW S1 (2008), Rz. 115.

Zur Bestimmung der Marktrisikoprämie setzen sowohl Sachverständige als auch Spruchgerichte regelmäßig auf diesen veröffentlichten wirtschaftswissenschaftlichen Studienergebnissen auf und legen sie ihrer Ermittlung des Unternehmenswertes zugrunde. Dabei gehen manche Gerichte sogar so vor, dass sie nicht etwa das Ergebnis einer konkreten Studie ihrer Unternehmenswertbestimmung zugrunde legen, sondern einen Mittelwert mehrerer solcher Studien.⁹

Da die Bestimmung der Marktrisikoprämie wie bereits eingangs festgestellt ein ganz wesentlicher ergebnisrelevanter Parameter bei der Bestimmung der im Spruchverfahren zu ermittelnden vollen Entschädigung ist, bedürfen die Anforderung an eine solche Übernahme fremder Studienergebnisse einer kritischen Betrachtung:

II. Pflicht zur Überprüfung der Richtigkeit zu verwendender Studienergebnisse

1. Sinn und Zweck des Spruchverfahrens

Nach der ständigen Rechtsprechung des BVerfG zu Art. 14 Abs. 1 GG muss der Gesetzgeber bei der Ausgestaltung gesetzlicher Regelungen, die in die durch Art. 14 Abs. 1 GG gesicherten Rechte eingreifen, sicherstellen, dass die außenstehenden Aktionäre vollen Wertersatz für den Verlust oder die Beeinträchtigung ihrer Beteiligung erhalten und die richterliche Überprüfung der Höhe der Barabfindung durch effektiven Rechtsschutz gewährleistet wird.¹⁰ Geschuldet ist als Abfindung nicht ein auf vereinfachende Weise grob zu schätzender ungefährender Unternehmenswert, sondern der „wahre“ bzw. „wirkliche Wert“, die „volle wirtschaftliche Entschädigung“ bzw. das „was die Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist“.¹¹ Die Verfassungsmäßigkeit insbesondere der in § 1 SpruchG aufgelisteten, in die Rechte der außenstehenden Aktionäre eingreifenden Rechtsinstitute hängt entscheidend davon ab, dass durch das Spruchverfahren *tatsächlich* eine volle Abfindung bzw. ein Ausgleich zum wahren Wert gewährleistet wird.¹² Weiter entspricht es der ständigen Rechtsprechung des BVerfG, dass die Zivilgerichte bei der Auslegung und Anwendung der das Aktien-eigentum einschränkenden Inhalts- und Schrankenbestimmungen dem eingeschränkten Grundrecht Rechnung tragen müssen, damit dessen wertsetzende Bedeutung auch auf der Rechtsanwendungsebene gewahrt bleibt.¹³

⁹ So etwa das OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, juris Rz. 226 ff.

¹⁰ BVerfG v. 30.5.2007 – 1 BvR 1267/06, 1 BvR 1280/06, AG 2007, 697 = ZIP 2007, 1600 (1601 f.) = WM 2007, 1520 (1521); v. 30.5.2007 – 1 BvR 390/04, AG 2007, 544 = ZIP 2007, 1261 unter Bezugnahme auf BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 (303) = AG 1999, 566; v. 23.8.2000 – 1 BvR 68/95, 1 BvR 147/97, AG 2001, 42 = NJW 2001, 279 f.; vgl. auch BGH v. 25.7.2005 – II ZR 327/03, AG 2005, 921 = BB 2005, 2651 f.

¹¹ BVerfG v. 7.8.1962 – 1 BvL 16/60, BVerfGE 14, 263 (283 f.); v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 (306 ff.) = AG 1999, 566; v. 30.5.2007 – 1 BvR 1267/06, 1 BvR 1280/06, AG 2007, 697 = WM 2007, 1520 = NZG 2007, 629 (630); v. 20.12.2010 – 1 BvR 2323/07, AG 2011, 128 (129) = WM 2011, 219 f. = ZIP 2011, 170 (172).

¹² Vgl. nur BVerfG v. 30.5.2007 – 1 BvR 1267/06, 1 BvR 1280/06, AG 2007, 697 = WM 2007, 1520 (1521).

So betont das BVerfG in seiner DAT/Altana-Entscheidung, Art. 14 Abs. 1 GG verlange, dass in Anwendung der Inhalts- und Schrankenbestimmungen der volle Ausgleich für den von den Minderheitsaktionären hinzunehmenden Verlust „nicht verfehlt“ wird.¹⁴ Der Bundesgesetzgeber hat das Spruchverfahren als effektiven Rechtsschutz zur Garantie der Ansprüche der außenstehenden Aktionäre auf angemessene Abfindung vorgesehen, und das BVerfG beschreibt die Funktion des Spruchverfahrens als Absicherung der Eigentumsposition der außenstehenden Aktionäre.¹⁵

Sinn und Zweck des Spruchverfahrens ist es also, den von einem gesetzlich zugelassenen Grundrechtseingriff in ihr Aktieneigentum betroffenen Aktionären einen effektiven Rechtsbehelf an die Hand zu geben, um durchzusetzen, dass ihnen tatsächlich der wahre Wert ihrer Beteiligung gezahlt wird. Der BGH betont in Umsetzung der Vorgaben des BVerfG, dass ein verfassungsrechtlich hinreichender Schutz der außenstehenden Aktionäre nur dann sichergestellt ist, wenn sie die Möglichkeit haben, die „Richtigkeit“ – nicht etwa nur die bloße Vertretbarkeit – der Wertbemessung gerichtlich überprüfen zu lassen.¹⁶ Dabei sieht der BGH wie auch das BVerfG die Aufgabe des Spruchverfahrens in der Sicherheit dafür, dass ein zum Ausscheiden gezwungener Aktionär erhält, was seine gesellschaftliche Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist.¹⁷

Vergegenwärtigt man sich den vorstehend aufgezeigten Sinn des Spruchverfahrens – die Garantie einer gerichtlichen Überprüfung der angebotenen Entschädigung auf Richtigkeit gemessen am vollen Wert der Beteiligung und ggf. ihre Anpassung –, verdeutlicht dies bereits, dass ein Spruchgericht zur Bestimmung eines wesentlichen Bewertungsparameters wie der Marktrisikoprämie nicht schlicht ungeprüft die Ergebnisse einer wirtschaftswissenschaftlichen Studie zugrunde legen darf, zumal wenn deren Ergebnis signifikant von anderen Studienergebnissen abweicht. Vielmehr muss sich das Spruchgericht davon überzeugen, dass die zu verwendenden Studienergebnisse richtig bzw. zur bestmöglichen Bestimmung der richtigen Entschädigung geeignet sind.

¹³ BVerfG v. 30.5.2007 – 1 BvR 1267/06, 1 BvR 1280/06, AG 2007, 697 = WM 2007, 1520 (1521) = ZIP 2007, 1600 (1602); v. 19.9.2007 – 1 BvR 2984/06, AG 2008, 27 = ZIP 2007, 2121 f.; v. 19.4.2007 – 1 BvR 1995/06, AG 2007, 483 f. = ZIP 2007, 1055 f.; v. 27.1.1999 – 1 BvR 1805/94, AG 1999, 218 = NJW 1999, 1699 (1700).

¹⁴ BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 (304 f.) = AG 1999, 566; ebenso BVerfG v. 30.5.2007 – 1 BvR 1267/06, 1 BvR 1280/06, AG 2007, 697 = WM 2007, 1520 (1521) = ZIP 2007, 1600 (1602).

¹⁵ BT-Drucks. 13/371, 11; BVerfG v. 30.5.2007 – 1 BvR 390/04, AG 2007, 544 = ZIP 2007, 1261 (1263); v. 19.4.2007 – 1 BvR 1995/06, AG 2007, 483 f. = ZIP 2007, 1055 f.

¹⁶ BGH v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47 (56) = AG 2003, 273; BayObLG v. 11.12.1995 – 3Z BR 36/91, AG 1996, 176 = BB 1996, 687 (688); OLG Frankfurt v. 11.1.2007 – 20 W 323/04, AG 2007, 449 (450 f.); OLG München v. 30.4.2008 – 7 U 3326/07, juris Rz. 20; LG Frankfurt/M. v. 13.6.2006 – 3-5 O 110/04, NZG 2006, 868.

¹⁷ BGH v. 25.10.2005 – II ZR 327/03, ZIP 2005, 2107 f. mit Verweis auf BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 (303) = AG 1999, 566.

2. Allgemeine Anforderungen an die gerichtliche Verwertung von Expertenmeinungen

Vorstehende aus der Funktion des Spruchverfahrens hergeleitete Erkenntnis wird bestätigt durch allgemeine prozessuale Grundsätze:

Als Grundlage richterlicher Entscheidungsfindung dürfen weder Sachverständigengutachten noch Fachveröffentlichungen ungeprüft übernommen werden, da es keine Vermutung der Richtigkeit solcher Expertenmeinungen gibt.¹⁸ Nach der Rechtsprechung des BVerfG gehört es zu den für einen fairen Prozess i.S.v. Art. 2 Abs. 1, 20 Abs. 3 GG unerlässlichen Verfahrensregeln, dass das Gericht die Aussagen insbesondere eines Gutachtens nicht ungeprüft übernimmt.¹⁹ Soweit sich ein Gericht bei der Tatsachenfeststellung auf ein Sachverständigengutachten stützt, muss es dieses daher sorgfältig und kritisch würdigen.²⁰ Für die erforderliche Nachprüfung eines Sachverständigengutachtens oder von Studien kann deshalb die Kenntnis der einzelnen tatsächlichen Umstände, die der Sachverständige selbst erhoben und seinem Gutachten zugrunde gelegt hat, zwingend notwendig sein.²¹ Etwa für die Frage der gerichtlichen Verwertbarkeit medizinischer Studien als Beweismittel ist anerkannt, dass eine Studie nur dann ein brauchbares Beweismittel bzw. eine brauchbare gerichtliche Entscheidungsgrundlage ist, wenn diese auf Grundlage nachvollziehbarer wissenschaftlicher Kontrollmethoden erstellt worden ist und es sich nicht bloß um einen Erfahrungsbericht, eine intuitive Bewertung oder ein Gefälligkeitsgutachten eines Experten handelt.²²

Etwas anderes ergibt sich auch nicht vor dem Hintergrund, dass mangels einer derzeit vorhandenen Methode zur empirisch sicheren Bestimmung des Unternehmenswerts Spruchgerichte den Unternehmenswert nach § 287 ZPO schätzen dürfen bzw. müssen.²³

Die Befugnis zur Schätzung der vollen Entschädigung durch das Spruchgericht und die derzeitige Unmöglichkeit einer empirisch nachweisbaren punktgenauen Ermittlung des wahren Werts ist kein Freifahrtschein für eine vollkommen freie Ermessensausübung des Gerichts und keine Rechtfertigung zur Ungenauigkeit und Beliebigkeit; vielmehr ist das Spruchgericht dazu verpflichtet, so präzise wie eben möglich zu sein, will es den Sinn und Zweck des Spruchverfahrens und die Garantie einer vollen Entschädigung nicht auf Rechtsanwendungsebene unterlaufen. Eine vollkommen freie Schätzung wäre nicht

einmal in zivilprozessualen Schadensersatzprozessen zulässig, in denen die verfassungsrechtliche Pflicht zur Gewährleistung einer Feststellung des wahren Werts nicht besteht, sondern sich die Zivilgerichte darauf zurückziehen können und dürfen, lediglich das als Schaden festzustellen, was der Kläger darzulegen und zu beweisen imstande ist. So entspricht es etwa der Rechtsprechung des BGH, dass auch bei einem Schadensersatzprozess das dem Richter gem. § 287 ZPO eingeräumte Ermessen nicht mangels greifbarer Anhaltspunkte „in der Luft schweben“ darf.²⁴ Eine Schätzung ist insbesondere dann unzulässig, wenn sie aus Mangel an Anhaltspunkten keinen ausreichenden Realitätsbezug hat.²⁵ Nie darf die Schätzung wesentliche Bemessungsfaktoren außer Acht lassen, unrichtige Maßstäbe zugrunde legen, von wesentlichen Parteivorbringen gelöst oder auf eine Sachkunde gestützt sein, die das Gericht selbst nicht haben kann.²⁶ Auch ein zur Schätzung befugtes Gericht hat daher stets sicherzustellen, dass die Ausgangstatsachen, auf die es seine Schätzung stützen will, zutreffend sind. Diese für den Zivilprozess geltenden Grundsätze gelten umso mehr im Spruchverfahren, will das Spruchgericht das Ziel eines jeden Spruchverfahrens – die Ermittlung der vollen Entschädigung – nicht verfehlen bzw. schlicht dem Zufall überlassen.

Nach Maßgabe der vorstehenden Anforderungen setzt die Verwertbarkeit von veröffentlichten Studien als Grundlage einer gerichtlichen Entscheidungsfindung auch nach allgemeinen Grundsätzen voraus, dass sich das Gericht davon überzeugt, dass die betreffende Expertenmeinung taugliche Entscheidungsgrundlage ist, da seine Einschätzung anderenfalls mangels hinreichender bzw. nicht ausgeschöpfter Tatsachenbasis nur eine intuitive Bewertung und damit für das Spruchgericht nicht hinreichend aussagekräftig zur Bestimmung des wahren Werts sein kann. Will ein Spruchgericht bei der Bestimmung entschädigungsrelevanter Parameter – unmittelbar oder mittelbar durch Verwertung eines darauf aufbauenden Gutachtens – Erkenntnisse aus einer oder aus mehreren Studien verwenden, so dürfen die Aussagen der betreffenden Studien nicht schlicht als wahr unterstellt werden, sondern das Gericht hat sich ebenso wie im Falle von Sachverständigengutachten von der Richtigkeit zu überzeugen. Denn anderenfalls spricht nichts für die Richtigkeit des Gesamtergebnisses der Schätzung im Hinblick auf die durch das Spruchverfahren zu leistende Garantie einer vollen Entschädigung zum wahren Wert.

3. Ungeprüfte Ergebnisübernahme auch nicht vereinbar mit Grundsätzen der IDW-Standards

Im Übrigen wäre eine ungeprüfte Übernahme von Studienergebnissen zur Bestimmung von Parametern der Er-

18. BGH v. 8.7.1981 – IVa ZR 192/80, MDR 1982, 212; *Leipold* in Stein/Jonas, 22. Aufl. 2006, § 412 ZPO Rz. 1.

19. BVerfG v. 7.4.1997 – 1 BvR 587/95, NJW 1997, 1909; v. 11.10.1994 – 1 BvR 1398/93, BVerfGE 91, 176 (181).

20. BGH v. 18.7.2007 – VIII ZR 236/05, WM 2007, 1901 (1904); v. 12.11.1991 – KZR 18/90, BGHZ 116, 47 (58); v. 16.1.2011 – VI ZR 408/99, NJW 2001, 1787 (1788).

21. BGH v. 18.7.2007 – VIII ZR 236/05, WM 2007, 1901 (1904); v. 12.11.1991 – KZR 18/90, BGHZ 116, 47 (58); BVerfG v. 11.10.1994 – 1 BvR 1398/93, BVerfGE 91, 176 (182 f.).

22. OLG München v. 14.5.2006 – 6 U 2187/06, juris Rz. 90 ff.; vgl. auch VG Köln v. 3.4.2008 – 13 K 5437/05, juris Rz. 53 ff.

23. BGH v. 21.7.2003 – II ZB 17/01, AG 2003, 627 = NZG 2003, 1017 (1018) = NJW 2003, 3272 (3273).

24. BGH v. 25.2.1997 – VI ZR 101/96, NJW 1997, 1640 (1641); v.

15.3.1988 – VI ZR 81/87, NJW 1988, 3016 (3017); *Foerste* in Musielak, 8. Aufl. 2011, § 287 ZPO Rz. 8; *Laumen* in Prütting/Gehrlein, 2. Aufl. 2010, § 287 ZPO Rz. 14; *Stilz* in FS Goette, 2011, S. 529 (540).

25. *Prütting* in MünchKommZPO, 3. Aufl. 2008, § 287 ZPO Rz. 14; *Reichold* in Thomas/Putzo, 31. Aufl. 2010, § 287 ZPO Rz. 6.

26. *Foerste* in Musielak, 8. Aufl. 2011, § 287 ZPO Rz. 9 m.w.N.

mittlung des Unternehmenswerts nicht nur für das Spruchgericht, sondern nach den Regelwerken des IDW auch für einen Wirtschaftsprüfer mit den Grundsätzen einer ordnungsgemäßen Wertermittlung unvereinbar.

Nach den vom IDW veröffentlichten Grundsätzen zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1) muss der Wirtschaftsprüfer die Verlässlichkeit und Vollständigkeit der Bewertungsgrundlagen beurteilen.²⁷ Ferner hat der Wirtschaftsprüfer nach Maßgabe des IDW S1 bei der Ermittlung von Unternehmenswerten die berufsüblichen Grundsätze in Bezug auf die Anlage von Arbeitspapieren entsprechend anzuwenden, wodurch auf die für die Abschlussprüfung geltenden Grundsätze verwiesen wird.²⁸ Hinsichtlich der Prüfungsnachweise im Rahmen der Abschlussprüfung stellt IDW PS 300 fest, dass der Abschlussprüfer bei der Beurteilung, ob Prüfungsnachweise ausreichend und angemessen sind, insbesondere auch die Quelle und die Verlässlichkeit der verfügbaren Informationen zu berücksichtigen hat.²⁹ Hinsichtlich der Verwendung der Arbeit von anderen Abschlussprüfern stellt IDW PS 320 fest, dass der Abschlussprüfer durch geeignete Prüfungshandlungen ausreichende und angemessene Prüfungsnachweise darüber zu erlangen hat, ob die Qualität der Arbeit des anderen Prüfers unter Berücksichtigung der Bedeutung der von diesem zu prüfenden Teileinheit den Zwecken der Abschlussprüfung genügt. Zur Beurteilung der Qualität der Arbeit des anderen Prüfers wird der Abschlussprüfer u.a. darauf verwiesen, die Arbeitspapiere des anderen Prüfers einzusehen.³⁰ Ähnliche Anforderungen wie bei der Verwendung der Arbeit anderer Abschlussprüfer stellt IDW PS 322 für die Verwendung der Arbeit anderer Sachverständiger auf;³¹ auch danach hat der Abschlussprüfer durch geeignete Prüfungshandlungen angemessene und ausreichende Prüfungsnachweise darüber zu erlangen, ob die Arbeit des Sachverständigen den Zwecken der Prüfung genügt; dabei hängen Art und Umfang der Verwendbarkeit der Arbeit des Sachverständigen davon ab, inwieweit diese vom Abschlussprüfer nachvollziehbar ist. Kann der Abschlussprüfer nicht beurteilen, ob die Arbeit des Sachverständigen sachgerecht und schlüssig ist, kommt eine Verwertung ausdrücklich nicht in Betracht.³² Der Abschlussprüfer hat ausreichende und angemessene Prüfungsnachweise darüber zu erlangen, ob Art und Umfang der Tätigkeit des Sachverständigen den Zwecken der Prüfung genügt.³³ Dabei hat der Abschlussprüfer insbesondere die

der Arbeit des Sachverständigen zugrunde liegenden Ausgangsdaten kritisch zu beurteilen.³⁴

All dies bestätigt, dass auch ein Sachverständiger, der seinem Gutachten insbesondere die Ergebnisse einer von einem anderen Experten erstellten Studie zugrunde legen will, die Studie nach Maßgabe der Regelwerke des IDW nicht schlicht als richtig unterstellen darf, sondern ihre Richtigkeit in geeigneter Form, insbesondere durch Überprüfung der Ausgangsdaten, des Studienauftrages und der Arbeitspapiere, selbst überprüfen muss.

III. Notwendigkeit einer Kenntnis der Ausgangsdaten, des Studienauftrages und der Arbeitspapiere

Das Problem bei der Überprüfung der in der Praxis der Spruchgerichte häufig herangezogenen veröffentlichten Studien, wie sie etwa von *Drukarczyk/Schüler* aufgelistet werden,³⁵ ist, dass eine hinreichende Überprüfung allein aufgrund der von den Autoren veröffentlichten Studienergebnisse nicht möglich ist.

Die Richtigkeit der Ergebnisse etwa von Studien zu den Renditen von DAX und REXP, die auch sehr lange Zeiträume vor der Einführung dieser Indizes durch die Deutsche Börse zum Jahreswechsel 1987/1988 abdecken, kann ohne Einsicht in die von dem jeweiligen Autor verwendeten Rohdaten nicht beurteilt werden.³⁶ Da der DAX die jeweils 30 wichtigsten deutschen Aktien umfasst, sind von den Autoren solcher Studien eine ganze Reihe von Auswahlentscheidungen zu treffen, welche Aktien sie jeweils für den Zeitraum vor 1987 für die Zusammensetzung eines fiktiven „prähistorischen“ DAX berücksichtigen; ob insofern richtige oder schlicht falsche Entscheidungen getroffen wurden, lässt sich nicht anhand der veröffentlichten Studienergebnisse beurteilen, da darin die den Ergebnissen zugrunde liegenden Auswahlentscheidungen nicht offengelegt sind. Es bedarf daher einer Kenntnis der Rohdaten. Dies ist auch z.B. deshalb erforderlich, um nachvollziehen zu können, ob die im Laufe der Zeit geänderte steuerliche Situation zutreffend berücksichtigt ist. Es fragt sich z.B. auch, ob der Autor einer Studie die massiven Kurseinbrüche der Vergangenheit im Rahmen der virtuellen rückblickenden Nachbildung des DAX zutreffend widergespiegelt hat. Aus der bloßen Veröffentlichung der Studienergebnisse erschließt sich nicht, ob die jeweiligen Verfasser der Studien ihren virtuellen Nachbildungen des DAX tatsächlich ein aussagekräftiges Portfolio zugrunde gelegt haben. So könnten die Studienergebnisse z.B. auch dadurch verfälscht sein, dass zur virtuellen Bestimmung des DAX bewusst ergebnisorientiert solche Werte ausgewählt werden, die besonders stark performt haben, so dass

27 IDW, IDW Prüfungsstandards IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung, Bd. II., IDW Standard S1 (2008), Rz. 82.

28 IDW, IDW Prüfungsstandards IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung, Bd. II., IDW Standard S1 (2008), Rz. 173.

29 IDW, IDW Prüfungsstandards IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung, Bd. II., IDW PS 300, Rz. 9; IDW PS 300 gilt gemäß Rz. 3 auch für Unternehmensbewertungen.

30 IDW, IDW Prüfungsstandards IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung, Bd. II., IDW PS 320, Rz. 22; IDW PS 300 gilt gemäß Rz. 7 auch für Unternehmensbewertungen.

31 IDW, IDW Prüfungsstandards IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung, Bd. II., IDW PS 322, Rz. 10 ff.; IDW PS 322 gilt gemäß Rz. 4 auch für Unternehmensbewertungen.

32 IDW, IDW Prüfungsstandards IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung, Bd. II., IDW PS 322, Rz. 11.

33 IDW, IDW Prüfungsstandards IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung, Bd. II., IDW PS 322, Rz. 16.

34 IDW, IDW Prüfungsstandards IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung, Bd. II., IDW PS 322, Rz. 17 f.

35 *Drukarczyk/Schüler*, Unternehmensbewertung, 6. Aufl. 2009, S. 254.

36 Zu dieser Erkenntnis gelangte auch Prof. Dr. Christoph Kaserer, TU München, in einem unveröffentlichten 2011 erstellten Privatgutachten.

sich dann allgemeine negative Entwicklungen in der virtuellen Abbildung des DAX nicht zutreffend widerspiegeln. Ob dies der Fall ist, ist ohne Kenntnis von Rohdaten der Studien unmöglich zu beurteilen. Zudem lässt sich ohne Kenntnis der Arbeitspapiere auch nicht nachvollziehen, ob sich der Autor womöglich schlicht verrechnet oder in seine Berechnungen (sei es auch nur versehentlich) die relevanten Rohdaten falsch übernommen hat. Schließlich bedarf es auch einer Kenntnis eines etwaigen Gutachtenauftrages, um feststellen zu können, ob es sich tatsächlich um eine neutrale wissenschaftliche Arbeit oder um ein ergebnisorientiertes Gefälligkeitsgutachten handelt. Ohne diese Informationen ist es nicht möglich, die Richtigkeit bzw. Verwertbarkeit eines veröffentlichten Studienergebnisses zu beurteilen und dieses von einer bloß intuitiven Beurteilung oder einem tendenziösen Gefälligkeitsgutachten abzugrenzen.

Aus den vorstehenden Gründen haben insbesondere für den Fall, dass sich Parteigutachten der Beteiligten des Spruchverfahrens bei der Herleitung der Marktrisikoprämie auf veröffentlichte Studien stützen, die Spruchgerichte darauf hinzuwirken, dass die für eine Überprüfung der Studien zwingend erforderlichen Daten (insbesondere Rohdaten, Arbeitspapiere, ggf. Prüfungsauftrag) in das Verfahren eingeführt werden, da die Studien anderenfalls nicht zur Herleitung der Marktrisikoprämie verwertbar sind.

IV. Keine gerichtliche Bestimmung der Marktrisikoprämie durch Mittelwert nicht überprüfter Studienergebnisse

Steht mithin fest, dass ein Spruchgericht nicht ungeprüft die Ergebnisse empirischer Studien seiner Bestimmung der vollen Entschädigung zugrunde legen darf, sondern diese auf Richtigkeit hin zu überprüfen hat, steht damit zugleich fest, dass die vom OLG Stuttgart vertretene Auffassung, zur Ermittlung der Marktrisikoprämie einen Mittelwert aus verschiedenen nicht überprüften Studienergebnissen zugrunde legen zu können,³⁷ verfehlt ist. Nichts spricht dafür, dass ausgerechnet der Mittelwert aus den Ergebnissen einer Vielzahl zumal aufgrund ihrer Heterogenität nicht vergleichbarer Studien ausgerechnet eine taugliches Mittel sein sollte, den Risikozuschlag richtig bzw. so präzise wie möglich zu bestimmen.

Will ein Spruchgericht zur Bestimmung der Marktrisikoprämie empirische Vergangenheitsbetrachtungen von Aktienrenditen im Vergleich zu quasi risikolosen Anlagen seiner Bestimmung der vollen Entschädigung zugrunde legen, so hat es die Frage zu klären, welche aus einer Vielzahl völlig unterschiedlicher Studien am präzisesten dazu geeignet ist, die Marktrisikoprämie zu bestimmen. Tut es das nicht und bildet stattdessen einen Mittelwert, so ist dies ein Vorgehen, das untauglich zur Bestimmung einer vollen Entschädigung bzw. des wahren Werts ist. Denn nichts spricht dafür, dass ausgerechnet der Mittelwert von verschiedenen in der Wirtschaftswissenschaft auf ganz unterschiedliche Weise ermittelten und vom Gericht jeweils nicht überprüften Werten der richtige ist.³⁸ Bei einer solchen Vorgehensweise gibt das Spruchgericht den Versuch auf, den verfassungsrechtlich geschuldeten wahren Unternehmenswert bestmöglich zu bestimmen, und überlässt dies gewissermaßen schlicht dem Zufall, da nichts dafür spricht, dass ausgerechnet der Mittelwert präziser die einschlägige Marktrisikoprämie beschreibt als ein beliebiges Ergebnis einer der zugrunde liegenden, vom Spruchgericht jeweils nicht hinterfragten Studien.

V. Fazit

Unter Berücksichtigung der Funktion des Spruchverfahrens, allgemeiner prozessualer Grundsätze und auch nach Maßgabe der IDW Bewertungsgrundsätze dürfen sich ein Spruchgericht und ebenso ein Gutachter bei Ermittlung der Marktrisikoprämie nicht auf veröffentlichte Studienergebnisse Dritter stützen, deren Richtigkeit sie nicht überprüft haben. Eine zwingend notwendige Überprüfung ist ohne die dafür erforderlichen Daten (insbesondere Rohdaten, Arbeitspapiere, ggf. Prüfungsauftrag) nicht möglich. Daher haben die Spruchgerichte darauf hinzuwirken, dass die zur Ermöglichung einer Überprüfung notwendigen Informationen in das Verfahren eingeführt werden. Ferner darf das Spruchgericht die Marktrisikoprämie auch nicht schlicht über den Mittelwert einer Vielzahl nicht überprüfter Studienergebnisse ermitteln, da nichts dafür spricht, dass ausgerechnet dieser Mittelwert geeignet zur Bestimmung des wahren Werts ist.

³⁷ OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, juris Rz. 226 ff.

³⁸ Vgl. Stitz in FS Goette, 2011, S. 529 (534), der in anderem Zusammenhang mit Recht feststellt, dass methodisch ein Mittelwert kaum vertretbar sei, wenn unterschiedliche Ergebnisse auf verschiedenen Berechnungsmethoden beruhen.