

Deutscher Bundestag
Frau Ingrid Arndt-Brauer, MdB
Vorsitzende des Finanzausschusses des
Deutschen Bundestags
Platz der Republik 1
11011 Berlin
Ausschließlich per E-Mail an:
finanzausschuss@bundestag.de

Düsseldorf, 14. September 2015

585

[cc: antje.tillmann@bundestag.de; mathias.middelberg@bundestag.de;
mathias.middelberg.ma03@bundestag.de]

Institut der Wirtschaftsprüfer
in Deutschland e.V.

Wirtschaftsprüferhaus
Tersteegenstraße 14
40474 Düsseldorf
Postfach 32 05 80
40420 Düsseldorf

TELEFONZENTRALE:
+49 (0)211 / 45 61 - 0

FAX GESCHÄFTSLEITUNG:
+49 (0)211 / 454 10 97

INTERNET:
www.idw.de

E-MAIL:
info@idw.de

BANKVERBINDUNG:
Deutsche Bank AG Düsseldorf
Bankleitzahl: 300 700 10
Kontonummer: 7480 213
IBAN: DE53 3007 0010 0748 0213 00
BIC: DEUTDE33XXX
USt-ID Nummer: DE 119353203

Änderungsantrag der Fraktionen der CDU/CSU und SPD zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie – Thema Delisting

Sehr geehrte Frau Arndt-Brauer,

ergänzend zu unserer Stellungnahme vom 22. Juli 2015 zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie möchten wir uns zu dem eingebrachten Änderungsantrag der Fraktionen der CDU/CSU und SPD zum Thema Delisting wie folgt äußern:

Unbedingt erforderliche Voraussetzungen für ein Delisting sind u.E.

- die Zustimmung der Hauptversammlung der Gesellschaft sowie
- ein Abfindungsangebot zum „wahren Wert“, d.h. zu einem nach dem Ertragswert- oder einem Discounted Cashflow (DCF)-Verfahren ermittelten Zukunftserfolgswert, bei dem unternehmensinterne Informationen – wie die Unternehmensplanung – Berücksichtigung finden. Dabei sollte u.E. eine Berücksichtigung des Börsenkurses dergestalt erfolgen, dass dieser maximal als Wertuntergrenze herangezogen wird.

Der Börsenkurs kann aus folgenden gewichtigen Gründen kein alleiniger Maßstab für die Bestimmung des „wahren Werts“ sein:

Voraussetzung dafür, dass Börsenkurse den von der Rechtsprechung geforderten „wahren Wert“ wiedergeben könnten, wäre das Vorliegen eines effizienten Kapitalmarkts, auf dem die Börsenkurse zwischen vollkommen informierten

GESCHÄFTSFÜHRENDER VORSTAND:
Prof. Dr. Klaus-Peter Naumann,
WP StB, Sprecher des Vorstands;
Dr. Klaus-Peter Feld, WP StB CPA;
Manfred Hamannt, RA

Seite 2/2 zum Schreiben vom 14.09.2015 an Frau Arndt-Brauer, Vorsitzende des Finanzausschusses des Deutschen Bundestags, Berlin

Transaktionspartnern entstanden sind. Diese Informationseffizienz kann annähernd unterstellt werden, wenn die Aktie breit gehandelt und breit beobachtet wird, wenn also ein stetiger Informationsfluss an den Kapitalmarkt geht und Kapitalmarktteilnehmer, z.B. Analysten, diese Informationen ständig aufnehmen und auswerten. Übernahmen und Delistings sind aber von einer gegenteiligen Marktsituation geprägt. In diesen Situationen besteht eine erhebliche Informationsasymmetrie. Der Übernehmer, der Hauptaktionär oder das Management kennen das Unternehmen zwar genau, sind aber durch Insiderrecht gehindert oder haben mit Blick auf die Abfindung kein Interesse, den Kapitalmarkt über das Unternehmen zu informieren. In einer solchen Situation ist der Börsenkurs gerade nicht das Ergebnis einer „fairen“ Preisbildung auf effizienten Märkten. Im Gegenteil würde ein generelles Abstellen auf den Börsenkurs in einer solchen Situation den Anreiz setzen, durch Informationspolitik (seitens des Unternehmens) oder durch spekulative Aufkäufe (seitens professioneller Aktionäre) den Börsenkurs zu beeinflussen.

Selbst wenn annähernde Informationseffizienz unterstellt werden könnte, wären trotz gleicher Informationen bereits aufgrund unterschiedlicher Erwartungen schwankende Börsenkurse zu beobachten, die nicht auf Änderungen des fundamentalen Werts zurückgehen. Der Aktionär – sofern er nicht finanziell unter Druck steht – kann diese Schwankungen abwarten und zu dem Zeitpunkt seine Transaktion durchführen, zu dem sich entweder seine persönlichen Erwartungen an den Preis angepasst haben oder umgekehrt die Preise an seine Erwartungen. Im Falle des Entzugs des Eigentums oder der Börsennotierung zu einem exogen vorgegebenen Zeitpunkt wird ihm genau diese Möglichkeit genommen. Zwar ist das Problem im Falle des Delisting geringer, da der Aktionär noch Eigentümer bleibt und zu einem späteren Zeitpunkt veräußern könnte. Allerdings ist seine Verhandlungssituation ohne Notierung deutlich schlechter. Daher sollte er auch in diesem Fall einen Anspruch auf eine Abfindung zum „wahren Wert“ haben.

Für eine vertiefende Erörterung unserer Anmerkungen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Hamannt

Prof. Dr. Stibi, WP StB
Fachleiter Rechnungslegung
und Prüfung