

Rechtsfragen der Unternehmensbewertung

25. April 2017

Univ. Prof. Dr. Hanns F. HÜGEL

Inhaltsübersicht

- A. Spezialliteratur
- B. Gesetzliche Regelungen zur Bewertungsmethode
- C. Ausscheiden aus einer Personengesellschaft
- D. Bewertungsanlässe bei Kapitalgesellschaften
- E. Barangebot bei Squeeze-Out und Umgründungen
- F. Verschmelzung
- G. Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss
- H. Pflichtteilsrecht

A. Spezialliteratur

- Mollhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung – Zum deutschen und österreichischen AktG (2017): Analyse von über 320 Entscheidungen der deutschen Spruchstellenjudikatur ferner österreichische Judikatur.
- Hügel/Aschauer*, Pflichtteilsrecht und Unternehmensbewertung bei der Gründung von Unternehmensstiftungen, in: *Barth/Pesendorfer*, Praxishandbuch des neuen Erbrechts (2016) 227.
- Artmann/Rüffler/Torggler* (Hrsg), Unternehmensbewertung und Gesellschaftsrecht (2014) – GVÖ-Tagung: *Aschauer*, Grundfragen der Unternehmensbewertung; *Hirschler*, Spezialfragen; *Mandl*, Das neue Fachgutachten KFS/BW1; *Rüffler*, Rechtlicher Rahmen; *Winner*, Umgründungen; *Artmann*, Abfindungsklauseln.
- Fleischer/Hüttemann* (Hrsg), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung (2015): Umfassende Darstellung nach deutschem Recht.
- Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht (2008)
- Hügel*, Verschmelzung und Einbringung (1993): Probleme der Bewertungsmethoden, Unbestimmtheit der Unternehmensbewertung, Auswirkungen auf Überprüfung des Umtauschverhältnisses (jetzt: §§ 225c ff AktG) und „Verhandlungsmodell“ bei Konzentrationsverschmelzungen – Einfluss auf die deutsche Spruchstellenjudikatur.

B. Gesetzliche Regelungen zur Bewertungsmethode

§ 305 ABGB

Wird eine Sache nach dem Nutzen geschätzt, den sie mit Rücksicht auf Zeit und Ort gewöhnlich und allgemein leistet, so fällt der ordentliche und gemeine Preis aus; nimmt man aber auf die besonderen Verhältnisse und auf die in zufälligen Eigenschaften der Sache gegründete besondere Vorliebe desjenigen, dem der Wert ersetzt werden muss, Rücksicht, so entsteht ein außerordentlicher Preis.

§ 306 ABGB

In allen Fällen, wo nichts anderes entweder bedungen, oder von dem Gesetze verordnet wird, muss bei der Schätzung einer Sache der gemeine Preis zur Richtschnur genommen werden.

B. Gesetzliche Regelungen zur Bewertungsmethode

Daher:

- Vorrang des objektivierten (Unternehmens-)Werts gegenüber dem subjektiven Wert

OGH-Judikatur zur Bewertungsmethode

- Die Wahl der Bewertungsmethode hat sich am Zweck der Bewertung zu orientieren. Unternehmensbewertung ist ein Problem der BWL (2 Ob 189/01k). Die Aufgabenadäquanz der vom Sachverständigen gewählten Bewertungsmethode und das Bewertungsergebnis sind jedenfalls vom Gericht (Tatrichter?) frei zu würdigen (OGH 5 Ob 649/80, 2 Ob 189/01k).
- Der Wert einer Sache ist keine objektive Größe. In der Praxis sind verkehrsmäßig ermittelte Durchschnittspreise zu berücksichtigen (OGH 1 Ob 593/81).
- Im Falle der Überprüfung des Ausgabebetrags junger Aktien bei Bezugsrechtsausschluss hat der OGH eine Präferenz für die Ertragswertmethode erkennen lassen (OGH 16.12.1980 GesRZ 1981, 44).

C. Ausscheiden aus einer Personengesellschaft

Gesetzliche Ausscheidensregelungen: §§ 137, 138 UGB

- Liquidationsfiktion: Verkauf des Unternehmens als Ganzes – daher: Gesamtunternehmenswert: Ertragswert / DCF
- Vertragliche Kündigungsbeschränkungen sind gemäß § 132 Abs 2 UGB unzulässig. Ausnahme: angemessene Verlängerung der Kündigungsfrist. Das Kündigungsrecht des OG-, KG- und stillen Gesellschafters ist somit zwingend.
- Abfindungsbeschränkungen verstoßen nicht gegen § 132 Abs 2 UGB. Zulässig sind Beschränkungen der Abfindung, insbesondere Ausschluss der Firmenwertabfindung und Buchwertklauseln (*Artmann*, 101 ff).

C. Ausscheiden aus einer Personengesellschaft

- Bedenklich sind aber Hinauskündigungs-Klauseln (Ausschluss ohne wichtigen Grund; *Artmann*, 93 ff) sowie „asymmetrische“ Abfindungsklauseln, zB für den Insolvenzfall (OGH 8 Ob 16/84).
- Nach OGH-Judikatur zu Optionen könnte es möglich sein, eine Abfindungsbeschränkung bei Verkürzung über die Hälfte des wahren Werts der Beteiligung (§§ 934 f ABGB) anzufechten (*Artmann*, 107).
- Eine faktisch asymmetrische Abfindungsbeschränkung – etwa bei Gesellschaftern mit wesentlich unterschiedlichem Alter (Bsp: Vater nimmt Sohn in die Gesellschaft auf und sie vereinbaren eine Abfindungsbeschränkung, die faktisch den Sohn begünstigt) – kann zu Pflichtteilsansprüchen führen (*Schauer* in *Barth-Pesendorfer*, Praxishandbuch des neuen Erbrechts 208 ff).
- Der gänzliche Ausschluss der Abfindung ist nur für den Fall des Todes zulässig (*Artmann*, 86, 91).

D. Bewertungsanlässe bei Kapitalgesellschaften

Zu Unternehmensbewertungen kommt es bei folgenden Vorgängen bei Kapitalgesellschaften:

- „Ausscheiden“ aus der Gesellschaft: Vorkaufs- oder Aufgriffsrecht – vertragliche Abfindungsregelung (vorbehaltlich Sittenwidrigkeit)
- Squeeze-out (Ausschluss) der bis zu 10%igen Minderheit bei AG und GmbH nach GesAusG oder § 2 UmwG
- Barabfindung bei Austritt: rechtsformübergreifende AG/GmbH-Verschmelzung (§ 234b AktG), AG/GmbH-Umwandlung (§§ 244, 253 AktG), Export-Verschmelzung AG oder GmbH (§ 10 EU-VerschG), nicht verhältnismäßige Spaltung (§ 9 SpaltG), rechtsformübergreifende AG/GmbH-Spaltung (§ 11 SpaltG), SE-Export-Sitzverlegung oder –Verschmelzung (§§ 12, 21 SEG)
- Verschmelzung: Verschmelzungsprüfung, Überprüfung des UTV (§§ 225c ff AktG) – Ausgabebetrag beim Bezugsrechtsausschluss

E. Barangebot bei Squeeze-out und Umgründungen

Börsekurs als Mindestabfindung?

Das deutsche Bundesverfassungsgericht hat im Falle eines konzernrechtlichen Abfindungsanspruchs (BVerfG 25.04.1999, I BvR 1613/94 - DAT/Altana; dazu *Winner*, aaO 62; *Mollnhuber*, aaO 90 ff) bei einer börsennotierten AG eine zweifache Untergrenze der „vollen Entschädigung“ festgelegt:

- Die Entschädigung muss den „wirklichen“ oder „wahren“ Wert der Unternehmensbeteiligung unter Einschluss stiller Reserven und des inneren Geschäftswerts widerspiegeln. Die Ertragswertmethode ist verfassungsrechtlich unbedenklich.
- Der Kurswert der Aktie darf aufgrund ihrer gesteigerten Verkehrsfähigkeit aber nicht außer Betracht bleiben. Der Verlust des Verkehrswerts der Aktie ist mit dem Börsenkurs der Aktie regelmäßig identisch. Der Verkehrswert (in Höhe des Börsenkurses) ist die „Untergrenze der wirtschaftlich vollen Entschädigung“ („Deinvestitionswertschutz“).

E. Barangebot bei Squeeze-out und Umgründungen

Börsekurs als Mindestabfindung? (cont.) – Ersatz für Fundamentalbewertung?

Relevanz für das österreichische Recht

- In § 102a Abs 4 BWG aF (nunmehr § 26b BWG) gilt laut VfGH unter Hinweis auf die DAT/Altana-Rechtsprechung des deutschen BVerfG eine Abfindung im Falle der zwangsweisen Einziehung von Partizipationskapital von Kreditinstituten für „angemessen“, wenn – wie gesetzlich vorgesehen – die Abfindung dem Börsekurs der letzten 20 Tage entspricht (Einzelheiten bei *Mollnhuber*, 86 ff, 103 ff zu § 102a Abs 4 BWG).
- Beachte: Streng genommen hat der VfGH nicht ausgesprochen, dass der Börsekurs eine zwingende Untergrenze ist. Die Fundamentalbewertung (Ertragswertmethode) könne „*je nach Bewertungsziel und Bewertungssituation ... gerechtfertigt, geboten oder auch ausgeschlossen sein*“. Anders als das BVerfG hält der VfGH die Ertragswertmethode aber nicht für verfassungsrechtlich geboten.

E. Barangebot bei Squeeze-out und Umgründungen

- Beachte: Die deutschen Spruchgerichte zeigen zunehmende Skepsis gegenüber prognostischen Schätzungen und methodischen Prämissen und wachsende Offenheit für marktbezogene Unternehmensbewertungen, insbesondere Börsenkurse (Nachweise bei *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung § 1 Rz 62 ff; Diskussion bei *Hügel/Aschauer* in *Barth/Pesendorfer*, Praxishandbuch des neues Erbrechts 283 f).

E. Barangebot bei Squeeze-out und Umgründungen

Börsekurs als Mindestabfindung?

- Im Schrifttum wird die DAT/Altana-Untergrenze des Börsekurses auch für den Fall des zwangsweisen Ausscheidens (Squeeze-out nach dem GesAusG, §§ 9, 11 SpaltG) für zwingend gehalten (*Winner*, aaO 62 f), offen sei dies aber bei den Austrittsrechten, so bei Formwechsel durch Umwandlung, Verschmelzung und Spaltung (*Winner*, 65 f).
- Nach divergierenden Entscheidungen des OLG Stuttgart und des OLG Düsseldorf entschied der BGH, dass der Durchschnittskurs innerhalb der letzten drei Monate vor „Bekanntgabe der Maßnahme“ maßgeblich ist (BGH 19.07.2010, II ZB 18/09, AG 2010, 629, *Stollwerck*). Die Rsp stellt überwiegend auf das „Bekanntwerden“, vor allem auf die erste ad-hoc-Mitteilung ab (*Mollnhuber*, 322 ff).

„Einfrieren“ eines niedrigen Durchschnittskurses durch Veröffentlichung und Zuwarten mit der Strukturmaßnahme?

Dazu *Mollnhuber*, 323 f.

E. Barangebot bei Squeeze-out und Umgründungen

Fixe Frist?

ME ist eine fixe Frist dem Gesetz nicht zu entnehmen und kann auch sachwidrig sein, insbesondere wenn der Börsenkurs zu bestimmten Zeiten vor dem maßgeblichen Stichtag durch externe Vorgänge beeinträchtigt wurde.

Mit BGH *Stollwerck* sollte nicht auf den Tag der Beschlussfassung abgestellt werden, weil der Kurs infolge der Ankündigung bereits durch die Strukturmaßnahme beeinflusst sein könnte.

Unterscheide davon den Bewertungsstichtag

Demgegenüber ist Bewertungsstichtag der Fundamentalbewertung (DCF, Ertragswert) beim Squeeze-out gemäß § 2 Abs 1 Satz 2 GesAusG „*der Tag der Beschlussfassung durch die Gesellschafterversammlung*“.

E. Barangebot bei Squeeze-out und Umgründungen

Synergieeffekte

IDW S 1 unterscheidet zwischen unechten und echten Synergieeffekten:

- Unechte Synergieeffekte sind zu berücksichtigen, wenn „*die synergiestiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind*“.
- Echte Synergieeffekte sind grundsätzlich nicht zu berücksichtigen.

E. Barangebot bei Squeeze-out und Umgründungen

KFS BW 1 (2014)

- Tz 88: *„Soweit sich nicht aus rechtlichen Vorgaben zu dem konkreten Bewertungsanlass etwas anderes ergibt, sind bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts nur solche Synergieeffekte zu berücksichtigen, deren Realisierung zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert ist (realisierte Synergieeffekte). Nicht zu berücksichtigen sind hingegen solche Synergieeffekte, die sich nur bei Umsetzung der konkreten, den Bewertungsanlass bildenden Unternehmenskombination realisieren lassen (nicht realisierte Synergieeffekte).“*

E. Barangebot bei Squeeze-out und Umgründungen

Gesetzliche Regelungen:

- Die Berücksichtigung von Synergieeffekten ist weder im GesAusG noch im Verschmelzungsrecht geregelt.
- Nach § 3 Abs 7 Satz 2 GesAusG hat „*der Vorstand...die Gesellschafter vor der Beschlussfassung über jede wesentliche Veränderung der Vermögens- oder Ertragslage der Gesellschaft sowie der Pläne des Hauptgesellschafters, die zwischen der Erstattung des Berichts... und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung eingetreten ist, zu unterrichten; dies gilt insbesondere, wenn die Veränderung eine andere Barabfindung rechtfertigen würde.*“

E. Barangebot bei Squeeze-out und Umgründungen

- Aus der Erwähnung der „*Pläne des Hauptgesellschafters*“ wird gelegentlich auf die Relevanz auch von (echten) Synergieeffekten geschlossen.
- Nach hA und ständiger Rsp in Deutschland ist die Squeeze-out-Abfindung nach dem stand-alone-Wert zu bestimmen, das heißt ohne Berücksichtigung echter Synergieeffekte (Nachweise bei *Winner*, 69). Allerdings existiert in § 327b dAktG eine ausdrückliche Regelung: „*Der Hauptaktionär legt die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft in Zeiten der Beschlussfassung ihrer HV berücksichtigen.*“ Hinweise auf die „*Pläne des Hauptgesellschafters*“ fehlen.

E. Barangebot bei Squeeze-out und Umgründungen

Anderer Ansicht *Winner*, 71:

- Da die Minderheitsgesellschafter zum Ausscheiden gezwungen werden, darf der Mehrheitsgesellschafter nicht den ganzen Transaktionsgewinn abschöpfen. *Winner* hält die ertragswertanteilige Aufteilung – also zB 90% zu 10% - für angemessen.

E. Barangebot bei Squeeze-out und Umgründungen

Kontrollprämie / Paketzuschlag / Minderheitsabschlag

Ist der Anteilswert ausschließlich durch Teilung des Gesamtunternehmenswerts entsprechend der (Kapital-)Quote zu ermitteln oder sind „Besonderheiten“ des Anteils zusätzlich zu berücksichtigen?

- Marktpreis: Derartige Zu- und Abschläge werden bei Transaktionen berücksichtigt. Dass sich der gemeine Wert nach dem „Preis“ bestimmt (§ 305 ABGB), spricht für die Maßgeblichkeit auch bei der Barabfindung (so auch *Winner*, 59).
- Für den ausscheidenden Personengesellschafter folgt aus der Liquidationsfiktion des § 137 Abs 2 UGB, dass solche Zu- und Abschläge unberücksichtigt bleiben (*Fleischer*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung § 18 Rz 12).

E. Abfindung bei Squeeze-out und Umgründungen

- Kein Argument ist der (allgemeine) gesellschaftsrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz (zB § 47a AktG): Gleichbehandlung schuldet die Gesellschaft, nicht der Mitgesellschafter. Außerdem müssen die Aktionäre nur unter sachlich gleichen Voraussetzung gleich behandelt werden. Kontrolle, Mehrheit und Minderheit sind keine gleichen Voraussetzungen.
- Anders die übernahmerechtliche Gleichbehandlung gemäß § 3 Z 1 ÜbG: Vor der Umsetzung der EU-Takeover-RL ließ das ÜbG einen Minderheitsabschlag von bis zu 15% zu.

E. Barangebot bei Squeeze-out und Umgründungen

- Die hA in Österreich und Deutschland lehnt Minderheitsabschlüsse ab. Dies entspricht auch der Praxis in anderen Staaten, wie USA, England und Italien (siehe *Winner*, 59 f; *Fleischer*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung § 18 Rz 16).
- In gleicher Weise lehnt *Fleischer* (§ 18 Rz 31) auch einen Abschlag für Fungibilitätsrisiken ab. Anderer Ansicht sind die Erläuterungen zum Erbrechts-Änderungsgesetz 2015 im Zusammenhang mit der Pflichtteilsberechnung. Für die Berücksichtigung fehlender Liquidität nicht börsennotierender Anteile (Fungibilitätsabschlag) vgl die Hinweise bei *Ruiz de Vargas/Schließer/Zollner*, BewertungsPraktiker 2016, 57 f.

E. Barangebot bei Squeeze-out und Umgründungen

Auswirkungen von Verfügungsbeschränkungen

Rechtfertigt die grundsätzliche Unübertragbarkeit von Personengesellschaftsanteilen, die Vinkulierung von GmbH-Anteilen oder Aktien einen Bewertungsabschlag?

Vgl zu einem verwandten Problem BFH 01.09.2016 AG 2017, 75:

- Der Wert von Aktien ist nach dem deutschen BewG (wie nach § 10 öBewG) grundsätzlich aus Verkäufen abzuleiten.
- Die streitgegenständlichen nicht börsennotierten Aktien können nach Ansicht des BFH nach dem Börsenkurs der gattungsgleichen notierenden Aktien (derselben AG) bewertet werden.

F. Verschmelzung

Bewertungsrechtliche Grundlagen

§ 220b AktG zur Verschmelzungsprüfung

(4) [Der Prüfungsbericht des Verschmelzungsprüfers] ist mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob das vorgeschlagene Umtauschverhältnis der Aktien und gegebenenfalls die Höhe der baren Zuzahlungen angemessen ist. Dabei ist insbesondere anzugeben,

- 1. nach welchen Methoden das vorgeschlagene Umtauschverhältnis ermittelt worden ist;*
- 2. aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;*
- 3. welches Umtauschverhältnis sich [nach der jeweiligen Methode] jeweils ergeben würde; zugleich ist dazu Stellung zu nehmen, welche Gewichtung dieser Methoden bei der Bestimmung des Umtauschverhältnisses beigemessen wurde....“*

F. Verschmelzung

Daher: Das Gesetz geht nicht von einer einzig richtigen Methode aus. Das Gesetz geht auch nicht von einem einzigen richtigen Unternehmenswert aus.

§ 225c ff AktG: gerichtliche Überprüfung des Umtauschverhältnisses: Plausibilitätsüberprüfung des UTV auf Basis der Bewertungen der Vorstände und der Verschmelzungsprüfung, nicht Neubewertung durch das Gericht / Gremium (*Kalss*, Verschmelzung Spaltung Umwandlung § 225c AktG Rz 17).

F. Verschmelzung

Bloße Überprüfung des Verhandlungsprozesses bei der Konzentrationsverschmelzung („Verhandlungsmodell“) versus volle Nachprüfung

- Zu unterscheiden ist zwischen der Konzentrationsverschmelzung von Gesellschaften, zwischen denen kein Abhängigkeitsverhältnis besteht (Deutschland: *merger of equals*), und der Konzernverschmelzung. Bei der Konzentrationsverschmelzung sollte das im Rahmen des Verhandlungsprozesses ausgehandelte UTV weitestgehend respektiert werden (*Hügel, Verschmelzung und Einbringung* 157 ff, 210 f).

F. Verschmelzung

Bloße Prozessprüfung versus volle Nachprüfung (cont.)

- Daraus entwickelte der Spruchstellensenat des OLG Stuttgart unter dem Vorsitzenden *Stilz* eine „abgestufte Ergebnisprüfung“ (*Mollnhuber*, 249 ff). Die gerichtliche Korrektur wäre ein „Eingriff in die Vertragsfreiheit“ (*Stilz*, FS Mailänder 423; OLG Stuttgart in den Fällen *Wüstenrot/Württembergische AG* sowie *Daimler Benz/ Daimler Chrysler*; Nachweise bei *Mollnhuber*, 348 ff). Dem schloss sich auch die österreichische Lehre an: *Kalss*, Verschmelzung Spaltung Umwandlung² § 220 AktG Rz 20, weiters die fast einhellige deutsche Lehre (Nachweise bei *Mollnhuber*, 352).
- Hingegen lehnte das deutsche Bundesverfassungsgericht die bloße Prozessprüfung im Fall *Daimler Benz/Daimler Chrysler* ab (BVerfG 24.05.2012 AG 2012, 674; dazu *Mollnhuber*, 354 ff).

Bloße Prozessprüfung versus volle Nachprüfung (cont.)

- Bei Überprüfung des UTV im Rahmen des „Verhandlungsmodells“ ist zunächst zu untersuchen, ob eine kontrollfreie Verschmelzung vorliegt (kein Konzernverhältnis iSd § 15 AktG oder § 115 GmbHG).
- In diesem Fall: Haben die Vorstände das UTV unter Beachtung der *business-judgement-rule* (also sorgfältig) ausgehandelt?
- Angesichts der Entscheidung des BVerfG schlägt *Mollnhuber* ein weiteres Kriterium in Form einer qualifizierten Zustimmung der HV vor.

F. Verschmelzung

Rechtliche Vorgaben der Unternehmensbewertung

- Wertäquivalenzprinzip: Die Beteiligungen beider Aktionärsgruppen müssen nach der Verschmelzung wertgleich mit den Beteiligungen vor der Verschmelzung sein. Daraus folgt: Anwendung gleicher Bewertungsmethoden.
- Zulässigkeit einer Prämie? Vgl die Übernahme von Mannesmann durch Vodafone: Steigerung des Angebots in Vodafone-Aktien während der Übernahme von EUR 100 auf 190 Mrd; Sanofi erhöhte das Anbot für Aventis von EUR 48,5 Mrd auf 55,3 Mrd.
- Stichtagsprinzip (vgl § 2 GesAusG): Unzulässigkeit der ex post-Betrachtung – Plausibilisierung der ex ante-Unternehmensplanung aufgrund der späteren (bis zum Überprüfungsverfahren) eingetretenen tatsächlichen Entwicklung?

F. Verschmelzung

Synergieeffekte beim verschmelzungsrechtlichen Umtauschverhältnis

- Keine rechtlichen Vorgaben betreffend Aufteilung von echten Synergieeffekten. Die „Nichtberücksichtigung“ nach Tz 88 KFS BW 1 führt (automatisch) zur ertragswertanteiligen Aufteilung. Nach *Hügel*, Verschmelzung und Einbringung 202 ff kommt im Einzelfall auch eine Zuordnung nach dem „Wert der Beiträge“ in Betracht: zB sind Gewinne „wertvoller“ als Verlustvorträge; bei der Verschmelzung von zwei Produktionsgesellschaften ist der Beitrag zu Vertriebssynergien durch Aufbau eines Vertriebsnetzes „wertvoller“ als der Nichtaufbau eines Vertriebsnetzes durch die andere Gesellschaft.

F. Verschmelzung

Synergieeffekte beim verschmelzungsrechtlichen Umtauschverhältnis (cont.)

- Einvernehmen besteht, dass die Zuordnung von Synergieeffekten – jedenfalls bei der Konzentrationsverschmelzung – weitestgehend Verhandlungssache ist und allenfalls einer Plausibilitätskontrolle unterzogen werden darf. Anders bei der Konzernverschmelzung (*Winner*, aaO 72 ff).
- Bei der Konzernverschmelzung soll – mangels Richtigkeitsgewähr der vertraglichen Vereinbarung – die zwingende Aufteilung der Synergieeffekte nach den stand-alone-Werten gelten (*Winner*, 74 f aaO).

F. Verschmelzung

Börsenkurs als Untergrenze bei Festlegung des UTV?

- Die deutsche Spruchstellenjudikatur neigt dazu, den Deinvestitionswertschutz nach DAT/Altana auf die Konzernverschmelzung anzuwenden (zuletzt OLG Düsseldorf 18.08.2016, I-26 W 12/15, BeckRS 2016, 111005), auf die Konzentrationsverschmelzung aber durchwegs abzulehnen (Nachweise bei *Mollhuber*, 111 ff).
- „Rechnerisches Problem“: Ertrags/DCF-Werte führen zu einem UTV, die Börsenkurse zu einem anderen UTV: Wird der (höhere) Börsenkurs von A zugrunde gelegt, führt dies automatisch zur Verletzung des Anspruches von B auf die Wertäquivalenz nach der Ertrags/DCF-Methode. *Mollhuber*, 115 ff, 122: „Unmöglichkeit symmetrischer Meistbegünstigung“ *Mollhuber*, 146: Börsenkurs als Untergrenze nur bei der Konzernverschmelzung und nur zugunsten der Minderheitsaktionäre der abhängigen Gesellschaft.

Erheblichkeitsschwelle?

- Die deutsche Spruchstellenjudikatur nimmt eine Korrektur des UTV (Ausgleichszuzahlungen) erst dann vor, wenn die Abweichung des Unternehmenswerts bestimmte Schwellenwerte überschreitet. Diese liegen zwischen 1% und 10% (*Mollnhuber*, 341 ff).
- *Kalss*, Verschmelzung Spaltung Umwandlung² § 225c AktG Rz 17, nimmt ein unangemessenes Umtauschverhältnis erst bei einer 10%igen Abweichung an.
- *Mollnhuber* lehnt Erheblichkeitsschwellen ab: Die Parameter sind eine (bloßen) Plausibilitätsprüfung zu unterziehen. Sind Parameter unplausibel, gebührt keine weitere Erheblichkeitsschwelle.

F. Verschmelzung

Bewertungstichtag bei der Verschmelzung

- Anders als nach § 2 GesAusG fehlt im Verschmelzungsrecht die Festlegung eines Bewertungstichtags.
- Die österreichische Lehre wendet § 2 GesAusG analog an und stellt auf den Verschmelzungsbeschluss der übertragenden Gesellschaft ab. Gleicher Ansicht ist die überwiegende Lehre in Deutschland. Auch die freie vertragliche Vereinbarung des Bewertungstichtags (im Verschmelzungsvertrag) wird von einer Mindermeinung für zulässig gehalten (Nachweise bei *Mollnhuber*, 65 ff).
- Da der „technische“ Bewertungstichtag bzw die Bewertung wegen der einmonatigen Vorlauffrist des § 221a AktG (Veröffentlichung des Verschmelzungsvertrags) deutlich früher erfolgt, behilft sich die Praxis mit einer „Aufzinsung“ auf den voraussichtlichen Beschlussstag.

F. Verschmelzung

Meines Erachtens verdient jene Meinung den Vorzug, die eine Vereinbarung des Bewertungsstichtags zulässt:

- Die Aufzinsung ist eine Scheinlösung: Ergeben sich im Zwischenzeitraum keine abweichenden Entwicklungen, führt sie zu keiner Modifikation des UTV. Kommt es zu abweichenden, UTV-relevanten Entwicklungen, ist das UTV bei Beschlussfassung „unangemessen“. Darüber hat der Vorstand (wenn es ihm bekannt ist) in der HV zu berichten (§ 221a Abs 5 AktG). Nach der hA können die Aktionäre nur entscheiden, ob sie die Verschmelzung bleiben lassen oder sehenden Auges eine nach §§ 225c ff AktG zu korrigierende Verschmelzung beschließen.

F. Verschmelzung

- Sind hingegen die zwischenzeitigen Entwicklungen irrelevant, weil ein Bewertungsstichtag vor der Veröffentlichung – im Sinne der Mindermeinung zulässiger Weise - vereinbart wurde, liegt ein „angemessenes“ UTV vor. Nach dem Bericht des Vorstands können die Aktionäre dennoch entscheiden, die Verschmelzung nicht durchzuführen.
- Die Vereinbarung eines früheren Bewertungsstichtags, der für beide Seiten gilt, bewirkt auch keine Unangemessenheit zu Lasten einer Gesellschaft.

G. Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss

Bei Erhöhung des Kapitals einer AG oder GmbH kann mit 75%-Mehrheit das Bezugsrecht der Altgesellschafter ausgeschlossen werden.

- Damit es zu keiner Verwässerung der Altgesellschafter kommt, muss der Ausgabebetrag der neuen Aktien angemessen – unter Berücksichtigung des Unternehmenswerts der Gesellschaft – festgelegt werden. Dies ist in einem Bericht des Vorstands an die HV darzulegen (§ 153 Abs 4 Satz 2 AktG).
- Im Falle des Bezugsrechtsausschlusses bei einer GmbH-Kapitalerhöhung bejahte der OGH die Relevanz der Ertragswertmethode (OGH 16.12.1980 GesRZ 1981, 44 = JBI 1981, 545).
- Die vorrangige Berücksichtigung des Börsenkurses bei Einsatz des Accelerated Book Building-Verfahren (als marktnahes Preisfindungsverfahren) erscheint vertretbar (dazu *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 9 Rz 28).

H. Pflichtteilsrecht

Fragen des Erbrechts-Änderungsgesetz 2015

- Neuregelung des Bewertungsstichtags von Vorschenkungen im Rahmen der Pflichtteilsbewertung
- Nach den Amtlichen Erläuterungen zum neuen Erbrecht ist die fehlende oder eingeschränkte Veräußerbarkeit bei der Bewertung zu berücksichtigen (vgl. *Hügel/Aschauer*, 239 280 ff).
- Anerkennung von Begünstigtenstellungen in Stiftungen als Pflichtteilsdeckung, dadurch Bewertung von Begünstigtenstellungen als neues Bewertungsthema.

Neuer IDW S 13: Unternehmensbewertung bei familien-und erbrechtlichen Anlässen (dazu *Kohl/Ballhorn/König*, DB 2016, 24 28).

H. Pflichtteilsrecht

Pflichtteilsberechtigte haben einen Wertanspruch in Höhe ihrer halben gesetzlichen Erbquote (§ 759 ABGB).

Beispiel: Erben sind der Ehegatte und ein Kind

Ehegatte: gesetzliche Erbquote neben Kindern $\frac{1}{3}$, Pflichtteil $\frac{1}{6}$

Kind: gesetzliche Erbquote $\frac{2}{3}$, Pflichtteil $\frac{1}{3}$

Der Pflichtteil bemisst sich vom Nachlasswert zuzüglich des Werts von Vorschenkungen (zwei Jahre an „Fremde“, auch eine Stiftung; unbefristet bei Schenkungen an Pflichtteilsberechtigte).

Da lediglich ein Wertanspruch auf den Pflichtteil besteht, ist der Erblasser frei, den Pflichtteil durch eine testamentarische Erbquote, ein Vermächtnis oder eine Vorschenkung zukommen zu lassen (§ 761 Abs 1 ABGB).

H. Pflichtteilsrecht

Die Pflichtteilsberechnung ist somit zweistufig:

- Zunächst wird der Nachlasswert ermittelt und – über Antrag (§§ 782, 783 ABGB) – durch den Wert von Vorschenkungen erhöht („Hinzurechnung“). Davon wird der Wertanspruch berechnet.
- Danach wird die Pflichtteilsdeckung (des Wertanspruchs) beurteilt (§ 780 ABGB: „Anrechnung“): letztwillig zugewendete und geschenkte Sachen. Geldanspruch bei Unterdeckung (§ 763 ABGB).

Auf beiden Bewertungsstufen kommt die Unternehmens- und Anteilsbewertung in Betracht. Auch Begünstigtenstellungen in Privatstiftung kommen als Pflichtteilsdeckung in Betracht und müssen dann bewertet werden, ähnlich wie Anteile. Wertbestimmend ist hier die Ausgestaltung: Ausschüttungsansprüche, Erlöschen der Begünstigtenstellung oder „Übertragbarkeit“ (im Einzelnen *Hügel/Aschauer*).

Bewertungsstichtag

- Zuwendungen auf den Todesfall sind zum Zeitpunkt des Todes des Erblassers zu bewerten (§ 780 Abs 2 ABGB).
- Vorschenkungen sind auf den Zeitpunkt, in dem die Schenkung „wirklich gemacht wurde“ (Vermögensopfer: Fruchtgenuss und Nutzungsrechte können nach bisheriger OGH-Judikatur schädlich sein), zu bewerten. Der Wert ist nach dem VPI auf den Todeszeitpunkt aufzuwerten (§ 788 ABGB).

Contact



Univ. Prof. Dr. Hanns F. Hugel
bpv Hugel Rechtsanwälte GmbH

Tel. +43 1 260 50-0

Fax +43 1 260 50-133

Hanns.Huegel@bpv-Huegel.com

www.bpv-huegel.com

bpv alliance partners



bpv Hügel Rechtsanwälte GmbH

Donau-City-Strasse 11, ARES-Tower
A 1220 Vienna

Tel. +43 1 260 50 0

Fax +43 1 260 50 133

vienna@bpv-huegel.com

www.bpv-huegel.com

bpv Grigorescu

65, Ion Mihalache Blvd.

Building A, 3rd Floor

RO 011174 Bucharest

Tel. +40 21 222 999 0

Fax +40 21 222 999 1

bucharest@bpv-grigorescu.com

www.bpv-grigorescu.com

bpv Braun Haskovcova

Palac Myslbek, Ovocny trh 8

CZ 110 00 Praha 1

Tel. +420 224 490 000

Fax +420 224 490 033

prague@bpv-bh.com

www.bpv-bh.com

bpv Jadi-Nemeth

Deák Ferenc u. 15

H 1052 Budapest

Tel. + 36 1 484 0484

Fax + 36 1 484 0433

budapest@bpv-jadi.com

www.bpv-jadi.com

www.bpvlegal.com

Univ. Prof. Dr. Hanns F. Hügel

Wien

hanns.f.huegel@bpv-huegel.com

geboren am 14. Juli 1951

1979 – 2000 Hügel & Partner

Seit 1996 Universitätsprofessor am Institut für
Unternehmens- und Wirtschaftsrecht der Universität Wien

2000 - 2006 Haarmann Hügel

seit Juni 2006 bpv Hügel Rechtsanwälte



Beratungsfelder

Mergers & Acquisitions, Umwandlungen, Gesellschafts- und Handelsrecht
(inkl. Vertragsrecht, Österreich), Bank- und Kapitalmarktrecht (Österreich),
Steuerrecht, Schiedsgerichtsbarkeit