

Normzweckkonforme Unternehmensbewertung und Abfindungsbemessung
beim aktienrechtlichen Squeeze Out

Ein Vergleich der Preise von privaten und an der Börse notierten Unternehmen anhand von Multiplikatoren

von
Frederik Ruthardt

1. Auflage

Nomos Baden-Baden 2014

Verlag C.H. Beck im Internet:
www.beck.de
ISBN 978 3 8487 1580 0

Zum Inhalt

Wie muss die Barabfindung ermittelt werden, um das rechtliche Prädikat der „Angemessenheit“ zu erfüllen? Diese Fragestellung wird durch die Entwicklung einer normzweckkonformen, mit der betriebswirtschaftlichen Theorie der Unternehmensbewertung zu vereinbarende und praktisch umsetzbare Vorgehensweise zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung beantwortet.

Zum Autor

Dr. Frederik Ruthardt, geb. 1983, studierte Wirtschaftswissenschaften an der Universität Hohenheim, 2014 Promotion an der Universität Hohenheim.

Frederik Ruthardt

Normzweckkonforme Unternehmensbewertung und
Abfindungsbemessung beim aktienrechtlichen Squeeze Out

Normzweckkonforme Unternehmensbewertung und Abfindungsbemessung beim aktienrechtlichen Squeeze Out



Nomos

Die Reihe „Finanz- und Rechnungswesen“
wird herausgegeben von

Prof. Dr. Dirk Hachmeister, Universität Hohenheim
Prof. Dr. Hans Hirth, Technische Universität Berlin
Prof. Dr. Stefan Rammert, Universität Mainz
Prof. Dr. Matthias Schmidt, Universität Leipzig

Band 14

Frederik Ruthardt

Normzweckkonforme Unternehmensbewertung und Abfindungsbemessung beim aktienrechtlichen Squeeze Out



Nomos

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Hohenheim, Univ., Diss., 2014

ISBN 978-3-8487-1580-0 (Print)

ISBN 978-3-8452-5595-8 (ePDF)

D100

1. Auflage 2014

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2014. Printed in Germany. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|----|
| Abbildungsverzeichnis | 17 |
| Tabellenverzeichnis | 19 |
| Abkürzungsverzeichnis | 21 |
| 1. Problemstellung | 23 |
| 2. Das theoretische Fundament der Unternehmensbewertung | 32 |
| 2.1. Betriebswirtschaftliche Funktionenlehre | 32 |
| 2.1.1. Betriebswirtschaftliches Schiedspreiskonzept | 32 |
| 2.1.2. Schiedspreis als Barabfindung | 35 |
| 2.2. Notwendige Typisierung und Abgrenzung zur Objektivierung | 37 |
| 2.3. Stichtagsprinzip und Wurzeltheorie | 40 |
| 3. Rechtliche Bewertungsvorgaben | 47 |
| 3.1. „Angemessenheit“ der Abfindung als rechtliches Bewertungsziel | 47 |
| 3.1.1. Gesetzgeber | 47 |
| 3.1.2. Verfassungsrechtliche Schranken | 51 |
| 3.1.3. Auslegung der verfassungsrechtlichen Vorgaben durch den BGH und die juristische Literatur | 54 |
| 3.1.4. Haltedauer und Börsenkurs als möglicher Desinvestitionswert | 58 |
| 3.1.4.1. Börsenkurs als Desinvestitionswert | 58 |
| 3.1.4.2. Hypothese effizienter Kapitalmärkte und Squeeze Out | 62 |
| 3.1.4.3. Meistbegünstigung und typisierter Anlagehorizont | 68 |
| 3.2. Ausmaß rechtlich notwendiger Gleichbehandlung | 70 |
| 3.2.1. Gleichbehandlung der ausscheidenden Minderheitsaktionäre | 70 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----|
| 3.2.2. Gleichbehandlung von Mehrheitsaktionär und Minderheitsaktionären | 72 |
| 3.2.2.1. Grundsätzliche Überlegungen | 72 |
| 3.2.2.2. Interpretation der Übernahmemotive für die Strukturmaßnahme Squeeze Out | 79 |
| 3.2.2.2.1. Vorbemerkungen | 79 |
| 3.2.2.2.2. Synergieeffekte | 79 |
| 3.2.2.2.2.1. Echte Synergieeffekte | 79 |
| 3.2.2.2.2.2. Unechte Synergieeffekte | 81 |
| 3.2.2.2.3. Sondervorteile | 83 |
| 3.2.2.2.4. Reiner Kontrollwert | 87 |
| 3.2.2.2.5. Unterbewertung und Überbewertung der Zielgesellschaft | 88 |
| 3.2.2.3. Kontrollprämie, Börsenkurs und Squeeze Out | 89 |
| 3.2.2.4. Zum Ausmaß normzweckadäquater Gleichbehandlung von Mehrheitsaktionär und Minderheitsaktionären | 92 |
| 3.2.2.4.1. Rechtliche Unzulässigkeit eines „Governance Abschlages“ | 92 |
| 3.2.2.4.2. Sorgfältige Prüfung der Unternehmensplanung als Folge der rechtlich implizierten Gleichbehandlung | 99 |
| 3.2.2.4.3. Zur Frage der Berücksichtigung von Synergieeffekten | 104 |
| 3.2.2.4.3.1. Berücksichtigung von echten Synergieeffekten | 104 |
| 3.2.2.4.3.2. Berücksichtigung von unechten Synergieeffekten, die exklusiv beim Mehrheitsgesellschafter entstehen | 110 |
| 3.2.2.4.4. Grenzpreis des Mehrheitsgesellschafter als Obergrenze der angemessenen Barabfindung | 113 |
| 3.3. Grundsätze normzweckadäquater Abfindungsbemessung | 115 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----|
| 4.3.2.4. Unternehmenskonzept | 153 |
| 4.3.2.5. Konzernierung/Sondervorteile | 155 |
| 4.3.2.6. Verbundvorteile | 156 |
| 4.3.2.7. Zuflusszeitpunkt | 157 |
| 4.3.2.8. Persönliche Steuern | 157 |
| 4.3.2.9. Alternativanlage (Kapitalisierungszinssatz) | 157 |
| 4.4. Aufteilung der Grenzpreisdifferenz | 159 |
| 4.4.1. Vorbemerkungen | 159 |
| 4.4.2. Beispiel zu alternativen Aufteilungsmaßstäben | 160 |
| 4.4.3. Stellungnahme zur Aufteilung des Transaktionsspielraumes | 164 |
| 4.5. (Abgeltungs-)Besteuerung der Abfindungszahlung | 168 |
| 4.5.1. Einführung in die Thematik | 168 |
| 4.5.2. Verlust der „Tax Timing Option“ | 169 |
| 4.5.3. Berücksichtigung der abfindungsinduzierten Besteuerung aus rechtlicher Sicht | 172 |
| 4.5.4. Notwendige Typisierungen | 175 |
| 4.5.4.1. Fragestellungen | 175 |
| 4.5.4.2. Typische Haltedauer | 176 |
| 4.5.4.3. Typische Haltedauer und Untergrenze der Barabfindung | 176 |
| 4.5.4.4. Typischer Erwerbszeitpunkt | 177 |
| 4.5.4.5. Typischer historischer Kaufpreis | 178 |
| 4.5.5. Abfindungsinduzierte Besteuerung und Partizipation der Minderheitsgesellschafter an einem möglichen Transaktionsvorteil | 179 |
| 4.6. Bemessung der Barabfindung bei Vorliegen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages | 181 |
| 4.6.1. Einführung in die Thematik | 181 |
| 4.6.2. Zur Relevanz des festen Ausgleichs für die Bemessung der angemessenen Barabfindung beim Squeeze Out | 182 |
| 4.6.2.1. Keine angemessene Barabfindung bei Vernachlässigung der festen Ausgleichszahlung | 182 |
| 4.6.2.2. Diskussion alternativer Argumente gegen die Berücksichtigung der Ausgleichszahlung | 184 |
| 4.6.2.3. Zur Relevanz des Barwertes der Ausgleichszahlung als weitere Untergrenze der Barabfindung | 192 |

| | |
|--|-----|
| 4.6.3. Ermittlung des normzweckadäquaten Verkäufergrenzpreises bei Vorliegen eines Unternehmensvertrages | 194 |
| 4.6.3.1. Zur Relevanz und Prognose der Dauer des Unternehmensvertrages | 194 |
| 4.6.3.2. Ermittlung des Barwertes der festen Ausgleichszahlung in der Bewertungspraxis | 195 |
| 4.6.3.3. Ermittlung des normzweckadäquaten Verkäufergrenzpreises | 197 |
| 5. Alternative Vorschläge zur Abfindungsbemessung | 204 |
| 5.1. Marktpreise der Anteile | 204 |
| 5.1.1. Börsenkurs | 204 |
| 5.1.1.1. Zur Notwendigkeit einer fundamentalen Bewertung | 204 |
| 5.1.1.2. Börsenkurs und „Governance Abschlag“ | 208 |
| 5.1.1.3. Zur internationalen Relevanz des Börsenkurses | 212 |
| 5.1.1.3.1. Vorbemerkungen | 212 |
| 5.1.1.3.2. Stock Market Exception und Squeeze Out | 213 |
| 5.1.1.3.3. Exkurs: Konzeption des Fair Value als gesuchte Wertkategorie | 214 |
| 5.1.1.3.4. Bedeutung des Börsenkurses als Wertindikation für den Fair Value | 217 |
| 5.1.1.3.5. Fazit zur Bedeutung des Börsenkurses in der US- amerikanischen Abfindungspraxis | 220 |
| 5.1.2. Vorerwerbspreise | 220 |
| 5.2. Verkehrswert des Unternehmens | 223 |
| 5.2.1. Recht der Personengesellschaft als Analogiebasis | 223 |
| 5.2.2. Konzept eines Verkehrswertes des Unternehmens | 229 |
| 5.2.3. Hinweise für die Umsetzung des Ertragswertverfahrens | 232 |
| 5.2.3.1. Vorbemerkungen | 232 |
| 5.2.3.2. Informationsstand | 234 |
| 5.2.3.3. Unternehmenskonzept | 235 |
| 5.2.3.4. Verbundvorteile | 237 |
| 5.2.3.5. Persönliche Steuern | 239 |
| 5.2.3.6. Alternativrendite (Kapitalisierungszinssatz) | 239 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----|
| 5.2.4. Zur Problematik eines Verkehrswertes des Unternehmens | 241 |
| 5.3. Unternehmenswert aus Sicht der Gesellschaftergemeinschaft | 248 |
| 5.3.1. Konzept der Gesellschaftergemeinschaft | 248 |
| 5.3.2. Hinweise für die Umsetzung des Ertragswertverfahrens | 249 |
| 5.3.2.1. Ausschüttungen (implizit zum Informationsstand/Unternehmenskonzept) | 249 |
| 5.3.2.2. Verbundeffekte | 250 |
| 5.3.2.3. Persönliche Steuern | 252 |
| 5.3.2.4. Alternativrendite (Kapitalisierungszinssatz) | 252 |
| 5.3.3. Zur Problematik des Unternehmenswertes aus Sicht der Gesellschaftergemeinschaft | 252 |
| 5.4. Der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 | 255 |
| 5.4.1. Konzept des objektivierten Unternehmenswertes | 255 |
| 5.4.2. Hinweise für die Umsetzung des Ertragswertverfahrens | 258 |
| 5.4.2.1. Anlagehorizont | 258 |
| 5.4.2.2. Informationsstand | 258 |
| 5.4.2.3. Unternehmenskonzept | 259 |
| 5.4.2.4. Verbundvorteile | 260 |
| 5.4.2.5. Zuflusszeitpunkt | 261 |
| 5.4.2.6. Persönliche Steuern | 261 |
| 5.4.2.7. Alternativanlage (Kapitalisierungszinssatz) | 262 |
| 5.4.3. Stellungnahme zum objektivierten Unternehmenswert des IDW | 262 |
| 5.5. Die Best Practice Empfehlungen der DVFA | 269 |
| 5.5.1. Konzept des markttypischen Erwerbers und Methodenpluralismus | 269 |
| 5.5.2. Markttypische Vorgehensweise bei Diskontierungsverfahren | 271 |
| 5.5.2.1. Informationsstand | 271 |
| 5.5.2.2. Unternehmenskonzept und Verbundvorteile | 271 |
| 5.5.2.3. Persönliche Steuern | 272 |
| 5.5.2.4. Alternativrendite (Kapitalisierungszinssatz) | 272 |
| 5.5.3. Grundzüge der Multiplikatorbewertung und markttypische Vorgehensweise | 273 |
| 5.5.4. Zur Problematik der Best Practice Empfehlungen der DVFA und eines möglichen Methodenpluralismus | 274 |
| 5.6. Synoptische Gegenüberstellung der einzelnen Wertkategorien | 281 |

<http://www.nomos-shop.de/23022>

Inhaltsverzeichnis

| | |
|----------------------------------|-----|
| 6. Thesenförmige Zusammenfassung | 283 |
| Literaturverzeichnis | 289 |
| Stichwortverzeichnis | 309 |

1. Problemstellung

„Großaktionäre setzen Kleinanleger vor die Tür“ und „Kleinanleger fliegen raus“. Mit diesen plakativen Überschriften berichtete das Handelsblatt am 02.01.2002 über die Ankündigung des ersten **Squeeze Out** in Deutschland, den Fall: *Brainpool*.¹ Seit Inkrafttreten des „Gesetz[es] zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen“ zum 01.01.2002 können Minderheitsaktionäre zwangsweise aus einer Aktiengesellschaft ausgeschlossen werden. Die Voraussetzungen für diesen sogenannten Squeeze Out finden sich in den §§ 327a – f AktG.² Ein Mehrheitsaktionär, dem mindestens 95% der Aktien der betreffenden Gesellschaft gehören, kann die Übertragung der Anteile der Minderheitsaktionäre auf sich verlangen. Die Zustimmung der Minderheitsaktionäre wird nicht benötigt. Der Mehrheitsaktionär muss auch keinen gewichtigen Grund für das Übertragungsverlangen vorbringen. Mit anderen Worten: Die Minderheitsaktionäre müssen ihre Aktien an den Mehrheitsaktionär verkaufen. Die „Kleinanleger fliegen [tatsächlich] raus“. Allerdings müssen die Minderheitsaktionäre nicht zu jedem Preis an den Mehrheitsaktionär verkaufen. Der Gesetzgeber fordert vielmehr eine „**angemessene Barabfindung**“ als „Verkaufspreis“. Bezüglich der Höhe der Barabfindung beschränken sich die Vorgaben des Gesetzgebers folglich auf einen unbestimmten Rechtsbegriff.³ Jedenfalls können die Minderheitsgesellschafter die „Angemessenheit“ der Barabfindung im Wege des Spruchverfahrens auf ihre Rechtsrichtigkeit hin gerichtlich überprüfen lassen (§ 1 Nr. 1 SpruchG).

Wie hoch muss eine Barabfindung sein, um das rechtliche Prädikat der „Angemessenheit“ zu erfüllen?

Die Rechtsrichtigkeit der Höhe einer gewährten Barabfindung kann grundsätzlich nur überprüft werden, wenn eine Wertindikation für die An-

1 Die Artikel vom 02.01.2002 sind frei zugänglich unter www.handelsblatt.com/archiv.
2 Neben dem aktienrechtlichen Squeeze Out gibt es in Deutschland die Möglichkeit des übernahmerechtlichen Squeeze Out gemäß den §§ 39a-c WpÜG sowie des verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out gemäß § 62 Abs. 5 UmwG. Auf eine differenzierte Analyse dieser beiden Varianten des Squeeze Out wird in dieser Arbeit verzichtet.
3 Vgl. *Hirte/Hasselbach*, in: Hopt/Wiedemann (Hrsg.), Aktiengesetz: Großkommentar, 4. Aufl., Berlin 2005, § 305 AktG, Rn. 62.

1. Problemstellung

teile der Minderheitsaktionäre ermittelt wird. Notwendig ist eine Anteils- und/oder Unternehmensbewertung. In diesem Kontext zeigt sich die **Unternehmensbewertung als „Begegnungsfach“**⁴ von Betriebswirtschaftslehre, Bewertungspraxis und Rechtswissenschaften.

Das theoretische Fundament für die Unternehmensbewertung liefert die Betriebswirtschaftslehre mit der betriebswirtschaftlichen Funktionenlehre. Elementar ist Folgendes: „Es gibt nicht den schlechthin richtigen Unternehmenswert: Da Unternehmenswertermittlungen sehr unterschiedlichen Zwecken dienen können, ist der richtige Unternehmenswert der jeweils zweckadäquate. Daraus folgt das grundlegende ‚Zweckadäquanzprinzip‘ [...]“⁵

Bei der Bewertung zur Abfindungsbemessung handelt es sich um einen einseitig vom Mehrheitsgesellschafter dominierten Bewertungsanlass. Im Konzept der betriebswirtschaftlichen Funktionenlehre ist ein **Schiedspreis** im Rahmen der Vermittlungsfunktion zu ermitteln. Der Schiedspreis liegt zwischen den Grenzpreisen der beteiligten Parteien und entspricht der „angemessenen“ Barabfindung aus betriebswirtschaftlicher Sicht.⁶

Grundsätzlich handelt es sich bei der angemessenen Barabfindung um einen Rechtsanspruch der Minderheitsgesellschafter. Zu ermitteln ist der Wert dieses Rechtsanspruches.⁷ Aus diesem Grund müssen die Vorgaben des Rechtssystems eingehalten werden. Eine Unternehmens- oder Anteilsbewertung zur Bestimmung einer „angemessenen“ Barabfindung muss **normzweckadäquat** sein.⁸ Der Grundsatz der Maßgeblichkeit der rechtli-

4 *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Köln 2012, S. 2.

5 *Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1983, S. 6.

6 Vgl. *Matschke*, BFuP 1981, 115, 117; *Koppensteiner*, in: Zöllner (Hrsg.), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Bd. 6, 3. Aufl., Köln 2004, § 305 AktG, Rn. 63; *Piltz*, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., Düsseldorf 1994, S. 66; *Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1983, S. 19; auch *Bertl/Schiebel*, RWZ 2003, 353, 353, verweisen darauf, dass „Gerichte [...] zu diesen Bewertungsanlässen Schiedswerte ermitteln müssen.“

7 Vgl. *Piltz*, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., Düsseldorf 1994, S. 98; *Mandl/Rabel*, in: Wagner (Hrsg.), Festschrift für Erich Loitlsberger, Berlin 2001, S. 206.

8 Vgl. stellvertretend *Piltz*, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., Düsseldorf 1994, S. 98; *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Köln 2012, S. 52; *Ränsch*, AG 1984, 202, 204; *Paulsen*, in Goette/Habersack (Hrsg.), Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., München 2010, § 305

1. Problemstellung

chen Wertungen⁹ gilt grundsätzlich für alle rechtlich motivierten Bewertungsanlässe. In Abhängigkeit von der jeweils einschlägigen Rechtsnorm und ihrem (rechts-) systematischen Zusammenhang können unterschiedliche Vorgaben zu beachten sein, die möglicherweise für dasselbe Unternehmen bzw. dieselben Anteile zu unterschiedlichen, jeweils normzweckadäquaten Werten führen.¹⁰ Der „Primat des Rechts“¹¹, gründet darauf, dass die Höhe der zu gewährenden Abfindung davon abhängt, wie die gegensätzlichen Interessen von Aktionärsmehrheit und -minderheit aus rechtlicher Sicht gewichtet werden.¹² Innerhalb des rechtlichen Rahmens obliegt es der Betriebswirtschaftslehre, die zweckentsprechenden Bewertungsmethoden und –parameter zu liefern.¹³ Prinzipiell gilt: Nur durch die Berücksichtigung

AktG, Rn. 76; *Gude*, Strukturänderungen und Unternehmensbewertung zum Börsenkurs, Köln 2004, S. 9; *Komp*, Zweifelsfragen des aktienrechtlichen Abfindungsanspruchs nach §§ 305, 320b, Berlin 2002, S. 34; *Rabel*, in: Königsmaier/Rabel (Hrsg.), Festschrift für Gerwald Mandl, Wien 2010, S. 512; *Mandl/Rabel*, in: Wagner (Hrsg.), Festschrift für Erich Loitsberger, Berlin 2001, S. 206; *Hüttemann*, in: Krieger/Lutter/Schmidt, Festschrift für Michael Hoffmann-Becking, München 2013, S. 603 und *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, München 2007, S. 4, verweisen auf die Notwendigkeit einer „rechtsgeleiteten“ Unternehmensbewertung.

- 9 Vgl. *Rabel*, in: Königsmaier/Rabel (Hrsg.), Festschrift für Gerwald Mandl, Wien 2010, S. 512; *Mandl/Rabel*, in: Siegel/Klein/Schneider/Schwintowski (Hrsg.), Festschrift für Dieter Rückle, Berlin 2006, S. 51; *Mandl/Rabel*, in: Kruschwitz/Löffler, Ergebnisse des Berliner Workshops „Unternehmensbewertung“ vom 7. Februar 1998, Berlin 1998, S. 58.
- 10 Vgl. *Piltz*, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., Düsseldorf 1994, S. 98; *Komp*, Zweifelsfragen des aktienrechtlichen Abfindungsanspruchs nach §§ 305, 320b, Berlin 2002, S. 33, formuliert eingängig: „die Bewertung [kann] nur anhand der konkreten Situation und anhand der jeweils einschlägigen gesetzlichen Vorschrift und ihres systematischen Zusammenhangs erfolgen“.
- 11 *Komp*, Zweifelsfragen des aktienrechtlichen Abfindungsanspruchs nach §§ 305, 320b, Berlin 2002, S. 36; *Paulsen*, in: Goette/Habersack (Hrsg.), Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., München 2010, § 305 AktG, Rn. 76; *Simon/Leverkus*, in: Simon (Hrsg.), Spruchverfahrensgesetz. Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren, München 2007, Anhang zu § 11 SpruchG, Rn. 10; *Luttermann*, in: Petersen/Zwirner/Brösel (Hrsg.), Handbuch Unternehmensbewertung: Funktionen, moderne Verfahren, Branchen, Rechnungslegung, Köln 2012, S. 468.
- 12 Vgl. *Komp*, Zweifelsfragen des aktienrechtlichen Abfindungsanspruchs nach §§ 305, 320b, Berlin 2002, S. 36.
- 13 Vgl. *Fleischer*, ZGR 1997, 368, 375; *Burger*, Börsenkurse und angemessene Abfindung, Hamburg 2012, S. 221; *Mandl/Rabel*, in: Wagner (Hrsg.), Festschrift für Erich Loitsberger, Berlin 2001, S. 206.

1. Problemstellung

betriebswirtschaftlicher Erkenntnisse kann überprüft werden, ob die Bewertungsziele der Rechtsordnung erreicht werden.¹⁴

Die „klassische“ Vermittlungsfunktion der betriebswirtschaftlichen Funktionenlehre berücksichtigt zumindest nicht explizit den Zweck der dem Squeeze Out zugrundeliegenden Rechtsnorm. Der Schiedspreis erfüllt nicht zwingend das Kriterium der Normzweckadäquanz. Insofern könnte der betriebswirtschaftliche Schiedspreis eine rechtlich nicht angemessene Wertindikation liefern.

Neben der betriebswirtschaftlichen Theorie und den Rechtswissenschaften kommt der Bewertungspraxis, insbesondere repräsentiert durch den Berufsstand der Wirtschaftsprüfer, bei rechtlichen Unternehmensbewertungen eine große Bedeutung zu. Wirtschaftsprüfer unterstützen regelmäßig den Mehrheitsgesellschafter im Wege der Anfertigung eines Bewertungsgutachtens als Basis für das Abfindungsangebot. Auch handelt es sich bei der Sachverständigenprüfung der angemessenen Barabfindung um eine Vorbehaltsaufgabe der Wirtschaftsprüfer.¹⁵ Darüber hinaus greifen die Spruchgerichte nicht selten auf Wirtschaftsprüfer als Sachverständige zurück.¹⁶ Laut BGH verfügen Wirtschaftsprüfer jedenfalls über die erforderliche Sachkunde zur Unternehmensbewertung und sind zur Objektivität verpflichtet.¹⁷

Die Bewertungspraxis in Form der Wirtschaftsprüfer ermittelt für die Abfindungsbemessung den „objektivierten Unternehmenswert“ nach IDW S 1. Der objektivierte Unternehmenswert des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) findet allerdings keine Entsprechung in der betriebswirtschaftlichen Funktionenlehre.¹⁸ Ebenso wie die betriebswirtschaftliche Funktionenlehre beachtet der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 nicht explizit den Zweck der zugrundeliegenden rechtlichen Norm. Genauso wie der be-

14 Klönne, Objektivierte Bewertung und Verteilung von Synergieeffekten bei gesellschaftsrechtlich bedingten Unternehmensbewertungen, Düsseldorf 2013, S. 93, führt an, dass „die Frage, wie die von der Rechtsordnung vorgegebenen Bewertungsziele zieladäquat erreicht werden können, eine betriebswirtschaftliche Fragestellung ist.“

15 Vgl. Simon/Leverkus, in: Simon (Hrsg.), Spruchverfahrensgesetz. Gesetz über das gesellschaftsrechtliche Spruchverfahren, München 2007, Anhang zu § 11 SpruchG, Rn. 9.

16 Vgl. Paulsen, in Goette/Habersack (Hrsg.), Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., München 2010, § 305 AktG, Rn. 77.

17 Vgl. BGH vom 17.01.2006 – II ZR 327/03, NZG 2006, 117.

18 Vgl. Ballwieser, in: Baetge (Hrsg.), Unternehmensbewertung im Wandel, Düsseldorf 2001, S. 5; Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1983, S. 27f.

1. Problemstellung

triebswirtschaftliche Schiedspreis könnte der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1 eine rechtlich nicht angemessene Wertindikation liefern.¹⁹

Bereits an dieser Stelle fällt ein **begriffliches Durcheinander** unterschiedlicher möglicher Wertindikationen für die Abfindungsbemessung auf. Angesprochen wurden bereits die „Angemessenheit“ als Formulierung des Gesetzgebers, der Verweis auf Grenzpreise und auf den Schiedspreis der Kölner Funktionenlehre, sowie der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1. Dazu kommen aus der Rechtsprechung und der juristischen Literatur mit der „wirtschaftlich vollen Entschädigung“, dem Verkehrswert des Anteils, dem Verkehrswert des Unternehmens und dem Verweis auf eine alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses weitere Wertbezeichnungen bzw. Wertkategorien. In Abhängigkeit von der betrachteten Disziplin werden unterschiedliche Wertkategorien als jeweils „richtig“ angeführt. Zwangsläufig finden sich unterschiedliche Ansichten über die „angemessene“ Höhe der Barabfindung. Die **Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung** zeigt sich nicht nur als interdisziplinäres „Begegnungsfach“, sie befindet sich vielmehr in einem **„interdisziplinären Spannungsfeld“**.

Wie sollten die Abfindungsbemessung sowie dafür notwendige Wertermittlungen innerhalb des Spannungsfeldes aus rechtlichen Vorgaben, betriebswirtschaftlicher Funktionenlehre und Bewertungspraxis konkret aussehen?

Zumindest sind sich alle drei angesprochenen Disziplinen einig, dass es einen objektiven, von Bewertungssubjekten losgelösten Wert eines Unternehmens bzw. der Anteile eines Unternehmens nicht gibt.²⁰ Unstrittig ist auch der Grundsatz der Zweckadäquanz der Wertkonzeption. Für die Barabfindungsbemessung kann ein Unternehmenswert bzw. Anteilswert nur zweckadäquat oder mit anderen Worten „angemessen“ sein, wenn die Vorgaben des Rechtssystems bei der Wertermittlung eingehalten werden. Darüber hinaus bietet die betriebswirtschaftliche Funktionenlehre ein theoretisch schlüssiges betriebswirtschaftliches Fundament. Der Stellenwert von Schiedswerten für die Abfindungsbemessung hängt davon ab, inwiefern die

19 Vgl. *Mandl/Rabel*, in: Siegel/Klein/Schneider/Schwintowski (Hrsg.), Festschrift für Dieter Rückle, Berlin 2006, S. 54.

20 Vgl. *Paulsen*, in Goette/Habersack (Hrsg.), Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., München 2010, § 305 AktG, Rn. 137;.

1. Problemstellung

damit verbundenen Modellannahmen zu den rechtlichen Wertungen passen.²¹ Anderenfalls ist das Bewertungskalkül daraufhin anzupassen.²² Gleiches gilt für den objektivierten Unternehmenswert nach IDW S 1. Als Bewertungsmethode ist für die Ermittlung einer fundamentalen Wertindikation disziplinübergreifend die Eignung des **Ertragswertverfahrens** anerkannt,²³ wenngleich nicht unstrittig ist, ob der Wert der Anteile direkt oder indirekt ermittelt werden soll.²⁴ Bei der direkten Methode wird unmittelbar der Wert des Anteils ermittelt. Bei der indirekten Methode wird in einem ersten Schritt der Unternehmenswert ermittelt. Der Anteilswert wird in einem zweiten Schritt quotial anhand der Kapitalanteile aus dem Unternehmenswert ermittelt. Zwar herrscht interdisziplinär somit ein Konsens bezüglich der notwendigen Zweckadäquanz und der Anwendung des Ertragswertverfahrens, dennoch können grundsätzliche Divergenzen bei der konkreten Umsetzung der Barabfindungsbemessung bestehen.

Wie lässt sich das Spannungsfeld aus rechtlichen Vorgaben, betriebswirtschaftlicher Theorie und Bewertungspraxis konkret auflösen?

21 Vgl. *Mandl/Rabel*, in: Siegel/Klein/Schneider/Schwintowski (Hrsg.), Festschrift für Dieter Rückle, Berlin 2006, S. 55.

22 Vgl. *Rabel*, in: Königsmaier/Rabel (Hrsg.), Festschrift für Gerwald Mandl, Wien 2010, S. 513.

23 Vgl. bspw. *Hachmeister/Ruthardt/Lampenius*, WPg 2011, 519, 522; *Paulsen*, in: Goette/Habersack (Hrsg.), Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., München 2010, § 305 AktG, Rn. 80; *Riegger*, in: Riegger/Wasmann (Hrsg.), Kölner Kommentar zum SpruchG, Anhang zu § 11 SpruchG, Köln 2005, Rn. 4. Auf eine eigenständige Diskussion der Discounted Cash Flow-Verfahren wird verzichtet. Es kommt m.E. prinzipiell nicht darauf an, ob das Ertragswertverfahren oder ein Discounted Cash Flow-Verfahren für die Bewertung eingesetzt wird. Ertragswert und Discounted Cash Flow-Verfahren basieren auf einem Investitionskalkül und führen bei konsistenter Annahmesetzung zu übereinstimmenden Werten. Ob eine Orientierung an einer maßgeblichen Bewertungsperspektive sowie eine adäquate Wertindikation erreicht werden, hängt von den jeweils bei der Umsetzung des Verfahrens getroffenen Annahmen ab. Teilweise wird in der Literatur der Einsatz von DCF-Verfahren mit dem Hinweis abgelehnt, dass darüber keine subjektiven Werte ermittelt werden könnten. Gleichzeitig wird von diesem Teil der Literatur der Einsatz des Ertragswertverfahrens auf die Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte beschränkt. Vgl. zu dieser Ansicht bspw. *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung: Funktionen, Methoden, Grundsätze, 4. Aufl., Wiesbaden 2013, S. 697f.; *Hering*, Unternehmensbewertung, 2. Aufl., München 2006, S. 166.

24 Vgl. *Wagner*, in: Peemöller (Hrsg.): Handbuch Unternehmensbewertung, Landsberg am Lech 1984, S. 3; *Nonnenmacher*, Anteilsbewertung bei Personengesellschaften, Königstein/Ts. 1981, S. 33; *Wagner/Nonnenmacher*, ZGR 1981, 674, 677.

1. Problemstellung

Diese Frage wird in den Kapiteln 2 – 4 dieser Arbeit durch die Entwicklung einer normzweckkonformen, mit der betriebswirtschaftlichen Theorie zu vereinbarende und praktisch umsetzbare Vorgehensweise zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung beantwortet.

Den Rahmen der Untersuchung bilden:

- der **Grundsatz der Maßgeblichkeit der rechtlichen Wertungen**;
- das **theoretische Fundament** der betriebswirtschaftlichen Funktionenlehre;
- die notwendige **Praktikabilität** der Bewertungsansätze.

Zunächst wird das theoretische Fundament der betriebswirtschaftlichen Funktionenlehre dargestellt, da die Begrifflichkeiten für die Herausarbeitung der rechtlichen Bewertungsvorgaben benötigt werden (Kapitel 2). Anschließend erfolgt die Identifikation rechtlicher Bewertungsvorgaben im Sinne von **Grundsätzen normzweckadäquater Abfindungsbemessung** (Kapitel 3). Analog zu der in den Rechtswissenschaften üblichen hermeneutischen Methode werden die Vorgaben des Gesetzgebers als Ausgangspunkt gewählt.²⁵ Davon ausgehend werden die verfassungs- und einfachrechtlichen Bewertungsvorgaben unter Beachtung der grundlegenden Systematik des Aktienrechts herausgearbeitet. Von juristischer Seite könnte gegen die vorgenommene Ableitung der Grundsätze normzweckadäquater Abfindungsbemessung mit *Moxter* zwar vorgebracht werden, es „wäre wohl nicht sinnvoll, wenn der Betriebswirt zu (schwierigen) Rechtsfragen Stellung nimmt.“²⁶ Allerdings muss eine Ausnahme erlaubt sein, wenn es wie hier darum geht, eine integrierte, **disziplinübergreifende Lösung** zu ermitteln. Die Frage der Ermittlung einer rechtlich „angemessenen“ Wertindikation lässt sich auch für einen Ökonomen nur bearbeiten, wenn er versucht, die Vorgaben und Konsequenzen der rechtlichen Rahmenbedingungen im

25 Zur hermeneutischen Methode ausführlich, *Baetge*, in: Küting/Pfitzer/Weber, Handbuch der Rechnungslegung – Einzelabschluss, 5. Aufl., Stuttgart 2002 ff., § 243 HGB, Rn. 21; jüngst auch *Klönne*, Objektivierte Bewertung und Verteilung von Synergieeffekten bei gesellschaftsrechtlich bedingten Unternehmensbewertungen, Düsseldorf 2013, S. 84.

26 *Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1983, S. 21.

1. Problemstellung

Sinne einer „[ö]konomischen Analyse des Rechts“²⁷ aufzubereiten. Grundsätzlich lässt sich ein rechtlich und betriebswirtschaftlich stimmiges und in sich konsistentes Abfindungsmodell nur durch einen disziplinübergreifenden Ansatz entwickeln. Hierzu erfolgt in Kapitel 4 die Integration der Grundsätze normzweckadäquater Abfindungsbemessung in das theoretische Fundament der betriebswirtschaftlichen Funktionenlehre zur Ableitung des „**normzweckadäquaten Schiedspreiskonzeptes**“.

Im Rahmen der Arbeit ist die Frage der rechtlich adäquaten Wertkategorie und Wertindikation zu beantworten. Davon hängt u.a. ab, welche Bedeutung dem **Börsenkurs** für die Abfindungsbemessung zukommen kann. Weiter ist zu konkretisieren, aus welcher Perspektive bzw. aus welchen Perspektiven eine fundamentale Bewertung nach dem Ertragswertverfahren vorzunehmen ist.²⁸ Die **Bewertungsperspektive** bestimmt die konsistente Ermittlung der einzelnen Parameter bei der Umsetzung einzelner Bewertungsmethoden. In Kapitel 4 werden daher vor allem auch die Konsequenzen der betriebswirtschaftlichen und rechtlichen Vorgaben auf die konkrete Umsetzung des Ertragswertverfahrens herausgearbeitet. Auf diese Weise können auch bestehende konzeptionelle Unterschiede identifiziert und dargelegt werden.

Bei der Umsetzung des **Ertragswertverfahrens** ergeben sich im Einzelnen Unterschiede bezüglich der folgenden zu treffenden Annahmen bzw. Bewertungsparameter:

- Informationsstand;
- Unternehmenskonzept bzw. zu unterstellende Geschäftspolitik;
- Einfluss der Eigentümer oder des Managements auf die zukünftige Unternehmensentwicklung;
- Ausschüttungs-/ Finanzierungspolitik;
- persönliche Steuern;
- unechte/echte Synergieeffekte (Verbundeffekte);
- Alternativinvestition (Kapitalisierungszinssatz).

Der in dieser Arbeit vertretene interdisziplinäre Ansatz wurde in der Literatur bisher nicht vorgetragen. Allerdings finden sich verschiedene **alter-**

27 *Ballwieser*, BFuP 1996, 503 beschreibt die ökonomische Analyse des Bilanzrechts folgendermaßen: „Ökonomische Analyse des Rechts widmet sich dem Verständnis und der Würdigung eines historischen, gegenwärtigen oder geplanten Rechtsbereiches unter Berücksichtigung ökonomischer Sprache und Modelle und darauf basierender Hypothesen und empirischer Ergebnisse.“

28 Vgl. *Hüttemann*, WPg 2007, 812, 813, der auch verschiedene mögliche Perspektiven aufzählt.

1. Problemstellung

native Ansätze zur Unternehmensbewertung bzw. Anteilsbewertung zur Abfindungsbemessung. In Kapitel 5 dieser Arbeit werden die folgenden Ansätze dargestellt und diskutiert:

- der Börsenkurs;
- der Verkehrswert des Unternehmens;
- der Unternehmenswert aus Sicht der Gesellschaftergemeinschaft;
- der objektivierte Unternehmenswert nach IDW S 1;
- die Best Practice Empfehlungen der DVFA.

Die jeweiligen Konsequenzen der Ansätze für die Umsetzung des Ertragswertverfahrens werden dargestellt und weiterentwickelt. Darüber hinaus kann unter Rückgriff auf die Grundsätze normzweckadäquater Abfindungsbemessung und betriebswirtschaftliche Argumente dargelegt werden, warum die alternativen Ansätze, zumindest eigenständig, **keine „angemessene“ Wertindikation** liefern können.