



universität
wien

DISSERTATION

Titel der Dissertation

**„Die Maßgeblichkeit von Börsenkursen
für die Bemessung der Barabfindung
beim Gesellschafterausschluss“**

Verfasser

Univ.-Prof. Dr. Anton Burger

Angestrebter akademischer Grad

Doktor der Rechtswissenschaften (Dr. iur.)

Wien, 2011

Studienkennzahl lt. Studienblatt: A 783 101

Dissertationsgebiet lt. Studienblatt: Rechtswissenschaften:
Unternehmens- und Wirtschaftsrecht

Betreuer: em.o. Univ.-Prof. Dr. Manfred Straube

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	III
Abbildungsverzeichnis	VI
Abkürzungsverzeichnis	VII
Literaturverzeichnis	X
Zitierte Judikatur	XXI
Sonstige Quellen	XXIII

I. Einleitung	1
A. Problemstellung	1
B. Gang der Untersuchung	5
II. Der Gesellschafterausschluss nach GesAusG und die Abfindungsbemessung in Österreich mit einem Ausblick auf Deutschland und die USA	9
A. Die Relevanz der Übernahme-RL für den Gesellschafterausschluss in der Europäischen Union	9
1. Der Weg zur Übernahme-RL mit Gesellschafterausschluss	9
2. Übernahme-RL und Gesellschafterausschluss	11
3. Übernahme-RL und angemessene Abfindung	15
B. Gesellschafterausschluss und Abfindungsbemessung nach dem österreichischen GesAusG	17
1. Gesellschafterausschluss in Österreich und Übernahme-RL	17
2. GesAusG und angemessene Barabfindung	20
3. Angemessene Barabfindung und Ausschluss-, Prüfungs- und AR-Bericht	22
4. Die Relevanz von Preisen aus Parallel- und aus Vorerwerben	28
5. Vorabinformation, Erläuterung und Nachprüfung der Angemessenheit	33
6. Die Festlegung des Preises in Übernahmeangeboten und die Relevanz von Börsenkursen	37
7. Angemessene Gesellschafterabfindung nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot	44
8. Angemessenheit der Barabfindung und Überprüfungsverfahren	52
C. Die angemessene Abfindung beim Gesellschafterausschluss in Deutschland	55
1. Aktienrechtlicher Squeeze-out und angemessene Barabfindung	56
2. Übernahmerechtlicher Squeeze-out und angemessene Abfindung	58
3. Resümee zum aktien- und übernahmerechtlichen Squeeze-out	61
D. Die angemessene Abfindung beim Gesellschafterausschluss in den USA	62
1. Typische Situationen und Motive für Squeeze-outs in den USA	63
2. Squeeze-out-Verfahren und die Festlegung der Abfindung	65
a. Der „Merger Squeeze-out“	66
b. Der „Tender Offer Squeeze-out“	67
c. Barabfindung und/oder Anteilsabfindung	68

3. Die Angemessenheit der Abfindung beim Gesellschafterausschluss	70
a. Rules der Securities and Exchange Commission (SEC)	71
b. Die Abfindung beim Gesellschafterausschluss in Delaware: Entire Fairness-Test und Appraisal Remedy	72
c. Anteilswert und Börsenkurs	80
d. Resümee zur angemessenen Abfindung und zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen in den USA	85
III.. Entwicklungslinien der Rsp zur angemessenen Abfindung unter besonderer Berücksichtigung von Börsenkursen	87
A. Entwicklungslinien der deutschen Rsp zur angemessenen Barabfindung und zur Relevanz von Börsenkursen	87
1. Keine Maßgeblichkeit von Börsenkursen bis 1999	87
2. Der Weg zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen als Untergrenze	89
3. Zentrale Grundsätze zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen seit 1999	94
4. Zur Konkretisierung der Maßgeblichkeit von Börsenkursen	95
5. Die weitere Rsp zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen	100
a. Marktenge	101
b. Kursmanipulation	104
c. Referenzzeitraum	107
d. Widerlegbarkeit einer angemessenen Abfindung nach erfolgreichem Übernahmeangebot	109
e. Resümee zu den Entwicklungslinien der deutschen Rsp	111
B. Entwicklungslinien der österreichischen Rsp zur angemessenen Barabfindung und zur Relevanz von Börsenkursen	114
1. Schutz von Anteilseigentum und volle Entschädigung in Österreich	114
2. Österreichische Rsp zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen	116
3. Resümee zu den Entwicklungslinien der österreichischen Rsp	122
IV. Verfassungsrechtliche und weitere Grundsätze zur Abfindungsbemessung beim Gesellschafterausschluss – der „normorientierte Anteilswert“	125
A. Zum verfassungsrechtlichen Eigentumsschutz von Minderheitsanteilen	126
B. Rsp zum Eigentumsschutz von Minderheitsanteilen und der Grundsatz der wirtschaftlich vollen Entschädigung	136
C. Treuepflicht und Gleichbehandlung beim Gesellschafterausschluss: „gleicher Wert pro Anteil“	140
1. Treuepflicht und aktienrechtliche Gleichbehandlung als Analogiebasis	140
2. Die übernahmerechtliche Gleichbehandlung als Analogiebasis	153
3. „Gleicher Wert pro Anteil“ beim Gesellschafterausschluss	159
D. Der Grundsatz der Nachprüfbarkeit	168
1. Objektivierung von Anteilswert und Abfindung	168
2. Nachprüfung von Istgrößen und von Prognosegrößen: Ausführlichkeit und Offenlegung der Berichte	169
3. Publizität und Erläuterung der Berichte und Fragerecht	180
E. Fazit: der „normorientierte Anteilswert“ beim Gesellschafterausschluss	182

V. Die normorientierte Anteilsbewertung und Börsenkurse als Normwert	185
A. „Normwert beim Gesellschafterausschluss“ und Gang der Untersuchung	185
B. Vergangenheits- und zukunftsorientierte indirekte und direkte Ermittlung des Werts pro Anteil	186
C. Der subjektive Wert iSe parteienbezogenen Normwerts	193
1. Entscheidungswerte und Schiedswert beim Gesellschafterausschluss	193
2. Zum Inhalt eines subjektiven Entscheidungswerts	198
a. Der „Ertragswert“ als Entscheidungswert	198
b. Der „Liquidationswert“ als Spezialfall des Entscheidungswerts	204
c. Der „Schieds- oder Arbitriumswert“ als Spezialfall des Entscheidungswerts	207
3. Zur Eignung des subjektiven Entscheidungswerts als Normwert	208
4. Zur Eignung des Schiedswerts als Normwert	218
D. Der objektivierte Wert iSe Werts ohne Parteienbezug	223
E. Der typisierte Wert iSe Werts für den typischen Gesellschafter	231
1. Zum Inhalt des typusbezogenen Werts beim Gesellschafterausschluss	231
2. Zur Eignung des typusbezogenen Werts als Normwert beim Gesellschafterausschluss	238
F. Börsenkurse als Normwert beim Gesellschafterausschluss?	241
1. Subjektive Werte und objektive Preise	241
2. Der Börsenkurs als kapitalmarkttheoretischer Gleichgewichtspreis	245
3. Der Börsenkurs in der realen Welt unvollkommener Kapitalmärkte	250
a. Zum Übergang vom „idealen“ zum „realen“ Börsenkurs	250
b. Der Stichtagsbörsenkurs als Preis in einem Ereigniszeitpunkt	254
c. Die Zirkularität des Börsenkurses ab dem Informationstag	258
d. Zufällige Schwankungen, Trend und Durchschnittsbildung	261
e. Durchschnittskurs: neue Informationen und die Antizipation von Ereignisinformationen	265
f. Die Einpreisung von Ereignisinformationen nach dem Ereigniszeitpunkt	271
g. Die Liquidität des Kapitalmarktes (Marktenge)	272
h. Die gezielte Beeinflussung des Börsenkurses durch den Hauptgesellschafter	277
i. Die gezielte Beeinflussung des Börsenkurses durch Minderheitsgesellschafter	286
4. Synergien im Börsenkurs und im Unternehmenswert	290
a. Börsenkurs und Wert pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses: Minderheitsabschlag und Kontrollprämie	290
b. Unechte und echte Synergien im Wert pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses	296
5. Zur Eignung von Börsenkursen als Normwert für die Abfindungsbemessung beim Gesellschafterausschluss	299
VI. Zusammenfassung	305

Abstract	321
Kurzlebenslauf	323

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Treuepflicht und Gleichbehandlungsgrundsatz beim Gesellschafterausschluss	153
Abbildung 2: Die zeitliche Erstreckung der übernahmerechtlichen Gleichbehandlung	158
Abbildung 3: Die zeitliche Erstreckung der Gleichbehandlung beim Gesellschafterausschluss	164
Abbildung 4: Grundsatz der Nachprüfbarkeit beim Gesellschafterausschluss: Verpflichtete und Berechtigte	178
Abbildung 5: Vom Unternehmensgesamtwert zum Wert pro Anteil	192
Abbildung 6: Die vergangenheits- und zukunftsorientierte Ermittlung des Werts pro Anteil	192
Abbildung 7: Die Zirkularität des Börsenkurses beim Gesellschafterausschluss	260
Abbildung 8: Minderheitsabschlag und Kontrollprämie	295
Abbildung 9: Die Eignung von Anteilswerten als Normwert beim Gesellschafterausschluss	319

Abkürzungsverzeichnis

Abs	= Absatz
aF	= alte Fassung
AG	= Aktiengesellschaft
AktG	= Aktiengesetz
AR	= Aufsichtsrat
Art	= Artikel
BaFin	= Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	= Betriebs-Berater
BEHG	= Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Schweiz)
BFuP	= Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGBI	= Bundesgesetzblatt
BGH	= Bundesgerichtshof
BGHZ	= Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BlgNR	= Beilagen zu den stenografischen Protokollen des Nationalrats
BörseG	= Börsegesetz
BReg	= Bundesregierung
bspw	= beispielsweise
Buchst	= Buchstabe
BVerfG	= Bundesverfassungsgericht
BVerfGG	= Bundesverfassungsgerichtsgesetz
BWG	= Bankwesengesetz
ca	= circa
Corp	= Corporation
DB	= Der Betrieb
DBW	= Die Betriebswirtschaft
DCF	= Discounted Cash Flow
DGCL	= Delaware General Corporation Law
dh	= das heißt
EB	= Erläuternde Bemerkungen
ecolex	= Fachzeitschrift für Wirtschaftsrecht
EMRK	= Europäische Konvention zum Schutz der Menschenrechte und Grundfreiheiten
ErgH	= Ergänzungsheft
Erk	= Erkenntnis
ErlRV	= Erläuterungen zur Regierungsvorlage
et al	= et al. (et alii)
etc	= et cetera
EU-GesRÄG	= EU-Gesellschaftsrechtsänderungsgesetz
f	= folgende
ff	= fortfolgende
FGG	= Gesetz über die Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit (D)
FMA	= Österreichische Finanzmarktaufsicht

VIII

FS	= Festschrift
gem	= gemäß
GeS	= Zeitschrift für Gesellschafts- und Steuerrecht
GesAusG	= Gesellschafterausschlussgesetz
GesKR	= Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
GesRZ	= Der Gesellschafter
GesRZ-SH	= Der Gesellschafter, Sonderheft
GG	= Grundgesetz
ggf	= gegebenenfalls
GmbH	= Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	= Gesetz über die Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GP	= Gesetzgebungsperiode
GV	= Generalversammlung
GWR	= Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht
hA	= herrschende Ansicht
hL	= herrschende Lehre
hM	= herrschende Meinung
Hrsg	= Herausgeber
HV	= Hauptversammlung
iA	= im Allgemeinen
idR	= in der Regel
idS	= in diesem Sinn
ieS	= im engeren Sinn
insb	= insbesondere
iSd	= im Sinne des/ der
iSe	= im Sinne einer(s)
iVm	= in Verbindung mit
iW	= im Wesentlichen
JB	= Jahrbuch
JBl	= Juristische Blätter
JfB	= Journal für Betriebswirtschaft
KGaA	= Kommanditgesellschaft auf Aktien
Komm	= Kommentar
KWG	= Kreditwesengesetz
LBO	= Leveraged Buyout
LG	= Landesgericht
lit	= litera
M&A	= Mergers & Acquisitions
maW	= mit anderen Worten
MBCA	= Model Business Corporation Act
MBO	= Management Buyout
Mio	= Million(en)
MünchKomm	= Münchener Kommentar
mwN	= mit weiteren Nachweisen
NJW	= Neue Juristische Wochenschrift
Nov	= Novelle
NZG	= Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht

ÖBA	= Österreichisches Bank-Archiv
OGH	= Oberster Gerichtshof
ÖJZ	= Österreichische Juristen-Zeitung
OLG	= Oberlandesgericht
oV	= ohne Verfasser
ÖZW	= Österreichische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
RdW	= Recht der Wirtschaft
RIW	= Recht der internationalen Wirtschaft
RL	= Richtlinie
RMBCA	= Revised Model Business Corporation Act
Rsp	= Rechtsprechung
RV	= Regierungsvorlage
RWZ	= Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen
Rz	= Randziffer
S	= Seite
SE	= Societas Europea (Europäische Aktiengesellschaft)
SEC	= Securities and Exchange Commission
SH	= Sonderheft
SpaltG	= Spaltungsgesetz
StGG	= Staatsgrundgesetz
ua	= und andere
uÄ	= und Ähnliche(s)
uAn	= unserer Ansicht nach
ÜbG	= Übernahmegesetz
ÜbRÄG	= Übernahmerechtsänderungsgesetz
UGB	= Unternehmensgesetzbuch
uE	= unseres Erachtens
UmwG	= Umwandlungsgesetz
usw	= und so weiter
va	= vor allem
VfGH	= Verfassungsgerichtshof
VfSlg	= Sammlung der Entscheidungen des Verfassungsgerichtshofs
vgl	= vergleiche
WAG	= Wertpapieraufsichtsgesetz
wbl	= Wirtschaftsrechtliche Blätter
WM	= Wertpapier-Mitteilungen - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WPg	= Die Wirtschaftsprüfung
WpHG	= Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	= Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebotsVO	= Angebotsverordnung des Wertpapierübernahmegesetzes
zB	= zum Beispiel
zfbf	= Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK	= Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	= Zeitschrift für Gesellschafts- und Unternehmensrecht
ZIP	= Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
zT	= zum Teil

Literaturverzeichnis

- Aboody/Kaznik*, CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures, *Journal of Accounting and Economics* 2000, 73.
- Achatz/Ehrke-Rabel/Heinrich/Leitner/Taucher* (Hrsg), *Steuerrecht, Verfassungsrecht, Europarecht, Festschrift für Hans Georg Ruppe zum 65. Geburtstag* (2007).
- Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft (2007).
- Ahlers*, Verschmelzung deutscher börsennotierter Kapitalgesellschaften – eine empirische Analyse (2003).
- Aicher*, Entscheidungsbesprechung, *ÖZW* 1975, 59.
- Aicher*, Entsprechen die Bestimmungen über die Enteignung, insbesondere nach dem Bundesstraßengesetz, und ihre Praxis dem Grundsrechtsschutz?, *Gutachten zum 9. ÖJT* (1985).
- Aicher/Felzl* in *Straube* (Hrsg), *Wiener Kommentar zum GmbH-Gesetz*, § 3.
- Aicher/Fina* (Hrsg), *Festschrift für Manfred Straube zum 65. Geburtstag* (2009).
- Aicher/Kalss/Oppitz* (Hrsg), *Grundfragen des neuen Börserechts* (1998).
- Aicher/Schuhmacher*, *Wertpapierrecht* (2006).
- Altendorfer*, Kursmanipulationen am Wertpapiermarkt: Ein rechtsvergleichender Blick auf den Sanktionenbereich, in *Aicher/Kalss/Oppitz* (Hrsg), *Grundfragen des neuen Börserechts* (1998), 207.
- Altendorfer/Kalss/Oppitz*, Börsenrechtliche Publizität, in *Aicher/Kalss/Oppitz* (Hrsg), *Grundfragen des neuen Börserechts* (1998), 109.
- Altmeyen*, Neutralitätspflicht und Übernahmeangebot nach dem neuen Übernahmerecht. Die neue „Squeeze-Out“-Regelung, *ZIP* 2001, 1083.
- Angermayer-Michler/Oser*, Berücksichtigung von Synergieeffekten bei der Unternehmensbewertung, in *Peemöller* (Hrsg), *Praxishandbuch Unternehmensbewertung* (2009), 977.
- Armstrong/Barth/Jagolinzer/Riedl*: Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe, *The Accounting Review* 2010, 31.
- Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss (2009).
- Aschauer/Schiebel*, Zur Rolle des Börsenkurses beim Gesellschafterausschluss, *RWZ* 2009, 308.
- Aschauer/Fida*, Wem steht die Dividende beim Squeeze-out zu?, *ecolex* 2009, 489.
- Assmann/Schneider* (Hrsg), *Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)*, 5. Auflage (2009).
- Bachner*, Europarechtliche Grundlagen des Squeeze-out, *GesRZ-SH* 2006, 3.
- Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz*, Darstellung der Discounted Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren), in *Peemöller* (Hrsg), *Praxishandbuch Unternehmensbewertung* (2009), 339.
- Ball/Shivakumar*, Earnings quality at initial public offerings, *Journal of Accounting and Economics* 2008, 324.
- Ballwieser*, Aktuelle Aspekte der Unternehmensbewertung, *WPg* 1995, 119.
- Ballwieser*, Unternehmensbewertung, Marktorientierung und Ertragswertverfahren, in *Wagner* (Hrsg), *FS Loitlsberger* (2001), 17.

- Ballwieser*, Unternehmensbewertung. Prozeß, Methoden und Probleme, 3. Auflage (2011).
- Ballwieser/Böcking/Drukarczyk/Schmidt* (Hrsg), Bilanzrecht und Kapitalmarkt, Festschrift für *Adolf Moxter* zum 65. Geburtstag (1994).
- Balzer*, Die Wissenschaft und ihre Methoden: Grundsätze der Wissenschaftstheorie, 2. Auflage (2009).
- Bates/Lemmon/Linck*, Shareholder wealth effects and bid negotiation in freeze-out deals: Are minority shareholders left out in the cold?, *Journal of Financial Economics* 2006, 681.
- Bates/Linck*, Shareholder welfare in minority freeze-out bids: are legal protections sufficient? Evidence from the U. S. market, *CESifo DICE Report* 1/2007, 22.
- Bauer/Zehetner* in *Straube* (Hrsg), Wiener Kommentar zum GmbH-Gesetz, § 82.
- Baums/Thoma*, WpÜG – Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2010).
- Becker/Bürgers/Körber*, Heidelberger Kommentar zum Aktiengesetz (2008).
- Beckmann*, Börsenkurs und Abfindungsanspruch beim Ausschluss von Minderheitsaktionären, *WPg* 2004, 620.
- Berka*, Die Grundrechte: Grundfreiheiten und Menschenrechte in Österreich (1999).
- Bertl/Schiebel*, Unternehmensbewertung durch Typisierungen und nicht durch Objektivierungen, *RWZ* 2004, 170.
- Bitzyk/Oelkers*, Die neue Regelpublizität nach BörseG 2007 und URÄG 2008, *ÖBA* 2009, 508.
- Böcking*, Das Verbundberücksichtigungsprinzip als Grundsatz ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, in *Ballwieser/Böcking/Drukarczyk/Schmidt* (Hrsg), *FS Moxter* (1994), 1407.
- Böcking*, Zur Bedeutung des Börsenkurses für die angemessene Barabfindung, in *Richter/Schüler/Schwetzler* (Hrsg), *FS Drukarczyk*, (2003), 59.
- Böhm-Bawerk*, Wert, in *Friedrich et al* (Hrsg), *Handbuch der Sozialwissenschaften*, 4. Auflage, Band 8 (1928), 989.
- Born*, Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, 2. Auflage (2003).
- Brandl/Hohensinner*, Zur Umsetzung der Marktmissbrauchs-RL in das österreichische Recht, *ecolex* 2004, 983.
- Brealy/Myers*, *Principles of Corporate Finance*, 9th edition (2007).
- Briem*, Gesellschafterausschluss bei Kapitalgesellschaften im Steuerrecht, in *Achatz/Ehrke-Rabel/Heinrich/Leitner/Taucher* (Hrsg), *FS Ruppe* (2007), 68.
- Brugger*, Das Überprüfungsverfahren nach der Verschmelzung, *ecolex* 1997, 501.
- Bungeroth* in *Münchener Kommentar zum AktG*, Vor § 53a.
- Bungert*, DAT/Altana: Der BGH gibt der Praxis Rätsel auf, *BB* 2001, 1163.
- Bungert/Eckert*, Unternehmensbewertung nach Börsenwert: Zivilgerichtliche Umsetzung der BVerfG-Rechtsprechung, *BB* 2000, 1845.
- Burger*, Bewertungsprobleme bei der Überschuldungsprüfung, *JfB* 1988, 119.
- Burger*, Jahresabschlußanalyse (1995).
- Burger/Ulbrich/Ahlemeyer*, *Beteiligungscontrolling*, 2. Auflage (2010).
- Bushee/Core/Guay/Hamm*, The Role of the Business Press as an Information Intermediary, *Journal of Accounting Research* 2010, 1.

- Busse von Colbe*, Der Vernunft ein Gasse: Abfindung von Minderheitsaktionären nicht unter dem Börsenkurs ihrer Aktien, in *Schneider et al* (Hrsg), FS *Lutter* (2000), 1053.
- Casey*, Kapitalmarkttheoretische Unternehmensbewertung – Theoretische Fundierung, Vorteilhaftigkeit der Methoden und ökonomische Würdigung, BFuP 2006, 180.
- Daske/Bassemir/Fischer*, Manipulation des Börsenkurses durch gezielte Informationspolitik im Rahmen von Squeeze-Outs? – Eine empirische Untersuchung am deutschen Kapitalmarkt, zfbf 2010, 254.
- DePamphilis*, Mergers, acquisitions and other restructuring activities, 5th edition (2010).
- Diregger/Kalss/Winner*, Das österreichische Übernahmerecht, 2. Auflage (2007).
- Dollinger*, The fair squeeze-out compensation (2008).
- Dombret*, Übernahmeprämien im Rahmen von M&A-Transaktionen: Bestimmungsfaktoren und Entwicklungen in Deutschland, Frankreich, Großbritannien und den USA (2006).
- Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), Kommentar zum AktG, 2. Auflage (2009).
- Doralt/Winner* in Münchener Kommentar zum AktG, § 53a (§ 47a öAktG).
- Drukarczyk*, Zum Problem der angemessenen Barabfindung bei zwangsweise ausschheidenden Anteilseignern, AG 1973, 357.
- Drukarczyk*, Squeeze-out gemäß §§ 327a ff. AktG – Konzeption und das Problem der Abfindung, in *Göbel/Heni* (Hrsg), FS *Scherrer* (2004), 625.
- Drukarczyk/Schüler*, Unternehmensbewertung, 5. Auflage (2007).
- Egger/Mandl/Klostermann*, Unternehmensbewertung – Kommentare zum deutschen und österreichischen Fachgutachten n. F., in *Institut der Österreichischen Wirtschaftsprüfer* (Hrsg), WP-Jahrbuch (2006), 417.
- Egger/Mandl/Klostermann*, Das neue Fachgutachten zur Unternehmensbewertung – Neuerungen und Auslegungsfragen, in *Institut der Österreichischen Wirtschaftsprüfer* (Hrsg), WP-Jahrbuch (2007), 281.
- Emanuel*, Corporations, 6th edition (2009).
- Emmerich/Habersack*, Kommentar Aktien- und GmbH-Konzernrecht (2009).
- Engisch*, Einführung in das juristische Denken, 10. Auflage (2005).
- Enzinger*, Interessenkonflikt und Organpflichten am Beispiel des Management Buy-out (2005).
- Enzinger* in *Straube* (Hrsg), Wiener Kommentar zum GmbH-Gesetz, §§ 34, 39.
- Fama/French*, The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence, Journal of Economic Perspectives 3/2004, 25.
- Fischer-Winkelmann/Raab*, Börsenkurse – (un)geeignet zur Unternehmensbewertung?, in *Seicht* (Hrsg,) JB für Controlling und Rechnungswesen (2002), 329.
- Fishman*, Standards of value: theory and applications (2007).
- Fleischer/Schoppe*, Squeeze-out und Eigentumsgarantie der europäischen Menschenrechtskonvention, Der Konzern 2006, 329.

- Franke*, Synergien in Rechtsprechung und Rechnungslegung: Behandlung von Synergiepotenzialen im Gesellschafts- und Handelsrecht (2009).
- Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 6. Auflage (2009).
- Freidank/Lachnit/Tesch* (Hrsg), Vahlens Großes Auditing Lexikon (2007).
- Gaal*, Aktienkurs und Abfindung (2006).
- Gall*, Die Angebotspflicht nach dem Übernahmegesetz (2003).
- Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out. Der Gesellschafterausschluss bei AG und GmbH (2006).
- Gall/Winner*, Die Preisbildung im österreichischen Übernahme- und Squeeze-out-Recht, M&A 2007, 213.
- Gärtner*, Der Erwerb eigener Aktien durch die US-corporation (2001).
- Gärtner*, Die Liquidität am deutschen Kapitalmarkt: Erholungsfähigkeit der DAX-30-Titel (2007).
- Gaughan*, Mergers, acquisitions and corporate restructurings, 4th edition (2007).
- Geibel/Süßmann*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG): Kommentar, 2. Auflage (2008).
- Gilson/Gordon*, Controlling Controlling Shareholders, University of Pennsylvania Law Review 2003, 785.
- Göbel/Heni* (Hrsg), Unternehmensrechnung, Festschrift für *Gerhard Scherrer* zum 68. Geburtstag (2004).
- Götz*, Entschädigung von Aktionären abseits der Kapitalmarktbewertung, DB 1996, 259.
- Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Auflage (2009), 6. Auflage (2011).
- Gruber*, Ausschluss der verbliebenen Aktionäre nach Übernahme der AG, AR aktuell 2/2009, 26.
- Gruber*, Kapitalmarktinformationshaftung der Aktiengesellschaft und Kapitalerhaltung, JBl 2007, 2 (Teil I) u 90 (Teil II).
- Grundmann/Haar/Merkt* (Hrsg), Unternehmen, Markt und Verantwortung, Festschrift für *Klaus J. Hopt* zum 70. Geburtstag (2010).
- Grupp*, Going Private aus Sicht eines Finanzinvestors. Spannungsfeld zwischen gesamtwirtschaftlichem Nutzen und Minderheitenschutz (2006).
- Grunewald* in *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, § 327a.
- Gude*, Strukturänderungen und Unternehmensbewertung zum Börsenkurs (2004).
- Güttler*, Wird die Ad-hoc-Publizität korrekt umgesetzt? Eine empirische Analyse unter Einbezug von Unternehmen des Neuen Marktes, zfbf 2005, 237.
- Haarmann/Schüppen* (Hrsg), Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Auflage (2007).
- Habersack*, Europäisches Gesellschaftsrecht, 3. Auflage (2006).
- Habersack/Bayer* (Hrsg), Aktienrecht im Wandel (2007).
- Hasbrouck/Schwartz*, Liquidity and execution costs in equity markets, Journal of Portfolio Management 3/1988, 10.
- Haselbach*, Das Andienungsrecht von Minderheitsaktionären nach der EU-Übernehmerichtlinie, ZGR 2005, 387.
- Hecker/Kaserer*, Going Private im Wege des Minderheitenausschlusses. Eine empirisch orientierte Bestandsaufnahme, BFuP 2003, 137.

- Heidel/Lochner*, Der übernahmerechtliche Squeeze- und Sell-out gemäß §§ 39a ff. WpÜG, Der Konzern 2006, 653.
- Heidelberger Kommentar zum Aktiengesetz* (Becker/Bürgers/Fett/Göz, Hrsg) (2008).
- Hellgardt*, Abdingbarkeit der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht, in *Grundmann/Haar/Merkt* (Hrsg), FS *Hopt* (2010), 765.
- Helmis/Kemper*, Squeeze-out in Deutschland, DBW 2002, 512.
- Hempel/Oppenheim*, Studies in the Logic of Explanation, Philosophy of Science 1948, 135.
- Henselmann*, Gründe und Formen typisierender Unternehmensbewertung, BFuP 2006, 144.
- Henselmann/Schrenker/Winkler*, Berücksichtigung von Börsenkursen bei der Ermittlung von Barabfindungen im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen, Working Papers in Accounting Valuation 9/2010.
- Herbst*, Squeeze-out-Spaltung: Aufhebung des Mindestbeteiligungserfordernisses im spaltungsrechtlichen Überprüfungsverfahren, RdW 2005, 605.
- Hering*, Investitionstheorie, 3. Auflage (2008).
- Hering*, Unternehmensbewertung, 2. Auflage (2006).
- Hitchner*, Financial valuation: applications and models (2006).
- Hopt/Mülbert/Kumpan*, Reformbedarf im Übernahmerecht, AG 2005, 109.
- Hüffer*, AktG Kommentar, 6. Auflage (2008).
- Hüffer/Schmidt-Assmann*, Erster Teil. Rechtsgrundlagen und Fallstudien, in *Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber* (Hrsg), Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs (2005), 1.
- Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber* (Hrsg), Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs (2005).
- Hunt*, Structuring mergers & acquisitions: a guide to creating shareholder value, 4th edition (2009).
- Hüttemann*, Börsenkurs und Unternehmensbewertung, ZGR 2001, 454.
- Hüttemann*, Rechtliche Vorgaben für ein Bewertungskonzept, WPg 2007, 812.
- IDW (Institut der Wirtschaftsprüfer)*, IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen – IDW S 1 (2005); WPg 2005, 1303.
- IDW (Institut der Wirtschaftsprüfer)*, WP-Handbuch 2008, Band II, 13. Auflage (2007).
- Institut der Österreichischen Wirtschaftsprüfer* (Hrsg), WP-Jahrbuch (2006).
- Institut der Österreichischen Wirtschaftsprüfer* (Hrsg), WP-Jahrbuch (2007).
- Jüngst*, Der Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern im Vertragskonzern (2010).
- Kalss*, Beginn und Beendigung der Notierung eines Wertpapiers an einer Börse oder an einem geregelten Markt, in *Aicher/Kalss/Oppitz* (Hrsg), Grundfragen des neuen Börserechts (1998), 255.
- Kalss*, Europarechtliche und verfassungsrechtliche Rahmenbedingungen für das Umwandlungsrecht, JBl 1995, 420.
- Kalss*, Das neue Recht des Gesellschafterausschlusses, GesRZ-SH 2006, 39.
- Kalss*, Das neue Recht des Gesellschafterausschlusses, RWZ 2006, 168.
- Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), Kommentar zum AktG, §§ 95, 99.
- Kalss/Burger/Eckert*, Die Entwicklung des österreichischen Aktienrechts (2003).
- Kalss/Linder*, Minderheits- und Einzelrechte von Aktionären (2006).

- Kalss/Zollner*, Kapitalmarktrechtliche Überlegungen zum „Squeeze-out“ börsennotierter Unternehmen, ÖBA 2004, 237.
- Kalss/Zollner*, Squeeze-out. Der Gesellschafterausschluss nach GesAusG, UmwG und SpaltG (2007).
- Kaufmann*, Das Austrittsrecht der Minderheitsgesellschafter nach dem EU-VerschG, RWZ 2008, 203.
- Kocher/Widder*, Die Berücksichtigung des Dreimonatsbörsenkurses bei aktien- und umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahmen, Der Konzern 2007, 351.
- Kölner Kommentar zum AktG* (Zöllner/Noack, Hrsg), Band 6, 3. Auflage (2004), 4. Auflage (2010).
- Komp*, Zweifelsfragen des aktienrechtlichen Abfindungsanspruchs nach §§ 305, 320b AktG (1999).
- Köppen*, Synergieermittlung im Vorfeld von Unternehmenszusammenschlüssen (2004).
- Koppensteiner*, Abfindung bei Aktiengesellschaften und Verfassungsrecht, JBl 2003, 707.
- Koppensteiner*, Einige Fragen zum „Squeeze-out“, GeS 2006, 143.
- Koppensteiner* in *Kölner Kommentar zum AktG*, § 305.
- Koppensteiner/Rüffler*, Kommentar zum GmbHG, 3. Auflage (2007).
- Kothari/Shu/Wysocki*, Do Managers Withhold Bad News?, Journal of Accounting Research 2009, 241.
- Kramer*, Juristische Methodenlehre, 3. Auflage (2010).
- Krause*, Die Entdeckung des Marktes durch die Rechtsprechung bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung im Rahmen aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen, in *Grundmann/Haar/Merkt* (Hrsg), FS Hopt (2010), 1005.
- Krause*, Die EU-Übernahmerichtlinie – Anpassungsbedarf im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, BB 2004, 113.
- Krejci*, Unternehmensrecht – mit Wertpapierrecht von J. Aicher/F. Schuhmacher, 4. Auflage (2008).
- Kruschwitz*, Investitionsrechnung, 10. Auflage (2007).
- Kruse*, Das „kalte“ Delisting börsennotierter Aktiengesellschaften (2003).
- Kuhner/Maltry*, Unternehmensbewertung (2006).
- Kung*, The Reverse Triangular Merger Loophole, Northwestern University Law Review 2009, 1032.
- KWT (Kammer der Wirtschaftstreuhänder)*, Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der KWT zur Unternehmensbewertung: KFS BW 1 (2006).
- Lang/Lins/Miller*, Concentrated Control, Analyst Following and Valuation: Do Analysts Matter Most When Investors Are Protected Least?, Journal of Accounting Research 2004, 589.
- Lang/Lundholm*, Voluntary Disclosure and Equity Offering: Reducing Information Asymmetry or Hypeing the Stock?, Contemporary Accounting Research 2000, 623.
- Laurer*, Der Leerverkauf von Aktien. Abgrenzung, Formen und aufsichtsrechtliche Implikationen, ZfgK 2008, 984.

- Lechner/Zuck*, Kommentar zum Bundesverfassungsgerichtsgesetz (BVerfGG), 5. Auflage (2006).
- Lenzen*, Reform des Rechts zur Verhinderung der Börsenkursmanipulation, Wertpapier-Mitteilungen 2000, 1131.
- Lintner*, The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, Review of Economics and Statistics 1965, 13.
- Lutter*, Das Kapital der Aktiengesellschaft in Europa (2006).
- Luttermann*, Zum Börsenkurs als gesellschaftsrechtliche Bewertungsgrundlage, ZIP 1999, 45.
- Luttermann*, Der „durchschnittliche“ Börsenkurs bei Barabfindung von Aktionären und Verchmelzungswertrelationen, ZIP 2001, 869.
- Luttermann*, Zur Rechtspraxis internationaler Unternehmensbewertung bei der Publikums-Aktiengesellschaft, NZG 2007, 611.
- Luttermann*, „FairValue“: Mythos, Methoden und Maß international, RIW 2009, 1.
- MacKinnon/Bachner*, Schutz der Minderheitsaktionäre in Großbritannien, GesRZ-SH 2006, 31.
- Mai*, Mehrperiodige Bewertung mit dem Tax-CAPM und Kapitalkostenkonzept, ZfB 2006, 1225.
- Maier*, Zur Rolle des Börsenkurses beim Gesellschafterausschluss, ecolox 2011, 131.
- Mandl/Rabel*, Zur Abfindung von Minderheitsaktionären: Die Auswahl des Bewertungsverfahrens, in *Wagner* (Hrsg), FS *Loitlsberger* (2001), 205.
- Mandl/Rabel*, Unternehmensbewertung (2002).
- Mandl/Rabel*, Der objektivierte Unternehmenswert im Lichte einer normorientierten Bewertung, in *Siegel/Klein/Schneider/Schwintowski* (Hrsg), FS *Rückle* (2006), 45.
- Mandl/Rabel*, Gegenüberstellung der neuen Fachgutachten IDW S1 und KFS BW 1, RWZ 2006, 102.
- Mandl/Schrempf*, Unternehmensbewertung von wachstumsstarken Unternehmen, in *Freidank/Lachnit/Tesch* (Hrsg), Vahlens Großes Auditing Lexikon (2007), 1501.
- Mandl/Rabel*, Methoden der Unternehmensbewertung, in *Peemöller* (Hrsg), Praxis-handbuch Unternehmensbewertung (2009), 49.
- Markowitz*, Portfolio Selection, Journal of Finance 7/1952, 77.
- Markowitz*, Portfolio Selection. Die Grundlagen der optimalen Portfolio-Auswahl (2007).
- Marsch-Barner* in *Baums/Thoma* (Hrsg), WpÜG – Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, § 31.
- Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung (2005).
- Mellen/Evans*, Valuation for M&A: building value in private companies, 2nd edition (2010).
- Merkt/Göthel*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2. Auflage (2006).
- Miller*, Mergers and acquisitions: a step-by-step legal and practical guide (2008).
- Mossin*, Equilibrium in a Capital Asset Market, Econometrica 1966, 768.
- Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Auflage (1983).
- Müller*, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, in *Westermann/Mock* (Hrsg), FS *Bezzenger* (2000), 705.
- Münchener Kommentar zum Aktiengesetz* (Goette/Habersack/Kalss, Hrsg), 3. Auflage (2008).

Münstermann, Wert und Bewertung der Unternehmung (1966), 25.

Naschke, Der Börsenkurs als Abfindungsgrundlage, (2003).

Novak, Die Eigentumsgarantie – Neue Aspekte, alte Fragen, in *Weber/Wimmer* (Hrsg), FS *Pernthaler* (2005), 255.

Nowotny, Börsenkurs und Unternehmenswert – Eine neue Entscheidung des deutschen BVerfG, RdW 1999, 761.

Nowotny/Fida, Kapitalgesellschafts-, Umgründungs- und Übernahmerecht (2009).

Oberleitner, Delisting (2010).

Öhlinger, Verfassungsrecht, 7. Auflage (2007).

Oppitz, Grundfragen der Börseorganisation in Österreich – Rechtsdogmatische und rechtspolitische Überlegungen, in *Aicher/Kalss/Oppitz* (Hrsg), Grundfragen des neuen Börserechts (1998), 1.

Ossadnik, Die Aufteilung von Synergieeffekten bei Fusionen (1995).

Ott, Der übernahmerechtliche Squeeze-out gemäß §§ 39a f. WpÜG, WM 2008, 384.

Paefgen, Zum Zwangsausschluss im neuen Übernahmerecht, WM 2007, 765.

Palepu, Business analysis and valuation: IFRS edition, text and cases (2007).

Parrino/Kidwell, Fundamentals of corporate finance (2009).

Peemöller (Hrsg), Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 4. Auflage (2009).

Peemöller, Ertragswertverfahren nach IDW, in *Peemöller* (Hrsg), Praxishandbuch Unternehmensbewertung (2009), 265.

Peemöller, Wert und Werttheorien, in *Peemöller* (Hrsg), Praxishandbuch Unternehmensbewertung (2009), 1.

Perridon/Steiner, Finanzwirtschaft, 15. Auflage (2009).

Picot, Die Rechte der Aktionäre beim Delisting börsennotierter Gesellschaften (2009).

Piltz, Unternehmensbewertung und Börsenkurs im aktienrechtlichen Spruchstellenverfahren – zugleich Besprechung der Entscheidung BVerfGE 100, 289, ZGR 2001, 185.

Piltz/Hannes, Die Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung, in *Peemöller* (Hrsg), Praxishandbuch Unternehmensbewertung (2009), 995.

Pinto, Equity asset valuation, 2nd edition (2010).

Pluskat, Endlich Klärung hinsichtlich der Lage des Referenzzeitraums bei Relevanz des Durchschnittsbörsenkurses für die Abfindungshöhe, NZG 2008, 365.

Pratt, Business Valuation: Discounts and Premiums, 2nd edition (2009).

Ramesohl, Aktieneigentum, „wahrer Wert“ und Börsenkurs (2007).

Rappaport/Sirower, Stock or Cash? The Trade-Offs for Buyers and Sellers in Mergers and Acquisitions, Harvard Business Review 6/1999, 147.

Rappaport/Sirower, Unternehmenskauf – in Aktien oder in bar bezahlen?, Harvard Business Manager 3/2000, 32.

Ratka, Kaduzierung, Übernahmerrichtlinie, in *Straube* (Hrsg), Fachwörterbuch, 187, 310.

Rauter in *Straube* (Hrsg), Wiener Kommentar zum GmbH-Gesetz, § 75.

Rauter, Delisting, Squeeze out, in *Straube* (Hrsg), Fachwörterbuch, 54, 291.

Reiff, Gesellschaftsrechtliche Aspekte des regulären Delistings (2004).

- Richter/Schüler/Schwetzler* (Hrsg), Kapitalgeberansprüche, Marktwertorientierung und Unternehmenswert, Festschrift für *Jochen Drukarczyk* zum 65. Geburtstag (2003).
- Riegger*, Der Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung – Anmerkungen zum Beschluß des Bundesverfassungsgerichts vom 27.4.1999, DB 1999, 1889.
- Rößler*, HRE im Blickfeld. Squeeze Out zur Finanzmarktstabilisierung, Die Bank 12/2009, 22.
- Rüffler*, Lücken im Umgründungsrecht. Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge, Vermögensübertragungen, Ausgliederungen (2002).
- Rüffler*, Haftung für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen und Kapitalerhaltung in der AG, in *Aicher/Fina* (Hrsg), FS *Straube* (2009), 113.
- Ruhm*, Neuerungen zum Squeeze-out durch das Übernahmerechts-Änderungsgesetz 2006, *ecolex* 2006, 291.
- Rummel*, Die Bemessung der Entschädigung, in *Korinek/Pauger/Rummel* (Hrsg), Handbuch des Enteignungsrechts (1994), 201.
- Saurer in Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), Kommentar zum AktG, § 52.
- Schilling*, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären: Eine sozioökonomische und rechtswissenschaftliche Analyse (2006).
- Schimka/Schörghofer*, Neue europäische Vorgaben für die Berichts- und Dokumentationspflicht bei Verschmelzungen und Spaltungen – Zur Änderung der Fusions-RL, der Spaltungs-RL, der EU-Verschmelzungs-RL und der Kapital-RL, wbl 2010, 109.
- Schmidt/Lutter* (Hrsg), Kommentar Aktiengesetz (2007).
- Schneider/Hommelhoff/Schmidt/Timm/Grunewald/Drygala* (Hrsg), Festschrift für *Marcus Lutter* zum 70. Geburtstag (2000).
- Schnorbus in Schmidt/Lutter* (Hrsg), Kommentar Aktiengesetz, § 327b.
- Schüppen/Haarmann* (Hrsg), Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Auflage (2007).
- Schüppen/Tretter in Schüppen/Haarmann* (Hrsg), Frankfurter Kommentar zum WpÜG, § 39a.
- Schuh/Rosier*, Technologieplattformen – Ein Konzept für ein wirksames Synergiecontrolling, *ZfCM* 2006, 286.
- Schwenker/Spremann*, Unternehmerisches Denken zwischen Strategie und Finanzen: Die vier Jahreszeiten der Unternehmung (2007).
- Seicht*, Irrtümer und Fehler in der Praxis der Unternehmensbewertung. Gerichtssachverständiger kann nur ein neutraler Gutachter sein, *SWK* 1999, W 6.
- Seicht*, Gläubigerschutz, Bilanz und insolvenzrechtliche Überschuldung, in *Wagner* (Hrsg), FS *Loitlsberger* (2001), 293.
- Seicht* (Hrsg), Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen (2002).
- Seicht*, Und es gibt ihn doch, den „objektivierten Unternehmenswert“, *RWZ* 2004, 161.
- Seicht*, Der objektive (ordentliche) Wert gemäß ABGB entspricht der „vollen Abfindung“ im Sinne des Gesellschaftsrechts, *RWZ* 2004, 257.
- Sethe/Weber*, Die Wurzeltheorie als Mittel zur Korrektur von Unternehmensbewertungen nach der Ertragswertmethode, *GesKR* 2010, 129.
- Sharpe*, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance* 1964, 425.

- Shivakumar*, Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings?, *Journal of Accounting and Economics* 2000, 339.
- Siegel/Klein/Schneider/Schwintowski* (Hrsg), *Unternehmen Versicherungen und Rechnungswesen*, Festschrift für *Dieter Rückle* zum 65. Geburtstag (2006).
- Stickney*, *Financial accounting: an introduction to concepts, methods and uses*, 13th edition (2010).
- Stiltz*, Börsenkurs und Verkehrswert. Besprechung der Entscheidung BGH ZIP 2001, 734 – DAT/Altana, ZGR 2001, 875.
- Straube* (Hrsg), *Fachwörterbuch zum Handels- und Gesellschaftsrecht* (2005, ErgH 2006).
- Straube* (Hrsg), *Wiener Kommentar zum Unternehmensgesetzbuch*, Band I, 4. Auflage (seit 2009).
- Straube* (Hrsg), *Wiener Kommentar zum GmbH-Gesetz*, 2. Ausgabe (2010).
- Straube/Rauter* in *Straube* (Hrsg), *Wiener Kommentar zum GmbH-Gesetz*, §§ 30j, 33.
- Stützel*, Wert und Preis, in *Handwörterbuch der Betriebswirtschaftslehre*, Band 3 (1976), 4404.
- Subramanian*, Fixing Freezeouts, *Yale Law Journal* 2/2005, 2.
- Subramanian*, Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory and Evidence, *Journal of Legal Studies* 1/2007, 1.
- Süßmann* in *Geibel/Süßmann* (Hrsg), *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG): Kommentar*, §§ 31, 39a.
- Terlitza*, Neues vom Squeeze-out: Die Vorgaben der Übernehmerrichtlinie und das Mindestbeteiligungserfordernis im spaltungsrechtlichen Überprüfungsverfahren, *GeS* 2005, 71.
- Thomas*, Delisting und Aktienrecht. Verfassungs- und gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen des Rückzugs einer Aktiengesellschaft von der Börse (2009).
- Thomas/Gup*, *The valuation handbook: valuation techniques from today's top practitioners* (2010).
- Torggler*, Zur sog materiellen Beschlusskontrolle, insb bei der Umwandlung, *GeS* 2006, 58 (Teil I), 109 (Teil II).
- Torggler*, Gleichbehandlungsgrundsatz, in *Straube* (Hrsg), *Fachwörterbuch*, 144.
- Torggler* in *Straube* (Hrsg), *Wiener Kommentar zum GmbH-Gesetz*, § 1.
- Tretzmüller-Szauer*, Squeeze-out Regelungen in Deutschland – ein Blick aus der Praxis, *GesRZ-SH* 2006, 36.
- Ullrich*, Abfindung und Börsenkurs – Möglichkeiten zur Bemessung aktienrechtlicher Abfindungs- und Ausgleichsansprüche (§§ 304, 305, 320b AktG) nach dem Börsenkurs (2002).
- van Husen* in *Straube* (Hrsg), *Wiener Kommentar zum GmbH-Gesetz*, § 6a.
- Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften (2006).
- Verse*, Treuepflicht und Gleichbehandlungsgrundsatz, in *Habersack/Bayer* (Hrsg), *Aktienrecht* (2007), 579.
- Vetter*, Börsenkurs und Unternehmensbewertung, *DB* 2001, 1347.
- von Hein*, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland (2008).

- Wagner (Hrsg), Zum Erkenntnisstand der Betriebswirtschaftslehre am Beginn des 21. Jahrhunderts, Festschrift für *Erich Loitlsberger* zum 80. Geburtstag (2001).
- Wallner, Einlagenrückgewähr, Verbot der, in *Straube* (Hrsg), Fachwörterbuch, 72.
- Wansley, Gains to Bidder Firms in Cash and Securities Transactions, *Financial Review* 1/1987, 53.
- Wasmann, Bewegung im Börsenkurs: Kippt die „Dreimonats“-Rechtsprechung?, *BB* 2007, 680.
- Weber, Kursmanipulation am Wertpapiermarkt, *NZG* 2000, 113.
- Weber, Börsenkursbestimmung aus ökonomischer Perspektive, *ZGR* 2004, 284.
- Weber, Zweiter Teil. Kapitalmarktreaktionen bei Mehrheitsbeteiligung, Unternehmensvertrag oder Verschmelzung, in *Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber* (Hrsg), Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs (2005), 149.
- Weber/Roventa, Synergiemanagement und Synergiecontrolling bei M&A-Projekten, *ZfCM* 2006, 280.
- Weber/Wimmer (Hrsg), Vom Verfassungsstaat am Scheideweg, Festschrift für *Peter Pernthaler* zum 70. Geburtstag (2005).
- Weiland, Synergieeffekte bei der Abfindung außenstehender Gesellschafter (2003).
- Weiss, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären – Eine rechtsvergleichende Untersuchung nach US-amerikanischem und deutschem Recht (2003).
- Welch/Turezyn/Saunders, Folk on the Delaware General Corporation Law 2010 (2009).
- Wenger, Der Fall Girmes – ein Stück aus dem Tollhaus, *ZIP* 1993, 321.
- Westermann/Mock (Hrsg), Festschrift für *Gerold Bezzemberger* zum 70. Geburtstag (2000).
- Wiesner, Die neue Übernahmerrichtlinie und ihre Folgen, *ZIP* 2004, 343.
- Wilm, Abfindung zum Börsenkurs – Konsequenzen der Entscheidung des BVerfG, *NZG* 2000, 234.
- Wilm, Nochmals: Abfindung zum Börsenkurs, Kommentar zu OLG Düsseldorf (DAT/Altana), *NZG* 2000, 1070.
- Wilsing/Ogorek, Die Angemessenheitsvermutung des § 39a Abs 3 Satz 3 WpÜG, *GWR* 2009, 211.
- Winner, Das Pflichtangebot nach neuem Übernahmerecht, *ÖJZ* 2006, 659.
- Winner, Squeeze-out und Schutz des Eigentums, *GesRZ-SH* 2006, 9.
- Winner, Wert und Preis im neuen Recht des Squeeze-out, *JBl* 2007, 434.
- Winner, Wert und Preis im Zivilrecht (2008).
- Wolfe/Salomone, Pure Resources, Printcafe and the Pugnacious Special Committee, *The M&A Lawyer* 5/2003, 10.
- Yermack, Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements, *Journal of Finance* 1997, 449.
- Zechner, Technik und Rechtsschutz des Squeeze-out in Skandinavien, *GesRZ-SH* 2006, 20.
- Zollner, Einbahnstraße Börsennotierung? Delisting nach österreichischem Recht, *GeS* 2004, 140 (Teil I), 208 (Teil II).
- Zyla, Fair Value Measurements: Practical Guidance and Implementation (2009).

Zitierte Judikatur

OGH, 29.9.1999, 6 Ob 199/99d.
 OGH, 9.3.2000, 6 Ob 31/00b.
 OGH, 6.6.2001, 6 Ob 109/01z; ecolex 2001, 839.
 OGH, 5.7.2001, 6 Ob 99/01d; ÖBA 2002, 336.
 OGH, 25.9.2003, 2 Ob 189/01k; GeS 2003, 491.
 OGH, 26.8.2004, 6 Ob 132/04m; GesRZ 2004, 387.
 OGH, 6.11.2008, 6 Ob 91/08p; wbl 2009, 144.

VfGH, 16.12.1983, G 46/82; VfSlg 9.911/1983.
 VfGH, 28.2.2002, G 342/01; VfSlg 16.455/2002.
 VfGH, 28.9.2002, G 286/01; VfSlg 16.636/2002.
 VfGH, 3.12.2003, V7/01; VfSlg 17.073/2003.
 VfGH, 16.6.2005, G 129/04; WBl 2005, 484.

BGH, 30.3.1967, II ZR 141/64; AG 1967, 264.
 BGH, 17.1.1973, IV ZR 142/70; WM 1973, 306.
 BGH, 12.3.2001, II ZB 15/00; BGHZ 147, 108; DB 2001, 963; („DAT/Altana“).
 BGH, 9.5.2001, IV ZR 121/00; BGHZ 147, 373; DB 2001, 2186.
 BGH, 19.7.2010, II ZB 18/09; BB 2010, 1941.

BVerfG, 7.8.1962, 1 BvL 16/60; BVerfGE 14, 263; NJW 1962, 1667; („Feldmühle“).
 BVerfG, 27.4.1999, 1 BvR 1613/94; BVerfGE 100, 289; DB 1999, 1693; NZG 1999, 931; WPg 1999, 780; („DAT/Altana“).
 BVerfG, 23.8.2000, 1 BvR 147/97; NJW 2001, 279; („Moto Meter“).
 BVerfG, 19.4.2007, 1 BvR 1995/06; NJW 2007, 3265.
 BVerfG, 20.5.2007, 1 BvR 390/04.

BayOLG, 29.9.1998, 3 Z BR 159/94.
 OLG Celle, 31.7.1998, 9 W 128/97.
 OLG Celle, 25.3.2010, 9 W 17/10.
 OLG Düsseldorf, 7.1.1993, 6 U 44/92; AG 1995, 84; BB 1993, 1847.
 OLG Düsseldorf, 20.5.2000, 19 W 1/93; AG 2000, 422.
 OLG Düsseldorf, 13.3.2008, I 26 W 8/07; AG 2008, 498.
 OLG Düsseldorf, 9.9.2009, I-26 W 13/06; AG 2010, 35.
 OLG Frankfurt, 9.12.2008, WpÜG 2/08.
 OLG Frankfurt, 30.3.2010, 5 W 32/09.
 OLG Hamm, 23.1.1963, 8 AR 1/60.
 OLG München, 11.7.2006, 31 Wx 041/05.
 OLG Stuttgart, 4.2.2000, 4 W 15/98; NZG 2000, 744.
 OLG Stuttgart, 16.2.2007, 20 W 25/05.
 OLG Stuttgart, 16.2.2007, II ZB 18/09; ZIP 2007, 530.
 OLG Stuttgart, 14.2.2008, 20 W 9/06; AG 2008, 783.
 OLG Stuttgart, 5.5.2009, 20 W 13/08.
 OLG Stuttgart, 18.12.2009, 20 W 2/08, ZIP 2010, 274.

OLG Stuttgart, 17.3.2010, 20 W 9/08.
LG Frankfurt, 5.8.2008, 3-5 O 15/08.
LG Köln, 16.12.1992, 91 O 204/88; DB 1993, 217.
LG Köln, 24.7.2009, 2 O 10/08.

Supreme Court of Delaware, William B. Weinberger vs UOP, Inc, 1983, 457 A.2d, 701.
Supreme Court of Delaware, Kahn vs Lynch Communication Systems, Inc, 1994, 638 A.2d 1110.
Supreme Court of Delaware, Kahn vs Lynch Communication Systems, Inc, 1995, 669 A.2d 86.
Supreme Court of Delaware, Glassmann vs Unocal Exploration Corp, 2001, 777 A.2d 242.
Supreme Court of Delaware, In re Siliconix, Inc, Shareholders Litigation, No 18700, 2001, WL 716/787.
Supreme Court of Delaware, In re Pure Resosurces, Inc, Shareholders Litigation, 2002, 808 A.2d 421.

Sonstige Quellen

<http://codes.lp.findlaw/decode/8/1/IX> (Delaware Code - Title 8)
http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_de.pdf.
http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_de.pdf
http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_de.pdf
www.bafin.de
www.fma.gv.at
www.sec.gov/rules/final.shtml
www.shareholdervalue.de
www.spezialwerte.de

Dohmen/Hawranek, Casino Porsche, *Der Spiegel* 47/2010, 88.
oV, Aktienhändler: Alle Verbrecher, *DiePresse.com* 12.11.2010.
oV, Banker sollen sich nach Potash-Angebot bereichert haben, *Spiegelonline* 25.8.2010.
oV, FMA verstärkt Kampf gegen Geldwäsche: „Insiderhandel ist kein Kavaliersdelikt“, *Die Presse* 26.11.2010, 18.
oV, FMA: Bewusstsein für Insider-Verstöße unterentwickelt, *DiePresse.com* 25.11.2010.
oV, Deutsche Bank will sich neun Mrd. Euro holen, *Die Presse* 11.9.2010, 17.
oV, Insiderhandel an der Wall Street: Erster Verdächtiger in Haft, *Die Presse* 26.11.2010, 18.
oV, Insiderhandel: Razzien in 48 Büros und Wohnungen, *DiePresse.com* 24.9.2010.
oV, Staatsanwälte knöpfen sich Anlagebetrüger vor, *Spiegelonline* 23.9.2010.
oV, VW-Fusion mit Porsche gefährdet, *Die Presse* 25.2.2011, 23.
oV, Wien: großangelegter Betrug mit Pennystocks, *Die Presse*, 25.9.2010, 17.
Pauly/Tietz, Schwerwiegende Bedenken, *Der Spiegel* 47/2010, 93.
Pitzke, Massenhafter US-Investmentbetrug: Im Land der willigen Opfer, *Spiegelonline* 7.12.2010.
Schneid, AUA-Kauf könnte teurer werden, *Die Presse* 16.2.2011, 21.
Schneid, Constantia Packaging: Kleinanleger wollen mehr, *Die Presse* 22.7.2010, 19.
Seith, Vorwurf der Kursmanipulation: Anlegerschützer bangen um ihren guten Ruf, *Spiegelonline* 29.9.2010.

I. Einleitung

A. Problemstellung

Die Möglichkeit, Minderheitsgesellschafter im Zuge von Maßnahmen der Umstrukturierung gegen ihren Willen aus der Gesellschaft auszuschließen, besteht in Österreich seit 1938 mit der damaligen Übernahme des deutschen UmwG. Bis zur umfassenden Neuregelung des Gesellschafterausschlusses oder Squeeze-out¹ im Jahr 2006 sah der Gesetzgeber hierfür insb die verschmelzende Umwandlung vor, wenngleich in der Praxis va in den letzten Jahren die nicht Verhältnis wahrende Spaltung, die sog „Squeeze-out-Spaltung“, präferiert wurde.² Die Schwerfälligkeit der bisherigen Bestimmungen, die vielerorts eingemahnte allgemeine Regelung des Gesellschafterausschlusses³ und va ein Erk des VfGH aus dem Juni 2005⁴ legten aus **innerstaatlicher Perspektive** eine umfassende Neuregelung des Squeeze-out nahe.⁵

Das Erk betrifft den Rechtsbehelf des spaltungsrechtlichen Überprüfungsverfahrens für nur gering beteiligte Gesellschafter; der VfGH hob jene Bestimmung auf, mit der die Möglichkeit des Antrags auf gerichtliche Nachprüfung zur Angemessenheit der Barabfindung an einen Mindestaktienbesitz geknüpft wurde. Im Erk führt der VfGH zum **Ausschluss von Gesellschaftern** generell an, dass er einen Eigentumseingriff darstelle, dass hierfür ein öffentliches Interesse erforderlich sei, wenngleich er dessen Vorliegen nicht prüft, und dass angesichts der Interessenkollision zwischen dem Mehrheitsgesellschafter einerseits und den auszuschließenden Minderheitsgesellschaftern andererseits der Fokus besonders auf die Angemessenheit der Barabfindung sowie auf die prozessuale Durchsetzung dieses Anspruchs zu legen sei.

¹ Im anglo-amerikanischen Raum wird für den Gesellschafterausschluss neben „Squeeze-out“ auch der Terminus „Freeze-out“ verwendet; vgl zB *Weiss*, Squeeze-out, 2

² Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 12.

³ Vgl zB *Herbst*, RdW 2005, 605; *Terlitz*, GeS 2005, 73.

⁴ Vgl VfGH, 16.6.2005, G 129/04; WBl 2005, 484; RdW 2005, 559; die Einschränkung der Antragsbefugnis zur Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung bei einer Squeeze-out-Spaltung, dh das Mindestbeteiligungserfordernis oder die sog „Erheblichkeitsschwelle“ beim spaltungsrechtlichen Überprüfungsverfahren wurde aufgehoben.

⁵ Vgl *Kalss*, GesRZ-SH 2006, 39.

Aus **europarechtlicher Perspektive** sieht Art 15 der Übernahme-RL⁶ vor, dass der Bieter nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot die Möglichkeit haben muss, die verbleibenden Inhaber von Wertpapieren auszuschließen.⁷ Diese europarechtliche Vorgabe bildete für den österreichischen Gesetzgeber den Anlass, den Gesellschafterausschluss umfassend neu zu regeln; neben Änderungen im UmwG und im SpaltG brachte die Neuregelung das neue Bundesgesetz über den Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern, das Gesellschafter-Ausschlussgesetz (**GesAusG**)⁸, das am 9. Juni 2006 veröffentlicht wurde und mit 20. Mai 2006 rückwirkend in Kraft trat. Die **rechtlichen Wertungen** des GesAusG sollen nach den Vorstellungen des Gesetzgebers⁹ auf die nach wie vor möglichen alternativen Wege des Gesellschafterausschlusses übertragen werden;¹⁰ lediglich die nicht Verhältnis wahrende Spaltung soll für den Ausschluss nicht mehr zur Verfügung stehen.¹¹

Die Neuregelung des Gesellschafterausschlusses überschreitet deutlich die europarechtliche Vorgabe, die mit dem **speziellen Ausschlussverfahren** gem § 7 GesAusG umgesetzt wurde. Dieses Verfahren betrifft den Ausschluss nach einem Übernahmeangebot: Der Hauptgesellschafter, der seine Beteiligung durch ein auf den Erwerb aller Aktien gerichtetes Übernahmeangebot iSd ÜbG erworben oder erweitert hat, kann durch einen Beschluss der HV innerhalb von drei Monaten nach Ablauf der Angebotsfrist die Minderheitsgesellschafter gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung ausschließen (§ 7 Abs 1). Nach dem **allgemeinen Ausschlussverfahren** gem § 1 kann die HV einer AG oder die GV einer GmbH auf Verlangen des Hauptgesellschafters beschließen, dass die Anteile der übrigen Gesellschafter auf den Hauptgesellschafter gegen die Gewährung einer angemessenen Barabfindung übertragen werden.¹² Die Einstufung als Hauptgesellschafter setzt voraus, dass ihm im

⁶ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl L 142/12 vom 30. April 2004.

⁷ Vgl auch *Ratka*, Übernahme-RL, in *Straube*, Fachwörterbuch, 310.

⁸ BGBl I 2006/75.

⁹ Vgl ErlRV 1334, BlgNR 22. GP, 26.

¹⁰ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 22.

¹¹ Vgl ErlRV 1334, BlgNR 22. GP, 25.

¹² Dieser Gesellschafterausschluss ist keine gesellschaftsrechtliche Kaduzierung; hierzu vgl *Ratka*, Kaduzierung, in *Straube*, Fachwörterbuch, 187 f.

Zeitpunkt des Squeeze-out-Beschlusses¹³ Anteile im Ausmaß von mindestens 90 % des Nennkapitals gehören (§ 1 Abs 2 Satz 1).

Die Kernfrage des (allgemeinen und speziellen) Gesellschafterausschlusses liegt in der **Bemessung der angemessenen Barabfindung**, die den Ausgeschlossenen als Entschädigung für den Entzug des Eigentums zu gewähren ist (§ 2 Abs 1 u § 7 Abs 3). Diese Frage wird im Gesetz nicht explizit beantwortet und auch die Erläuterungen schneiden die relevanten Problemkreise nur an.¹⁴ Lediglich für den Ausschluss nach einem Übernahmeverfahren wird mit dem Wert der höchsten Gegenleistung des Übernahmeangebots eine Untergrenze der Barabfindung gezogen; die Angemessenheit dieser Barabfindung wird dann vermutet, wenn das Übernahmeangebot zum Erwerb von mehr als 90 % der vom Angebot betroffenen Aktien führt, also idS „erfolgreich“ ist (§ 7 Abs 3).

Die Festlegung der angemessenen Barabfindung als „Herzstück des Gesellschafterausschlusses“¹⁵ überlässt der Gesetzgeber mithin weitestgehend der **Rsp.**¹⁶ Zu klären sind Voraussetzungen und zentrale Wertungen der Angemessenheit, die Anwendung von Bewertungsmethoden, die Einbeziehung von Synergieeffekten usw.¹⁷ Der Gesellschafterausschluss ist ein **gesetzlicher Bewertungsanlass**, daher ist auch uE vor der Anwendung konkreter Bewertungsverfahren zu klären, worin der **Normzweck** und die relevanten **rechtlichen Wertungen** beim Squeeze-out liegen. Darauf aufbauend ist über Verfahren zu entscheiden, die zu einem Unternehmens- und Anteilswert sowie zu einer angemessenen Abfindung führen.

Im Fall von nicht börsennotierten Gesellschaften ist nicht „irgendeine“, sondern eine **„normorientierte Unternehmensbewertung“** durchzuführen; durch das Herunterbrechen des Unternehmenswerts auf den einzelnen Anteil gelangt man zum maßgeblichen Wert pro Anteil, der als angemessene Abfindung gilt. Im Fall von börsennotier-

¹³ *Aschauer/Fida*, *ecolex* 2009, 489; zu Unschärfen des Begriffes „Squeeze-out“ vgl. *Rauter*, *Squeeze out*, in *Straube*, *Fachwörterbuch*, 291 f.

¹⁴ Vgl. ErlRV 1334 BlgNR 22. GP, 28.

¹⁵ *Kalss*, *GesRZ-SH* 2006, 50.

¹⁶ Vgl. 1334 BlgNR 22. GP zu § 2.

¹⁷ Vgl. *Kalss*, *GesRZ-SH* 2006, 51.

ten Gesellschaften liegen iA Börsenkurse für die Aktien vor. Prima facie erscheint dabei die Verwendung von **Börsenkursen** der Aktie und des **Börsewerts** der Gesellschaft für Zwecke der Abfindungsbemessung zweckmäßig; damit könnten Verfahrenskosten eingespart werden und obendrein würden „Marktkräfte“ zu einer verlässlichen Bewertung führen.¹⁸ Um die Jahrtausendwende öffnete sich die Rsp für die **Maßgeblichkeit von Börsenkursen** bei der Festlegung einer angemessenen Abfindung,¹⁹ und zwar in Gestalt eines durchschnittlichen Börsenkurses in einem Referenzzeitraum vor der Bekanntgabe der Maßnahme oder vor dem HV-Beschluss.²⁰ Wenn ein Börsenkurs maßgeblich ist, dann kann er zum einen als eine Untergrenze der angemessenen Abfindung dienen und zum anderen direkt die angemessene Abfindung widerspiegeln.²¹

Bei dieser Maßgeblichkeit werden vielfach eher technische Fragen erörtert, wenngleich auch diese das Bewertungsergebnis massiv beeinflussen können; derartige Fragen betreffen zB die Umsatzgewichtung oder die Dauer und die Lage eines Referenzzeitraums.²² Die zentrale **grundsätzliche Frage** zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen lautet: Spiegelt der Börsenkurs den Wert des Anteils bzw spiegelt der Börsewert – als hochgerechnete Version des Börsenkurses – den Wert des Unternehmens korrekt wider? Zweifellos stellt der Börsenkurs *einen* Wert des Anteils, der Börsewert *einen* Wert des Unternehmens dar. Entscheidend erscheint uns die Antwort auf die Frage, ob **Börsenkurse im Fall des gesetzlichen Bewertungsanlasses** „Ausschluss von Gesellschaftern“ aufgrund der relevanten rechtlichen Wertungen heranzuziehen sind.

¹⁸ Vgl Luttermann, ZIP 1999, 52.

¹⁹ Vgl va BVerfG, 27.4.1999, 1 BvR 1613/94; DB 1999, 1693; NZG 1999, 931; WPg 1999, 780; BGH, 12.3.2001, II ZB 15/00; BGHZ 147, 108; DB 2001, 963; („DAT/Altana“).

²⁰ Vgl Abschnitte III. A. u B.

²¹ Dass der Anteilswert aufgrund einer zukunftsorientierten Unternehmensbewertung häufig niedriger ist als der herangezogene durchschnittliche Börsenkurs und dass Börsenkurse in der Praxis aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen vielfach direkt als Abfindung verwendet werden, zeigt eine aktuelle empirische Untersuchung für Deutschland, bei der insb gutachterliche Stellungnahmen und Prüfungsberichte ausgewertet wurden: vgl Henselmann/Schrenker/Winkler, Berücksichtigung von Börsenkursen, 8 ff.

²² Vgl zB Jüngst, Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern, 174 ff; Naschke, Börsenkurs als Abfindungsgrundlage, 157 ff; Weiss, Ausschluss von Minderheitsaktionären, 203 ff.

Die **Problemstellung** dieser Untersuchung liegt in der Frage, ob und in welcher Weise Börsenkurse für die Bemessung einer angemessenen Barabfindung beim Gesellschafterausschluss maßgeblich sein können. Dies betrifft vornehmlich den Gesellschafterausschluss nach dem GesAusG, dessen Wertungen nach den Vorstellungen des Gesetzgebers²³ als Analogiebasis für die weiteren gesellschaftsrechtlichen Möglichkeiten des Ausschlusses gelten sollen.²⁴ Der **Fokus dieser Untersuchung** liegt auf Entwicklungslinien der Rsp zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen, auf dem Normzweck und den rechtlichen Wertungen zum Gesellschafterausschluss und auf dem daraus resultierenden **Normwert**. Auf dieser Grundlage aufbauend ist die Zwecktauglichkeit von Börsenkursen detailliert zu untersuchen. Die Analyse soll als Ergebnis die Eignung von **Börsenkursen als Normwert beim Gesellschafterausschluss** deutlich machen.

B. Gang der Untersuchung

Nach dem einleitenden Kapitel mit Problemstellung und Gang der Untersuchung bietet das **zweite Kapitel** zentrale Grundlagen zum Gesellschafterausschluss gem GesAusG unter besonderer Berücksichtigung der Festlegung einer angemessenen Abfindung, und zwar für Österreich und mit einem Ausblick auf Deutschland und die USA. *Erstens* werden aus **europarechtlicher Perspektive** der Weg zur Übernahme-RL mit Gesellschafterausschluss und die Regelungen zum Ausschluss nach einem Übernahmeverfahren sowie zur angemessenen Abfindung erörtert. *Zweitens* liegt das Augenmerk auf der **Abfindungsbemessung** nach dem GesAusG, insb auf der Festlegung einer angemessenen Barabfindung im Ausschluss-, Prüfungs- und AR-Bericht, auf der Relevanz von Preisen aus Parallel- und aus Vorerwerben, auf Vorabinformationen, auf der Erläuterung und Nachvollziehbarkeit der Angemessenheit, auf der angemessenen Abfindung nach einem Übernahmeverfahren und der Bedeutung von Börsenkursen hierbei sowie auf der gerichtlichen Überprüfung der Angemessenheit. *Drittens* wird - va wegen der engen wissenschaftlichen und wirt-

²³ Vgl ErlRV 1334 BlgNR 22. GP, 26

²⁴ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 22.

schaftlichen Verflechtungen sowie der wechselseitigen Verweise in der einschlägigen Rsp - ein Blick auf die **deutsche Rechtslage** zur Festlegung einer angemessenen Barabfindung beim aktien- und beim übernahmerechtlichen Squeeze-out gerichtet. *Viertens* den Fokus auf den Gesellschafterausschluss, die Abfindungsbemessung und die Maßgeblichkeit von Börsenkursen **in den USA** und hier insb auf den Bundesstaat Delaware zu lenken, erscheint vor dem Hintergrund des dort sehr entwickelten Kapitalmarktes uU hilfreich.

Im **dritten Kapitel** arbeiten wir Entwicklungslinien der deutschen und der österreichischen Rsp zur angemessenen Abfindung unter besonderer Berücksichtigung von Börsenkursen heraus. Aus **deutscher Perspektive** werden erörtert: der Zeitraum mit Ablehnung der Maßgeblichkeit von Börsenkursen durch die Rsp, der Weg zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen iSe Untergrenze der Abfindung, die als Öffnung der Rsp für den Kapitalmarkt vielerorts gepriesen wurde,²⁵ ferner Probleme der Konkretisierung der Maßgeblichkeit und die weitere Rsp unter besonderer Berücksichtigung markanter Probleme von Börsenkursen (Marktenge, Kursmanipulation, Referenzzeitraum, Angemessenheit nach Übernahmeverfahren). Aus **österreichischer Perspektive** gehen wir auf den Schutz von Anteilseigentum und die volle Entschädigung sowie auf die wenigen einschlägigen Entscheidungen ein. Insgesamt ist die aktuelle Situation ua wegen hoher Kosten für Gutachten zur Eignung konkreter Börsenkurse und auch wegen der Entwicklung der Kapitalmärkte in den letzten Jahren von einer bedeutenden Unsicherheit im Vorgehen geprägt.

Das **vierte Kapitel** fokussiert auf den **Normzweck** des Gesellschafterausschlusses und die **rechtlichen Wertungen**, die für diesen gesetzlichen Bewertungsanlass gelten; im Mittelpunkt stehen Grundsätze für den „normorientierten Anteilswert“ beim Squeeze-out. *Erstens* gehen wir kurz auf den verfassungsrechtlichen Eigentumschutz von Minderheitsanteilen ein, *zweitens* auf die einschlägige Rsp und den „**Grundsatz der wirtschaftlich vollen Entschädigung**“. *Drittens* beschäftigen wir uns mit Treuepflicht und Gleichbehandlung beim Gesellschafterausschluss: Über den Grundsatz, eine gleich hohe Abfindung pro Anteil beim Squeeze-out zu gewähren,

²⁵ Vgl Luttermann, ZIP 2001, 872.

hinaus bietet das GesAusG keine Anhaltspunkte für die Festlegung einer angemessenen Abfindung. Wir erörtern die Treuepflicht sowie als Analogiebasen die aktien- und die übernahmerechtliche Gleichbehandlung. Damit kommen wir zu einem umfassenden „**Grundsatz der Gleichbehandlung**“ beim Gesellschafterausschluss, bei dem *va* die Aspekte der „Gemeinschaft aller Gesellschafter“ und der zeitlichen Erstreckung der Gleichbehandlung relevant sind. Der „**Grundsatz der Nachprüfbarkeit**“ ist bei einem gesetzlichen Bewertungsanlass unabdingbar; wir gehen auf die Objektivierung von Anteilswert und Abfindung, auf die Ausführlichkeit und Offenlegung von Prognosegrößen sowie auf die Publizität und Erläuterung der vorzulegenden Berichte ein.

Im Mittelpunkt des **fünften Kapitels** stehen die normorientierte Anteilsbewertung und die systematische Untersuchung der Eignung von Wertkonzepten und insb von Börsenkursen als Normwert; diese Eignung ist an den im vierten Kapitel erarbeiteten Grundsätzen zu messen. Nach der Skizzierung der Ermittlungswege (vergangenheits- und zukunftsorientiert, indirekt und direkt) wird *erstens* das Konzept des **subjektiven Entscheidungswerts** iSe parteienbezogenen Normwerts auf seine Eignung geprüft; dabei ist der Fokus auf den zukunftsorientierten Ertragswert und auch auf den Schieds- oder Arbitriumswert als Spezialfall des subjektiven Entscheidungswerts gerichtet. *Zweitens* wird der **objektivierte Wert** iSe Werts ohne Parteienbezug, wie ihn insb Wirtschaftsprüfer favorisieren, im Hinblick auf seine Eignung als Normwert beim Squeeze-out analysiert. *Drittens* untersuchen wir den **typisierten Wert** iSe Werts für den typischen Gesellschafter, der als Fiktion aus der rechtlichen Wertung „Gemeinschaft aller Aktionäre“ gewonnen wird; dabei unterscheiden wir zwischen Typisierung und Objektivierung.

Viertens fokussieren wir auf die Eignung von **Börsenkursen** als Normwert beim Gesellschafterausschluss. Zunächst skizzieren wir den Börsenkurs als kapitalmarkttheoretischen Gleichgewichtspreis auf einem idealen Kapitalmarkt, um dann auf Börsenkurse in der realen Welt unvollkommener Kapitalmärkte einzugehen: Wir erörtern den Übergang von idealen zu realen Börsenkursen, den Zusammenhang zwischen einer Börsenkursänderung und einer neuen Informationen, wie zB einer Ad hoc-

Mitteilung zum Gesellschafterausschluss, ferner die uE zentrale Zirkularität von Börsenkursen ab dem Informationstag, die Probleme zufälliger Schwankungen, von Trends und der Möglichkeit der Antizipation von Ereignisinformationen und darauf abstellend die Wirkung der Bildung von Durchschnittskursen, auch die verspätete Einpreisung von Ereignisinformationen, das uE gerade in der Situation des Squeeze-out wichtige Problem der Liquidität und Enge des Marktes sowie Wege der gezielten Beeinflussung des Börsenkurses durch den Haupt- und durch die Minderheitsaktionäre im Vorfeld des Ausschlusses. Eine vor dem Hintergrund der rechtlichen Wertungen zentrale konzeptionelle Frage an den Normwert und an Börsenkurse besteht in der Berücksichtigung von Synergien: Wir fragen, ob Börsenkurse Minderheitsabschläge oder Kontrollprämien enthalten sowie unechte und echte Synergien bei der Gesellschaft und beim Hauptaktionär einpreisen. Resümierend geben wir eine Antwort auf die Forschungsfrage nach der Brauchbarkeit von Börsenkursen bei der Festlegung der angemessenen Barabfindung beim Gesellschafterausschluss.

Das **sechste Kapitel** bringt eine Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse der Kapitel drei bis fünf.

II. Der Gesellschafterausschluss nach GesAusG und die Abfindungsbemessung in Österreich mit einem Ausblick auf Deutschland und die USA

A. Die Relevanz der Übernahme-RL für den Gesellschafterausschluss in der Europäischen Union

1. Der Weg zur Übernahme-RL mit Gesellschafterausschluss

Aus europarechtlicher Perspektive blickt der Gesellschafterausschluss auf eine kurze Vergangenheit zurück. Die maßgebliche Bestimmung in **Art 15 der Übernahme-RL**²⁶ wurde in den Verhandlungen über die RL erst spät eingebracht. Die vorangehenden Vorschläge der Europäischen Kommission für eine Übernahme-RL enthielten noch keine Bestimmung zum Gesellschafterausschluss.²⁷ Die Initiative zu einer Squeeze-Out-Regelung ging vom Europäischen Parlament aus, wo unter dem Titel „Konsolidierung der Position des Bieters“ eine Norm zum Gesellschafterausschluss nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot vorgeschlagen wird.²⁸ Hintergrund ist das gesamtwirtschaftliche Ziel, dass Übernehmer ihre Position konsolidieren können; damit sowohl die Interessen des Übernehmers als auch jene der Minderheitsaktionäre ausgewogen berücksichtigt werden, wird die hohe Schwelle von 95 % der stimmberechtigten Wertpapiere vorgeschlagen.²⁹

Die Europäische Kommission wollte diesen Vorstoß des Parlaments angesichts des fortgeschrittenen Stadiums des Verfahrens allerdings nicht in die RL aufnehmen, sondern erklärte, dass ein solches Recht des Mehrheitsaktionärs zum Gesellschafterausschluss näher untersucht und im Kontext der weiteren Harmonisierung des Ge-

²⁶ RL 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl L 142/12 vom 30. April 2004.

²⁷ Vgl. *Bachner*, GesRZ-SH 2006, 3.

²⁸ Der Vorschlag lautete: „Wenn der Bieter als Folge eines Übernahmeangebots in den Besitz von mehr als 95 % der Wertpapiere mit Stimmrecht gelangt, so hat er binnen sechs Monaten ab der Schließung des Angebots das Recht, die übrigen Wertpapiere mit Stimmrecht zu dem im Übernahmeangebot festgelegten Angebotspreis in bar zu übernehmen. Mindestens ist jedoch der Höchstpreis zu zahlen, der für Wertpapiere des betroffenen Unternehmens in den zurückliegenden drei Monaten vor der Bekanntmachung des Angebots bezahlt worden ist.“ Dokument A5-0368/2000, 14.

²⁹ Vgl. Dokument A5-0368/2000, 23.

sellschaftsrechts in der Gemeinschaft mit Priorität verfolgt würde. Hierfür sollte eine Expertengruppe eingerichtet werden.³⁰

Im Juli 2001 scheiterte der Anlauf zur Verabschiedung der Übernahme-RL im Europäischen Parlament, die Europäische Kommission setzte daraufhin eine Hochrangige Expertengruppe, die sog. „Winter-Gruppe“, für eine Lösung ein. Sie sollte sich des Problems der Übernahme-RL annehmen und in der Folge Vorschläge für eine Modernisierung des Gesellschaftsrechts erarbeiten. Zu Beginn des Jahres 2002 wurde ein erster Bericht vorgelegt, der auch Fragen des Squeeze-out und des Sell-out im Rahmen von Übernahmen behandelt.³¹ Der letztlich verabschiedete Vorschlag der Kommission für eine Übernahme-RL aus dem Oktober 2002 enthält die Möglichkeit des Gesellschafterausschlusses in Art 14, dem späteren Art 15 der Übernahme-RL.³²

Die „Winter-Gruppe“ schlug in einem weiteren Bericht ein Recht des Squeeze-out und des Sell-out auch außerhalb des Kontextes einer Übernahme bei Erreichen bestimmter Schwellen vor. Diese Möglichkeiten sollten für börsennotierte und offene, nicht aber für geschlossene Gesellschaften bestehen.³³ Dieses Recht auf einen Squeeze-out und einen Sell-out unabhängig von Übernahmeverfahren enthält der 2004 präsentierte Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Änderung der Kapital-RL, und zwar ausschließlich für börsennotierte Aktiengesellschaften.³⁴ Das Verhältnis dieser Bestimmung zu jener in der Übernahme-RL blieb allerdings unklar. Diese Bestimmungen zum Squeeze-out und zum Sell-out in die Kapital-RL aufzu-

³⁰ Vgl. Stellungnahme der Kommission gem. Art 251 Abs 2 Buchst. c des EG-Vertrages zu den Abänderungen des Europäischen Parlaments des gemeinsamen Standpunktes des Rates betreffend den Vorschlag für eine RL des Europäischen Parlaments und des Rates auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über Übernahmeangebote KOM (2001) 77 endg. 5; *Bachner*, *GesRZ-SH* 2006, 4.

³¹ Vgl. Bericht der Hochrangigen Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über die Abwicklung von Übernahmeangeboten, Kapitel III, 63 bis 79;

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_de.pdf; *Bachner*, *GesRZ-SH* 2006, 4.

³² Vgl. *Bachner*, *GesRZ-SH* 2006, 4.

³³ Vgl. Bericht der Hochrangigen Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über moderne gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen in Europa, Kapitel VI.6, 119 bis 121; http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_de.pdf; *Bachner*, *GesRZ-SH* 2006, 4.

³⁴ Vgl. Vorschlag für eine RL zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals, KOM (2004) 730 endg.

nehmen, wurde allerdings im Rat abgelehnt, so dass sie nicht Inhalt der Änderungs-RL zur Kapital-RL wurden.³⁵ Auch in folgenden Konsultationen der Kommission wurde ein Recht zum Squeeze-out und Sell-out außerhalb von Übernahmesituationen abgelehnt.³⁶

2. Übernahme-RL und Gesellschafterausschluss

Nach Art 1 Abs 1 der Übernahme-RL³⁷ betrifft der Anwendungsbereich Wertpapiere einer Gesellschaft, die dem Recht eines Mitgliedstaates unterliegt und deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt iSd RL 93/22/EWG³⁸ zugelassen sind.³⁹ Ein „Übernahmeangebot“ iSd RL ist nach Art 2 Abs 1 an die Inhaber der Wertpapiere einer Gesellschaft gerichtet, nicht von der Zielgesellschaft selbst abgegeben, und ein Pflicht- oder freiwilliges Angebot, das auf den Erwerb eines Teils oder aller Wertpapiere gerichtet sind und das sich an den Kontrollerwerb anschließt oder diesen zum Ziel hat.

Für die Möglichkeit des Gesellschafterausschlusses entscheidend ist **Art 15** der RL. Gem Art 15 Abs 1 haben die Mitgliedstaaten ein Recht auf Gesellschafterausschluss im Anschluss an ein Vollangebot vorzusehen. Gem Abs 2 haben die Mitgliedstaaten sicherzustellen, dass der **Bieter** von den verbleibenden Inhabern von Wertpapieren deren Verkauf zu einem angemessenen Preis verlangen kann, sofern einer der beiden folgenden **Fälle** vorliegt:

- Fall a) gem Art 15 Abs 2a: Der Bieter hält mindestens 90 % des stimmberechtigten Kapitals und mindestens 90 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft.

³⁵ Richtlinie 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. September 2006 zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG des Rates in Bezug auf die Gründung von Aktiengesellschaften und die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals, ABl L 264 vom 25. Sept. 2006.

³⁶ Vgl *Bachner*, GesRZ-SH 2006, 4.

³⁷ RL 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl L 142/12 vom 30. April 2004.

³⁸ RL 93/22/EWG des Rates vom 10. Mai 1993 über Wertpapierdienstleistungen, ABl L 141 vom 11. Juni 1993. Ändernde Rechtsakte hierzu bestanden in den RL 95/26/EG vom 18. Juli 1996, RL 97/9/EG vom 26. März 1997, RL 2000/64/EG vom 17.11.2000, RL 2002/87/EG vom 11. Feb. 2003 und RL 2004/39/EG vom 30. April 2004.

³⁹ Vgl *Ratka*, Übernahmerichtlinie, in *Straube*, Fachwörterbuch, 310.

- Fall b) gem Art 15 Abs 2b: Der Bieter kam durch die Annahme seines Angebots zu Wertpapieren, die
 - mindestens 90 % des stimmberechtigten Kapitals der Zielgesellschaft und
 - mindestens 90 % der vom Angebot betroffenen Stimmrechte umfassen.

Die beiden Fälle stellen eindeutig Alternativen dar. Die Mehrheit der „Winter-Gruppe“ sprach sich für den ersten Fall aus, der englische Vertreter setzte den zweiten Fall als Alternative durch.⁴⁰ Hervorzuheben ist, dass der relevante Wertpapieranteil nicht erst im Zuge des Übernahmeangebots erreicht werden muss: Bei Fall a) ist allein entscheidend, dass

- ein Übernahmeangebot auf sämtliche (stimmberechtigten) Aktien der Zielgesellschaft dem Gesellschafterausschluss vorausgeht und dass
- der Bieter im Zeitpunkt des Gesellschafterausschlusses über das Mindestmaß an Wertpapieren verfügt.

Damit kommt ein Gesellschafter, der bereits vor seinem freiwilligen Übernahmeangebot den Schwellenwert erreicht, über dieses Angebot in den Anwendungsbereich des Art 15 der Übernahme-RL. Damit könnte ein Bieter nationalen Regeln, die außerhalb der Umsetzung der RL bestehen und die ihm ungünstiger erscheinen, ausweichen.⁴¹

Art 15 Abs 2 gibt den Mitgliedstaaten die Möglichkeit, die maßgebliche **Beteiligungsquote** auf maximal 95 % zu erhöhen.⁴² Dieser Höchstwert ist jene Schwelle, die schon zuvor für den aktienrechtlichen Squeeze-out gem § 327a ff dAktG galt und die in Umsetzung der RL auch für den übernahmerechtlichen Squeeze-out gem § 39a WpÜG in Deutschland gilt. Der österreichische Gesetzgeber macht im GesAusG von der Möglichkeit, die maßgebliche Anteilsschwelle zu erhöhen, nicht Gebrauch. Davon zu unterscheiden ist die **Annahmequote** eines Übernahmeangebots, die Bedeu-

⁴⁰ Vgl Bachner, GesRZ-SH 2006, 5; Hopt/Mülbert/Kumpan, AG 2005, 115.

⁴¹ Vgl Bachner, GesRZ-SH 2006, 5.

⁴² Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 35 f.

tung für die Angemessenheit des Angebotspreises bei einem folgenden Squeeze-out hat und die mit 90 % europarechtlich feststeht.

Die doppelte Schwelle des Falles a) in Gestalt des „stimmberechtigten Kapitals“ und der „Stimmrechte“ kann in zwei Fällen auseinander fallen: erstens im Fall von Mehrstimmrechtsaktien, die allerdings gem § 12 Abs 3 AktG in Österreich unzulässig sind, und zweitens im Fall von Stimmrechtsbeschränkungen in Gestalt eines Höchststimmrechts, der gem § 12 Abs 2 AktG in Österreich eintreten kann.

Bei Fall b) kommt es dagegen auch auf den Erfolg des Angebots, also auf die **Annahmequote** an. Bei dieser Konstellation reicht das Erreichen einer Anteilsschwelle für den Gesellschafterausschluss nicht, es ist in jedem Fall ein **positiver Markttest** in Gestalt einer 90%igen Akzeptanz des Vollangebotes nötig. Der Markttest gilt dann als bestanden, wenn das Angebot von 90 % der Adressaten, und zwar sowohl in Bezug auf das repräsentierte Kapital als auch in Bezug auf die Stimmrechte, angenommen wird.⁴³

Fall b) formuliert tendenziell strengere Vorschriften für den Gesellschafterausschluss als Fall a). Nur in jenem Fall, in dem der Bieter vor seinem Vollangebot noch keine Anteile und Stimmrechte hält, führt eine 90%ige Annahme des Angebots zur Schwelle von 90 %, in allen anderen Fällen führt der bestandene Markttest zu einem Anteil von mehr als 90 %.

Das britische Modell sieht eine sehr enge Verbindung zwischen den Auslösern eines Gesellschafterausschlusses, der daraus gewonnen Vermutung der Angemessenheit der Abfindung und der gerichtlichen Kontrolle ihrer Fairness.⁴⁴ Die Reaktion des Marktes auf ein Übernahmeangebot fungiert als Indiz für die Möglichkeit und die Bedingungen des Gesellschafterausschlusses.

⁴³ Vgl. *Bachner*, GesRZ-SH 2006, 6.

⁴⁴ Vgl. *Bachner*, GesRZ-SH 2006, 6.

Gem Art 15 Abs 3 Übernahme-RL können die Mitgliedstaaten vorsehen, dass im Fall mehrerer Gattungen von Wertpapieren das Ausschlussrecht nur in der Gattung ausgeübt werden kann, in der die Schwelle des Abs 2 erreicht wird. Auch diese Möglichkeit ist vor dem Hintergrund des britischen Modells zu sehen: Dabei ist es die Reaktion des Marktes auf ein Angebot, die über die Angemessenheit des offerierten Preises entscheidet. Hat ein Unternehmen Aktien mehrerer Gattungen emittiert, so werden sich hierfür am Markt unterschiedliche Preise bilden. Der Markttest ist deshalb für jede Wertpapiergattung zu bestehen, um von einer Angemessenheit des Preises sprechen zu können. Dieses Mitgliedstaatenwahlrecht des Abs 3 ist vornehmlich in Verbindung mit Fall b) des Abs 2 zu sehen.⁴⁵

Die „Wertpapiergattungen“ des Abs 3 beziehen sich ausschließlich auf Aktiengattungen mit Stimmrecht. Die zB in Österreich und Deutschland häufig anzutreffende Vorzugsaktie ohne Stimmrecht ist deshalb von Abs 3 nicht erfasst, weil sie insgesamt nicht in den Anwendungsbereich des Art 15 fällt. Der Inhalt des „Wertpapiers“ nach Art 2 Abs 1 Buchst e umfasst lediglich **stimmberechtigte** Aktien.

Die ausschließliche Fokussierung auf stimmberechtigte Aktien steht in einem Spannungsverhältnis zur **Ratio der Übernahme-RL**, die in der Schaffung eines funktionierenden „Market for Corporate Control“ und in der Möglichkeit, die Zielgesellschaft in den Konzern des Bieters voll zu integrieren, liegt.⁴⁶ Die Motivation, Übernahmeangebote zu stellen, wird durch die Option gesteigert, nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot die verbleibenden Minderheitsaktionäre aus der Gesellschaft auszuschließen. Ferner soll die Übernahme-RL die Attraktivität des Kapitalmarktes insgesamt erhöhen: Häufigere Übernahmeangebote und dabei bezahlte Prämien zum Börsenkurs machen Investitionen in Aktien börsennotierter Unternehmen ökonomisch interessanter; obendrein erleichtert ein belebter Kapitalmarkt die Beschaffung von Eigenkapital durch börsennotierte Unternehmen.⁴⁷

⁴⁵ Vgl *Bachner*, GesRZ-SH 2006, 6.

⁴⁶ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 376.

⁴⁷ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 376 f.

Die Ratio der Übernahme-RL - in Gestalt einer Vollintegration der Zielgesellschaft und der Hebung von Synergien - würde dagegen den Ausschluss auch der nicht stimmberechtigten Minderheitsaktionäre nahe legen. Denn nur mittels eines vollständigen Gesellschafterausschlusses lassen sich Kosten und Risiken aus dem Verbleib von Minderheitsgesellschaftern vermeiden. Auch Minderheitsaktionäre ohne Stimmrecht haben zB ein Auskunftsrecht in der HV, das Recht zur gerichtlichen Anfechtung von Beschlüssen der HV usw. Die Übernahme-RL fokussiert primär auf den Kontrollwechsel, dem nachgelagerten Normzweck des Gesellschafterausschlusses wird sie nur wenig überzeugend gerecht.⁴⁸ Ein Analogieschluss zur Schließung der Lücke scheitert daran, dass die Annahme einer planwidrigen Lücke vor dem Hintergrund der Entstehungsgeschichte der Übernahme-RL problematisch erscheint. Dort ist ausdrücklich von der Übernahme von Wertpapieren mit Stimmrecht die Rede. Dass in Art 15 nur noch von „Wertpapieren“ gesprochen wird, ist eine textliche Strafung vor dem Hintergrund ihrer Definition in Art 2 Abs 1 Buchst e.⁴⁹

3. Übernahme-RL und angemessene Abfindung

Für die Angemessenheit der Abfindung an auszuschließende Gesellschafter zentral ist **Art 15 Abs 5**. Er trägt den Mitgliedstaaten auf, eine angemessene Abfindung sicherzustellen. Diese Abfindung muss dieselbe Form wie die Gegenleistung des Übernahmeangebots aufweisen oder in Form einer Geldleistung erfolgen; die Mitgliedstaaten können vorsehen, dass zumindest wahlweise eine Barabfindung angeboten werden muss (Art 15 Abs 5 Satz 3). In Bezug auf die **angemessene Abfindung** „gilt“ die Gegenleistung

- eines Pflichtangebots als angemessen;
- eines freiwilligen Angebots in den in Abs 2 Buchst a und b genannten Fällen dann als angemessen, wenn das Angebot den Markttest besteht, also mindestens 90 % des vom Angebot betroffenen stimmberechtigten Kapitals auf diese Weise erworben werden.

⁴⁸ Vgl *Bachner*, GesRZ-SH 2006, 7.

⁴⁹ Vgl Dokument A5-0368/2000, 14; *Bachner*, GesRZ-SH 2006, 7.

Die in Abs 5 ausgedrückte Angemessenheit würde dem Wortlaut „**gelten**“ folgend eine fest stehende Annahme ohne jeden Spielraum für eine Widerlegung ausdrücken. Die Frage lautet: Zeigen das geprüfte Pflichtangebot und das den Markttest bestehende freiwillige Angebot unwiderlegbar eine angemessene Abfindung? In der deutschen Literatur wird die Frage teilweise iSe verbindlichen normativen Festlegung der Abfindung beantwortet.⁵⁰ Demnach bieten diese Angebote die „**unwiderlegbare Vermutung**“ der Angemessenheit. Im österreichischen Ministerialentwurf ist von der „Fiktion der Angemessenheit“ iSe einer Unwiderlegbarkeit die Rede, in den ErlRV fehlt diese Formulierung.⁵¹ In der englischen Sprachfassung des Art 5 der Übernahme-RL heißt es „the consideration offered in the bid shall be presumed to be fair“; eine derartige „**presumption**“ drückt eine Vermutung, eine widerlegbare Annahme aus.⁵² Ähnlich heißt es in der französischen Version „la contrepartie de l’offre est présumée juste“. Andererseits finden sich auch Sprachversionen, die – wie die deutsche – Zweifel an der Widerlegbarkeit der Angemessenheitsvermutung entstehen lassen. Diese mangelnde Sorgfalt bei der zentralen Frage der angemessenen Abfindung erntet auch harsche Kritik.⁵³

Zwei Punkte sprechen im Ergebnis für eine „**widerlegbare Vermutung**“: *Erstens* sollte nach Ansicht der „Winter-Gruppe“ die Annahme der Angemessenheit des Angebotspreises unter bestimmten Voraussetzungen bei Gericht oder bei anderen Stellen, die eine Aufsicht über das Übernahmeangebot führen, auf Antrag überprüfbar sein. In der englischen Version heißt es auf Seite 65: „The presumption of the price of the bid as the fair price should be rebuttable, so that it could be challenged before courts or the authority supervising the takeover bid in particular circumstances.“⁵⁴ *Zweitens* enthielt der Vorschlag der Kommission für die RL noch einen – später beseitigten – Absatz, in dem es ua heißt: „In den beiden ... Fällen gilt die Vermutung der ange-

⁵⁰ Vgl zB Krause, BB 2004, 118; Wiesner, ZIP 2004, 349; in Bezug auf den Sell-out: Haselbach, ZGR 2005, 395 f.

⁵¹ Vgl Bachner, GesRZ-SH 2006, 7.

⁵² Vgl MacKinnon/Bachner, GesRZ-SH 2006, 32 f.

⁵³ Vgl zB Bachner, GesRZ-SH 2006, 8.

⁵⁴ Vgl Bericht der Hochrangigen Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts über moderne gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen in Europa, Kapitel VI.6, 76; Bachner, GesRZ-SH 2006, 8. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_de.pdf.

messenen Abfindung ...“ Im Ergebnis wird man von der widerlegbaren Annahme der Angemessenheit des Übernahmeangebots ausgehen müssen.⁵⁵

B. Gesellschafterausschluss und Abfindungsbemessung nach dem österreichischen GesAusG

1. Gesellschafterausschluss in Österreich und Übernahme-RL

In Österreich besteht die Möglichkeit des Gesellschafterausschlusses nicht erst seit der Umsetzung der Übernahme-RL, sondern schon seit 1938 mit der Übernahme des reichsdeutschen **UmwG 1934**; eine Umwandlung einer Kapitalgesellschaft auf den Hauptgesellschafter (oder auf eine Personengesellschaft) unter Ausschluss der Minderheitsgesellschafter wurde damit möglich. Dieses UmwG 1934 wurde später in den Rechtsbestand der Zweiten Republik übernommen.⁵⁶ Ein Hauptgesellschafter, der mehr als drei Viertel des Grundkapitals hält, konnte die Umwandlung im Wege der Universalsukzession auf ihn bei gleichzeitiger Auflösung der übertragenden Gesellschaft und Ausscheiden der anderen Gesellschafter realisieren. Die ausscheidenden Gesellschafter hatten Anspruch auf eine angemessene Abfindung; die Angemessenheit der Abfindung konnten sie zum einen in einem streitigen Verfahren und zum anderen in einem Spruchstellenverfahren überprüfen lassen.⁵⁷

Diese verschmelzende Umwandlung diente einerseits dazu, Kapitalgesellschaften, gegen die vor dem Hintergrund der Weltwirtschaftskrise vielerorts Abneigung bestand, zurückzudrängen, und andererseits einer Bereinigung des Gesellschafterkreises. Auch bei der errichtenden Umwandlung konnten Gesellschafter zwangsweise ausscheiden.⁵⁸

⁵⁵ Vgl. *Bachner*, GesRZ-SH 2006, 8; *Gall/Winner*, M&A 2007, 217 f.

⁵⁶ Vgl. *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 6.

⁵⁷ Vgl. *Kalss/Burger/Eckert*, Die Entwicklung des österreichischen Aktienrechts, 326 f.

⁵⁸ Vgl. *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 7.

Das reichsdeutsche UmwG 1934 wurde in der Zweiten Republik durch das **UmwG 1954** ersetzt⁵⁹, das bis 1996 in Kraft war. Die verschmelzende und die errichtende Umwandlung und die Möglichkeit des Ausschlusses der anderen Gesellschafter wurden beibehalten, die Schwelle für den Gesellschafterausschluss wurde allerdings auf 90 % des Grundkapitals erhöht. Die Angemessenheit der Abfindung konnte in einem außerstreitigen Verfahren beim Registergericht überprüft werden.⁶⁰ Im Kontext des EU-GesRÄG 1996⁶¹ wurde das UmwG neu erlassen.⁶² Auch gem **UmwG 1996** ist der Zwangsausschluss von Minderheitsgesellschaftern gegen angemessene Barabfindung möglich. Wenngleich der Ausschluss nicht die zentrale Intention der Umgründung, sondern als deren Begleiterscheinung gesehen wird⁶³, ist die Möglichkeit des Ausschlusses vielfach zur zentralen Intention geworden.⁶⁴ Der Ausschluss als Rechtsfolge der verschmelzenden oder errichtenden Umwandlung bedarf keiner sachlichen Rechtfertigung.⁶⁵

Das EU-GesRÄG 1996 brachte auch eine Änderung des Spaltungsrechts.⁶⁶ Für die nicht Verhältnis wahrende Spaltung reicht gem § 8 Abs 3 **SpaltG** ein Mehrheitsbeschluss von 90 % des gesamten Nennkapitals. Diese Art der Spaltung soll der Entflechtung von Unternehmen dienen, in der Praxis wird sie hingegen vielfach auch zum Ausschluss von Gesellschaftern benutzt, so dass von der „**Squeeze-out-Spaltung**“ gesprochen wird. In eine neu gegründete Gesellschaft, in eine „Cash Box“, werden va Bargeld und auch nicht betriebsnotwendiges Vermögen abgespalten, die auszuschließenden Gesellschafter werden auch gegen ihren Willen Gesellschafter dieser Cash Box, dort erfolgt ein Liquidationsbeschluss oder die Gesellschaft wird von vorneherein nur befristet errichtet. Auf diese Weise erhalten die Minderheitsgesellschafter eine Barabfindung.⁶⁷

⁵⁹ BGBl 1954/187; Österreichisches Bundesgesetz vom 7. Juli 1954 über die Umwandlung von Handelsgesellschaften.

⁶⁰ Vgl *Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out*, Rz 8.

⁶¹ EU-Gesellschaftsrechtsänderungsgesetz, BGBl 1996/304.

⁶² Bundesgesetz über die Umwandlung von Handelsgesellschaften (UmwG), Art XIV des EU-GesRÄG.

⁶³ Vgl *Torggler*, GeS 1006, 111.

⁶⁴ Vgl *Kalss*, RWZ 2006, 168.

⁶⁵ Vgl *Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out*, Rz 11 mwN.

⁶⁶ Bundesgesetz über die Spaltung von Kapitalgesellschaften (SpaltG), Art XIII des EU-GesRÄG.

⁶⁷ Vgl *Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out*, Rz 13.

Vorteile der nicht Verhältnis wahren Spaltung zum Zwecke des Gesellschafterausschlusses wurden in der Vermeidung von Vermögensübertragungen, in steuerlichen Vorteilen, in einem geringeren Transaktionsrisiko usw. gesehen.⁶⁸ Unterschiede zum UmwG bestanden vor darin, dass hier der Beschluss nicht durch *einen* Gesellschafter mit einer Mehrheit von 90 % erfolgt, sondern eine beliebige Zusammensetzung der Gesellschafter möglich ist. Im Spaltungsplan kann festgelegt werden, welche Minderheitsgesellschafter ausgeschlossen werden und welche nicht. Für die Einleitung eines Verfahrens zur Überprüfung des Umtauschverhältnisses war ursprünglich ein Mindestanteil nötig, der VfGH hob diese Schwelle für den Rechtsschutz 2005 auf,⁶⁹ der Zugang zum Überprüfungsverfahren setzte aber dennoch vor die Anwesenheit in der HV und eine gewisse Aktivität der betroffenen Gesellschafter voraus.⁷⁰

Die Übernahme-RL war für den österreichischen Gesetzgeber der Anlass, den Gesellschafterausschluss mit dem **GesAusG** neu zu gestalten;⁷¹ es entstand im Kontext der Novellierung des ÜbG. Die Frist zur Umsetzung der Übernahme-RL in nationales Recht lief mit 20. Mai 2006 ab. Nach der RV zu einem ÜbRÄG 2006⁷² und der parlamentarischen Behandlung, wo es im Justizausschuss zum GesAusG keine inhaltlichen Änderungen gab, einem Einspruch des Bundesrates im April 2006 wegen des Auslösetatbestandes für ein Pflichtangebot im ÜbG⁷³, dem Beharrungsbeschluss des NR am 24. Mai 2006 und der Veröffentlichung am 9. Juni 2006 traten das ÜbRÄG 2006 und damit auch das GesAusG⁷⁴ rückwirkend mit 20. Mai 2006 in Kraft.⁷⁵

Die europarechtlichen Vorgaben zum Gesellschafterausschluss setzte der österreichische Gesetzgeber in § 7 GesAusG um. Die darüber hinausgehenden Regelungen zum Gesellschafterausschluss sind eigenständiges Gesellschaftsrecht ohne europarechtli-

⁶⁸ Vgl. Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 14; Kalss/Zollner, ÖBA 2004, 238.

⁶⁹ Vgl. VfGH, 16.6.2005, G 129/04-17.

⁷⁰ Vgl. Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 15 f.

⁷¹ Vgl. Koppensteiner/Rüffler, GmbHG, Anh § 71 Rz 1.

⁷² Vgl. 1334 BlgNR 22. GP.

⁷³ Vgl. 1441 BlgBR 22. GP.

⁷⁴ Vgl. Art 6 des ÜbRÄG 2006, BGBl I 2006/75.

⁷⁵ Vgl. Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 17 ff.

che Vorprägung.⁷⁶ Das GesAusG stellt einen **grundlegenden Reformschritt** zum Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern dar.

2. GesAusG und angemessene Barabfindung

Zentrale Merkmale des Gesellschafterausschlusses nach dem GesAusG sind:

- Der Ausschluss ist bei der AG und bei der GmbH möglich.
- Die Schwelle des Anteilsbesitzes für den Ausschluss beträgt 90 %.
- Diese Anteile sind von einem Gesellschafter oder innerhalb eines Konzerns zu halten.
- Der Hauptgesellschafter stellt ein Verlangen nach Ausschluss der Minderheitsgesellschafter, die Angabe eines Grundes oder eine sachliche Rechtfertigung ist nicht nötig.
- Die HV oder die GV stimmt dem Gesellschafterausschluss zu; im Vorfeld der Gesellschafterversammlung bestehen mehrfache Berichts-, Prüfungs- und Offenlegungspflichten.
- Die Möglichkeit des Gesellschafterausschlusses kann in den Statuten erschwert oder auch ausgeschlossen werden.
- Mit der Eintragung des Beschlusses gehen die Anteile auf den Hauptgesellschafter über, es liegt keine Rechtsnachfolge hinsichtlich des Vermögens der Gesellschaft vor; kraft Gesetzes sind die Minderheitsgesellschafter ausgeschlossen; die Unternehmenskontinuität ist voll gewährleistet.
- Die Minderheitsgesellschafter haben einen Anspruch auf eine angemessene Barabfindung, die vom Hauptgesellschafter zu leisten ist.
- Die Angemessenheit der Barabfindung ist von einem unabhängigen und durch das Gericht zu bestellenden Sachverständigen zu prüfen.
- Der Gesellschafterausschluss nach einem Übernahmeangebot bietet va einen vereinfachten Nachweis der Angemessenheit der Barabfindung.

⁷⁶ Vgl. Kalss/Zollner, Squeeze-out, Einleitung Rz 6.

- Die Höhe der Barabfindung kann in einem außerstreitigen Verfahren gem § 6 iVm §§ 225 c ff AktG überprüft werden.

Das GesAusG enthält grundlegende **Wertungen** zum Anteilsbesitz und zur Abfindung bei zwangsweiser Aufgabe des Anteilsbesitzes. Es gilt als **Analogiebasis** für andere gesellschaftsrechtliche Maßnahmen mit Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern. Das UmwG wurde in Bezug auf Voraussetzungen und Rechtsfolgen angepasst, die nicht Verhältnis wahrende Spaltung soll für den Gesellschafterausschluss nicht mehr einsetzbar sein und für die übertragende Auflösung fehlen besondere gesetzliche Regeln, so dass vornehmlich hier die Wertungen des GesAusG als Analogiebasis greifen.⁷⁷

Eine **Kernfrage** des Gesellschafterausschlusses ist die Höhe der Barabfindung.⁷⁸ § 2 Abs 1 sieht vor, dass der Hauptgesellschafter eine **angemessene Barabfindung** gewährt und dass der Tag der Beschlussfassung den relevanten **Stichtag** für die Festlegung der Angemessenheit bildet. Demnach sind (nur) jene Informationen bewertungsrelevant, die im maßgeblichen Zeitpunkt bei angemessener Sorgfalt über die Zukunftsaussichten erlangbar sind.⁷⁹ Obendrein sind Sonderrechte bei der Abfindungsbemessung zu berücksichtigen.⁸⁰ Abs 2 regelt die **Fälligkeit** der Abfindung zwei Monate nach dem Tag der Eintragung des Ausschlusses sowie ihre **Verzinsung** ab dem der Beschlussfassung folgenden Tag⁸¹ bis zur Fälligkeit mit einem Jahreszinssatz, der zwei Prozentpunkte über dem jeweils geltenden Basiszinssatz liegt. Gem Abs 3 ist die Barabfindung durch den Hauptgesellschafter bei einem Treuhänder vor Einberufung der Gesellschafterversammlung zu **hinterlegen** oder stattdessen

⁷⁷ Vgl ErlRV 1334 BlgNR 22. GP, 26; *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out Rz 22 u 645. Zu den verschiedenen Varianten des Ausschlusses der Minderheitsgesellschafter (und ihren ertragssteuerrechtlichen Folgen auf den Ebenen der Gesellschaft und der Gesellschafter) vgl *Briem* in *Achatz et al*, FS *Ruppe*, 68 ff.

⁷⁸ Vgl zB *Kalss*, GesRZ-SH 2006, 50.

⁷⁹ Zum Stichtagsprinzip der Bewertung vgl *Moxter*, Unternehmensbewertung, 171 ff. Die sog „Wurzeltheorie“ bei der Bewertung betont, dass ökonomisch relevante Entwicklungen, die ihre „Wurzeln“ nach dem maßgeblichen Bewertungsstichtag haben, bei der Ermittlung des Stichtagswerts außer Betracht bleiben; zur Wurzeltheorie vgl schon BGH, 17.1.1973, IV ZR 142/70; WM 1973, 306; jüngst *Sethe/Weber*, GesKR 2010, 129 ff.

⁸⁰ Vgl *Rauter* in *Straube*, Komm GmbHG, § 75 Rz 105.

⁸¹ Vgl *Koppensteiner*, GeS 2006, 152.

dem Treuhänder eine **Garantie** mit einer Laufzeit bis zur voraussichtlichen Fälligkeit und ausgestellt durch eine Kreditinstitut zu übergeben.⁸²

Die Pflicht zur Entschädigung durch den Hauptgesellschafter beruht nicht auf einem Vertrag mit den Abzufindenden, sondern es entsteht ein **gesetzliches Schuldverhältnis** mit der Eintragung des Beschlusses in das Firmenbuch.⁸³ Die Höhe der Barabfindung ist zwingend Bestandteil der Beschlussfassung auf der Gesellschafterversammlung.⁸⁴ Sie ist für die abzufindenden Gesellschafter idR die wichtigste Frage im Verfahren. Der HV- oder GV-Beschluss zum Squeeze-out ist wegen einer fehlerhaften Bemessung oder Unzufriedenheit mit der Abfindungshöhe allerdings nicht anfechtbar. Für derartige Fragen steht das außerstreitige **Überprüfungs- oder Gremialverfahren** gem §§ 225c ff AktG, das in Deutschland Spruchstellenverfahren genannt wird, zur Verfügung.⁸⁵

3. Angemessene Barabfindung und Ausschluss-, Prüfungs- und AR-Bericht

Der **Zweck** der angemessenen Barabfindung liegt in der vollen Entschädigung für den Eigentumsentzug.⁸⁶ **Verpflichteter** der Barabfindung ist der Hauptgesellschafter; ihre Finanzierung ist Angelegenheit des Hauptgesellschafters, auch die durch den Ausschluss entstehenden Kosten hat er zu tragen.⁸⁷ Seine Kostentragungspflicht besteht einerseits im Verhältnis zu den Abzufindenden, andererseits in Bezug auf die Gesellschaft; so hat er die Kosten des prüfenden Sachverständigen, des Treuhänders bzw einer Bankgarantie zu übernehmen.⁸⁸ Die Barabfindung darf nicht durch die Gesellschaft selbst geleistet werden: Die Begleichung durch die Gesellschaft für den

⁸² Falls der Hauptgesellschafter seinen Sitz, Wohnsitz oder gewöhnlichen Aufenthalt nicht in einem Mitgliedstaat des EWR hat, ist dem Treuhänder zusätzlich eine durch ein Kreditinstitut ausgestellte Bankgarantie über 50 % der Abfindungssumme mit einer Laufzeit zu übergeben, die zwei Monate nach der voraussichtlichen Bekanntmachung der Eintragung des Beschlusses endet (§ 2 Abs 3 Satz 4).

⁸³ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 181.

⁸⁴ Vgl Koppensteiner, GeS 2006, 148.

⁸⁵ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 181 f; zur Ausgestaltung des Verfahrens und zu seinen Vorteilen vgl Brugger, ecolex 1997, 501 ff; Rüffler, Lücken im Umgründungsrecht, 217 ff.

⁸⁶ Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 2 GesAusG Rz 1.

⁸⁷ Vgl auch Rüffler, Lücken im Umgründungsrecht, 118.

⁸⁸ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 183 f.

Hauptgesellschafter würde den Tatbestand der Einlagenrückgewähr gem § 52 AktG bzw § 82 GmbHG prinzipiell erfüllen.⁸⁹ Gewährt die Gesellschaft dem Hauptgesellschafter ein Darlehen zur Finanzierung der Abfindung, so ist neben der Marktüblichkeit der Konditionen auch zu prüfen, ob ein ordentlicher Geschäftsführer diesen Kredit überhaupt gegeben hätte.⁹⁰

Berechtigte der Barabfindung sind alle außen stehenden Gesellschafter, die ihre Anteile durch den Gesellschafterausschluss verlieren. Nicht berechtigt sind Gesellschafter, die in einem Konzernverbund zum Bieter stehen,⁹¹ denn zusammen mit dem Hauptgesellschafter liegt wirtschaftlich eine Gesamtbeteiligung vor.⁹² Um zu einer Barabfindung berechtigt zu sein, brauchen Gesellschafter nicht gegen den Beschluss zu stimmen oder Widerspruch zu Protokoll zu geben.⁹³

Die **Festlegung** der Höhe der Barabfindung erfolgt in der Vorbereitung der Beschlussfassung.⁹⁴ Bei der Beschluss fassenden Gesellschafterversammlung sind **drei Berichte** vorzulegen, die das „a-priori-Schutzsystem“⁹⁵ des Verfahrens durch Information und Prüfung bilden:⁹⁶

- der gemeinsame Bericht,
- der Prüfungsbericht und
- der Bericht des AR.⁹⁷

Nach § 3 Abs 1 haben der Vorstand (die Geschäftsführung) und der Hauptgesellschafter gemeinsam einen Bericht über den geplanten Ausschluss aufzustellen. Die-

⁸⁹ Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 2 GesAusG Rz 6; ferner Bauer/Zehetner in Straube, Komm GmbHG, § 82 Rz 46 ff; Saurer in Doralt/Nowotny/Kalss, Komm AktG, § 52 Rz 1 ff; Wallner, Verbot der Einlagenrückgewähr, in Straube, Fachwörterbuch, 72.

⁹⁰ Vgl Saurer in Doralt/Nowotny/Kalss, Komm AktG, § 52 Rz 54 f.

⁹¹ Vgl ErlRV 1334 BlgNR 22. GP, 28; Koppensteiner, GeS 2006, 151.

⁹² Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 262.

⁹³ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 189.

⁹⁴ Das gesamte Verfahren kann in eine „Vorbereitungsphase“ mit Pflichten der Information, der Prüfung und der Berichterstattung, in eine „Beschlussphase“ mit dem Beschluss, den Zustimmungserfordernissen etc und in eine „Vollzugsphase“ mit der Firmenbucheintragung und dem Rechtsschutz differenziert werden; vgl Rüffler, Lücken im Umgründungsrecht, 120.

⁹⁵ Rüffler, Lücken im Umgründungsrecht, 438.

⁹⁶ Vgl Kalss, GesRZ-SH 2006, 46 f.

⁹⁷ Diese Berichte sind nur dann verzichtbar, wenn sämtliche Gesellschafter dies schriftlich erklären (§ 3 Abs 10 GesAusG).

ser „**gemeinsame Bericht**“ oder „**Ausschlussbericht**“ legt die Voraussetzungen für den Ausschluss dar und hat die Angemessenheit der Barabfindung zu erläutern und zu begründen. Ferner ist im Bericht auf besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung des Unternehmens hinzuweisen. Weitere Hinweise betreffen die Umstände, dass die Barabfindung jedem Minderheitsgesellschafter zusteht und dass jeder Minderheitsgesellschafter ungeachtet einer Zustimmung zum Beschluss in der Gesellschafterversammlung einen Antrag auf gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit stellen kann.

Die Höhe der Barabfindung legen der Hauptgesellschafter und der Vorstand (bzw die Geschäftsführung) **gemeinsam** fest. Der Gesetzgeber strebt damit eine frühzeitige Einbindung des Vorstands (der Geschäftsführung) an, um damit auch die Interessen der abzufindenden Gesellschafter einfließen zu lassen. Denn er (sie) hat die Interessen aller Gesellschafter und nicht nur jene des Hauptgesellschafters zu verfolgen (vgl zB § 70 AktG⁹⁸).⁹⁹ Das Zusammenwirken soll die Beschaffung und die Aufbereitung all jener Informationen sicherstellen, die für eine Bewertung des Unternehmens und für das Finden einer angemessenen Abfindung notwendig sind; auf diese Weise kommen „**Risikotragung**“ in Gestalt des Hauptgesellschafters und „**Informationszugang**“ in Gestalt des Vorstands (der Geschäftsführung) zusammen.¹⁰⁰

Die Angemessenheit der Barabfindung ist zentraler und zwingender Teil des gemeinsamen Berichts. Die Erläuterungen zur Höhe und zur Angemessenheit der Abfindung müssen ausführlich und aussagekräftig sein, Methoden der Bewertung sind ebenso wie zentrale Planungsprämissen und Schwierigkeiten bei der Wertfindung intersubjektiv nachvollziehbar offen zu legen. Den Berichtsadressaten sollen auf diese Weise eine **Plausibilitätskontrolle** ermöglicht werden.¹⁰¹

⁹⁸ Ferner sind gem § 70 AktG auch die Interessen der Arbeitnehmer und das öffentliche Interesse maßgebend.

⁹⁹ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 193.

¹⁰⁰ Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 3 GesAusG Rz 2.

¹⁰¹ Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 3 GesAusG Rz 7; zur zentralen Bedeutung der ausreichenden Information der Minderheitsgesellschafter vgl auch OGH, 6.11.2008, 6 Ob 91/08p; Gruber, AR aktuell 2/2009, 26 f.

Bei börsennotierten Kapitalgesellschaften sind zur Plausibilitätskontrolle der angebotenen Abfindung auch Informationen zum **Börsekurs** zu machen. Eine gesetzliche Norm zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen fehlt und von der österreichischen Rsp¹⁰² liegt keine endgültige Antwort auf die Frage nach der Einbeziehung und Bedeutung von Börsenkursen vor, so dass etwa eine Heranziehung der **übernahmerechtlichen Parallelwertung** in § 26 Abs 1 Satz 3 ÜbG empfohlen wird.¹⁰³ Über einen Referenzzeitraum von sechs Monaten vor der Bekanntgabe der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme (und nicht vor dem HV-Beschluss) ist ein umsatzgewichteter Durchschnittskurs zu ermitteln; Tageskurse mit höheren Umsätzen wirken damit stärker als solche mit niedrigen. Strittig ist, unter welchen Umständen Börsenkurse nicht zu berücksichtigen sind. Eine mögliche **Ausnahme** kann in der Marktenge für die betrachtete Aktie bestehen; hierbei ist ein freier Verkauf unmöglich, Gesellschafter könnten folglich bei einer freien Desinvestitionsentscheidung den Börsenkurs nicht realisieren, so dass er hier als angemessene Abfindung oder als Untergrenze derselben ausscheidet.¹⁰⁴

Erfolgt der Gesellschafterausschluss gem § 7, dh nach einem **erfolgreichen Übernahmeangebot**, so ist zwar ebenso wie beim Ausschluss nach § 1 ein Beschluss der HV erforderlich, in Bezug auf die Angemessenheit der Abfindung wird eine entscheidende **Vermutung der Angemessenheit** gesetzt: Der Angebotspreis, der den Markttest besteht, gilt im folgenden Ausschlussverfahren – iSe widerlegbaren Vermutung - als angemessene Abfindung (§ 7 Abs 3).

In Bezug auf ein **Geheimhaltungsinteresse** beim gemeinsamen Bericht ist § 118 Abs 3 AktG sinngemäß anzuwenden (§ 3 Abs 1 Satz 3): Falls die Veröffentlichung von Informationen im Ausschlussbericht einen erheblichen Nachteil für die Kapitalgesellschaft, ihren Konzern oder für den Staat auslösen könnte, sind entsprechende Angaben zu unterlassen.¹⁰⁵ Gerade bei der Offenlegung von Zukunftsaussichten und Bewertungsparametern können derartige Probleme entstehen. Sensible Detailanga-

¹⁰² Vgl Abschnitt „III. B. Entwicklungslinien der österreichischen Rsp zur angemessenen Barabfindung und zur Relevanz von Börsenkursen“.

¹⁰³ So *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 233; *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 3 GesAusG Rz 7.

¹⁰⁴ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 234.

¹⁰⁵ Vgl *Kalss*, GesRZ-SH 2006, 46.

ben werden allenfalls verweigert werden können, Aussagen zu den generellen Erfolgchancen werden aber notwendig sein. Geht das Ausmaß zurückgehaltener Informationen derart weit, dass den Adressaten, also vornehmlich den abzufindenden Gesellschaftern, keine Plausibilitätskontrolle mehr möglich ist, so bedarf es einer adäquaten Begründung im Ausschlussbericht. Jedenfalls sind dem Prüfer derartige Umstände der Geheimhaltung offen zu legen (§ 3 Abs 2), der auch die Rechtmäßigkeit der Unterlassung von Angaben zu prüfen hat.¹⁰⁶

Der gemeinsame Bericht verlangt die Schriftform. Denn damit werden die Gesellschafter vorab va über die Bemessung der Barabfindung informiert.¹⁰⁷

Im **Prüfungsbericht** nach § 3 Abs 2 berichtet ein sachverständiger Prüfer, der auf gemeinsamen Antrag des Hauptgesellschafters und des AR der Kapitalgesellschaft vom Gericht bestellt wird, über seine Prüfung der Angemessenheit der Abfindung. Das Gericht kann den gemeinsamen Antrag auf Bestellung einer bestimmten Person oder Gesellschaft als Prüfer auch ablehnen, es ist bei der Bestellung des Prüfers frei.¹⁰⁸ Wird ein vorgeschlagener Prüfer den formalen Anforderungen des § 271 Abs 1 UGB gerecht, dh handelt es sich um einen Wirtschaftsprüfer oder um eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft¹⁰⁹, so wird in der Praxis dieser Prüfer vom Gericht idR bestellt.¹¹⁰

Diesem externen Prüfer kommt gem § 3 Abs 2 iVm § 220b Abs 3 AktG ein **Auskunftsrecht** sowohl gegenüber der Kapitalgesellschaft als auch gegenüber dem Hauptgesellschafter sowie den mit ihm verbundenen Unternehmen iSd § 1 Abs 3 zu; letzteres Auskunftsrecht ist va auf die Prüfung, ob die Anteilsschwelle erreicht ist, gerichtet.¹¹¹ Generell ist das Auskunftsrecht sehr bedeutend für die Prüfung der Unternehmens- und Anteilsbewertung zB im Hinblick auf positive Verbundeffekte. Der **Prüfungsumfang** umfasst

¹⁰⁶ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 292.

¹⁰⁷ Vgl *Kalss*, GesRZ-SH 2006, 46.

¹⁰⁸ Vgl *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 3 GesAusG Rz 10.

¹⁰⁹ Bei der GmbH kann auch ein Buchprüfer bzw. eine Buchprüfungsgesellschaft beauftragt werden.

¹¹⁰ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 307.

¹¹¹ Vgl *Kalss*, GesRZ-SH 2006, 46.

- die Richtigkeit des gemeinsamen Berichts und (im Besonderen)
- die Angemessenheit der Barabfindung.

In Bezug auf den Inhalt der Prüfung und des Berichts verweist § 3 Abs 2 auf § 220b Abs 4 AktG; dabei geht es vornehmlich um die Erläuterung der Bewertungsmethoden, um die Begründung der Angemessenheit und um die Ermittlung der Abfindung bei unterschiedlichen Methoden.¹¹²

Für den Gesellschafterausschluss ist es nicht nötig, dass der Prüfer die Angemessenheit der Abfindung bejaht. Trotz eines negativen Berichts des Prüfers zur Angemessenheit kann das Verfahren des Ausschlusses fortgesetzt werden, wenngleich hierbei ein Antrag auf Überprüfung der Barabfindung gem § 6 GesAusG die Regel sein wird und obendrein schadenersatzrechtliche Konsequenzen für die Organe der Gesellschaft und den Hauptgesellschafter drohen.¹¹³

Der **Bericht des Prüfers** ist schriftlich zu erstellen (§ 3 Abs 2 iVm § 220b Abs 4 AktG). Berichtsadressaten sind erstens Vorstand (Geschäftsführung) und AR der Gesellschaft sowie der Hauptgesellschafter, und zweitens die auszuschließenden Gesellschafter.¹¹⁴ Falls die Veröffentlichung bestimmter Informationen des Prüfungsberichts gegen die Interessen der Gesellschaft, ihres Konzerns oder des Staates verstößt, sind diese zwar in den „vollen Bericht“ an die Gesellschaft und an den Hauptgesellschafter aufzunehmen, allerdings im „bereinigten Bericht“ an die Gesellschafter nicht offen zu legen; hiermit existieren **zwei Berichtsfassungen**. Grundlage hierfür sind über den Verweis in § 220b Abs 5 die Nichtaufnahme von Tatsachen in den Prüfungsbericht gem § 133 Abs 3 und auch die Verweigerung von Auskünften gegenüber den Aktionären gem § 118 Abs 3 AktG.¹¹⁵

Der Prüfungsbericht muss einen Monat vor der beschließenden Gesellschafterversammlung vorliegen. Die Bewertung und die Plausibilitätskontrollen sind allerdings auf den Zeitpunkt der den Beschluss fassenden HV oder GV zu beziehen, woraus ein

¹¹² Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 3 GesAusG Rz 14.

¹¹³ Zu derartigen Schadenersatzansprüchen vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 489 ff u 496 ff.

¹¹⁴ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 313.

¹¹⁵ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 313; Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 3 GesAusG Rz 12.

gewisses Spannungsverhältnis entsteht.¹¹⁶ Die Kosten der Prüfung hat der Hauptgesellschafter zu tragen (§ 2 Abs 2 letzter Satz).¹¹⁷

Sofern ein **AR** besteht, hat er gem § 3 Abs 3 den Gesellschafterausschluss zu prüfen, und zwar auf der Grundlage des Ausschluss- und des Prüfungsberichts. Darüber hat er einen schriftlichen Bericht zu verfassen (**AR-Bericht**).¹¹⁸ Der AR prüft die Rechtskonformität des Ausschlusses und hierbei schwerpunktmäßig die Angemessenheit der angebotenen Barabfindung. Ferner kann er die wirtschaftliche Zweckmäßigkeit für die Kapitalgesellschaft prüfen, wenngleich aus dieser allgemeinen Verpflichtung kein Begründungszwang zum Gesellschafterausschluss entsteht.¹¹⁹ Sind als Folge des Gesellschafterausschlusses und der Realisierung von Verbundeffekten zum Hauptgesellschafter oder zu seinem Konzern (positive wie negative) ökonomische Wirkungen auf die Kapitalgesellschaft zu erwarten, so betrifft uAn der Gesellschafterausschluss sowohl den Hauptgesellschafter als auch die Kapitalgesellschaft, woraus auch eine Beschäftigung mit der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme an sich durch den AR angezeigt erscheint.¹²⁰

Die Prüfung durch den AR stellt eine undelegierbare Kernaufgabe dar, die durch den gesamten AR wahrzunehmen ist. Über das Ergebnis seiner Prüfung hat er schriftlich Bericht zu erstatten.¹²¹

4. Die Relevanz von Preisen aus Parallel- und aus Vorerwerben

Für die Angemessenheit der angebotenen Abfindung beim Gesellschafterausschluss nach § 1 GesAusG ist auch die Frage relevant, inwieweit frühere und parallele An-

¹¹⁶ Vgl *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 3 GesAusG Rz 14.

¹¹⁷ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 315.

¹¹⁸ Vgl *Kalss*, GesRZ-SH 2006, 47.

¹¹⁹ Vgl *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 3 GesAusG Rz 19; zum Einsichts- und Prüfungsrecht des AR im Rahmen seiner Überwachungsaufgabe vgl *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, Komm AktG, § 95 Rz 56; *Straube/Rauter* in *Straube*, Komm GmbHG, § 30j Rz 48.

¹²⁰ Dagegen gehen *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, Rz 317, davon aus, dass der Gesellschafterausschluss nur für den Hauptgesellschafter relevant sei.

¹²¹ Vgl *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 3 GesAusG Rz 19 f.

teilerwerbe in die Beurteilung einfließen. Der gesellschaftsrechtliche „Grundsatz der gleichen Abfindung für alle Gesellschaftsanteile“ soll verhindern, dass für die Anteile einzelner Gesellschafter eine höhere Gegenleistung als für andere angeboten wird. Er erfordert folglich, dass **Paralleltransaktionen**, also Anteilspreise aus Käufen, die parallel zum Verfahren des Gesellschafterausschlusses getätigt werden, jedenfalls einfließen, dh höhere Preise an einzelne Aktionäre sind an alle Abzufindenden weiterzugeben.¹²²

Im Lichte des Gebots der Gleichbehandlung der Gesellschafter sind auch Gestaltungen zu sehen, die zu Vermögensflüssen zu einzelnen Minderheitsaktionären führen. Darunter fallen zB Konsulentenhonorare, die ohne entsprechende Leistungen erfolgen oder deren Höhe marktübliche Preise überschreitet.¹²³

Auch **Vorerwerbe**, also Anteilskäufe *vor* dem Verfahren des Gesellschafterausschlusses (gem § 1 GesAusG) werfen die Frage nach der gleichen Abfindung für alle Gesellschaftsanteile auf. Stehen Vorerwerbe in einem inhaltlichen Kontext zum Gesellschafterausschluss, so wird man sie aus dem Grund der **Gleichbehandlung** im Hinblick auf den Umgehungsschutz grundsätzlich einbeziehen müssen.¹²⁴ Diese Wertung ergibt sich (auch) aus dem Gesellschafterausschluss nach einem Übernahmeverfahren: Beim Gesellschafterausschluss gem § 7, also bei einem vorangehenden Übernahmeangebot, sind auch Angaben zur höchsten Gegenleistung im Übernahmeverfahren und zur Vermutung der Angemessenheit des Preises aus dem Übernahmeangebot zu machen.¹²⁵

Vorerwerbe in Bezug auf größere Aktienpakete können Synergien widerspiegeln, die sich der Hauptgesellschafter vom Gesellschafterausschluss erwartet. Befürwortet man die Berücksichtigung von Verbundeffekten in der angemessenen Abfindung, so sind (höhere) Preise derartiger Vorerwerbe für die Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung im Ausschlussverfahren relevant. Werden allerdings lediglich einzel-

¹²² Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 506 ff.

¹²³ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 237.

¹²⁴ IdS zB *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 137.

¹²⁵ Vgl *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 3 GesAusG Rz 7.

ne Anteile mit dem primären Ziel erworben, die nötige Anteilsschwelle zu erreichen, so liegt das Motiv des höheren Preises nicht in der anteiligen Abgeltung von erwarteten positiven Synergien, sondern in der Ermöglichung der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme; derartigen höheren Preisen wird man folglich keine Relevanz für die Beurteilung des Abfindungsangebots zusprechen können.¹²⁶

Eine generelle Pflicht, Preise aus Vorerwerben iSd Gleichbehandlung weiterzugeben, kann gesamtwirtschaftlich erwünschte Transaktionen uU verhindern. Sind die erwarteten Effizienzgewinne des Gesellschafterausschlusses niedriger als die an alle Auszuschließenden weiterzugebenden Prämien, so werden wirtschaftlich sinnvolle Maßnahmen dadurch konterkariert.¹²⁷

In der Diskussion über die Maßgeblichkeit von **Preisen aus Vorerwerben** geht man von – im Vergleich zum nunmehrigen Abfindungsangebot – höheren Preisen aus. Im Hinblick auf deren Relevanz ist uAn zwischen unterschiedlichen Fällen zu unterscheiden:

- Auskauf von Gesellschaftern in einer Hold-out-Position („lästige Gesellschafter“);
- Erlangung der Kontrolle über eine Gesellschaft;
- Erreichung der Anteilsschwelle für den Gesellschafterausschluss.

Eine **Hold-out-Position** hat ein Gesellschafter dann inne, wenn er gesellschaftsrechtliche und andere Maßnahmen, die der Hauptgesellschafter beabsichtigt, zB mit (der Drohung zu) Anfechtungsklagen oder langwierigen Nachprüfungsverfahren verzögern und/oder verteuern kann. In einer derartigen Situation wird der Hauptgesellschafter uU zur Zahlung von Prämien bereit sind.¹²⁸ Der Grund für die höheren Zahlungen liegt hierbei nicht in seinem höheren Entscheidungswert für diese Anteile, sondern in der Unnachgiebigkeit des Minderheitsgesellschafters, der für die Aufgabe seiner Hold-out-Position ein besonderes Entgelt verlangt.¹²⁹

¹²⁶ IdS *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 239.

¹²⁷ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 507.

¹²⁸ Vgl *Dollinger*, The fair squeeze-out compensation, 54 f.

¹²⁹ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 507.

Die Kosten für erhebliches Ungemach durch Minderheitsgesellschafter finden allerdings beim Nachprüfungsverfahren eine Grenze in § 225l AktG. Demnach sind die Verfahrenskosten zwar zunächst von der übernehmenden Gesellschaft zu tragen. Sie sind allerdings dann den Antrag stellenden Aktionären ganz oder teilweise nach Billigkeit aufzuerlegen, wenn diese überhaupt oder in einem bestimmten Verfahrenszeitpunkt voraussehen konnten, dass sie einen „nicht zweckentsprechenden Verfahrensaufwand verursachen“.¹³⁰

Die Ausnutzung einer Hold-out-Position *während* des Verfahrens des Gesellschafterausschlusses wird durch die Relevanz von Paralleltransaktionen für die Höhe der Abfindung weitgehend verhindert. Denn der Hauptgesellschafter wird im Verfahren vorbringen, dass eine höhere Abfindung an alle Gesellschafter für ihn untragbar wäre, und er wird hervorstreichen, dass Prämien an einzelne Gesellschafter wegen des Grundsatzes der Gleichbehandlung aller Gesellschaftsanteile unmöglich sind. Die Maßgeblichkeit von Parallelerwerben nimmt Hold-out-Gesellschaftern ihr Erpressungspotenzial, schützt insofern den Hauptgesellschafter und ermöglicht ökonomisch erwünschte Maßnahmen.¹³¹

Wären Parallelerwerbe nicht maßgeblich und geht man von einer konstanten Gesamtleistung aus, die der Hauptgesellschafter iSe Obergrenze für die ausstehenden Anteile zu leisten bereit ist, so würden Prämien an einzelne Gesellschafter die Abgeltung für andere vermindern. Es läge ein Nullsummenspiel vor, in dem die Verbesserung der einen Position zu einer Verschlechterung der anderen führt.¹³²

Die Hold-out-Position *vor* der Durchführung eines Verfahrens zum Gesellschafterausschluss kann zur Zahlung von Prämien im Hinblick auf einen künftigen Gesellschafterausschluss führen. Sind die höheren Preise auch aus Vorerwerben zu Hold-out-Positionen für die spätere Abfindungsbemessung maßgeblich, so greifen die

¹³⁰ Vgl Brugger, *ecolx* 1997, 505.

¹³¹ Vgl Winner, Wert und Preis im Zivilrecht, 508.

¹³² Vgl Winner, Wert und Preis im Zivilrecht, 508.

oben aufgeführten Argumente. Allerdings entsteht die Frage nach dem zeitlichen Anwendungsbereich. Die analoge Anwendung der Wertung aus § 26 Abs 1 ÜbG bietet sich an, wonach der relevante Zeitraum für gewährte oder vereinbarte Gegenleistungen zwölf Monate umfasst. Damit hängen beim Gesellschafterausschluss sowohl das Erpressungspotenzial von Hold-out-Gesellschaftern als auch die Möglichkeiten des Hauptgesellschafters, Hold-out-Gesellschaftern Prämien ohne Wirkung auf die Höhe der Abfindung an die übrigen Gesellschafter zu zahlen, von einem entsprechenden zeitlichen Vorlauf zum Verfahren nach § 1 GesAusG ab.¹³³

Der zweite Fall, die **Erlangung der Kontrolle** über eine Gesellschaft, entspricht der übernahmerechtlichen Gleichbehandlung. Parallelerwerbe zu höheren Preisen sind sowohl in Bezug auf Pflichtangebote als auch im Kontext von freiwilligen Angeboten zur Kontrollerlangung verboten, sofern nicht das Angebot gleichzeitig verbessert wird (§ 16 Abs 1 ÜbG). Maßgeblich sind auch Vorerwerbe über die und außerhalb der Börse mit einem zeitlichen Anwendungsbereich von zwölf Monaten (§ 26 Abs 1 ÜbG).¹³⁴

Der dritte Fall für Prämien betrifft die Konstellation, in der ein Gesellschafter zwar eine kontrollierende Beteiligung, nicht aber die für den Ausschluss **notwendige Mehrheit von 90 %** hält. Der Preisaufschlag – zu einem Anteilswert aus einer Unternehmensbewertung oder zu einem Börsenkurs – hat die Funktion, einzelne Gesellschafter zum Verkauf zu bewegen. Diese Prämie spiegelt nicht die auf den einzelnen Anteil herunter gebrochenen erwarteten positiven Synergieeffekte wider, vielmehr ist sie Ausfluss der relativen Verhandlungsposition.¹³⁵

Ist eine derartige Prämie bei einem Gesellschafterausschluss an alle Auszuschließenden weiterzugeben, so steigt für die Hauptgesellschafter die Gesamthöhe der Abfindung. In der Tat ändert sich dadurch die Vermögensverteilung nur unter den Gesell-

¹³³ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 505.

¹³⁴ Zur vergleichbaren deutschen Vorgehensweise vgl zB *Grupp*, Going Private Transaktionen aus Sicht eines Finanzinvestors, 146 ff.

¹³⁵ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 509.

schaftern.¹³⁶ Solange der Gesellschafterausschluss positive Synergien für den Hauptgesellschafter in einem Ausmaß bringt, die diesen Preisaufschlag übersteigen, wird die Relevanz der Vorerwerbsprämie die Realisierung des Gesellschafterausschlusses nicht verhindern. Falls die Mehrzahlung an alle Minderheitsgesellschafter allerdings keine Deckung in den erwarteten positiven Synergien findet, verhindert die Relevanz die Durchführung des Ausschlusses. Ein Vorerwerb mit dem ausdrücklichen Ziel, die für den Squeeze-out erforderliche Anteilsschwelle zu erreichen, ist daher uE für die Bemessung der Barabfindung auszuschließender Gesellschafter nicht maßgeblich.¹³⁷

5. Vorabinformation, Erläuterung und Nachprüfung der Angemessenheit

Mindestens einen Monat vor dem Tag der Beschlussfassung über den Gesellschafterausschluss sind am Sitz der Gesellschaft **Informationsunterlagen** zur Einsichtnahme durch die Aktionäre aufzulegen.¹³⁸ Diese Vorab- oder Ex-ante-Information umfasst neben dem Entwurf über den Beschlussantrag, der die Höhe der Barabfindung beziffern muss, die oben angesprochenen Berichte (gemeinsamer, Prüfungs- und AR-Bericht), die Jahresabschlüsse und Lageberichte der Gesellschaft für die letzten drei Geschäftsjahre und allfällige Gutachten, auf denen die Beurteilung der Angemessenheit beruht (§ 3 Abs 5).

Über die Berichte hinaus werden regelmäßig **Gutachten** zur Beurteilung der Angemessenheit eingeholt, wenngleich keine Pflicht zur Einholung solcher Gutachten besteht. Im Fall der Einholung sind auch sie mindestens einen Monat vor dem Tag der Beschlussfassung aufzulegen. Das unternehmerische Ermessen und mithin die Wahrnehmung der Sorgfaltspflicht der Geschäftsführung legen derartige Gutachten idR nahe.¹³⁹ Die Einholung und die Offenlegung sollen die Informationsasymmetrie zwischen dem Hauptgesellschafter und den Abzufindenden abbauen helfen und ei-

¹³⁶ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 509.

¹³⁷ IdS auch *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 239.

¹³⁸ Vgl *Kalss*, GesRZ-SH 2006, 47.

¹³⁹ Vgl *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 3 GesAusG Rz 28; *Kalss*, GesRZ-SH 2006, 48.

ne Kontrolle der Angemessenheit der angebotenen Abfindung durch die Minderheitsgesellschafter erlauben.¹⁴⁰ Mit der Vorlage eines nachvollziehbaren Gutachtens kann der Hauptgesellschafter Nachprüfungsverfahren uU vermeiden.¹⁴¹

In Bezug auf alle Vorabinformationen steht jedem Gesellschafter das Recht zur **Einsichtnahme** am Sitz der Gesellschaft zu.¹⁴² Den Zugang ausschließlich über Internet zu ermöglichen, reichte bislang nicht; mit der RL 2009/109/EG¹⁴³, die bis zum 30. Juni 2011 umzusetzen ist, wird im Anwendungsbereich des GesAusG die Publikation auf der Homepage von der physischen **Auflagepflicht** der Unterlagen (§ 3 Abs 5 GesAusG iVm § 108 Abs 3 AktG) befreien.¹⁴⁴ Jeder Gesellschafter kann im Vorfeld der Gesellschafterversammlung eine für ihn kostenfreie Abschrift der Unterlagen verlangen;¹⁴⁵ dieser **Übersendungspflicht** kann künftig auch elektronisch entsprochen werden.¹⁴⁶ In der beschließenden Gesellschafterversammlung sind alle Ex-ante-Informationen aufzulegen. Vor dem Beschluss haben der Vorstand und der Hauptgesellschafter den gemeinsamen Bericht und dabei besonders die Angemessenheit der Barabfindung mündlich zu **erläutern**.¹⁴⁷ In der Gesellschafterversammlung kann die Barabfindung gegenüber den Vorabinformationen erhöht werden; die **Erhöhung** kann nicht vom Verzicht auf Widerspruch abhängig gemacht werden, da dieser kei-

¹⁴⁰ Die Veröffentlichung von (Prognose-)Daten, die Verwendung dieser Größen als wichtige Informationsgrundlage durch die Minderheitsgesellschafter und die daraus resultierende Haftungsgefahr bedingen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis, dass vielfach lediglich Gutachten mit wenig Aussagekraft, mit eher qualitativen und vagen Aussagen erstellt werden. Vgl. *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 3 GesAusG Rz 28.

¹⁴¹ Vgl. *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 328. Auch in Bezug auf derartige Gutachten ist das Auskunftsverweigerungsrecht nach § 118 Abs 3 AktG sinngemäß anzuwenden.

¹⁴² Vgl. *Kalss/Linder*, Minderheits- und Einzelrechte von Aktionären, 15.

¹⁴³ Richtlinie 2009/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. Sept. 2009 zur Änderung der Richtlinien 77/91/EWG, 78/855/EWG und 82/891/EWG des Rates sowie der Richtlinie 2005/56/EG hinsichtlich der Berichts- und Dokumentationspflicht bei Verschmelzungen und Spaltungen; ABl L 259/14 vom 2. Okt. 2009. Die Umsetzung in Österreich soll mit einem Umgründungs-Vereinfachungsgesetz (UmVerG) erfolgen; für den Entwurf endete die Begutachtungsfrist am 7. März 2011.

¹⁴⁴ Vgl. *Schimka/Schörghofer*, wbl 2010, 118.

¹⁴⁵ Die Kosten derartiger Abschriften hat der Hauptgesellschafter und nicht die Gesellschaft zu tragen (§ 2 Abs 2).

¹⁴⁶ Vgl. *Schimka/Schörghofer*, wbl 2010, 118.

¹⁴⁷ Vgl. *Kalss*, GesRZ-SH 2006, 48.

ne Voraussetzung für ein Nachprüfungsverfahren ist.¹⁴⁸ Auch Gründe für eine Erhöhung sind darzulegen.¹⁴⁹

Ferner hat der Vorstand die Gesellschafter über jede **wesentliche Veränderung** der Vermögens- oder Ertragslage sowie über **neue Pläne** des Hauptgesellschafters zu unterrichten, die zwischen der Erstellung des gemeinsamen Berichts und dem Zeitpunkt der Gesellschafterversammlung entstehen. Diese Information ist insb dann von Bedeutung, wenn sie eine veränderte Barabfindung rechtfertigen würde (§ 3 Abs 5 ff). Eine **Erhöhung** der angebotenen Barabfindung wegen dargelegter wesentlicher Änderungen der wirtschaftlichen Lage bzw neuer Pläne kann uE auch ohne neuerliches Verfahren der Vorabinformation beschlossen werden. Dagegen erscheint eine **Verminderung** der angebotenen Barabfindung ohne neuerlichen Vorbereitungsprozess, dh insb ohne einen neuen Ausschluss-, Prüfungs- und AR-Bericht nicht zulässig.¹⁵⁰

Jeder Aktionär hat in der HV ein erweitertes **Auskunftsrecht**, und zwar einerseits in Bezug auf Angelegenheiten der Gesellschaft und andererseits hinsichtlich wesentlicher Angelegenheiten des Hauptgesellschafters, die vornehmlich in Umständen liegen, die Auswirkungen auf die Angemessenheit der Barabfindung zeitigen können.¹⁵¹ Die Auskunftspflicht in Bezug auf wesentliche Angelegenheiten des Hauptgesellschafters liegt bei diesem selbst und nicht beim Vorstand: Der Hauptgesellschafter ist in der beschließenden HV zwingend vertreten, er verfügt über die notwendige Kenntnis seiner Angelegenheiten und ihrer Wesentlichkeit für die Barabfindung und darüber hinaus legt die schadenersatzrechtliche Verantwortung des Hauptgesellschafters seine direkte Auskunftspflicht nahe.¹⁵²

¹⁴⁸ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 197.

¹⁴⁹ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 330.

¹⁵⁰ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 331.

¹⁵¹ Vgl *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 3 GesAusG Rz 34; *Kalss/Linder*, Minderheits- und Einzelrechte von Aktionären, 18 ff. Obwohl im GmbHG das Auskunftsrecht des Gesellschafters in der GV nicht ausdrücklich geregelt ist, wird es als Individualrecht generell anerkannt; vgl *Enzinger* in *Straube*, Komm GmbHG, § 34 Rz 44.

¹⁵² Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 334, 496.

In Bezug auf die **Verweigerung der Auskunft** zu wesentlichen Angelegenheiten des Hauptgesellschafters ist § 118 Abs 3 AktG sinngemäß anzuwenden (§ 3 Abs 8). Eine Verweigerung ist dann zulässig, wenn von der begehrten Informationen nach vernünftiger unternehmerischer Beurteilung ein erheblicher Nachteil für den Hauptgesellschafter oder für eines seiner verbundenen Unternehmen ausgehen kann.¹⁵³

Die Möglichkeit des pauschalen **Verzichts auf Informationen** (§ 3 Abs 10) betrifft die Berichte, nicht aber den Entwurf über den Beschlussantrag und nicht das Auskunftsrecht in der Gesellschafterversammlung.¹⁵⁴ Der Verzicht ist von allen Minderheitsgesellschaftern schriftlich oder in der Niederschrift zur Gesellschafterversammlung zu erklären; der Hauptgesellschafter braucht nicht zu verzichten, denn es geht um Leistungen, die (auch) er für Andere zu erbringen hat. Verzichten alle Minderheitsgesellschafter mit einem entsprechenden zeitlichen Vorlauf in schriftlicher Form, dann brauchen die Berichte zum Gesellschafterausschluss erst gar nicht erarbeitet zu werden.¹⁵⁵

Der **Beschluss** durch die Gesellschafter (§ 4 Abs 1) betrifft die Übertragung der Anteile der Minderheits- auf den Hauptgesellschafter gegen eine angemessene und ausdrücklich zu nennende¹⁵⁶ Barabfindung. Der Beschluss benötigt keine sachliche Rechtfertigung, vielmehr liegt sie bereits mit der gesetzlichen Möglichkeit des Gesellschafterausschlusses vor, dh die grundsätzliche Interessenabwägung nahm bereits der Gesetzgeber vor.¹⁵⁷ Er erfordert die einfache Mehrheit der abgegebenen Stimmen und die Zustimmung des Hauptgesellschafters (§ 4 Abs 1).¹⁵⁸ Die Berichte sind in die **Niederschrift** über den Beschluss aufzunehmen oder ihr beizufügen, der Beschluss ist notariell zu beurkunden (§ 4 Abs 2) und zur Eintragung in das Firmenbuch anzumelden (§ 5). Mit dieser **Eintragung** gehen die Minderheitsanteile an den Hauptgesellschafter über, ab diesem Zeitpunkt verbriefen ausgegebene Wertpapiere nur noch den Anspruch auf Barabfindung, dh das Mitgliedschaftspapier wird in ein

¹⁵³ Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 3 GesAusG Rz 35.

¹⁵⁴ Vgl Kalss, GesRZ-SH 2006, 49.

¹⁵⁵ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 340.

¹⁵⁶ Vgl Koppensteiner, GeS 2006, 148.

¹⁵⁷ Vgl Kalls/Zollner, Squeeze-out, § 4 GesAusG, Rz 4.

¹⁵⁸ Vgl Enzinger in Straube, Komm GmbHG, § 39 Rz 10; Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 345.

Forderungspapier transformiert (§ 5 Abs 4). Gegen die Übergabe der Wertpapiere erfolgt die **Auszahlung** der Barabfindung.¹⁵⁹ In Bezug auf die Barabfindung prüft das Firmenbuchgericht ihre Existenz und ihre Absicherung (durch Überweisung an einen Treuhänder oder durch eine Bankgarantie), nicht aber auch ihre Angemessenheit.¹⁶⁰ Eine materielle Prüfung der Angemessenheit ist dem **Nachprüfungsverfahren** gem § 6 Abs 2 vorbehalten.

6. Die Festlegung des Preises in Übernahmeangeboten und die Relevanz von Börsenkursen

Erlangt ein Gesellschafter einer börsennotierten Gesellschaft unmittelbar oder mittelbar eine **kontrollierende Beteiligung**, so hat er nach dem ÜbG – neben der Mitteilung an die Übernahmekommission – den anderen Aktionären innerhalb von 20 Börssetagen ab Kontrollerlangung ein Angebot für alle Beteiligungspapiere zu stellen (§ 22 Abs 1). Eine kontrollierende Beteiligung erfordert eine Beteiligung, die mehr als 30 % der auf die stimmberechtigten Aktien entfallenden Stimmrechte vermittelt (§ 22 Abs 2). Die Pflicht zur Angebotslegung besteht allerdings dann nicht, wenn die Beteiligung trotz ihrer Höhe keinen beherrschenden Einfluss auf die Zielgesellschaft vermittelt, wie zB dann, wenn ein anderer Aktionär direkt oder indirekt über zumindest gleich viele Stimmrechte wie der Bieter verfügt (§ 24 Abs 2 Z 1).¹⁶¹

Zentraler Bestandteil von Übernahmeangeboten ist der für die Beteiligungspapiere angebotene Preis. Für seine Bemessung ist der übernahmerechtliche Grundsatz der Gleichbehandlung zentral: Alle Aktionäre in gleichen Verhältnissen und insb in der gleichen Aktiengattung sind gleich zu behandeln (§ 3 Z 1). Sowohl für **Pflichtangebote** als auch für **freiwillige Angebote zur Kontrollerlangung** legt § 26 Abs 1 **zwei Untergrenzen** fest:

¹⁵⁹ Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 5 GesAusG, Rz 15.

¹⁶⁰ Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 4 GesAusG Rz 11.

¹⁶¹ Weitere Ausnahmen des § 24 Abs 2 ÜbG betreffen die Konstellation, dass die Beteiligung aufgrund der üblichen Anwesenheit in der HV der Zielgesellschaft nicht die Mehrheit der Stimmrechte vermittelt, und eine Stimmrechtsbeschränkung auf höchstens 30 %.

- Erstens ist die Gegenleistung von **Vorerwerben der letzten zwölf Monate** relevant;
- Zweitens ist der durchschnittliche umsatzgewichtete **Börsekurs** des jeweiligen Beteiligungspapiers während jenes **sechsmonatigen Referenzzeitraums** relevant, der vor dem Tag endet, an dem die Absicht zum Angebot bekannt gemacht wird.

Der übernahmerechtlichen **Gleichbehandlung** folgend sind Parallelerwerbe zu höheren Gegenleistungen als das Übernahmeangebot unzulässig, sofern das Angebot nicht gleichzeitig aufgebessert wird (§ 16 Abs 1).¹⁶² IdS gesetzwidrige Paralleltransaktionen sind nicht nichtig iSv § 879 Abs 1 ABGB, vielmehr werden alle Angebote, auch die bereits angenommenen, automatisch auf das Niveau des Parallelerwerbs aufgebessert (§ 16 Abs 2 iVm § 15 Abs 2 ÜbG).¹⁶³ Die Phase der Gleichbehandlung betrifft den Zeitraum der ersten Bekanntmachung zum Angebot bis zum Ablauf der Nachfrist (§ 16 Abs 4 ÜbG).

Börsliche und außerbörsliche **Vorerwerbe** des Bieters während der letzten **zwölf Monate** stellen die erste Untergrenze für das Angebot dar; im Fall von Sachgegenleistungen bildet ihr Wert ebenso die Untergrenze wie bei baren Gegenleistungen. Damit wird der Zeitraum der Gleichbehandlung zeitlich erstreckt. Die relevante Zeitspanne wird vom Zeitpunkt der Anzeige des Angebots bei der Übernahmekommission zurückgerechnet (§ 26 Abs 1). Diese zeitliche Ausdehnung der Gleichbehandlung führt dazu, dass auch Paketaktionäre, die im Vorfeld des Übernahmeangebots verkaufen, und die Adressanten des Angebots gleich behandelt werden. Die Gegenleistung an solche Paketaktionäre enthält idR Zuschläge zum Wert des einzelnen Anteils oder zum Börsekurs. Über die Maßgeblichkeit dieser Vorerwerbe

¹⁶² Für Kreditinstitute bestehen in § 16 Abs 4 ÜbG Sonderregelungen, um vornehmlich den normalen Geschäftsbetrieb durch das gemeinsame Vorgehen mit Bietern nicht zu beeinträchtigen.

¹⁶³ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 489.

für den Mindestpreis des Angebots haben auch die Angebotsadressaten Anteil an eingerechneten erwarteten Synergien.¹⁶⁴

Nacherwerbe, also Käufe des Bieters nach Ablauf der Frist für die Annahme des Übernahmeangebots, sind nach § 16 Abs 7 dann maßgeblich, wenn sie innerhalb von **neun Monaten** nach Ablauf der Angebots bzw einer Nachfrist zum Angebot stattfinden. Gewährt oder vereinbart der Bieter hierbei eine höhere Gegenleistung als jene im Übernahmeangebot, so ist er zur Zahlung des Unterschiedsbetrags an all jene Adressaten verpflichtet, die das Angebot angenommen haben. Als derartiger Nacherwerb gelten nicht Leistungen im Rahmen eines Verfahrens zum Gesellschafterausschluss nach GesAusG (§ 16 Abs 7). Dort kann die Barabfindung daher auch höher sein, ohne eine Verpflichtung zur Nachzahlung an jene auszulösen, die das vorangehende Übernahmeangebot angenommen haben.¹⁶⁵

Die Gewinn bringende **Weiterveräußerung** einer kontrollierenden Beteiligung an der Zielgesellschaft innerhalb von neun Monaten nach Ablauf der Angebots- bzw der Nachfrist zum Angebot ist ebenfalls maßgeblich. Denn sie verpflichtet den verkauften Bieter zu einer Geldleistung im Ausmaß des anteiligen Veräußerungsgewinns an jene Beteiligungspapierinhaber, die das Übernahmeangebot angenommen haben (§ 16 Abs 7). Die Nachzahlung wird unter Berücksichtigung der Kosten beim Bieter und der Steuerwirkungen errechnet.¹⁶⁶ Die zeitliche Erstreckung der Gleichbehandlung auf einen Zeitraum von neun Monaten *nach* Ablauf eines Übernahmeangebots soll vor Umgehungen des Grundsatzes der Gleichbehandlung vornehmlich bei freiwilligen Angeboten schützen.¹⁶⁷

¹⁶⁴ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 489 f; weitere relevante Details betreffen zB den Umstand, dass auch der Angebotspreis für Vorzugsaktien in einem angemessenen Verhältnis zum Vorwerbspreis von Stammaktien stehen muss (§ 26 Abs 2).

¹⁶⁵ Weitere Ausnahmen betreffen die Ausübung eines gesetzlichen Bezugsrechts nach einer Erhöhung des Grundkapitals (§ 16 Abs 7), wesentliche Änderungen der Verhältnisse (§ 16 Abs 7 iVm § 26 Abs 3) und Kreditinstitute (§ 16 Abs 8).

¹⁶⁶ Vgl 1334 BlgNR 22. GP 10.

¹⁶⁷ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 492.

Der übernahmerechtliche Grundsatz der Gleichbehandlung gilt somit

- für den Zeitpunkt des Übernahmeangebots,
- für den Zeitraum von zwölf Monaten *vor* der Bekanntgabe der Absicht zum Übernahmeangebot und
- für einen Zeitraum von neun Monaten *nach* Ablauf der Frist des Übernahmeangebots.

Die Rechtfertigung für die Gleichbehandlung geht sowohl beim Vor- als auch beim Nacherwerb dann verloren, wenn sich die Verhältnisse zwischenzeitlich bedeutend ändern (§ 26 Abs 3 iVm § 16 Abs 7). **Wesentliche Veränderungen der Umstände** zwischen einem Anteilserwerb und einem späteren Übernahmeangebot und zwischen einem Übernahmeangebot und einem späteren Anteilserwerb sind folglich zu berücksichtigen. Derart geänderte Verhältnisse müssen den Rahmen des Üblichen überschreiten¹⁶⁸ und bestehen etwa in einer Branchen- oder Unternehmenskrise.¹⁶⁹

Der durchschnittliche **Börsekurs** der letzten **sechs Monate** als zweite Untergrenze für Pflichtangebote und für freiwillige Angebote zur Kontrollerlangung ist ein gewichteter Kurs, dh es sind die Börsenkurse mit den jeweiligen Handelsvolumina zu gewichten. Die Berechnung erfolgt - so wie in Deutschland - nicht iSe einer Tagesgewichtung, bei der der Tagesschlusskurs mit dem gesamten Handelsvolumen des Tages multipliziert wird, sondern es wird auf die einzelnen Transaktionen fokussiert, indem die Transaktionspreise mit dem jeweiligen Transaktionsvolumen gewichtet werden.¹⁷⁰ Damit der maßgebliche Börsekurs vom Übernahmeangebot unbeeinflusst ist, endet der Referenzzeitraum mit dem Tag der Bekanntgabe der Absicht zur Angebotsabgabe (§ 26 Abs 1).

Während Vor- und Nacherwerbe Handlungen und Entscheidungen des Bieters darstellen, kommt mit dem Börsekurs ein externes Element in das Angebot. Er ist stets dann einziger Orientierungspunkt für das Übernahmeangebot, wenn keine Vorerwerbe erfolgen. Beispiele sind Kontrollwechsel auf der Basis abgeschlossener oder

¹⁶⁸ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 492.

¹⁶⁹ Vgl die Materialien zum ÜbG 1276 BlgNR 20. GP 48.

¹⁷⁰ Vgl *Marsch-Barner* in *Baums/Thoma*, WpÜG, § 31 Rn 35.

aufgelöster Syndikatsverträge (§ 22a) oder bei der ausschließlichen Übertragung von Stimmrechten zur Ausübung (§ 23 Abs 2 Z 2). Einen externen Anhaltspunkt für die Festlegung des Preises bildet hier allein der durchschnittliche Börsenkurs. Ob dieser maßgebliche Börsenkurs als Angebotspreis ausreicht, entscheiden die Angebotsadressaten. Bei positiven Zukunftsaussichten werden historische Börsenkurse als Angebotspreis idR unattraktiv erscheinen, wenngleich mit einem neuen kontrollierenden Aktionär auch Unsicherheit, sogar die Gefahr der Ausbeutung und damit ein drohender Kursverfall einhergehen können, so dass ein Börsenkurs als garantierte Preisuntergrenze den drohenden Kursverfall limitiert.¹⁷¹

Fehlt es an Börsenkursen, die als Preisuntergrenze fungieren können, so stellt sich die Frage, ob stattdessen eine **Unternehmensbewertung** vorzunehmen ist, wie dies für Deutschland § 5 Abs 4 WpÜG-AngVO vorsieht. Dabei ist allerdings unklar, welche Maßstäbe an eine derartige Bewertung zB im Hinblick auf die Berücksichtigung von Synergien anzulegen sind. Va besteht die inhaltliche Problematik, inwieweit fehlende Börsenkurse durch eine Unternehmensbewertung überhaupt substituierbar sind; uE erscheint der Schluss vom Börsenkurs und Börsenwert des Unternehmens auf den Unternehmenswert sehr problematisch.¹⁷² Fehlen **Börsenkurse**, so wird man als Preisuntergrenze ausschließlich auf die Gegenleistungen bei **Vorerwerben** abstellen können.¹⁷³ Falls sowohl Börsenkurse als auch Vorerwerbe fehlen, scheitert das Finden einer empirisch feststellbaren Preisuntergrenze.

Bei freiwilligen Angeboten zur Kontrollerlangung sieht das ÜbG einen **Markttest** vor. Könnte ein Bieter mit einem Angebot eine kontrollierende Beteiligung erhalten, so ist dieses Angebot kraft Gesetzes dadurch bedingt, dass er Annahmeerklärungen erhält, die mehr als 50 % jener stimmberechtigten Aktien umfassen, die Gegenstand des Angebots sind. Parallele Transaktionen des Bieters werden in die Annahmequote

¹⁷¹ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 500 f.

¹⁷² Detailliert wird diese Problematik in Abschnitt V. F. 4. a. erörtert.

¹⁷³ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 502.

eingerechnet (§ 25a Abs 2). Die gesetzliche Annahmequote von mehr als 50 % kann der Bieter selbst erhöhen.¹⁷⁴

Der Markttest in Gestalt der Annahmequote ist für die Preisbemessung zentral. Geht es bei Pflichtangeboten um die Gewährung einer Austrittsmöglichkeit für Aktionäre aufgrund geänderter Verhältnisse, so sollen bei einem freiwilligen Angebot zur Kontrollerlangung gerade über die Akzeptanz des Angebots durch die Aktionäre die Verhältnisse geändert werden.¹⁷⁵ Im Gegensatz zum Gesellschafterausschluss setzt der Bieter keine Maßnahme, der sich der Adressat nicht entziehen kann, vielmehr entscheidet er selbst über die „Attraktivität des Angebots“.¹⁷⁶ Der Erfolg des Angebots liegt in den Händen der Aktionäre, worin ein Grundgedanke des Übernahmerechts zum Ausdruck kommt.¹⁷⁷ Ob das Angebot auch als „angemessen“ iSd einer ausgewogenen Berücksichtigung der Interessen aller Aktionäre gelten kann, ist hier nicht relevant.

Über die Attraktivität der Gegenleistung hinaus werden die Angebotsadressaten ihre Entscheidung an Annahmen zum Verhalten der anderen Adressaten ausrichten. Zum Funktionieren des „Market for Corporate Control“ trägt hier die sog. **„Zaunkönigsregel“** des § 19 Abs 3 bei: Mit der Bekanntgabe des bestandenen Markttests, d.h. des Umstandes, dass das Angebot bereits die Annahmequote (kraft Gesetzes oder die vom Bieter gesetzte höhere) erreicht hat, verlängert sich die Angebotsfrist um drei Monate. Die Attraktivität des Angebots soll damit von Annahmen zum Verhalten der anderen Adressaten entkoppelt werden.¹⁷⁸

Der Markttest bei freiwilligen Angeboten zur Kontrollerlangung wirft die Frage auf, ob die Preisuntergrenzen des Pflichtangebots, die an Parallel- und Vorerwerbe sowie an den durchschnittlichen Börsenkurs anknüpfen, hier nicht entbehrlich wären. Dagegen spricht, dass die Normen zum Pflichtangebot durchaus umgangen werden kön-

¹⁷⁴ Bei Pflichtangeboten ist allerdings weder gesetzlich eine Annahmequote vorgesehen noch kann eine solche durch den Bieter festgelegt werden.

¹⁷⁵ Vgl. *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 503.

¹⁷⁶ Vgl. *Kalss*, GesRZ-SH 2006, 54.

¹⁷⁷ Vgl. *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 503.

¹⁷⁸ Vgl. *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 504.

nen. Es ist auch nicht einsehbar, warum höhere Gegenleistungen bei Paralleltransaktionen nicht als Preiserhöhung an alle Adressaten weitergegeben werden sollen; anderenfalls hätte der Bieter die Möglichkeit, Prämien an einzelne Aktionäre zu zahlen, ohne dass eine Pflicht zur Angebotsanpassung entstünde. Die Bevorzugung einzelner Aktionäre während des Verfahrens ist mithin bei allen Angebotsarten untersagt; dieses Verbot dient dem Grundsatz der Gleichbehandlung im Zeitraum des Angebotsverfahrens (§ 16 Abs 4).¹⁷⁹

In Bezug auf Vorerwerbe zu einem höheren Preis wäre denkbar, dass der spätere Bieter zunächst von einzelnen Aktionären lediglich Paketteile - mit der Zahlung von Prämien - erwirbt, die keine Angebotspflicht auslösen, in Bezug auf die restlichen Paketteile nehmen diese Aktionäre das folgende Angebot an. Ohne die Berücksichtigung von Vorerwerben wären derartige Sachverhalte nicht angemessen lösbar. Die gesetzliche Frist von einem Jahr macht die Norm justitiabel; Umgehungsversuche müssten daher zeitlich stark gestreckt werden.¹⁸⁰

Werden im Vorfeld des Angebots Prämien an einzelne Aktionäre gezahlt, um eine „Launching Pad“, dh eine günstige Ausgangslage für das Übernahmeangebot zu schaffen, so mag zwar die Weitergabe solcher Prämien an alle Angebotsadressaten nicht unmittelbar zu überzeugen. Da allerdings eine Trennung der Prämien nach Motiven nicht möglich ist, erscheint die Weitergabe derartiger Prämien „mit Sicherheit als das geringere Übel“¹⁸¹.

Resümierend ist festzuhalten: Bei der **Übernahme** geht es nicht um den Ersatz des Werts von Anteilen, der an Minderheitsaktionäre wie beim Gesellschafterausschluss zu leisten ist, der Fokus liegt **nicht** auf einer „**angemessenen Abfindung**“, sondern auf einem „**attraktiven Angebotspreis**“. Unter der Maßgabe der beiden Untergrenzen „Vor- und Nacherwerbe“ sowie „durchschnittlicher Börsenkurs“, die für alle Ar-

¹⁷⁹ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 504.

¹⁸⁰ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 505.

¹⁸¹ *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 505.

ten von Übernahmeangeboten gelten, ist der Bieter in der Preisfindung grundsätzlich frei. Den von ihm festgelegten Preis muss er *allen* Aktionären anbieten.¹⁸²

7. Angemessene Gesellschafterabfindung nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot

Neben dem allgemeinen Ausschlussverfahren (§ 1) sieht das GesAusG ein besonderes Verfahren des Gesellschafterausschlusses nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot vor (§ 7), das in mehrfacher Hinsicht **spezielle Regeln** enthält. Wichtige Unterschiede sind:

- eine andere Berechnung der Schwellenwerte,
- eine besondere Vermutung zur Angemessenheit der Barabfindung,
- die engere Reichweite des Ausschlussrechts¹⁸³ und
- die zwingende Möglichkeit des Ausschlusses gem § 7¹⁸⁴.

Das **spezielle Verfahren** bietet die Möglichkeit des Ausschlusses nach einem Übernahmeangebot iSd ÜbG, es stellt die speziellere Regelung dar und verdrängt das **allgemeine Verfahren** gem § 1 nicht. Ist nach einem Übernahmeangebot zB wegen Überschreitung der Frist kein spezielles Verfahren mehr möglich, so steht das allgemeine Verfahren gem § 1 offen.¹⁸⁵ Eine Realisierung des allgemeinen Verfahrens ist ferner auch dann möglich, wenn der Bieter erst nach Ablauf des Übernahmeangebots weitere Aktien erwirbt, um die notwendige Schwelle von 90 % des Grundkapitals zu erreichen, oder wenn der Bieter nach dem Übernahmeangebot zwar 90 % des Grundkapitals, nicht aber – die für das Verfahren gem § 7 nötigen – 90 % der Stimm-

¹⁸² Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 500 mwN.

¹⁸³ IdR werden nur die Inhaber stimmrechtstragender Aktien ausgeschlossen; vgl. *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 7 Rz 3.

¹⁸⁴ Dh im Gegensatz zum Ausschluss nach § 1 kann die Satzung die Möglichkeit des Gesellschafterausschlusses nach einem Übernahmeangebot nicht ausschließen, vgl. *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 7 Rz 3.

¹⁸⁵ Vgl *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 7 GesAusG Rz 2.

rechte hält.¹⁸⁶ Im Kontext von Übernahmeangeboten kommt dem allgemeinen Verfahren gem § 1 eine subsidiäre Geltung zu.¹⁸⁷

Wegen des nötigen vorangehenden Übernahmeangebots iSd ÜbG erstreckt sich der Anwendungsbereich des speziellen Ausschlussverfahrens auf **inländische Aktiengesellschaften**, deren Beteiligungspapiere zum amtlichen oder zum geregelten Freiverkehr an einer inländischen Börse, also an der Wiener Börse, zugelassen sind.¹⁸⁸ Nicht anwendbar ist das Ausschlussverfahren bei ausländischen Aktiengesellschaften mit (ausschließlicher) Notierung an der Wiener Börse.¹⁸⁹ Bei inländischen Aktiengesellschaften mit Notierung ihrer Beteiligungspapiere an einem ausländischen geregelten Markt unterliegen Übernahmeangebote dem Recht des Zulassungsstaates. Bei Zulassung in einem Mitgliedsstaat der EU führt die Harmonisierung der Übernahmeverfahren dazu, dass das spezielle Ausschlussverfahren auch auf derartige Übernahmeangebote (im EU-Ausland) anzuwenden ist.¹⁹⁰

In Bezug auf die Normen zur **Preisbildung** bei Übernahmeangeboten bestehen allerdings deutliche Unterschiede innerhalb der EU. Die Preisuntergrenze des durchschnittlichen Börsenkurses der letzten sechs Monate des § 26 Abs 1 ÜbG ist keine europarechtliche Vorgabe.¹⁹¹ Art 5 Abs 4 der Übernahme-RL¹⁹² sieht als angemessenen Preis den vom Bieter bezahlten Höchstpreis in einem von den Mitgliedstaaten festzulegenden Zeitraum von sechs bis zwölf Monaten vor dem Angebot vor; für Korrekturen dieses Preises können in den Mitgliedstaaten Kriterien festgelegt werden, wie zB durchschnittliche Marktwerte während eines bestimmten Zeitraums. Die Vermutung der Angemessenheit des Preises aus einem derartigen, im EU-Ausland gestellten Übernahmeangebot ist folglich insb dann widerlegbar, wenn dessen Preisbildung der Regelung in § 26 Abs 1 ÜbG nicht gleichwertig ist.¹⁹³ Das spezielle Ausschluss-

¹⁸⁶ Vgl ErlRV 1334 BlgNR 22. GP, 31.

¹⁸⁷ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 380.

¹⁸⁸ Vgl *Kalss/Zollner*, Squeeze-out § 7 GesAusG Rz 5.

¹⁸⁹ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 385.

¹⁹⁰ Vgl *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 7 GesAusG Rz 7.

¹⁹¹ Vgl *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 7 GesAusG Rz 7.

¹⁹² Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, Abl L 142 vom 30. April 2004.

¹⁹³ Vgl *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 7 GesAusG Rz 7.

verfahren gem § 7 ist bei österreichischen Aktiengesellschaften **mit Auslandsnotierung** im Fall eines vorangehenden einfachen freiwilligen Übernahmeangebotes nicht anwendbar.¹⁹⁴ Das allgemeine Ausschlussverfahren, das bloß am Sitz im Inland anknüpft, steht allerdings zur Verfügung. Die Vermutung der Angemessenheit nach § 7 Abs 3 wird dann analog anwendbar sein, wenn die Normen der Preisfindung im Notierungsstaat dem Regime der RL vergleichbar sind und der in § 7 verlangte Markttest bestanden wird.¹⁹⁵

Europarechtlich ist die Ausschlussmöglichkeit nach einem vorangehenden Pflichtangebot oder einem freiwilligen Angebot zur Kontrollerlangung zu gewähren (Art 15 Übernahme-RL). In der österreichischen Umsetzung wurde diese Vorgabe auf **alle Arten von Vollangeboten nach dem ÜbG** ungeachtet eines allfälligen Kontrollwechsels ausgedehnt.¹⁹⁶ Dem speziellen Verfahren des Gesellschafterausschlusses kann daher auch ein **einfaches freiwilliges Übernahmeangebot** vorangehen, mit dem die Kontrolle zB von 70 % auf mehr als 90 % ausgebaut wird.¹⁹⁷

Das vorangehende Übernahmeangebot muss ein Vollangebot, also auf den Kauf aller Beteiligungspapiere gerichtet sein (§ 7 Abs 1). Pflichtangebote iSv § 22 ÜbG und freiwillige Angebote zur Kontrollerlangung iSv § 25a ÜbG müssen immer alle Beteiligungspapiere umfassen. Das einfache freiwillige Angebote kann allerdings als Teilangebot gestaltet sein, dh es ist auf den Erwerb eines bestimmten Anteils oder einer bestimmten Zahl von Beteiligungspapieren gerichtet (§ 20 ÜbG). Ein derartiges Teilangebot ist zwar an alle Aktionäre adressiert, es betrifft allerdings nicht alle Aktien. Im Hinblick auf die Richtigkeitsgewähr der Preisbemessung für den Ausschluss (§ 7 Abs 3) wird angesichts des Umstandes, dass bei Teilangeboten der Markt und damit der Markttest tendenziell leichter beeinflussbar sind, das Vorliegen von Vollangeboten gefordert.¹⁹⁸

¹⁹⁴ Dieses Angebot für eine auslandsnotierte österreichische Gesellschaft, das weder auf einen Kontrollerlangung fokussiert noch nach einem Kontrollwechsel zu stellen ist, unterliegt nicht dem ÜbG (§ 27c Abs 1 Z 4 ÜbG); vgl *Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out*, Rz 384.

¹⁹⁵ Vgl *Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out*, Rz 384.

¹⁹⁶ Zu Übernahmeangeboten nach dem ÜbG vgl *Gall, Angebotspflicht*.

¹⁹⁷ Vgl *Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out*, Rz 387.

¹⁹⁸ IdS *Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out*, Rz 388; *Kalss/Zollner, Squeeze-out*, § 7 GesAusG Rz 10.

Voraussetzung für das spezielle Ausschlussverfahren ist der Erwerb oder die Erweiterung der Beteiligung im Rahmen des Übernahmeangebots (§ 7 Abs 1). Die gesamte Beteiligung braucht nicht mittels eines Übernahmeangebots erworben zu werden, vielmehr reicht die Vergrößerung der Beteiligung auf diese Weise. Ob die Ausschlusschwelle schon vorher bestand oder erst im Rahmen des Angebots erreicht wird, ist unerheblich.¹⁹⁹

Nach einer durch ein Übernahmeangebot erworbenen oder erweiterten Beteiligung ist die Möglichkeit des Gesellschafterausschlusses nach dem speziellen Verfahren **zwingendes Recht**. Auch wenn die Satzung den allgemeinen Gesellschafterausschluss gem § 1 Abs 4 ausschließt, das spezielle Verfahren zum Gesellschafterausschluss kann durch eine Satzungsbestimmung nicht verhindert werden, es ist nach allen Arten von Vollangeboten stets möglich.²⁰⁰

Der **HV-Beschluss** zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre muss **innerhalb von drei Monaten** nach Ende der Angebotsfrist erfolgen (§ 7 Abs 1). Es reicht nicht, innerhalb dieser Frist lediglich die Maßnahme anzukündigen oder zur beschließenden HV einzuladen, vielmehr ist der wirksame Gesellschafterbeschluss zu fällen.²⁰¹ Mit Blick auf die Richtigkeitsgewähr des Angebotspreises erscheint ein **enger zeitlicher Zusammenhang** zwischen dem Übernahmeangebot und dem Gesellschafterausschluss geboten.²⁰² Maßgeblich ist die ursprüngliche Angebotsfrist; die Einbeziehung einer Nachfrist würde die gesamte Verfahrensdauer beträchtlich steigern.²⁰³

Die Dreimonatsfrist „nach Ablauf der Angebotsfrist“ beginnt mit der Veröffentlichung des Ergebnisses des Angebots zu laufen, die unmittelbar nach Fristablauf zu erfolgen hat. Das Abstellen auf die **Ergebnisveröffentlichung** soll dem Bieter die vollen drei Monate Zeit geben, um über die Durchführung eines speziellen Aus-

¹⁹⁹ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 389.

²⁰⁰ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 389, 449.

²⁰¹ Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 7 GesAusG Rz 17.

²⁰² Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 391.

²⁰³ Zu diesem Ergebnis einer systematischen und historischen Interpretation vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 391.

schlussverfahrens zu entscheiden und die nötigen Vorbereitungen zu treffen.²⁰⁴ Wird die Dreimonatsfrist für den HV-Beschluss zum Gesellschafterausschluss knapp verfehlt, so ist zwar der Ausschluss nach dem allgemeinen Verfahren durchzuführen. Das vorangehende Übernahmeangebot kann hier allerdings für die Beurteilung der Angemessenheit der angebotenen Abfindung nach § 1 ff durchaus verwendet werden.²⁰⁵

Im Fall aufschiebend bedingter Übernahmeverfahren kann der Eintritt der aufschiebenden Bedingung, wie insb der Eingang kartell- oder aufsichtsrechtlicher Genehmigungen, außerhalb der Dreimonatsfrist liegen. Dadurch werden die sachenrechtliche Wirksamkeit des Anteilsübergangs innerhalb der Frist und in der Folge die Durchführung des speziellen Verfahrens zum Gesellschafterausschluss verhindert.²⁰⁶

Das spezielle Verfahren zum Gesellschafterausschluss stellt auf einen **doppelten Schwellenwert** ab, und zwar auf 90 % des stimmberechtigten – also nicht des gesamten – Grundkapitals und auf 90 % der Stimmrechte (§ 7 Abs 2). Bedeutung kommt dieser Norm im Fall von stimmrechtslosen Vorzugsaktien und statutarischen Stimmrechtsbeschränkungen zu. Hält der Hauptgesellschafter über diese doppelte Schwelle hinaus auch mindestens 90 % des *gesamten* Grundkapitals, so kann er auch die stimmrechtslosen Vorzugsaktionäre gem § 1 ausschließen.²⁰⁷ Während im allgemeinen Verfahren die Anteilszurechnung auf verbundene Unternehmen beschränkt ist (§ 1 Abs 3), bestehen im speziellen Verfahren **zwei Zurechnungstatbestände**: Über jenen der **verbundenen Unternehmen** hinaus werden dem Bieter auch Anteile der **Mitbieter** zugerechnet, dh für die Erreichung der Schwellenwerte zum Ausschluss (§ 7 Abs 2 letzter Satz) werden die Anteile jener zusammengerechnet, die das vorangehende Übernahmeangebot gemeinsam abgegeben haben. Der Zurechnungstatbestand der Mitbieter hat die Rechtsfolge, dass die Aktien der ausgeschlossenen Gesell-

²⁰⁴ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 393.

²⁰⁵ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 392.

²⁰⁶ Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 7 GesAusG Rz 17.

²⁰⁷ Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 7 GesAusG Rz 19 ff.

schafter zu gleichen Teilen den Bietern zugeteilt werden, sofern das Übernahmeangebot nicht eine abweichende Zuteilung vorsieht.²⁰⁸

Die angemessene Abfindung bei einem Gesellschafterausschluss nach einem Übernahmeverfahren ist **in bar** zu leisten (§ 7 Abs 3). Als Wahlmöglichkeit kann der Bieter auch eine Tauschgegenleistung anbieten, die allerdings nicht attraktiver als das zwingende Angebot in bar sein darf.²⁰⁹

In Bezug auf die **Angemessenheit** der Barabfindung differenziert die Übernahme-RL zwischen dem Ausschluss nach einem Pflichtangebot und nach einem freiwilligen Angeboten zur Kontrollerlangung (Art 15 Abs 5):

- Beim Pflichtangebot liegt eine preisbildende Referenztransaktion vor; der Preis des Pflichtangebots soll als angemessene Abfindung beim anschließenden Gesellschafterausschluss gelten.
- Beim freiwilligen Angebot zur Kontrollerlangung liegt eine Annahmekquote vor; der Preis des Angebots gilt im Fall einer mindestens 90 %-igen Annahmekquote als angemessen.

Damit bei Pflichtangeboten nicht unattraktiv niedrige, aber dennoch gesetzmäßige Preise iSd § 26 Abs 1 ÜbG geboten werden, sieht der österreichische Gesetzgeber eine **kumulative Preisuntergrenze** (Referenztransaktion, durchschnittliche Börsenkurse) vor. Im GesAusG normiert § 7 Abs 3 eine Preisuntergrenze und eine Vermutung der Angemessenheit:

- Die Barabfindung für den Gesellschafterausschluss darf die **höchste Gegenleistung** des Übernahmeangebots nicht unterschreiten, dh der Preis des vorangehenden Übernahmeangebots ist die **Untergrenze** der Abfindung (§ 7 Abs 3 Satz 1).
- Kann der Bieter im Rahmen oder im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot mehr als 90 % der durch das Angebot betroffenen Aktien erwerben, so gilt die Vermutung, dass eine Barabfindung zum höchsten Wert der Gegen-

²⁰⁸ Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 7 GesAusG Rz 26.

²⁰⁹ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 415 f.

leistung angemessen ist (§ 7 Abs 3 Satz 2). Ein derart definierter **erfolgreicher Markttest** ist das **Kriterium der Angemessenheit**.

Den **Markttest** sieht der österreichische Gesetzgeber **für alle Angebotstypen** iSd ÜbG vor, also **auch bei Pflichtangeboten**. Gegenüber der Übernahme-RL erhöht er damit das Schutzniveau.²¹⁰ Um für alle Aktiengattungen die Richtigkeitsgewähr des Angebotspreises für die Abfindung beim Ausschluss zu garantieren, ist die Annahmequote für jede Aktiengattung gesondert zu berechnen (§ 7 Abs 3 Satz 3).²¹¹

Die Angemessenheit der Gegenleistung aus einem erfolgreichen Markttest abzuleiten, ist iSe **Vermutung** zu verstehen.²¹² Wäre der Zusammenhang eine Fiktion, also eine unwiderlegbare Annahme, so bestünden Anreize zur Beeinflussung des Marktes. Gründe für die Widerlegbarkeit der Angemessenheitsvermutung sind mehrfacher Natur:

Erstens ist die Vermutung dann widerlegbar, wenn das **Annahmeverhalten** vom Bieter **nicht unabhängig** ist.²¹³ So könnte die Annahmequote durch gemeinsames Vorgehen mehrerer Rechtsträger bewusst erhöht werden, indem sie zur Steigerung der Annahmequote Aktien in das Angebot hineinverkaufen. Allerdings müssen nicht alle mit dem Bieter abgestimmten Transaktionen missbräuchlich sein. So könnte der Bieter mit einem bisherigen Kernaktionär vereinbaren, dass dieser sein Aktienpaket erst im Zuge des Angebotsverfahrens an den Bieter verkauft.²¹⁴

Zweitens kommt ein **geringes Angebotsvolumen** zur Widerlegung der Angemessenheitsvermutung in Frage. Bei einem Ausbauangebot von zB 85 % auf mehr als 90 % können Marktpreise Minderheitsabschläge enthalten und das Annahmeverhalten kann vornehmlich bei geringem Streubesitz einfach beeinflusst werden.²¹⁵

²¹⁰ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 426.

²¹¹ Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 7 Rz 37.

²¹² Vgl Bachner, GesRZ-SH 2006, 6 f.

²¹³ Zu diesem in den Materialien zum GesAusG genannten Fall vgl ErlRV 1334 BlgNR 22. GP, 32.

²¹⁴ Vgl Winner, Wert und Preis im Zivilrecht, 517.

²¹⁵ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 434; Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 7 Rz 36.

Drittens kann die **Verletzung von Informationspflichten** im Übernahmeverfahren das Annahmeverhalten der Adressaten verzerren. Eine Verfälschung des Markttests liegt insb dann vor, wenn bei vollständiger und korrekter Information ein anderes Annahmeverhalten zum Verfehlen der Annahmequote hätte führen können.²¹⁶ Bei verletzten Informations- und Sorgfaltspflichten können Marktmechanismen keine Richtigkeitsgewähr bieten.²¹⁷

Generell kann eine **sehr hohe Annahmequote** auch außerhalb dieser Regel zur Vermutung der Angemessenheit als Indiz für die Angemessenheit eines festgelegten Preises gelten. Bspw kommt eine Annahmequote von mehr als 90 % dann als Indiz für die Angemessenheit zum Tragen, wenn die Dreimonatsfrist für den Beschluss des Gesellschafterausschlusses nach Ablauf der Angebotsfrist nur knapp verfehlt wird und ein Ausschlussverfahren gem § 1 erfolgt.²¹⁸

Wird beim speziellen Gesellschafterausschluss eine Barabfindung geleistet, die höher als der Angebotspreis im Übernahmeverfahren ist, oder wird im Gremialverfahren dieser Angebotspreis für die Barabfindung erhöht, so entsteht die Frage, ob der Gesellschafterausschluss als Nachzahlungsfall gilt.²¹⁹ § 16 Abs 7 ÜbG verneint diese Frage unter der Voraussetzung der Gleichbehandlung aller Aktionäre, dh Mehrzahlungen an einzelne Gesellschafter oder Honorare ohne adäquate Gegenleistung verletzen den Grundsatz der Gleichbehandlung. Darüber hinaus würde eine Verpflichtung zur Nachzahlung einen Anreiz zu möglichst niedrigen Abfindungen bieten.²²⁰

Die Vermutungsregel zur Angemessenheit der Barabfindung beim speziellen Gesellschafterausschluss ist zwingendes Recht. Der Schluss vom erfolgreichen Markttest auf die Angemessenheit der Barabfindung unterliegt – ebenso wie der Ausschluss selbst – nicht der Satzungsdispositivität.²²¹

²¹⁶ Vgl ErlRV 1334 BlgNR 22. GP, 32.

²¹⁷ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 433; *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 7 GesAusG Rz 36.

²¹⁸ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 435.

²¹⁹ Vgl ErlRV 1334 BlgNR 22. GP, 10.

²²⁰ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 443.

²²¹ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 449.

8. Angemessenheit der Barabfindung und Überprüfungsverfahren

Der **Rechtsschutz** für die Gesellschafter ist – wie auch im sonstigen Umgründungsrecht – zweigeteilt. Der **vorgelagerte** Rechtsschutz betrifft die Publizitätspflichten und externen Prüfungen im Vorfeld der Beschlussfassung, der **nachgelagerte** Rechtsschutz besteht *erstens* in der Möglichkeit der Anfechtung des Beschlusses zum Gesellschafterausschluss, *zweitens* in einem Antrag auf Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung in einem eigenen Verfahren und ggf *drittens* in der Geltendmachung von Schadenersatzansprüchen durch die Minderheitsaktionäre.²²²

In Bezug auf die **Anfechtung** des Gesellschafterbeschlusses ist hervorzuheben, dass sie nicht auf unzureichende Erläuterungen zur angemessenen Barabfindung in den Berichten und nicht auf die nicht angemessene Festlegung der Barabfindung gestützt werden kann (§ 6 Abs 1).²²³ Mängel, die Anfechtungsgründe darstellen, sind insb Mängel bei der Einberufung der Gesellschafterversammlung, die völlige Unterlassung der Veröffentlichung eines Hinweises auf den geplanten Beschluss und auf die Rechte der Aktionäre, Fehler bei der Feststellung des Beschlussergebnisses, das gänzliche Fehlen der nach § 3 erforderlichen Berichte,²²⁴ ferner ein Beschluss ohne Barabfindung oder eine unzureichende treuhänderische Sicherstellung der Abfindung.²²⁵

Die nachträgliche Veräußerung von Anteilen durch den Alleingesellschafter ist – auch im Fall eines Kontrollwechsels – kein Indiz für den Missbrauch des Gesellschafterausschlusses.²²⁶ Der Alleingesellschafter braucht keine Behaltefrist in Bezug auf die übertragenen Minderheitsanteile einzuhalten.²²⁷ Bei der Wiederaufnahme einzelner ausgeschlossener Gesellschafter kann Rechtsmissbrauch bzw Treuwidrigkeit insb

²²² Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 6 Rz 1. Zu Schadenersatzansprüchen wegen Verletzung der börsenrechtlichen Ad hoc-Publizitätsvorschriften gem § 48d BörseG, für die ein Sonderhaftungstatbestand fehlt, vgl Enzinger in in Aicher/Fina, FS Straube, 24 ff; Rüffler in in Aicher/Fina, FS Straube, 113 ff.

²²³ Vgl auch Koppensteiner/Rüffler, GmbHG, Anh § 71 Rz 7; Rüffler, Lücken im Umgründungsrecht, 219; Analoges gilt zB bei (grenzüberschreitenden) Verschmelzungen; vgl Kaufmann, RWZ 2008, 207.

²²⁴ Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 6 Rz 4.

²²⁵ Vgl Koppensteiner/Rüffler, GmbHG, Anh § 71 Rz 7.

²²⁶ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 150 f.

²²⁷ Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 6 Rz 6.

dann vorliegen, wenn ein enger zeitlicher Zusammenhang zum Ausschlussverfahren vorliegt. Werden einzelne ehemalige Gesellschafter zB im Rahmen einer Kapitalerhöhung wieder hereingenommen, so wird angesichts des neuen zufließenden Kapitals kein Missbrauch vorliegen.²²⁸ Generell ist an die Rückübertragung an ehemalige Gesellschafter ein strengerer Maßstab anzulegen als beim Verkauf an Dritte.²²⁹

Im Zentrum des Rechtsschutzes sowohl für den **allgemeinen** Gesellschafterausschluss (§ 1) als auch für den **speziellen** nach einem Übernahmeverfahren (§ 7) steht das besondere **Überprüfungsverfahren** gem §§ 225c bis 225m AktG²³⁰ (§ 6 Abs 2).²³¹ Das GesAusG verweist mithin auf die sinngemäße Anwendung jener verschmelzungsrechtlichen Vorschriften, die für das Verfahren zur Prüfung des Umtauschverhältnisses bestehen (§ 6 Abs 2 Satz 1). Demnach gilt es hier, die **Angemessenheit** der Barabfindung zu überprüfen. Ein Unterschied zwischen dem allgemeinen und dem speziellen Ausschluss besteht im Maßstab der Überprüfung: Für den speziellen Gesellschafterausschluss hält § 7 Abs 3 eine Preisuntergrenze und eine Vermutung der Angemessenheit bereit.

Die Legitimation zum Antrag auf ein Überprüfungsverfahren setzt keinen Widerspruch zur Niederschrift und keine Mindestbeteiligung voraus; Voraussetzung ist die Gesellschafterstellung im Zeitpunkt der Wirksamkeit des Ausschlusses, also im Zeitpunkt der Eintragung in das Firmenbuch.²³² Jeder ausgeschlossene Minderheitsgesellschafter ist zum Antrag legitimiert. Das außerstreitige Überprüfungsverfahren soll das Erpressungspotenzial von Gesellschaftern ausschalten und das gesamte Verfahren beschleunigen.²³³ Wird dem Überprüfungsantrag stattgegeben oder im Ver-

²²⁸ Vgl *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 6 Rz 6, die darauf hinweisen, dass das Rechtsschutzinstrument der Anfechtung bei nachträglichen Veräußerungen angesichts der Monatsfrist idR nicht greifen wird.

²²⁹ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 153.

²³⁰ Mit Ausnahme von § 225c Abs 3 u 4, der die Antragslegitimation betrifft, und von § 225e Abs 3 Satz 2 und § 225j AktG (§ 6 Abs 2 GesAusG), wo die Möglichkeit vorgesehen ist, statt der baren Nachzahlung Aktien zu gewähren; da der Gesellschafterausschluss eine Barabfindung vorsieht, wird diese Möglichkeit der Aktiengewährung auch im Zuge einer nachträglichen Erhöhung der Abfindung ausgeschlossen.

²³¹ Zur Einführung des Überprüfungsverfahrens nach der Verschmelzung durch das EU-GesRÄG 1996 (BGBl 1996/304) vgl *Brugger*, *ecolx* 1997, 501 ff.

²³² Vgl *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 6 Rz 11.

²³³ Vgl *Rüffler*, Lücken im Umgründungsrecht, 217 ff, der in Bezug auf das Erpressungspotenzial von einem „erpresserischen Potential räuberischer Anteilseigner“ (219) spricht.

fahren ein Vergleich vor Gericht abgeschlossen oder gerichtlich genehmigt, so ist die **Wirkung erga omnes**: Die erhöhte Abfindung steht nicht nur dem Antragsteller, sondern allen ausgeschlossenen Gesellschaftern zu (§ 225i Abs 1 AktG).

Der **Erhöhungsbetrag** ist ebenso wie die Abfindung zwei Monate nach Bekanntmachung der Eintragung des Ausschlusses gem § 10 UGB fällig, also nicht erst zwei Monate nach Rechtskraft des Urteils.²³⁴ In Bezug auf die Verzinsung der Zuzahlung ist zu beachten, dass schon die Barabfindung vor ihrer Fälligkeit, nämlich ab dem Tag der Beschlussfassung mit jährlich zwei Prozent über dem Basiszinssatz zu verzinsen ist (§ 2 Abs 2 Satz 2); die Verzinsung stellt keine Verzugszinsen, sondern laut Gesetzesmaterialien einen Ausgleich für die nicht mehr zustehenden Gewinnanteile,²³⁵ eine Wertanpassung wegen des Bewertungsstichtages in Gestalt des Beschlusstages dar²³⁶. In Bezug auf den Erhöhungsbetrag sind **Zinsen** bis zur Fälligkeit wie für die Abfindung zu zahlen (§ 2 Abs 2 Satz 2), danach fallen Verzugszinsen an (§ 1000 ABGB, § 352 UGB).²³⁷

Fasst die HV *vor* dem Squeeze-out-Beschluss einen Gewinnverteilungsbeschluss, so ist jene **Dividende**, die an die Minderheitsgesellschafter auszuzahlen ist, in der Unternehmensbewertung als Verbindlichkeit anzusetzen; die Dividende wird auf die Barabfindung *nicht* angerechnet. Dagegen ist im Fall eines Gewinnverteilungsbeschlusses *nach* dem Squeeze-out-Beschluss die aufgezinste und an die Minderheitsgesellschafter ausgezahlte Dividende deshalb auf die Barabfindung anzurechnen, weil sie in der zukunftsorientierten Bewertung des Unternehmens(anteils) enthalten ist.²³⁸

Schadenersatzansprüche der Minderheitsgesellschafter können gegen die Gesellschaft, gegen den Prüfer oder gegen den Hauptgesellschafter gerichtet sein. Eine

²³⁴ Vgl ErlRV 1334 BlgNR 22. GP, 31; Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 487.

²³⁵ Vgl ErlRV 1334 BlgNR 22. GP, 28.

²³⁶ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 245.

²³⁷ Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 6 Rz 14; Ruhm, ecolex 2006, 293.

²³⁸ Vgl Aschauer/Fida, ecolex 2009, 489 ff; nach deutscher Rechtslage sieht man in dieser Dividende dagegen einen Ersatz für die fehlende Verzinsung zwischen dem Squeeze-out-Beschluss und der Eintragung in das Handelsregister; vgl Aschauer/Fida, ecolex 2009, 492.

Haftung der Gesellschaftsorgane kommt prinzipiell insbes dann in Frage, wenn über verletzte Informations- bzw Berichtspflichten die Angemessenheit der Barabfindung schuldhaft unrichtig dargelegt wird und folglich den Minderheitsgesellschaftern durch eine zu niedrige Abfindung ein Schaden entsteht. ISd Schadensminderungspflicht (§ 1304 ABGB) haben die Ausgeschlossenen allerdings die Pflicht, ggf ein Nachprüfungsverfahren gem § 6 einzuleiten.²³⁹

Eine Haftung des Hauptgesellschafters kommt prinzipiell bei Verletzung von Informations- und Auskunftspflichten und insb bei Verstößen gegen die Rahmenbedingungen des Gesellschafterausschlusses, wie zB gegen das Verbot des partiellen Ausschlusses, in Frage; hierbei kann die Rechtswidrigkeit auch auf eine Verletzung der Treuepflicht des Haupt- gegenüber den Minderheitsgesellschaftern gestützt werden.²⁴⁰ Auch hier führt die Verletzung der Schadensminderungspflicht durch die Nichtnutzung der Rechtsschutzinstrumente der Anfechtung oder der Nachprüfung idR zum gänzlichen Entfall des Anspruchs.²⁴¹ Werden Rechtsmissbräuche erst nach dem Ablauf der Frist für eine Anfechtung oder Nachprüfung bekannt, so verbleibt der Schadenersatz als einziges Instrument des Rechtsschutzes.²⁴²

C. Die angemessene Abfindung beim Gesellschafterausschluss in Deutschland

Die Normen zum Gesellschafterausschluss in der Bundesrepublik Deutschland sind den österreichischen sehr ähnlich.²⁴³ Zuletzt bekräftigte das BVerfG 2007, dass der Gesellschafterausschluss im Hinblick auf den Schutz des Eigentums verfassungsrechtlich dann nicht zu beanstanden sei, wenn den ausgeschlossenen Gesellschaftern eine angemessene Abfindung gewährt wird; die unter „Effizienzsteigerungen“ sub-

²³⁹ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 498.

²⁴⁰ Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 6 GesAusG Rz 17.

²⁴¹ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 498.

²⁴² Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 6 GesAusG Rz 6, 17.

²⁴³ Vgl zB Tretzmüller-Szauer, GesRZ-SH 2006, 36; das gilt zB auch für den Squeeze-out in den vier skandinavischen Ländern; vgl Zechner, GesRZ-SH 2006, 20 ff.

sumierbaren ökonomischen Motive sind in die Urteilsbegründung eingeflossen.²⁴⁴ Der Aktionärsausschluss ist bei angemessener Abfindung durch den Gesetzgeber gerechtfertigt, im Verfahren zum Ausschluss braucht er nicht begründet zu werden.²⁴⁵ Das deutsche Recht kennt zwei Wege des Gesellschafterausschlusses, und zwar

- den aktienrechtlichen Squeeze-out nach §§ 327a ff AktG und
- den übernahmerechtlichen Squeeze-out nach §§ 39 a ff WpÜG.

1. Aktienrechtlicher Squeeze-out und angemessene Barabfindung

Der **aktienrechtliche Squeeze-out** nach §§ 327a ff AktG bezieht sich auf die AG, die KGaA und die SE; das Kriterium der Börsenotierung ist irrelevant.²⁴⁶ Der Anwendungsbereich des österreichischen allgemeinen Gesellschafterausschlusses gem § 1 GesAusG ist dagegen deshalb größer, weil er auch die GmbH einschließt.

Auf Verlangen des Hauptaktionärs, durch Beschluss der HV und durch Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister am Sitz der Gesellschaft gehen die Anteile der Minderheitsgesellschafter auf den Hauptaktionär über. **Hauptaktionär** ist nach dAktG derjenige, der mindestens **95 % des Grundkapitals** hält; Anteile, die von verbundenen Unternehmen gehalten werden, sind bei der Anteilsberechnung zu addieren, eigene Aktien abzuziehen.²⁴⁷ Der Hauptgesellschafter nach dem österreichischen GesAusG muss dagegen einen Mindestanteil von lediglich 90 % halten. Das Verlangen des Hauptaktionärs ist an ein Mitglied des Vorstands zu richten, die Gesellschaft ist in der Folge zur Einberufung einer HV verpflichtet.²⁴⁸

Der Hauptaktionär hat vor der Einladung zur HV die Höhe der angemessenen **Barabfindung** festzulegen, sie ist von einem oder mehreren **Prüfern**, die auf Antrag des

²⁴⁴ Vgl BVerfG, 30. Mai 2007, 1 BvR 390/04.

²⁴⁵ Vgl BVerfG, 27. April 1999, 1 BvR 1613/94; Hüffer, AktG § 327a Rz 11.

²⁴⁶ Vgl Hüffer, AktG § 327a Rz 5.

²⁴⁷ Vgl Hüffer, AktG, § 327a Rz 6 ff.

²⁴⁸ Vgl Habersack in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, AktG § 327a Rz 16.

Hauptaktionärs gerichtlich bestellt werden, zu prüfen und den Minderheitsgesellschaftern bekannt zu machen (§ 327a Abs 1). In Bezug auf die Höhe hat sie „**angemessen**“ zu sein, maßgeblich sind die wirtschaftlichen Verhältnisse **im Zeitpunkt jener HV**, die den Gesellschafterausschluss mit einfacher Mehrheit beschließt.²⁴⁹ Genauere Vorgaben zur Ermittlung der angemessenen Abfindung enthält das AktG nicht, die Grundsätze nach § 305 sind bei der Festlegung zu beachten, die inhaltliche Konkretisierung der „Angemessenheit“ ist den Zivilgerichten überantwortet. IdR sind eine **Unternehmensbewertung** durch einen unabhängigen Sachverständigen und **Börsenkurse** maßgeblich.²⁵⁰

In einem **Bericht des Hauptaktionärs** für die HV ist das Vorliegen der Übertragungsvoraussetzungen darzulegen und es sind von unabhängiger Seite geprüfte Informationen über die Grundlagen und Methoden der Festlegung der Barabfindung zu geben (§ 327c). Der Bericht ist bei der HV durch den Hauptaktionär insb in Bezug auf die Höhe der Abfindung genau zu **erläutern**.²⁵¹ Der **Beschluss** mit einfacher Mehrheit in der HV ist formale Voraussetzung, wenngleich infolge der notwendigen Anteilsschwelle keine Probleme der Beschlussfassung zu erwarten sind.²⁵² Möglichkeiten der Anfechtung des Beschlusses sind im Wesentlichen auf Fehler im Rahmen der Vorbereitung und Durchführung der HV gerichtet (§ 327f).²⁵³ Mit der **Eintragung** des Übertragungsbeschlusses, die vom Vorstand zu beantragen ist, gehen alle Minderheitsanteile auf den Hauptaktionär kraft Gesetzes über (§ 327e Abs 1 ff).²⁵⁴

Zur Besicherung der entstehenden Ansprüche der Minderheitsaktionäre ist wie in Österreich eine Bankgarantie vorzulegen (§ 327b Abs 3). Ab dem Zeitpunkt der Eintragung des HV-Beschlusses ist die Barabfindung mit einem Jahreszinssatz, der 2 % höher als der jeweilige Basiszinssatz ist, zu verzinsen (§ 327b Abs 2).

²⁴⁹ Vgl. Habersack in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, AktG § 327b Rz 9.

²⁵⁰ Vgl. Schnorbus in Schmidt/Lutter, AktG § 327b Rz 2 ff.

²⁵¹ Vgl. Grunewald in MünchKomm AktG § 327c Rz 7 ff.

²⁵² Vgl. Grunewald in MünchKomm AktG § 327a Rz 15.

²⁵³ Vgl. Schnorbus in Schmidt/Lutter, AktG § 327f Rz 4.

²⁵⁴ Vgl. Grunewald in MünchKomm AktG, § 327e Rz 10.

Als Rechtsbehelf steht das sog „**Spruchstellenverfahren**“ zur Verfügung. Hierbei kann jeder Minderheitsaktionär die Angemessenheit der Abfindung gerichtlich überprüfen lassen (§ 327f Satz 2).²⁵⁵ So wie in Österreich ist auch in Deutschland eine Anfechtung des HV-Beschlusses zum Squeeze-out wegen einer unangemessenen Abfindung ausgeschlossen (§ 327f Satz 1), womit Uneinigkeit über die Höhe der Barabfindung das Verfahren des Gesellschafterausschlusses nicht blockiert.²⁵⁶

2. Übernahmerechtlicher Squeeze-out und angemessene Abfindung

Der **übernahmerechtliche Squeeze-out** nach §§ 39 a ff WpÜG wurde im Rahmen der Umsetzung der Übernahme-RL geschaffen. Dieses Squeeze-out-Verfahren ermöglicht die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Mehrheitsaktionär, der einen Anteil von mindestens 95 % hält, durch einen gerichtlichen Beschluss gegen eine angemessene Abfindung. Der übernahmerechtliche Squeeze-out ist ein Gesellschafterausschluss für börsennotierte Unternehmen im unmittelbaren Anschluss an ein Übernahme- oder Pflichtangebot.²⁵⁷

Für die Möglichkeit eines Gesellschafterausschlusses nach einem Pflichtangebot sprechen einfache juristische Gründe. Das WpÜG fordert von einem Aktionär, der unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über eine Zielgesellschaft erreicht, ein Pflichtangebot zum Erwerb der restlichen Aktien (§ 35 Abs 2). Der Gesellschafterausschluss ist eine sachgerechte Konsequenz der gesetzlichen Verpflichtung zum Übernahmeangebot: Wem das Gesetz die Pflicht zu einem Angebot auf Erwerb der restlichen Anteile auferlegt, dem muss auch die Möglichkeit zugesichert werden, das Unternehmen ohne fremde Gesellschafter zu besitzen.²⁵⁸

Der **Antrag** auf Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre ist **innerhalb von drei Monaten** nach Ablauf der Annahmefrist des Übernahme- oder Pflichtangebots

²⁵⁵ Vgl Grunewald in MünchKomm AktG § 327f Rz 1.

²⁵⁶ Vgl Hüffer, Kommentar AktG § 327f Rz 1.

²⁵⁷ Vgl Süßmann in Geibel/Süßmann, WpÜG § 39a Rz 2.

²⁵⁸ Vgl zB Altmeyden, ZIP 2001, 1083.

durch den Hauptaktionär beim **LG Frankfurt am Main** zu stellen (§ 39a Abs 4). Die Entscheidung über den Antrag liegt ausschließlich bei diesem LG, eine HV ist im Gegensatz zu Österreich (§ 7 Abs 1 GesAusG) nicht einzuberufen (§ 39a Abs 5). Die Beteiligungsschwelle von 95 % bezieht sich auf das stimmberechtigte Kapital für die Übertragung der stimmberechtigten Aktien. Sollen auch stimmrechtslose Vorzugsaktionäre ausgeschlossen werden, so ist auch innerhalb dieser Aktiengattung das Erreichen der Schwelle von 95 % erforderlich (§ 39a).

Das vereinfachte Verfahren des übernahmerechtlichen Squeeze-out verlangt ein vorangehendes öffentliches **Pflicht- oder Übernahmeangebot**. Ein einfaches Erwerbsangebot erfüllt diese Voraussetzung zum Squeeze-out dagegen nicht. Vor-, Parallel- und Paketerwerbe werden in die Annahmequote eingerechnet.²⁵⁹ Ausgeklammert sind mithin Situationen, in denen ein Gesellschafter bereits eine Kontrollmehrheit innehat und im Wege einer Aufstockung seines Anteils die Minderheitsaktionäre gem §§ 39 a ff WpÜG ausschließen möchte. Die Möglichkeit des vereinfachten Ausschlusses ist eine Art Kompensation für die Anstrengungen eines Bieters zum Erwerb der Kontrolle.²⁶⁰ Über das öffentliche Angebot hat sich der Bieter das Recht des Zwangsausschlusses jener Aktionäre „verdient“, die das Angebot ausschlagen.²⁶¹ Mithin leistet der Bieter einen Beitrag zum Funktionieren des Market for Corporate Control.

Der vom LG Frankfurt am Main genehmigte Antrag ist in das **Handelsregister** einzutragen. Im Gegensatz zur konstituierenden Wirkung der Eintragung beim aktienrechtlichen Squeeze-out, kommt dieser Eintragung lediglich deklaratorische Wirkung zu (§ 39b Abs 5 Satz 5).

Die den Minderheitsaktionären zu gewährende **Art der Abfindung** hat der Gegenleistung des Pflicht- oder Übernahmeangebots zu entsprechen; stets ist ggf zusätzlich eine *Barabfindung* zu gewähren (§ 39a Abs 3). Die **Höhe der Abfindung** muss an-

²⁵⁹ Vgl Süßmann in Geibel/Süßmann, WpÜG § 39a Rz 5.

²⁶⁰ Vgl Ott, WM 2008, 384; Paefgen, WM 2007, 765.

²⁶¹ Vgl Paefgen, WM 2007, 766.

gemessen sein, die Festlegung der angemessenen Höhe ist im WpÜG nicht ausdrücklich geregelt, Rsp und Literatur verweisen auf die Anwendung des § 31 WpÜG iVm §§ 3 bis 7 WpÜG-AngebotsVO.²⁶² Damit kommt einem durchschnittlichen Börsenkurs auf der Basis eines dreimonatigen Referenzzeitraums vor der Stellung des öffentlichen Pflicht- oder Übernahmeangebots eine bedeutende Orientierungsfunktion zu.²⁶³

Zentral für den übernahmerechtlichen Squeeze-out ist die **Angemessenheitsvermutung** des § 39a Abs 3 Satz 3 WpÜG, nach der die ihm Rahmen des Pflicht- oder Übernahmeangebotes offerierte Gegenleistung dann als angemessene Abfindung für den Gesellschafterausschluss anzusehen ist, wenn der Bieter auf der Grundlage des Angebots mindestens 90 % der vom Offert betroffenen Aktien erworben hat. Der Markttest des Angebotspreises gilt bei einer Annahmeerquote von mindestens 90 % als bestanden und der bestandene Markttest führt zur angemessenen Abfindung beim folgenden Squeeze-out. Diese Vermutung der Angemessenheit macht weitere Bewertungen, wie zB Gutachten zum Wert des Unternehmens, und deren Überprüfung durch unabhängige Sachverständige nicht mehr notwendig. Dadurch kann sie Ausschlussverfahren bedeutend erleichtern und verkürzen.

Die Frage der Widerlegbarkeit der Vermutung zur Angemessenheit eines erfolgreichen Angebotspreises für den Gesellschafterausschluss beschäftigt(e) Rsp und Literatur.²⁶⁴ Für den Fall eines negativen Markttests iSe Annahmeerquote von weniger als 90 % oder einer Beschwerde beim OLG Frankfurt am Main²⁶⁵ sind gerichtliche Entscheidungen zu treffen, die idR zu langwierigen Bewertungsfragen, zu Unternehmensbewertungen und insgesamt zu einer bedeutenden Verlängerung des Squeeze-out-Verfahrens führen.²⁶⁶

²⁶² Vgl zB Süßmann in Geibel/Süßmann, WpÜG § 39a Rz 13.

²⁶³ Vgl Süßmann in Geibel/Süßmann, WpÜG § 31 Rz 86, 102 f.

²⁶⁴ Vgl zB LG Frankfurt am Main, 9.12.2008, WpÜG 2/08, NZG 2009, 77; Heidel/Lochner, Der Konzern 2006, 655 ff.

²⁶⁵ Das OLG Frankfurt am Main fungiert als Beschwerdeinstanz beim Gesellschafterausschluss nach dem WpÜG.

²⁶⁶ Vgl Süßmann in Geibel/Süßmann, WpÜG § 39a Rz 17 f;

In der Empirie wird der Markttest iSe einer zumindest 90 %igen Annahmequote idR nicht bestanden. Damit greift die entscheidende Vereinfachung des übernahmerechtlichen Squeeze-out zur Angemessenheit der Abfindung realiter nicht.²⁶⁷ Für diesen Fall fehlt eine ausdrückliche gesetzliche Regelung zur Ermittlung der angemessenen Abfindung. Das Spruchverfahren steht beim übernahmerechtlichen Squeeze-out nicht zur Verfügung, so dass über die Angemessenheit der Abfindung vor Gericht zu entscheiden ist; für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre und damit für den Gesellschafterausschluss bedarf es eines rechtswirksamen Gerichtsbeschlusses. Dadurch und durch die Möglichkeit der Beschwerde gegen den Gerichtsbeschluss, die zu einer neuerlichen Verhandlung vor dem OLG Frankfurt am Main führt, verlängert sich die Dauer der Ausschlussverfahren beträchtlich.²⁶⁸

3. Resümee zum aktien- und übernahmerechtlichen Squeeze-out

Als Fazit zum aktien- und übernahmerechtlichen Squeeze-out in Deutschland ist festzuhalten, dass die Vereinfachungen des Gesellschafterausschlusses nach einem öffentlichen Pflicht- oder Übernahmeangebot, insb zur Vermutung der Angemessenheit der Abfindung, idR nicht greifen und dass als Folge diesem Weg des Ausschlusses die empirische Relevanz fehlt. Folglich wird idR der Weg des aktienrechtlichen Squeeze-out beschritten, dessen Prozedere zur Festlegung einer angemessenen Barabfindung klar und im Allgemeinen auch zügig realisiert werden kann. Obendrein sind der Verfahrensfortgang und damit auch die rechtswirksame Übertragung der Minderheitsaktien nicht von der endgültigen Bestimmung der angemessenen Barabfindung abhängig, denn der Rechtsbehelf des Spruchstellenverfahrens berührt nicht die Wirksamkeit der Übertragung.

²⁶⁷ Vgl. Schüppen/Tretter in Schüppen/Haarmann, WpÜG § 39a Rz 29.

²⁶⁸ Vgl. Schüppen/Tretter in Schüppen/Haarmann, WpÜG § 39b Rz 19.

D. Die angemessene Abfindung beim Gesellschafterausschluss in den USA

Die Zahl der Squeeze-out- oder „Freeze-out“-Verfahren, wie der Gesellschafterausschluss in den USA vielfach bezeichnet wird,²⁶⁹ ist seit der Jahrtausendwende sprunghaft angestiegen.²⁷⁰ Gründe hierfür werden in massiv gestiegenen Kosten von Börsennotierungen, wie zB aufgrund des Sarbanes-Oxley-Acts (SOX), und im Platzen der sog „Dotcom Bubble“ mit zahlreichen regulären und kalten Delistings²⁷¹ gesehen, denen vielfach ein Squeeze-out-Verfahren folgt.²⁷² Darüber hinaus machte die richterliche Rechtsfortbildung, der im angelsächsischen Rechtskreis des Case Law auch im Gesellschaftsrecht große Bedeutung zukommt, Verfahren des Gesellschafterausschlusses vor allem im Hinblick auf die Bemessung und Überprüfung der Abfindung zunehmend attraktiver.

Im Folgenden werden zunächst typische Situationen und Motive für Squeeze-out-Verfahren in den USA skizziert, um dann die beiden Techniken des Ausschlusses, nämlich den „Merger Squeeze-out“ und den „Tender Offer Squeeze-out“ vorzustellen. Dabei stehen die Wahl der Form der Abfindung (Bar-, Anteils- oder kombinierte Abfindung) und insb das Problem der Bemessung der Abfindung im Vordergrund. Einzugehen ist auf einschlägige bundesrechtliche Rules der Securities and Exchange Commission (SEC), dh der US-amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde, ferner auf das Gesellschaftsrecht in Bundesstaaten wie Delaware, der wegen seines liberalen Systems beliebtester Inkorporationsstaat in den USA ist, und vor allem auf das Richterrecht zur Bemessung und Nachprüfung von Abfindungen, also auch auf die Rechtsbehelfe des „Entire Fair Review“ und der „Statutory Appraisal“.

²⁶⁹ Vgl Dollinger, The fair squeeze-out compensation, 1; Merkt/Göthel, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 608.

²⁷⁰ Vgl Bates/Linck, CESifo DICE Report 3/2010, 21.

²⁷¹ Zum „Delisting“ oder „Going Private“ aus österreichischer Perspektive vgl Dregger/Kalss/Winner, Das österreichische Übernahmerecht, Rz 357 ff; Kalss in Aicher/Kalss/Oppitz, Grundfragen des neuen Börsenrechts, 291 ff; Oberleitner, Delisting, 37 ff; Zollner, GeS 2004, 140 ff u 208 ff; auch Rauter, Delisting, in Straube, Fachwörterbuch, 54 f.

Aus deutscher Sicht vgl Grupp, Going Private, 184 ff; Kruse, Das „kalte Delisting“ börsennotierter Aktiengesellschaften, 51 ff; Picot, Die Rechte der Aktionäre beim Delisting börsennotierter Gesellschaften, 6 ff; Reiff, Gesellschaftsrechtliche Aspekte des regulären Delistings, 21 ff; Thomas, Delisting und Aktienrecht, 70 ff.

²⁷² Vgl Subramanian, Yale Law Journal 2005, 2.

Die große Bedeutung der **Rsp in den USA** (auch) im Kontext der Festlegung einer angemessenen Abfindung für zwangsweise ausscheidende Gesellschafter, einschließlich der Maßgeblichkeit von Börsenkursen, legt eine Platzierung der Analyse zum Recht des Gesellschafterausschlusses in den USA zwischen

- dem Überblick zum Gesellschafterausschluss iSe Erörterung und Interpretation des **gesetzten Rechts** in Österreich und Deutschland einerseits und
- der Erarbeitung von **Entwicklungslinien der Rsp** in Österreich und Deutschland andererseits

nahe. Damit wird auch eine Brücke von Kapitel II zu Kapitel III geschlagen.

1. Typische Situationen und Motive für Squeeze-outs in den USA

Typische Umfelder für den Gesellschafterausschluss in den USA sind *erstens* der „**Pure Squeeze-out**“, bei dem ein Mehrheitsgesellschafter einer Gesellschaft die Stellung des Alleinaktionärs anstrebt. Hintergrund ist vielfach ein Going Public zu einem attraktiven, also hohen Emissionspreis, dem eine Phase deutlich niedrigerer Börsenkurse folgt. Der Mehrheitsaktionär kann hier zum einen von dem ökonomischen Motiv für den Ausschluss geleitet sein, die Minderheitsaktionäre zu einem „günstigen“ Preis abzufinden, zum anderen führen strenge Treuepflichten („Fiduciary Duties“ mit den Untergruppen der „Duty of Care“ und der „Duty of Loyalty“) des Mehrheitsaktionärs gegenüber den Minderheitsgesellschaftern dazu, dass hochriskante Investitionen behindert und damit Handlungsspielräume eingeengt werden.²⁷³

Zweitens kann das Squeeze-out-Verfahren im Rahmen eines **Going Private** und speziell im Kontext eines „**Leveraged Buyout (LBO)**“ angestrengt werden. Ein Going Private kann zB direkte und indirekte Kosten der Publizität von Unternehmensinformationen reduzieren helfen, aufwendige Arbeiten zu den Investor Relations entfallen und obendrein können vielfach durch den kurzfristigen Erfolgsdruck der Kapitalmärkte mittel- bis langfristige Erfolgs- und Wertpotenziale nicht adäquat ausge-

²⁷³ Vgl. Hellgardt in Grundmann/Haar/Merkt, FS Hopt, 765 ff.

schöpft werden.²⁷⁴ Ein Going Private erfolgt ferner häufig vor der Realisierung von Sanierungs- und Reorganisationsmaßnahmen.²⁷⁵

Weitere Motive eines Going Private können sein, dass ein Unternehmen sich mittlerweile „aus dem Cash Flow finanzieren“ kann, dh dass für die Finanzierung der die Substanz erhaltenden Reinvestitionen ausreichende „Cash Flows der betrieblichen Tätigkeit“ erwirtschaftet werden.²⁷⁶ Darüber hinaus kann eine Veränderung der Kapitalstruktur sinnvoll erscheinen: Börsennotierte Unternehmen haben – zur Senkung des Insolvenzrisikos, der Risikozuschläge und damit der Finanzierungskosten – idR höhere Eigenkapitalquoten als nicht börsennotierte. Aufgrund der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen („Tax Shield“) ist allerdings Fremdkapital im Allgemeinen günstiger. Ein Going Private mit anschließender Substitution von Eigen- durch Fremdkapital kann die Rendite für die Equity-Provider steigern („Leverage-Effekt“).²⁷⁷ Häufig erfolgt das Going Private über einen „Leveraged Buyout (LBO)“ etwa durch einen Private Equity-Fonds, der mit massiver Fremdfinanzierung eine Kontrollmehrheit in der Zielgesellschaft erwirbt und die Minderheitsgesellschafter ausschließen will. Häufig sind an einem LBO Manager des Unternehmens beteiligt, so dass ein „Management Buyout (MBO)“²⁷⁸ vorliegt; ihre praktische Bedeutung ist derart groß, dass LBOs und MBOs vielfach gleichgesetzt werden.²⁷⁹

Im Hinblick auf die Bemessung der Abfindung beim Squeeze-out bereiten MBOs besondere Probleme. Denn hier ist die Informationsasymmetrie zu den auszuschließenden Minderheitsaktionären idR besonders groß.

Drittens werden Squeeze-out-Verfahren vielfach im Kontext von Übernahmen oder Unternehmenszusammenschlüssen, also von „**Mergers & Acquisitions (M&A)**“ realisiert. Nach dem Erwerb einer kontrollierenden Mehrheit wird in einem folgenden

²⁷⁴ Vgl Emanuel, Corporations, 435.

²⁷⁵ Vgl DePamphilis, Mergers, acquisitions and other restructuring activities, 113.

²⁷⁶ Zur Strukturierung der Cash Flows vgl Burger/Ullbrich/Ahlemeyer, Beteiligungscontrolling, 514 ff.

²⁷⁷ Vgl zB Parrino/Kidwell, Corporate Finance, 537 f.

²⁷⁸ Zum MBO aus österreichischer Perspektive vgl Enzinger, Interessenkonflikt und Organpflichten.

²⁷⁹ Vgl Parrino/Kidwell, Corporate Finance, 516.

Schritt das Verfahren des Gesellschafterausschlusses realisiert,²⁸⁰ allerdings wird im Gegensatz zum LBO nicht massiv mit Fremdkapital finanziert.²⁸¹ Diese „Two-Step Acquisition“ entspricht im Vorgehen dem europäischen Gesellschafterausschluss nach einem Übernahmeverfahren.

Ein *viertes* typisches Umfeld liegt beim „**Parent-Subsidiary Merger**“, auch als „Long-term affiliate Merger“ bezeichnet, vor. Eine Muttergesellschaft hält bereits längere Zeit eine Kontrollmehrheit an einer Tochtergesellschaft und hat bedeutende Informationsvorsprünge gegenüber Minderheitsaktionären.²⁸² Vor diesem Hintergrund strengt die Muttergesellschaft einen Squeeze-out an, um positive Synergien der verschiedensten Arten²⁸³ zu heben, um den vollständigen Zugriff auf die betrieblichen Cash Flows der Tochtergesellschaft zu gewinnen, um ihr Wissen um eine Unterbewertung der Aktien der Tochtergesellschaft zu nutzen.

2. Squeeze-out-Verfahren und die Festlegung der Abfindung

Vornehmlich über die Entwicklung der Rsp entstanden in den USA zwei praxisrelevante Verfahren zum Gesellschafterausschluss:²⁸⁴

- der „**Merger Squeeze-out**“, der einen Squeeze-out durch Unternehmenszusammenschluss darstellt, und
- der „**Tender Offer Squeeze-out**“, der den Gesellschafterausschluss nach einem Übernahmeverfahren verkörpert.

Weitere Techniken wie die „Asset Acquisition“ oder der „Reverse Stock Split“ haben nur noch theoretische Bedeutung.²⁸⁵

²⁸⁰ Vgl Merkt/Göthel, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 608.

²⁸¹ Vgl Brealey/Myers/Allen, Corporate Finance, 905.

²⁸² Vgl Emanuel, Corporations, 432.

²⁸³ Zu Ausprägungen von Synergien in den einzelnen Funktionsbereichen (wie Forschung & Entwicklung, Beschaffung, Produktion, Absatz etc), in finanz- und leistungswirtschaftlicher sowie in operativer, taktischer und operativer Sicht vgl Burger/Ulbrich/Ahlemeyer, Beteiligungscontrolling, 115 ff.

²⁸⁴ Vgl Subramanian, Yale Law Journal 2005, 22.

²⁸⁵ Vgl Subramanian, Journal of Legal Studies 2007, 3.

a. Der „Merger Squeeze-out“

Der „Merger Squeeze-out“ basiert auf einem Unternehmenszusammenschluss; wird eine Abfindung in bar geleistet, so wird auch vom „Cash-out Merger“ gesprochen. Die Erscheinungsformen dieser Zusammenschlüsse mit Squeeze-out sind:²⁸⁶

- der einfache „Statutory Merger“,
- der „Short-form Merger“ und
- der „Forward or Reverse Triangular Merger“.

Beim einfachen „**Statutory Merger**“ hält die MCorp²⁸⁷ eine Mehrheitsbeteiligung an der TargetCorp²⁸⁸. Sie möchte Alleinaktionärin der TargetCorp werden und schlägt daher dem Board der TargetCorp einen „Statutory Merger“ vor. Man bildet ein „**Special Committee**“ von unabhängigen Direktoren, um einen Interessenkonflikt zu vermeiden. ISe Verhandlungslösung erfolgen Gespräche zwischen dem kontrollierenden Gesellschafter und dem Special Committee über die Bedingungen des Mergers und va über die Abfindung für die Minderheitsgesellschafter der TargetCorp. Kann hierzu eine Vereinbarung erreicht werden, so muss das Board der TargetCorp zustimmen, die TargetCorp wird in die MCorp integriert, also der Merger wird vollzogen und die ausgeschlossenen Gesellschafter erhalten gem der Vereinbarung eine Abfindung in bar und/oder in Aktien von der MCorp.²⁸⁹

Beim „**Short-form Merger**“ hält die MCorp bereits eine Beteiligung von mindestens 90 % an der TargetCorp. In diesen Fällen ist in Delaware (mit § 253 DGCL²⁹⁰) sowie in zahlreichen weiteren Bundesstaaten ein vereinfachtes Verfahren zum Gesellschafterausschluss in Gestalt des „Short-form Merger“ verfügbar. Hier sind weder die Einrichtung eines Special Committee noch die Zustimmung des Boards oder der Minderheitsaktionäre der TargetCorp, die idR eine Barabfindung erhalten, notwen-

²⁸⁶ Vgl *Gaughan*, Mergers, acquisitions and corporate restructurings, 20 ff.

²⁸⁷ „MCorp“ steht für Mother Corporation oder Muttergesellschaft.

²⁸⁸ „TargetCorp“ steht für Target Corporation oder Zielgesellschaft.

²⁸⁹ Vgl *Emanuel*, Corporations, 62.

²⁹⁰ Delaware General Corporation Law.

dig.²⁹¹ Diese Technik des Gesellschafterausschlusses entspricht im Grundsatz dem österreichischen Verfahren gem § 1 GesAusG bzw dem deutschen aktienrechtlichen Squeeze-out.

Beim „**Triangular Merger**“ hält die MCorp eine Mehrheitsbeteiligung an der Target Corp und möchte mittels eines Akquisitionsvehikels, der von ihr neu gegründeten Mantelgesellschaft NewCorp, Alleingesellschafterin werden. Die MCorp bringt ihre Anteile an der TargetCorp in die NewCorp ein, folglich ist die MCorp Alleineigentümerin der NewCorp und die NewCorp ist Mehrheitsaktionärin der TargetCorp. Wie beim Vorgehen des „Statutory Merger“ wird nun ein Unternehmenszusammenschluss mit Squeeze-out angestrebt.²⁹²

Beim „**Forward Triangular Merger**“ nimmt die Mantelgesellschaft, die NewCorp, die TargetCorp auf. Letztere verliert ihre Rechtspersönlichkeit, die ausscheidenden Minderheitsaktionäre erhalten eine Bar- und/oder Anteilsabfindung.²⁹³ Beim „**Reverse Triangular Merger**“ wird die Mantelgesellschaft, die NewCorp, auf die TargetCorp verschmolzen. Die Rechtspersönlichkeit der TargetCorp bleibt erhalten, die Minderheitsgesellschafter der TargetCorp scheiden aus und erhalten eine Bar- und/oder Anteilsabfindung. Dieses Vorgehen ist va in jenen Fällen vorteilhaft, wo die TargetCorp Verträge mit Kunden hat, die eine „Anti-Assignment Clause“ enthalten, wie das zB in der Rüstungsindustrie vielfach der Fall ist.²⁹⁴

b. Der „Tender Offer Squeeze-out“

Der “Tender Offer Squeeze-out” stützt sich auf ein sog “Tender Offer”, also ein Übernahmeangebot an die Minderheitsaktionäre. Der Bieter knüpft sein Angebot idR an die Bedingung, dass er durch die Annahme seines Angebots eine Anteilsschwelle

²⁹¹ Vgl *Gaughan*, Mergers, acquisitions and corporate restructurings, 23.

²⁹² Vgl *Miller*, Mergers and acquisitions, 84.

²⁹³ Vgl *Hunt*, Structuring mergers & acquisitions, 229.

²⁹⁴ Vgl *Kung*, Northwestern University Law Review 2009, 1039.

von mindestens 90 % erreicht.²⁹⁵ Für die Erstellung des Übernahmeangebots wird auf Seiten der TargetCorp ein Special Committee von unabhängigen Direktoren eingerichtet. Dieses unabhängige Spezialkomitee verhandelt mit dem Bieter über die Bedingungen des Angebots, es kann auch externe Berater hinzuziehen. Mittels des sog „Form 14D-9“ spricht das Special Committee eine Empfehlung an die Minderheitsaktionäre zum Angebot aus.

Erreicht der Bieter durch die Annahme seines Angebots eine Anteilsschwelle von zumindest 90 %, so realisiert er einen „Short-form Merger“. Auf diese Weise werden jene Gesellschafter ausgeschlossen, die das Übernahmeangebot nicht annahmen; sie erhalten eine Barabfindung.

Der entscheidende Unterschied zwischen dem Tender Offer Squeeze-out, also dem Gesellschafterausschluss nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot, und dem Merger Squeeze-out liegt darin, dass der erste Schritt beim Tender Offer, nämlich die Annahme des Übernahmeangebots, eine freiwillige Entscheidung der Aktionäre ist. Beim Merger Squeeze-out unterliegt der auszuschließende und abzufindende Aktionär dagegen der Entscheidung der Mehrheit.²⁹⁶ Dieser Unterschied ist bedeutend für die Art der gerichtlichen Prüfung der Transaktionsbedingungen, insb der Abfindung.

c. Barabfindung und/oder Anteilsabfindung

Als Formen der Abfindung für die auszuschließenden Minderheitsaktionäre kommen prinzipiell sowohl die reine Barabfindung („Cash-Payment“), die reine Anteilsabfindung („Stock-Payment“) und die Kombination aus Barmitteln und Anteilen („Hybrid Payment“) in Frage. Eine reine Barabfindung wird idR beim einfachen Pure Squeeze-out, beim Going Private und bei dessen Spezialfall des Leveraged Buy-out angeboten. Der Grund besteht darin, dass die Kontrollmehrheit hier meist nicht über

²⁹⁵ Vgl Emanuel, Corporations, 442.

²⁹⁶ Vgl Bates/Lemmon/Linck, Journal of Financial Economics 2006, 685.

ausreichende Möglichkeiten der Effektenfinanzierung verfügt. Eine Anteilsabfindung, ggf kombiniert mit Barmitteln, findet sich häufig bei der Two-Step Acquisition und beim Parent-Subsidiary Merger. Bei diesen Transaktionen ist der Mehrheitsaktionär idR signifikant größer als die Zielgesellschaft, wodurch der Anteilstausch eine realistische Option darstellt.²⁹⁷

Kriterien für die Wahl der Abfindungsform sind insb:

- **finanzierungsbezogene Aspekte**, wie zB vorhandene Barreserven, Möglichkeiten der Fremdfinanzierung und der Nutzung des Leverage-Effekts, Bedeutung des Tax Shields und Möglichkeiten der Emission neuen Eigenkapitals.²⁹⁸
- **unternehmenswertbezogene Aspekte**, wie zB die Unter- oder Überbewertung der eigenen Aktien aus Sicht des akquirierenden Unternehmens bei einer Anteilsabfindung²⁹⁹ oder die Aussicht des Mehrheitsgesellschafters auf Wertsteigerungen in der Folge des Squeeze-out.³⁰⁰ Vor dem Hintergrund unternehmenswertbezogener Kriterien sendet eine reine Anteilsabfindung das Signal aus, dass der Mehrheitsgesellschafter seine Anteile für eher überbewertet (an der Börse) hält und dass er nicht allzu hohe Wertsteigerungen aus der Transaktion erwartet.³⁰¹
- **steuerbezogene Aspekte**, wie insb die Versteuerung der Abfindung beim auszuschließenden Gesellschafter; grundsätzlich führt die Barabfindung zu einem zu versteuernden Einkommen, und das in einem für den Empfänger nicht frei wählbaren Zeitpunkt, während bei einer Anteilsabfindung die freie Wahl des

²⁹⁷ Vgl Dombret, Übernahmeprämien im Rahmen von M&A-Transaktionen, 105.

²⁹⁸ Vgl Parrino/Kidwell, Corporate Finance, 537.

²⁹⁹ Hält das akquirierende Unternehmen die eigenen Aktien an der Börse für eher überbewertet, so kann es über eine Anteilsabfindung eine sog „Überrendite“ realisieren.

³⁰⁰ Erwartet das akquirierende Unternehmen hohe Wertsteigerungen, so bestehen keine Anreize zu einer Anteilsabfindung, da in diesem Fall die von der Zielgesellschaft ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre mittels ihrer Anteile am Akquisiteur an den Wertsteigerungen partizipieren würden. Im Fall sehr unsicherer Wertsteigerungen erscheint dem akquirierenden Unternehmen dagegen eher eine Barabfindung vorteilhaft.

³⁰¹ Zur Entscheidung „Stock or Cash“ vgl im Grundsätzlichen Rappaport/Sirower, Harvard Business Review 6/1999, 149 ff; Rappaport/Sirower, Harvard Business Manager 3/2000, 32 ff. Der Fall einer Anteilsabfindung führt in empirischer Sicht idR zu stärkeren Kurseinbrüchen beim akquirierenden Unternehmen als Barabfindungen, was auf nicht allzu optimistische Erwartungen zu Wertsteigerungen der Transaktion zurückgeführt wird; vgl Kuhner/Maltry, Unternehmensbewertung, 26 f.

Realisationszeitpunktes grundsätzlich besteht. Folglich könnte man fordern, den Steuereffekt einer Barabfindung durch eine Prämie zu berücksichtigen.³⁰²

- **Accountingbezogene** Aspekte betreffen va die Wege der Kapitalkonsolidierung; bis 2001 war für aktienfinanzierte Zusammenschlüsse die „Purchase-Accounting“-Methode (Relevanz des Zeitwerts, Ansatz eines Goodwills) vorgesehen, während bei Barabfindungen die bisherigen Buchwerte idR übernommen werden konnten, so dass bare Abfindungen präferiert wurden.³⁰³ Seit 2001 gilt für alle Zusammenschlüsse nach US-GAAP und ebenso nach - den für Gesellschaften mit Sitz in der EU relevanten - IFRS (IFRS 3.14) die „Purchase-Accounting“-Methode.³⁰⁴

3. Die Angemessenheit der Abfindung beim Gesellschafterausschluss

Eine reine und direkte Verhandlungslösung zur Abfindung bedeutet einen schwerwiegenden Interessenkonflikt, da der Hauptgesellschafter, die MCorp, idR die Kontrolle im Board of Directors der TargetCorp ausübt. Es entsteht die Wirkung eines Insichgeschäfts. Neben dem Interessenkonflikt des Hauptgesellschafters besteht eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen dem Haupt- und den Minderheitsgesellschaftern. Sog „Insider-Informationen“ über die Gesellschaften sind den Minderheitsaktionären idR nicht zugänglich.

Interessenkonflikt und asymmetrische Informationsverteilung würden zu Bedingungen des Gesellschafterausschlusses führen, die von jenen abweichen, die bei Transaktionen zwischen gleich starken, freiwillig agierenden und verhandelnden Parteien, also bei einer sog „Arm's Length Transaction“ zustande kommen.

³⁰² Zur steuerlichen Relevanz von Abfindungen im Grundsätzlichen vgl *Wansley*, *The Financial Review* 1987, 403.

³⁰³ Bei der Barabfindung entstand idR kein zu amortisierender Goodwill als Differenz zwischen dem Buchwert und dem beizulegenden Zeitwert der Assets der gekauften Gesellschaft. Vgl *Stickney*, *Financial Accounting*, 895.

³⁰⁴ Da allerdings die Abschreibungen („Amortizations“) auf den aktivierten Goodwill einen unbaren Aufwand darstellen, belasten sie zwar die Höhe des Gewinns, nicht aber den für die Unternehmensbewertung relevanten Cash Flow; vgl. *Schwenker/Spremann*, *Unternehmerisches Denken zwischen Strategie und Finanzen*, 134.

a. Rules der Securities and Exchange Commission (SEC)

Va auf den Interessenkonflikt beim Gesellschafterausschluss fokussieren auf der US-Bundesebene zwei einschlägige Rules der Securities and Exchange Commission (SEC), ds die SEC Rule 10b-5“ und die „SEC Rule 13e-3“. ³⁰⁵

Bei der SEC Rule 10b-5 ist das Augenmerk auf das **Zustandekommen** der Transaktion und nicht auf die Höhe der Abfindung selbst gerichtet. Sie verbietet arglistig irreführendes („deceptive“) oder manipulierendes („manipulative“) Verhalten von Seiten der Insider. Hierbei geht es um die arglistige Schädigung der Minderheitsaktionäre, eine Festlegung zur Fairness der Abfindung enthält die Rule nicht. ³⁰⁶ Anzuwenden ist sie subsidiär zum jeweiligen Recht auf der Ebene der Bundesstaaten. ³⁰⁷

Ein Verstoß gegen die SEC Rule 10b-5 kann zB darin liegen, dass der Mehrheitsaktionär im Vorfeld und vor Bekanntgabe des Gesellschafterausschlusses bewusst eine „negative Informationspolitik“ realisiert. Über eine selektive Informationsweitergabe an die Öffentlichkeit versucht er, die von außen wahrgenommenen Zukunftsaussichten und folglich die Börsbewertungen zu verschlechtern. Eine Konstellation, die nach aktuellen empirischen Analysen keineswegs unrealistisch ist. ³⁰⁸

Die SEC Rule 13e-3 legt dem Mehrheitsaktionär bei Transaktionen mit Gesellschafterausschluss besondere **Erläuterungs- und Offenlegungspflichten** auf. Sie ist dann anzuwenden, wenn mit dem Squeeze-out ein Delisting der Anteile an der Börse einhergeht bzw wenn Registrierungspflichten nach dem Securities and Exchange Act wegfallen oder wenn der Squeeze-out der Übernahme der Tochter- durch die Muttergesellschaft dient. ³⁰⁹ Gem SEC Rule 13e-3 sind die folgenden Angaben zu machen: ³¹⁰

³⁰⁵ Alle Rules der SEC sind auch elektronisch unter der folgenden Internet-Adresse abrufbar: www.sec.gov/rules/final.shtml

³⁰⁶ Vgl Schilling, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären, 62.

³⁰⁷ Vgl Merkt/Göthel, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 615.

³⁰⁸ Vgl Bushee/Core/Guay/Hamm, Journal of Accounting Research 2010, 1.

³⁰⁹ Vgl Merkt/Göthel, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 616.

- Erläuterung des **Zwecks** der Transaktion und eine **Rechtfertigung**, warum dieser Zweck nicht auf anderen Wegen und mit anderen Mitteln erreicht werden könnte;
- Kommunikation der „**Fairness Opinion**“ eines unabhängigen Experten zur Höhe des „Kaufpreises“, der an die auszuschließenden Gesellschafter als Bar- und/oder Anteilsabfindung fließen soll;
- Öffnung des **Zugangs zu finanzwirtschaftlichen Informationen** für die Minderheitsaktionäre, um eine fundierte Entscheidung zB in den Verhandlungen mit einem Special Committee oder zur Inanspruchnahme von Rechtsschutzinstrumenten treffen zu können.

b. Die Abfindung beim Gesellschafterausschluss in Delaware: Entire Fairness-Test und Appraisal Remedy

Wegweisende Normen (als Code Law und aus richterlicher Rechtsfortbildung) zum Umgang mit dem Interessenkonflikt und der asymmetrischen Informationsverteilung beim Squeeze-out liegen insb im Bundesstaat Delaware vor. Die gesellschaftsrechtlichen Normen von Delaware, die auf dem Musterrahmenstatut oder Modellgesetz des RMBCA³¹¹ basieren, das einige Bundesstaaten nahezu wortgetreu übernehmen,³¹² und die richterrechtlichen Prüfungsmaßstäbe in Delaware gelten als wirtschaftsfreundlich, flexibel und als führend in den USA.³¹³ Diesen Regelungen kommt deshalb eine sehr große praktische Relevanz zu, weil zum einen Delaware als der beliebteste Inkorporationsstaat der USA gilt und weil zum anderen seine Regelungen als Benchmark, als „Persuasive Authority“ von Gerichten anderer Bundesstaaten und des Bundes anerkannt sind.³¹⁴

³¹⁰ Vgl. Subramanian, Yale Law Journal 2/2005, 10.

³¹¹ Revised Model Business Corporation Act.

³¹² Vgl. Gärtner, Der Erwerb eigener Aktien durch die US-corporation, 90.

³¹³ Vgl. von Hein, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 478.

³¹⁴ Vgl. von Hein, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 479.

Grundsätzlich sind Mitglieder des Board of Directors durch die „**Business Judgment Rule**“ geschützt, dh verletzen sie nicht bestimmte Pflichten der Sorgfalt und Treue, so befinden sie sich im „Safe Harbor“ dieser Rule. Sie ist eine Konkretisierung der Duty of Care und sie befreit einen Manager dann von der Haftung für die Folgen einer Entscheidung, wenn er kein persönliches Interesse an der Transaktion hat, wenn er auf der Grundlage eines angemessenen Informationsstandes zum Sachverhalt und wenn er im Glauben darauf entscheidet, im Interesse der Gesellschaft zu handeln.³¹⁵ Der Schutz der Business Judgment Rule geht allerdings insb dann verloren, wenn bei einer Transaktion eine Seite ihre Interessen durchsetzen kann, also der oben skizzierte Interessenkonflikt vorliegt. Liegt eine derartige dominierte Verhandlungssituation vor, dann hat die Transaktion dem „**Entire Fairness-Test**“ zu genügen.³¹⁶

Wegweisend zu diesem Test ist ein Urteil des Supreme Court of Delaware zum Fall „Weinberger vs UOP, Inc“ aus dem Jahr 1983.³¹⁷ Über Aussagen zur bislang üblichen Bewertungsregel der „Delaware Block-Method“, die seitdem nur noch als einer der möglichen Wege zur fairen Abfindung gesehen wird,³¹⁸ und zur Abschaffung des „Business Purpose-Test“ hinaus wurde darin festgestellt, dass die Transaktion mit dem Gesellschafterausschluss aus ganzheitlicher Sicht betrachtet **fair** sein, dh dass sie das Kriterium der „**Entire Fairness**“ erfüllen muss. Kriterien der Entire Fairness sind jene des

- „**Fair Dealing**“ und des
- „**Fair Price**“.³¹⁹

Im zugrunde liegenden Fall hätte der Einsatz eines „Special Committee“ zu einem anderen Verhandlungsergebnis für die auszuschließenden Gesellschafter geführt, dh das Ergebnis und damit auch die Abfindung müssen „Arm’s Length-Principle

³¹⁵ Vgl Schilling, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären, 67 mwN.

³¹⁶ Vgl Welch/Turezyn/Saunders, Delaware General Corporation Law, 123.

³¹⁷ Vgl Supreme Court of Delaware, William B. Weinberger vs UOP, Inc, 1983, 457 A.2d, 701.

³¹⁸ Vgl Schilling, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären, 70.

³¹⁹ Auch beim Squeeze-out in Großbritannien besteht Angemessenheit iSv „Fairness“ *erstens* im „Wie“ der Festlegung der Abfindung, also in prozessualen Aspekten, und *zweitens* in der Höhe der Abfindung; vgl MacKinnon/Bachner, GesRZ-SH 2006, 32.

(ALP)“ entsprechen. Seitdem werden in den USA Special Committees aus unabhängigen Directors gebildet, die die Verhandlungen über die Bedingungen des Gesellschafterausschlusses führen.³²⁰ Es wird eine freie Verhandlungssituation simuliert. Die Einrichtung eines derartigen Spezialkomitees befreit allerdings nicht vom Anspruch der Entire Fairness, vielmehr verschiebt sich bei Einhaltung bestimmter Anforderungen, wie insb zu seiner Unabhängigkeit, die Beweislast auf die Kläger.³²¹

Das Kriterium des „**Fair Dealing**“ fokussiert einerseits auf den Zeitpunkt der Transaktion und andererseits auf die Art und Weise des Zustandekommens, dh auf Bekanntgabe, Einleitung und Durchführung. In Bezug auf Informationsgrundlagen für die Directors und die Aktionäre ist eine lückenlose **Offenheit** geboten.³²² Generell entwickelt der Supreme Court of Delaware zur Präzisierung einer fairen Verfahrensdurchführung die folgenden alternativen Konstruktionen:³²³

- Einrichtung eines „**independent negotiating Committee**“, das eine marktgerechte Verhandlungslösung, also „at arm's length“, gewährleistet. Fairness bestünde durch die Möglichkeit jeder Verhandlungsseite, die Transaktion abzulehnen. Mitglieder des unabhängigen Verhandlungskomitees können sein: erstens „outside Directors“, die also nicht in der Geschäftsleitung vertreten sind und überwachende Aufgaben wahrnehmen, und zweitens externe Berater ohne ökonomische oder persönliche Beziehungen zu den Gesellschaftern, den Aktionären und zu jener Einrichtung, die die notwendige Unternehmensbewertung durchführt, die idR eine Investmentbank ist.³²⁴
- Einführung einer **Abstimmungsregel**, nach der die auszuschließenden Minderheitsaktionäre über die Transaktion frei entscheiden. Verfügen diese Minderheitsaktionäre über die notwendige Informationsbasis und befürworten sie

³²⁰ Vgl Wolfe/Salomone, M&A Lawyer 2003, 10.

³²¹ Vgl Welch/Turezyn/Saunders, Delaware General Corporation Law, 673.

³²² Vgl Supreme Court of Delaware, William B. Weinberger vs UOP, Inc, 1983, 457 A.2d, 701.

³²³ Vgl Supreme Court of Delaware, William B. Weinberger vs UOP, Inc, 1983, 457 A.2d, 703 ff.

³²⁴ Wobei es dem Gericht vorbehalten ist, auch die Entscheidung des unabhängigen Verhandlungskomitees im Hinblick auf das Fair Dealing zu untersuchen; vgl Schilling, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären, 66.

die Transaktion mit ihren Bedingungen, insb mit der Abfindung, so gilt die Vermutung der Fairness. Streben einzelne Minderheitsaktionäre trotz der mehrheitlichen Zustimmung eine Fairness-Prüfung an, so obliegt ihnen die Beweislast. Im Fall knapper Mehrheiten können in der Praxis hohe Risiken in Gestalt langwieriger gerichtlicher Nachprüfungen entstehen.³²⁵

Um trotz der Konstruktionen des Special Committee und der Abstimmung unter den auszuschließenden Minderheitsaktionären Squeeze-out-Merger zu verhindern, die ausschließlich von Machtinteressen geleitet sind, bettet der Supreme Court of Delaware die Transaktion in die Treuepflicht des Mehrheitsgesellschafters gegenüber den Minderheitsaktionären ein. Diese „**Fiduciary Duty**“ fokussiert im Gesellschaftsrecht auf Konstellationen, in denen die Rechte und Pflichten der Beteiligten bewusst nicht niedergelegt oder vertraglich nicht konkretisierbar sind.³²⁶ Diese Treuepflicht besteht aus der „Duty of Care“ (Sorgfaltspflicht) und der „Duty of Loyalty“ (Loyalitätspflicht). Ihr Geltungsbereich erstreckt sich

- auf geschäftsführende Personen und ausdrücklich auch
- auf den „Controlling Shareholder“, also den Mehrheitsgesellschafter.

Insb mit der Loyalitätspflicht ist der Mehrheitsaktionär nicht nur im Verhältnis zur Gesellschaft,³²⁷ sondern auch in jenem zu den Minderheitsaktionären gebunden. Die Veräußerung einer Kontrollmehrheit oder der Ausschluss von Minderheitsaktionären wird hier relevant. Jedenfalls hält der Supreme Court of Delaware einen durch reine Machtbelange motivierten Squeeze-out für einen Verstoß gegen das Treuegebot und gegen das Prinzip des Fair Dealing.³²⁸

In einem weiteren, die Weinberger-Entscheidung bestätigenden Urteil hebt der Supreme Court of Delaware wieder hervor, dass ein Fair Dealing mit der Einrichtung eines Special Committee oder mit dem Vorliegen der Zustimmung der Minderheitsaktionäre nicht automatisch vorliege. Lediglich die Beweislast zur Unfairness der

³²⁵ Vgl Schilling, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären, 67.

³²⁶ Vgl Schilling, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären, 67.

³²⁷ Loyalitätspflichten gegenüber der Gesellschaft betreffen klassische Missbrauchstatbestände wie Selbstkontrahierung oder Eintritt in den Wettbewerb mit der Gesellschaft.

³²⁸ Vgl Supreme Court of Delaware, William B. Weinberger vs UOP, Inc, 1983, 457 A.2d, 710.

Transaktion wechsele auf die Seite der Minderheitsaktionäre.³²⁹ In der Berufungsentcheidung ein Jahr später sieht derselbe Supreme Court das Kriterium des Fair Dealing dann als erfüllt an, wenn die Minderheitsaktionäre bei ihrer Entscheidung und Abstimmung nicht unter Druck gesetzt oder genötigt wurden.³³⁰

Der Grundsatz des „**Fair Price**“ als zweite Komponente der Fairness fokussiert auf die gewährte Abfindung der Höhe nach. Unter der Bedingung des Fair Dealing muss der Minderheitsaktionär im Hinblick auf das Kriterium „Fair Price“ ein Fehlverhalten oder gar betrügerische Absichten des Mehrheitsaktionärs insb aus einer unzureichenden Abfindungshöhe nachweisen. Für diese Beurteilung ist idR eine **Bewertung der Anteile** vor Gericht durchzuführen.³³¹ Für eine „einfache Unzufriedenheit“ mit der gewährten Abfindung steht den Minderheitsaktionären dagegen ein separater gewöhnlicher Rechtsbehelf in Gestalt des Rechts auf „Appraisal Remedy“ offen.

In der weiteren Rsp des Supreme Court of Delaware ist ein immer stärkeres Abgehen vom Entire Business-Test in Bezug auf den Tender Offer Squeeze-out, der weitaus gebräuchlichsten Form des Gesellschafterausschlusses in den USA, festzustellen.³³² Stellt der Bieter zunächst ein Übernahmeangebot und kommt er auf diesem Weg zu einer Beteiligung von mindestens 90 %, so kann er die nicht verkaufenden Minderheitsaktionäre mittels eines Short-form Mergers ohne deren Zustimmung ausschließen. Die Frage lautet, ob nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot der anspruchsvolle Entire Fairness Standard auf den Squeeze-out anzuwenden ist.

Im Fall „Glassmann vs Unocal Exploration Corp“ entschied der Supreme Court of Delaware, dass über die erste Stufe des Tender Offer hinaus auch die folgende Stufe des Squeeze-out nicht dem Entire Fairness-Test unterliege.³³³ Unter der Voraussetzung, dass Pflichten der Offenlegung und der Treue nicht verletzt werden, können

³²⁹ Vgl Supreme Court of Delaware, Kahn vs Lynch Communication Systems, Inc, 1994, 638 A.2d 1110; die Alcatel US Corp als Mehrheitsaktionärin der Lynch Communication Systems, Inc, schloss die Minderheitsaktionäre der Lynch Communication Systems, Inc, aus.

³³⁰ Vgl Supreme Court of Delaware, Kahn vs Lynch Communication Systems, Inc, 1995, 669 A.2d 86.

³³¹ Vgl Schilling, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären, 68.

³³² Vgl Subramanian, Yale Law Journal 2/2005, 18.

³³³ Vgl Supreme Court of Delaware, Glassmann vs Unocal Exploration Corp, 2001, 777 A.2d 242.

die abzufindenden Minderheitsaktionäre keinen Entire Fairness Review beantragen, sondern ausschließlich von ihrem Recht auf gerichtliche Abfindungsbemessung, dem sog „Appraisal Right“ oder Recht auf „Appraisal Remedy“ Gebrauch machen.³³⁴ Bedeutende Unterschiede der beiden Rechtsbehelfe betreffen die Möglichkeit der Sammelklage („Class Action“) für die Minderheitsaktionäre und das Risiko in Bezug auf Kosten für Gutachten und Anwälte.³³⁵

Mit dem Urteil im Fall „Weinberger vs UOP, Inc“ wurde in Delaware der bis dahin notwendige „**Business Purpose-Test**“ abgeschafft; in anderen Bundesstaaten, wie zB in den durchaus beliebten Inkorporationsstaaten New York und Massachusetts, wird er allerdings nach wie vor neben dem Entire Business-Test angewandt.³³⁶ Bei diesem Test ist ein Zweck des Squeeze-out darzulegen, der über das bloße Zwangsausscheiden der Minderheitsaktionäre hinausgeht, denn die ausschließliche Absicht des Ausschlusses widerspricht der Treuepflicht („Fiduciary Duty“). Obendrein hat der mit dem Gesellschafterausschluss verfolgte Zwecke, der idR mit finanziellen Nutzenbeiträgen leicht gefunden wird, im guten Glauben des Managements zu sein („Bona-Fide-Klausel“). Die Rechtspraxis im Umgang mit dem Business Purpose-Test erweist sich als sehr heterogen und trägt nicht zur Rechtssicherheit bei.³³⁷

Auszuschließenden Minderheitsaktionären steht als Rechtsbehelf das – in den bundesstaatlichen Gesellschaftsrechtsstatuten verankerte – sog „**Appraisal-Right**“ oder das Recht auf „**Appraisal Remedy**“ zu.³³⁸ Dabei handelt es sich um einen gesellschaftsrechtlich kodifizierten und in den Bundesstaaten in Details unterschiedlich gestalteten Rechtsschutz („Statutory Remedy“). Der Grundgedanke ist hierbei, dass die **Anteile** der Minderheitsaktionäre vor dem Gericht **bewertet** werden und zu diesem Preis müssen die Anteile von der beklagten Gesellschaft gekauft werden.³³⁹

³³⁴ Vgl Bates/Lemmon/Linck, Journal of Financial Economics 2006, 684..

³³⁵ Vgl Markt/Göthel, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 620.

³³⁶ Vgl Schilling, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären, 65.

³³⁷ Vgl Schilling, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären, 64 mwN.

³³⁸ Vgl Drukarczyk in Göbel/Heni, FS Scherrer, 638 ff; Schilling, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären, 71.

³³⁹ Vgl von Hein, Die Rezeption US-amerikanischen Gesellschaftsrechts in Deutschland, 428.

Der Zweck des Rechts auf Appraisal Remedy liegt in der **gerichtlichen Prüfung der Angemessenheit** der den Minderheitsaktionären angebotenen Abfindung. Generell gilt sie dann als angemessen, wenn sie keine Schlechterstellung der auszuschließenden Minderheitsaktionäre gegenüber der Situation vor der Transaktion bedeutet. Das Recht auf Appraisal Remedy erfüllt eine Schutzfunktion in Situationen, bei denen es zu einer Transaktion auch gegen den Willen des Transaktionspartners kommen kann, also in dominierten Situationen.³⁴⁰ Inhaltlich geht es beim Recht auf Appraisal Remedy um die Ermittlung des „**Fair Value**“ der **Anteile**;³⁴¹ diese juristische Wertkonzeption des Fair Value ist dieselbe wie beim Entire Fairness-Test.³⁴²

Die Einleitung eines Appraisal-Verfahrens ist zB in Delaware an die folgenden, kumulativ zu erfüllenden prozessualen Voraussetzungen gebunden:³⁴³ schriftlicher Ausdruck des Bedürfnisses nach Rechtsbehelf, Gegenstimme zur Transaktion oder Nichtteilnahme an der Beschlussfassung, Antragstellung innerhalb von 120 Tagen nach der Transaktion. Ein schwerwiegender Nachteil des Appraisal-Verfahrens gegenüber dem Entire Business-Test liegt darin, dass es nicht als Sammelklage für alle dissentierenden Minderheitsaktionäre betrieben werden kann.³⁴⁴ Der Entire Business-Test stellt eine „Opt-out-Remedy“ dar, bei der automatisch alle Dissenting Shareholders enthalten sind, das Appraisal-Verfahren ist dagegen eine „Opt-in-Remedy“; dabei kann ein Minderheitsaktionäre nicht auch die Ansprüche der anderen geltend machen, eine „Class Action“ ist also nicht möglich. Eine bedeutende Konsequenz liegt darin, dass beim Entire Business-Test im Erfolgsfall die dem Kläger entstandenen Kosten für Gutachten, Anwälte etc durch den Beklagten zu tragen sind, während im Appraisal-Verfahren derartige Kosten des Klägers von ihm selbst zu übernehmen sind. Das führt zur empirischen Konsequenz, dass wegen uU hoher Kosten vielfach auf einen Widerspruch gegen eine Abfindung verzichtet und das Angebot des Mehrheitsaktionärs angenommen wird.³⁴⁵ Im Übrigen ist dieser Rechts-

³⁴⁰ Vgl *Schilling*, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären, 72.

³⁴¹ Zum „Fair Value“ unter besonderer Berücksichtigung des US-amerikanischen Bilanz- und Kapitalmarktrechts vgl *Luttermann*, RIW 2009, 5 ff.

³⁴² Vgl *Gilson/Gordon*, University of Pennsylvania Law Review 2003, 799.

³⁴³ Vgl Delaware Code Title 8, § 262.

³⁴⁴ Vgl Delaware Code Title 8, § 262a.

³⁴⁵ Vgl *Merkt/Göthel*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 620 mwN.

behelf beim Short-form Merger von der Art der Abfindung (bar oder in Anteilen) unabhängig (Delaware Code Titel 8, § 262b).³⁴⁶

In der weiteren Rsp des Supreme Court of Delaware wird betont, dass der Entire Business-Test auch bei solchen öffentlichen Übernahmeangeboten in Bezug auf den Squeeze-out nicht anzuwenden sei, bei dem der Bieter bereits eine Kontrollmehrheit innehat.³⁴⁷ In einem Fall wurde sogar entschieden, dass auch ohne vorangehendes Übernahmeangebot die Höhe der Abfindung beim Squeeze-out nicht dem anspruchsvolleren Entire Business-Test zu unterziehen wäre, sondern lediglich das Appraisal-Verfahren zur Verfügung stünde.³⁴⁸ In einem wegweisenden Urteil befasste sich das Höchstgericht mit dem Zwangscharakter des Übernahmeangebots eines Bieters, der bereits die Kontrollmehrheit besitzt:³⁴⁹ Ist der Zwangscharakter gegeben, sie gilt der Entire Business-Test, anderenfalls das Appraisal-Verfahren zur gerichtlichen Prüfung der Abfindung. Demnach entfaltet das Übernahmeangebot eines Kontrollaktionärs dann keinen **Zwangscharakter**, wenn *erstens* die Annahmequote des Übernahmeangebots mindestens 50 % beträgt, wenn *zweitens* der Bieter die unverzügliche Vornahme eines Gesellschafterausschlusses ankündigt, sofern er nach dem Angebotsverfahren einen Anteil von mindestens 90 % hält und wenn *drittens* der Bieter die Verhandlungspartner, insb die Minderheitsaktionäre und ein ggf eingerichtetes unabhängiges Komitee nicht unter Druck setzt.

Die Befreiung des Squeeze-out nach einem Übernahmeangebot (auch eines Kontrollaktionärs unter bestimmten Bedingungen) vom uU langwierigen und kostenintensiven Entire Business-Test macht dieses Vorgehen zu einer in der Praxis sehr attraktiven Technik des Gesellschafterausschlusses.³⁵⁰ Getragen ist diese Abwägung zwischen dem Schutz der dissentierenden Aktionäre und den ökonomischen Interessen der Gesellschaft von der Überlegung, dass positive Synergien und weitere Wert-

³⁴⁶ Der Delaware Code – Title 8, Subchapter IX: Merger, Consolidation or Conversion, Sections (§§) 251 ff, ist in der aktuellen Version auch elektronisch abrufbar: <http://codes.lp.findlaw/decode/8/1/IX>.

³⁴⁷ Vgl Supreme Court of Delaware, In re Siliconix, Inc, Shareholders Litigation, No 18700, 2001, WL 716/787.

³⁴⁸ Vgl Supreme Court of Delaware, Glassmann vs Unocal Exploration Corp, 2001, 777 A.2d 242.

³⁴⁹ Vgl Supreme Court of Delaware, In re Pure Resosurces, Inc, Shareholders Litigation, 2002, 808 A.2d 421.

³⁵⁰ Vgl Subramanian, Journal of Legal Studies 2007, 1 ff.

schöpfungspotenziale aus dem Squeeze-out schnell realisierbar sein sollen. Mit dieser Rsp hat sich das Verfahren des Gesellschafterausschlusses tendenziell zu Ungunsten der Minderheitsaktionäre entwickelt.³⁵¹

c. Anteilswert und Börsenkurs

Die Bewertung der Anteile an Gesellschaften erfolgt in zwei Fällen, und zwar *erstens* bei den Verhandlungen zwischen dem Mehrheitsaktionär einerseits und den Board of Directors bzw einem eingesetzten Special Committee andererseits; idR werden Gutachter zur Bestimmung einer „Fairness Opinion“ eingesetzt. *Zweitens* erfolgt die Anteilsbewertung im Rahmen eines Entire Business Test oder eines Appraisal-Verfahrens; auch hier werden regelmäßig Gutachter hinzugezogen. Da und dort werden Anteilswerte durch einen Aufschlag auf den gegenwärtigen Börsenkurs der Aktien vereinfacht ermittelt.³⁵² Durch die Wahl des Zeitpunktes für den Gesellschafterausschluss und durch Maßnahmen des Managements zB im Hinblick auf die Bereitstellung von Informationen für den Kapitalmarkt entsteht hier ein bedeutender Gestaltungsspielraum.

Grundlegende Wertmaßstäbe für Unternehmensanteile beim Squeeze-out sind in den USA

- der „Fair Market Value“ und
- der „Fair Value“

von Anteilen.³⁵³ Der **Fair Market Value** fokussiert auf einen Wert, der bei Verhandlungen zwischen freiwillig handelnden hypothetischen Parteien auf der Grundlage einer ausreichenden Informationsbasis und ökonomischer Rationalität zustande käme; mit diesem Wertkonzept simuliert man einen effizienten, offenen und aktiven Kapitalmarkt. Der **Fair Value** zielt dagegen auf eine Transaktion, die die verkaufende Partei nicht freiwillig eingeht und in der sie uU über keine ausreichende Informa-

³⁵¹ Vgl Schilling, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären, 77.

³⁵² Dabei handelt es sich um eine sog „Kontrollprämie“, die auf diese Weise unabhängig von der Höhe des Gesamtanteils eines Aktionär jedem Anteil in gleicher Weise zugerechnet wird.

³⁵³ Vgl Hitchner, Financial Valuation, 783.

tionsgrundlage verfügt, es liegt eine sog. „dominierte Situation“ vor. Dieses Wertkonzept ist für den Fall des Gesellschafterausschlusses relevant.

Wenngleich die konkrete Interpretation dieser rechtlichen Wertkonzepte von Bundesstaat zu Bundesstaat in Details unterschiedlich ist, so entstehen zwei materiell bedeutende Fragen:

- die Frage nach dem **Bewertungszeitpunkt** und damit va nach der (Nicht-) Berücksichtigung von **Synergien** und zweitens
- die Frage nach der (Nicht-) Berücksichtigung von **Minderheitsabschlägen**.

Im Kontext des Gesellschafterausschlusses ist zu fragen, inwieweit erwartete Effekte aus dem Squeeze-out in die Bewertung der Anteile und folglich in die Bemessung der Abfindung einfließen sollen. Das ist die Frage nach dem **Bewertungszeitpunkt**: Sollen für die Anteilsbewertung die **Verhältnisse** in einen Zeitpunkt *vor* oder *nach* Ankündigung des Gesellschafterausschlusses maßgebend sein? In Delaware darf der Fair Value gem „Model Business Corporation Act (MBCA)“ keine Steigerungen (oder auch Verminderungen) des Werts im Gefolge der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme enthalten. Der Fair Value ist ein Anteilswert *vor* Bekanntgabe des Squeeze-out, er enthält das uU nur aus der Innenperspektive bekannte Ertragspotenzial, aber **keine erwarteten (positiven) Synergieeffekte** aus der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme selbst.³⁵⁴

Die zweite Frage ist auf die spezifische Kontroll- und Marktsituation von Minderheitsaktionären gerichtet. Soll der Wert von Minderheitsanteilen einen Abschlag wegen fehlender Einfluss- und Kontrollmöglichkeiten, einen sog „**Discount for Lack of Control**“ enthalten? Darüber hinaus ist die Handelbarkeit von börsennotierten Minderheitsanteilen vielfach eingeschränkt, dh Minderheitsaktionären steht uU nicht die Möglichkeit der freien Entscheidung zur Desinvestition offen, weil der Kapitalmarkt zu eng ist; hierbei geht es um einen sog „**Discount for Lack of Marketability**“. Die

³⁵⁴ Vgl Drukarczyk in Göbel/Heni, FS Scherrer, 640.

Marktenge bzw die Illiquidität des Marktes³⁵⁵ führt gemeinhin - in der isolierten Sichtweise - zu einem geringeren Wert für Minderheitsanteile.

Seit 2001 schließt der Wortlaut des Model Business Corporation Act (MBCA) den Ansatz von Minderheitsabschlägen wegen unzureichender Kontrolle und wegen Marktenge aus. Auch die Rsp sieht keinen Anlass für die Berücksichtigung von Minderheitsabschlägen.³⁵⁶

Eine besondere Situation liegt im Fall börsennotierter Anteile vor. Der Supreme Court of Delaware geht von der Annahme aus, dass die an Börsen gebildeten Preise für Unternehmensaktien bereits einen „Minority Discount“ aufweisen. Der „**Fair Value**“ eines Anteils, der als angemessene Abfindung an die Minderheitsaktionäre gesehen wird, soll den prozentualen **Anteil am gesamten Unternehmenswert** vor Ankündigung des Gesellschafterausschlusses widerspiegeln. Werden Minderheitsanteile auf der Basis von **Börsekursen** bewertet, so ist folglich eine **fiktive „Control Premium“** aufzuschlagen.³⁵⁷ Es ist dieser Kontrollprämienaufschlag, der vom „Fair Market Value“, also von einem Marktpreis für Minderheitsanteile in nicht dominierten Situationen, zum (höheren) „Fair Value“ führt.

Über die Fragen nach der (Nicht-)Berücksichtigung von Synergien und von Minderheitsabschlägen hinaus ist für die Ermittlung des „Fair Value“ jedenfalls eine **Unternehmensbewertung** nach anerkannten Methoden vorzunehmen. Die Rsp von Delaware entwickelte sogar eine eigene Vorgehensweise, die „Delaware Block Valuation Method“, die mehrere Bewertungsverfahren berücksichtigt, indem sie die verfahrensspezifischen Unternehmenswerte mittels Gewichtung zu einem einzigen zusammenführt.³⁵⁸ Seit dem vom Supreme Court of Delaware behandelten Fall „Weinberger vs UOP, Inc“³⁵⁹ sind allerdings alle dem State of the Art entsprechenden Bewertungsverfahren anerkannt. Die bestehende Verfahrensvielfalt erlaubt eine dem

³⁵⁵ Die „Illiquidität des Marktes“ bedeutet, dass keine Anteile am Kapitalmarkt handelbar sind; sie verkörpert den Extrempunkt der Marktenge.

³⁵⁶ Vgl *Pinto*, Equity Asset Valuation, 388.

³⁵⁷ Vgl *Pratt*, Business Valuation: Discounts and Premiums, 35 ff.

³⁵⁸ Vgl *Hitchner*, Financial Valuation, 787.

³⁵⁹ Vgl Supreme Court of Delaware, *Weinberger vs UOP, Inc*, 1983, 457 A.2d 715.

jeweiligen Sachverhalt gerecht werdende flexible Handhabung.³⁶⁰ So kann zB ein Start-up-Unternehmen im Hochtechnologiebereich, bei dem das immaterielle Vermögen in Gestalt von Know How im Vordergrund steht, in Bezug auf das anzuwendende Verfahren anders bewertet werden als ein Blue-Chip-Unternehmen oder als eines in einem gesättigten, stabilen Markt.

Im Rahmen der nötigen Unternehmensbewertung sind in den USA drei Gruppen von **Verfahren** grundsätzlich anerkannt:³⁶¹

- Marktwertverfahren („Market Approach“),
- Substanzwertverfahren („Asset Approach“) und
- Ertragswertverfahren („Income Approach“).

Beim „**Market Approach**“ wird auf Referenzwerte vergleichbarer Unternehmen aufgebaut. Zunächst gilt es, vergleichbare Unternehmen zu identifizieren, Unterschiede va in Bezug auf die Größe zu quantifizieren und über Relativierungen zu berücksichtigen. Anschließend sind „Werte“ dieser Vergleichsunternehmen zu erheben: Dabei kann es sich *erstens* um **Kaufpreise für ganze Unternehmen**, also für 100 % des Eigenkapitals, jedenfalls aber für die Kontrollmehrheit handeln. *Zweitens* kommen marktübliche **Multiplikatoren für den Kauf von Unternehmen** in Frage; derartige „Multiples“ zur Eigenkapitalbewertung legen bestimmte Kennzahlen der Erfolgswelt wie „EBIT (Earnings before Interest and Taxes)“ und/oder Finanzwelt wie „Cash Flow nach Investitionen und Fremdkapitalzinsen“ des Unternehmens zugrunde.³⁶² Durch deren Multiplikation mit dem Multiple kommt man entweder zunächst zum gesamten Unternehmenswert, von dem die Schulden abzuziehen sind, um zum Wert des Eigenkapitals zu kommen, oder man gelangt direkt zum Wert des Eigenkapitals.

Drittens können im Fall börsenotierter Gesellschaften **Börsenkurse** der Anteile des Unternehmens, das es zu bewerten gilt, oder eines Vergleichsunternehmens Grund-

³⁶⁰ Vgl Fishman, Standards of value, 123.

³⁶¹ Vgl Mellen/Evans, Valuation for M&A, 110; auch Drukarczyk in Göbel/Heni, FS Scherrer, 640 Fn 46.

³⁶² Vgl zB Mandl/Rabel in Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 80 f.

lage des Market Approach sein. Um von diesem „Fair Market Value“ der Aktie zum maßgeblichen „Fair Value“ zu kommen, ist er jedenfalls um die oben erwähnte Kontrollprämie zu erhöhen.

Die drei Wege des Market Approach führen zu einem angemessenen Unternehmenswert bzw Wert des Eigenkapitals. Der auf diese Weise gewonnene Eigenkapitalwert ist auf den einzelnen Anteil herunter zu brechen, um den **Fair Value der einzelnen Aktie** zu erhalten.

Der „**Asset Approach**“ versucht, vom Vermögen laut Handelsbilanz ausgehend den Fair Market Value des Unternehmens zu ermitteln. Man deckt stille Reserven auf, indem va nicht aktivierbare immaterielle Vermögenswerte aufgenommen werden, man berücksichtigt außerbilanzielle Vermögenswerte und Verbindlichkeiten und zieht die Bilanzschulden ab. Das zentrale Problem des Asset Approach liegt in seiner grundsätzlichen Unvereinbarkeit mit der „Going Concern-Prämisse“, also mit dem Grundsatz der Unternehmensfortführung. Unter der Annahme der Fortführung bedeuten hypothetische, für die einzelnen Assets isoliert ermittelte Liquidationswerte idR eine Unterbewertung. Da ein Gesellschafterausschluss gerade im Hinblick auf eine vereinfachte und meist verbesserte Fortführung erfolgt, scheidet der Asset Approach für Zwecke der Squeeze-out-Bewertung grundsätzlich aus.³⁶³

Der „**Income Approach**“ fokussiert auf den erwarteten Zufluss von Nutzengrößen in der Zukunft. Dabei handelt es sich entweder um einen Zufluss für alle Kapitalgeber oder lediglich für die Eigenkapitalgeber; demnach kommt man entweder zunächst zum Unternehmenswert oder unmittelbar zum Wert des Eigenkapitals. Diese in der Zukunft liegenden Nutzenzuflüsse werden mit einem Diskontierungsfaktor auf den Betrachtungszeitpunkt abgezinst und ggf um Schulden vermindert, um den Fair Value des Eigenkapitals zu erhalten.³⁶⁴ Innerhalb des Income Approach gilt das „Discounted Cash Flow- (DCF-)Model“ als Standardbewertung für den Squeeze-out.³⁶⁵

³⁶³ Vgl Hitchner, Financial Valuation, 323.

³⁶⁴ Vgl zB Palepu, Business Analysis and Valuation, 294.

³⁶⁵ Vgl Zyla, Fair Value Measurements, 172.

Alternativ kann das prinzipiell zum selben Wert führende „Discounted Abnormal Earnings-Model“ für die Fair Value-Bewertung des Eigenkapitals eingesetzt werden, bei dem im Kern ein Übergewinnstrom diskontiert und dem aktuell vorhandenen Invested Capital hinzugerechnet wird.³⁶⁶

d. Resümee zur angemessenen Abfindung und zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen in den USA

Der „**Fair Value**“ eines Minderheitsanteils gilt in den USA als angemessene Abfindung in der dominierten Situation des Gesellschafterausschlusses. Der Fair Value

- enthält keine **Synergieeffekte** aus der Ausschlussmaßnahme, ist also für die Verhältnisse in einem Zeitpunkt *vor* Ankündigung des Squeeze-out zu ermitteln,
- enthält keine **Minderheitsabschläge** für fehlenden Einfluss und für Marktenge; bei Vorliegen von Börsenkursen ist daher eine fiktive Kontrollprämie zur Kompensation des in den Börsenkursen eingepreisten Minderheitsabschlages hinzuzurechnen,³⁶⁷
- bedarf steht einer **Unternehmensbewertung** nach anerkannten Methoden.

Bemerkenswert ist im Hinblick auf die unten zu erörternde Rsp in Österreich und Deutschland zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen bei der Anteilsbewertung, dass in den USA der Börsenkurs von Anteilen niemals als *Untergrenze* der Abfindung verwendet wird, sondern dass explizit ein Kontrollprämienaufschlag zur Kompensation des in den Börsenkursen eingepreisten Minderheitsabschlages vorzunehmen ist. Maßgeblich für die Abfindung ausscheidender Gesellschafter ist nicht ein tatsächlicher Marktpreis iSe „Fair Market Value, der zB ein Börsenkurs sein kann, sondern der „Fair Value“ des Anteils iSe ein um eine Kontrollprämie erhöhten Marktpreises bzw Börsenkurses.

³⁶⁶ Vgl Thomas/Gup, The valuation handbook, 174.

³⁶⁷ Drukarczyk resümiert, dass Börsenkursen aus der Zeit vor dem Squeeze-out keine wichtige Rolle bei der Ermittlung des Fair Value eines Anteils zukomme; vgl Drukarczyk in Göbel/Heni, FS Scherrer, 640.

III. Entwicklungslinien der Rsp zur angemessenen Abfindung unter besonderer Berücksichtigung von Börsenkursen

A. Entwicklungslinien der deutschen Rsp zur angemessenen Barabfindung und zur Relevanz von Börsenkursen

1. Keine Maßgeblichkeit von Börsenkursen bis 1999

Die verfassungsrechtliche Zulässigkeit einer Mehrheitsumwandlung, bei der das Vermögen einer AG auf eine andere AG nach § 15 UmwG übertragen wird, fußt auf „gewichtigen Gründen des allgemeinen Wohls“, stellt das BVerfG 1962 im sog. „Feldmühle-Urteil“ fest.³⁶⁸ Der Eingriff in das Eigentum von Aktionären erfolgt hier nicht durch staatliches Handeln, sondern durch Maßnahmen unter Privaten, und er ist in den Augen des BVerfG nur dann zulässig, wenn dabei die Interessen der ausgeschlossenen Minderheit ausreichend gewahrt bleiben.³⁶⁹

Die Interessen dieser Minderheit bleiben dann gewahrt, wenn ihnen eine „**wirtschaftlich volle Entschädigung**“, also eine „**angemessene Abfindung**“ gewährt wird; darüber hinaus sind wirksame Rechtsbehelfe vorzusehen, die einen Missbrauch wirtschaftlicher Macht verhindern.³⁷⁰ Mit der angemessenen Abfindung erhalten ausgeschlossene Gesellschafter das, was die „gesellschaftliche Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist“³⁷¹.

Damit wird zwar der materielle Kern der angemessenen Abfindung umrissen, konkrete Hinweise und Vorgaben zur Ermittlung einer derartigen Entschädigung gibt das BVerfG allerdings nicht. In der Begründung der Entscheidung findet sich lediglich der generelle Verweis auf die Wertfindung im damaligen Spruchstellenverfahren.³⁷² Das BVerfG überlässt die Konkretisierung einer angemessenen Abfindung offenbar bewusst der folgenden Rsp; ihr obliegt es, konkrete Anhaltspunkte und Vorgehensweisen für die Bewertung von Unternehmen im Allgemeinen und von Unterneh-

³⁶⁸ Vgl BVerfG, 7.8.1962, 1 BvL 16/60; BVerfGE 14, 263, 282; NJW 1962, 1667.

³⁶⁹ Vgl BVerfGE 14, 263, 277, 282.

³⁷⁰ Vgl Ramesohl, Aktieneigentum, 11.

³⁷¹ BVerfGE 14, 263, 284.

³⁷² Vgl Ramesohl, Aktieneigentum, 11.

mensanteilen im Besonderen und damit für das Finden einer wirtschaftlich vollen Entschädigung zu entwickeln.

Die Ermittlung des wahren Werts des Unternehmensanteils verlangt eine Bewertung des Unternehmen als Ganzes und ein Herunterbrechen dieses Unternehmenswerts auf den betrachteten Anteil (**indirekte** Methode) und /oder eine **direkte** Bewertung des Anteils am Unternehmen (ohne eine vorangehende Bewertung des ganzen Unternehmens). Da die volle Abfindung wirtschaftliche Schäden vom auszuschließenden Minderheitsgesellschafter fern halten soll, ist eine Betrachtung seiner Veräußerungsmöglichkeiten uU aufschlussreich. Man kann also nach den Möglichkeiten und Erlösen einer **Desinvestition des Unternehmensanteils** fragen. Ist die zugrunde liegende AG börsennotiert, so liegt zunächst das Vorgehen nahe, bei der Ermittlung des möglichen Veräußerungserlöses auf **Börsekurse** abzustellen. Denn schließlich könnte der Minderheitsgesellschafter, so die Annahme, diesen Betrag bei einer freiwilligen Desinvestition erreichen.

Die Rsp zur Abfindungshöhe nach dem „Feldmühle-Urteil“ des BVerfG praktizierte die indirekte Methode, sie lehnte eine direkte Anteilsbewertung ab und wandte sich explizit **gegen die Maßgeblichkeit von Börsekursen**. Einen – durchaus auch noch heute bedeutenden – Meilenstein hierbei bildet das Urteil des BGH vom 30. März 1967³⁷³ zu § 12 UmwG aF, in dem der BGH sich mit der vom BVerfG verlangten wirtschaftlich vollen Entschädigung und insbes mit der Maßgeblichkeit von Börsekursen beschäftigt. Der BGH führt aus, dass der Börsekurs zwar den wahren Wert von Aktien decken, aber ebenso höher oder niedriger ausfallen könnte; dieser Kurs käme nach Angebot und Nachfrage in einzelnen Augenblicken zustande und würden deshalb von der Größe oder auch der Enge des Marktes, von zufallsbedingten Umsätzen, von Einflüssen der Spekulation und von Einflüssen nicht wertbezogener Art – wie von politischen Ereignissen, Gerüchten, Informationen, psychologischen Momenten und einer allgemeinen Tendenz – abhängen. Darüber hinaus unterliege der Börsekurs unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen; der BGH verweist

³⁷³ Vgl BGH, 30.3.1967, II ZR 141/64; AG 1967, 264.

dabei auf die Entwicklung der letzten Jahre vor diesem Urteil.³⁷⁴ Resümierend hält der BGH zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen fest: „Das schließt es aus, der Berechnung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs zu Grunde zu legen.“³⁷⁵

Diese Vorgabe des BGH führte in der Bewertungspraxis dazu, dass viele Jahre hindurch Börsenkursen keine Maßgeblichkeit für die Abfindungsbemessung zuerkannt wurde. So wurde auch in der mehr als 20 Jahre praktizierten Stellungnahme des deutschen Instituts der Wirtschaftsprüfer (IdW) ausschließlich die zukunftsorientierte „Ertragswertmethode“ für die Wertfindung bei Unternehmensanteilen empfohlen;³⁷⁶ die Neufassung aus dem Jahr 2000³⁷⁷ brachte zum einen die Zulässigkeit der modernen – so wie die Ertragswertmethode – zukunftsorientierten DCF- (Discounted-Cash-Flow)-Verfahren zur Unternehmensbewertung und zum anderen die Berücksichtigung von Börsenkursen ausschließlich zur Plausibilitätskontrolle eines Unternehmenswerts. Auch die wissenschaftliche Lehre einschließlich der Kommentare zum AktG sprach sich in dieser Zeit einhellig für Ertragswerte und aus den im BGH-Urteil aufgeführten Gründen gegen die Maßgeblichkeit von Börsenkursen bei der Abfindungsbemessung aus.³⁷⁸

2. Der Weg zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen als Untergrenze

Die Position der Irrelevanz von Börsenkursen bei der Abfindungsbemessung wurde schon 1963, also schon vor dem wegweisenden BGH-Urteil aus 1967, durch das OLG Hamm durchbrochen.³⁷⁹ In der Urteilsbegründung wird ua ausgeführt, dass es der **Börsenkurs** sei, den der Hauptgesellschafter für die Anteile bei einem Anteilerwerb über die Börse als Alternative zur Umwandlung mindestens hätte zahlen müssen

³⁷⁴ Vgl BGH, 30.3.1967, II ZR 141/64; AG 1967, 264.

³⁷⁵ BGH, 30.3.1967, II ZR 141/64; AG 1967, 264.

³⁷⁶ Vgl IdW HFA 2 /1983; Hüffer/Schmidt-Assmann in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 34 f; Müller in Westermann/Mock, FS Bezenberger, 705 f.

³⁷⁷ Vgl IdW HFA 2000, S. 1.

³⁷⁸ Vgl Busse von Colbe in Schneider et al, FS Lutter, 1055 ff; Drukarczyk, AG 1973, 457; Müller in Westermann/Mock, FS Bezenberger, 714 ff; einen Überblick hierzu gibt Krause in Grundmann/ Haar/Merk, FS Hopt, 1005 ff.

³⁷⁹ Vgl OLG Hamm, 23.1.1963, 8 AR 1/60.

und den der Minderheitsgesellschafter bei einem Anteilsverkauf über die Börse mindestens erhalten hätte.

Gegen die durch den BGH vorgezeichnete Linie, Börsenkurse bei der Abfindungsbemessung nicht zu berücksichtigen, wandte sich erstmals das BayOLG im Jahr 1998.³⁸⁰ Die Grundlage bildete ein Antrag der außen stehenden Aktionäre der „EKU AG“, die mit der „Gebrüder März AG“ einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag geschlossen hatte, auf Überprüfung der angebotenen Barabfindung. Der in einem Gutachten ermittelte Ertragswert der „EKU AG“ führte – durch Herunterbrechen auf die einzelne Aktie – zu einer Abfindung iSe **anteiligen Ertragswerts** von DM 1.303, der **Börsenkurs** am Stichtag betrug allerdings DM 2.375. Die Kritik am Barabfindungsangebot aufgrund des Ertragswerts bezog sich zum einen auf eine äußerst problematische Bewertung von Grundvermögen und zum anderen auf den verwendeten Kalkulationszinsfuß bei der Abzinsung der künftigen Überschüsse. Das BayOLG entschied, dass das vorliegende Bewertungsgutachten für die Abfindungsbemessung ungeeignet, dass ein weiteres Gutachten aus Gründen der Kostenerstattung allerdings nicht einzuholen und dass stattdessen – angesichts der Verpflichtung des Gerichts zur Festsetzung einer Barabfindung – auf den Börsenkurs der „EKU AG“ zurückzugreifen sei.³⁸¹

Dieser Beschluss des BayOLG ist zwar im Kontext einer sehr schwierigen Lage des Verfahrens zu sehen ist, dennoch ist bemerkenswert, dass dem Börsenkurs deshalb die Maßgeblichkeit iSe **Abfindungsuntergrenze** zuerkannt wird, weil Aktien zu diesem Preis jederzeit veräußert werden könnten. Das Gericht hebt allerdings die besonderen Verhältnisse des vorliegenden Falls hervor, die andere Möglichkeiten der Ermittlung eines verlässlichen Unternehmens- und Anteilswerts ausschließen würden.³⁸² Dennoch kann dieser Beschluss als ein erster Schritt interpretiert werden, den Börsenkurs bei der Bemessung einer angemessenen Abfindung zu berücksichtigen.

³⁸⁰ Vgl BayOLG, 29.9.1998, 3 Z BR 159/94..

³⁸¹ Vgl BayOLG, 29.9.1998, 3 Z BR 159/94, 44 f.

³⁸² Vgl BayOLG, 29.9.1998, 3 Z BR 159/94, 45.

Der **DAT/Altana-Beschluss** des BVerfG vom 27. April 1999³⁸³ bringt die radikale Wende hin zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen bei der Abfindungsbemessung. Die Grundlage bildete eine Verfassungsbeschwerde einer ehemaligen Aktionärin der „DAT (Deutsch-Atlantische Telegraphengesellschaft AG)“; sie sah sich in ihren Rechten aus Art 14 Abs 1 GG zum Eigentumsschutz dadurch verletzt, dass der Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung im Spruchstellenverfahren unberücksichtigt blieb. Die „DAT“, eine börsennotierte AG, unterstellte sich mittels eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages der börsennotierten „Altana AG“, in dem den Minderheitsaktionären der „DAT“ über einen jährlichen variablen Ausgleich hinaus eine Barabfindung angeboten wird. Wegen Unangemessenheit des Abfindungsangebots beantragte die Aktionärin ein Spruchstellenverfahren, und zwar mit der Begründung, dass die „Altana AG“ im Vorfeld „DAT“-Aktien zu einem Preis erworben hätte, der über der nunmehr angebotene Abfindung liegt, und dass der Börsenkurs der „DAT“-Aktien über lange Zeiträume hinweg erheblich höher war als der Anteilswert, der sich aus dem im Gutachten ermittelten Ertragswert ergibt.

Die „Altana AG“ besaß 95 % der „DAT“-Aktien, die Eingliederung wurde durch die HV beschlossen und in das Handelsregister eingetragen. Die „Altana AG“ bot für die „DAT“-Aktien neben einer Abfindung in Aktien eine Barabfindung an. Klagen vor dem LG Köln³⁸⁴ und die Beschwerde beim OLG Düsseldorf³⁸⁵ wegen des nicht berücksichtigten Börsenkurses bei der Abfindungsbemessung waren ohne Erfolg. Die Begründungen folgten der ständigen Rsp des BGH, dass es bei der angemessenen Abfindung auf den wahren, inneren Wert des Unternehmens und eben nicht auf den Börsenkurs mit seinem zufälligen Charakter ankäme.³⁸⁶

Die „DAT“-Aktionärin legte daraufhin Beschwerde beim BVerfG ein, da sie sich durch dieses Vorgehen in ihren Rechten aus Art 14 Abs 1 GG maßgeblich verletzt sah. Stellungnahmen, die von der „Altana AG“, vom Bundesverband der deutschen Industrie, dem Bundesministerium der Justiz, vom BGH und vom Institut der Wirt-

³⁸³ Vgl BVerfG, 27.4.1999, 1 BvR 1613/94.

³⁸⁴ Vgl LG Köln, 16.12.1992, 91 O 204/88; DB 1993, 217.

³⁸⁵ Vgl OLG Düsseldorf, 7.1.1993, 6 U 44/92; AG 1995, 84; BB 1993, 1847.

³⁸⁶ Vgl Ramesohl, Aktieneigentum, 13.

schaftsprüfer eingeholt wurden, lehnten eine Maßgeblichkeit des Börsenkurses bei der Abfindungsbemessung ab. Grundtenor der Stellungnahmen war, dass der Wert eines Unternehmens in seiner Fähigkeit zur Überschusserzielung in der Zukunft liege. Der Barwert dieser künftigen „Ertragsüberschüsse“ führe zum Unternehmenswert und dieser zum quotalen Anteilswert. Im Kontext der Abfindung von Gesellschaftern sei auf typisierende Annahmen zu Erwartungen und Kapitalisierungssätzen abzustellen. Nur im Fall eines vollkommenen Kapitalmarktes würde ein Börsewert den geforderten inneren Wert der Gesellschaft richtig widerspiegeln. Da eine derartige Vollkommenheit nicht bestehe, sei ein Börsenkurs weder als alleiniger Wertmaßstab bei Unternehmensbewertungen geeignet noch könne er als Wertuntergrenze für einen Unternehmensanteil dienen. Der Börsenkurs stelle einen Anteilswert dar, der durch die in einem konkreten Zeitpunkt an der Börse agierenden bisherigen und neuen Aktionäre zustande komme. Das Institut der Wirtschaftsprüfer empfiehlt jedoch, Börsenkurse für eine Plausibilitätsprüfung des Unternehmenswerts zu verwenden, dh im Fall signifikanter Diskrepanzen sei nach ihren möglichen Ursachen zu fragen. Der II. Zivilsenat des BGH lehnte die Berücksichtigung des Börsenkurses mit Hinweis auf seine ständige Rsp ab.³⁸⁷

Mit dem Beschluss vom 27. April 1999 sieht das BVerfG die Rechte der Beschwerdeführerin aus Art 14 Abs 2 GG durch die Beschlüsse des OLG mit der Nichtberücksichtigung des Börsenkurses als verletzt an.³⁸⁸ Das bedeutete eine **Kehrtwende** zur bisherigen Rsp und herrschenden Meinung sowie eine Weiterführung jenes Weges, den das BayOLG im Jahr 1998 vorzeichnete. Das BVerfG hob die Beschlüsse auf und verwies die Sache zur neuerlichen Entscheidung zurück.

Die zentrale Aussage der BVerfG-Entscheidung liegt darin, dass die verfassungsrechtlich gebotene volle Abfindung, die eine Bar- und/oder Abfindung in Aktien sein kann, den **Verkehrswert** der Anteile nicht unterschreiten und dass deshalb die Abfindung **nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses** festgesetzt werden dürfe. Aktieneigentum sei durch eine besondere Verkehrsfähigkeit gekennzeichnet und

³⁸⁷ Vgl Luttermann, ZIP 2001, 870; Ramesohl, Aktieneigentum, 13 und Fn 28.

³⁸⁸ Vgl BVerfG, 27.4.1999, 1 BvR 1613/94; DB 1999, 1693; NZG 1999, 931; WPg 1999, 790.

daher sei dieser problemlos erzielbare Erlös in die Bewertung der Anteile und in die Ableitung einer Abfindung einzubeziehen. Das BVerfG sieht in einer indirekten Anteilsbewertung auf der Basis eines Ertragswerts keine verfassungsrechtlichen Bedenken, doch der Börsenkurs sei im Regelfall **als Untergrenze des Anteilswerts** anzusehen.³⁸⁹

Die – im Vergleich zur bisherigen (nahezu) ständigen Rsp – neue Bewertungsregel lautet mithin: Der Wert einer Aktie wird indirekt aus einer zukunftsorientierten Unternehmenswertung abgeleitet und der Börsenkurs fungiert als **Untergrenze** des Anteilswerts. Eine Nichtberücksichtigung des Börsenkurses in der Gestalt, dass ein Anteilswert und in der Folge eine Abfindung *unter* dem Börsenkurs festgelegt wird, stelle eine Ausnahme von der formulierten Bewertungsregel dar. Derartige Ausnahmen seien nach Ansicht des BVerfG denkbar, die Darlegungs- und Beweislast für derartige Umstände liege allerdings beim abfindungsberechtigten Gesellschafter. Verfassungsrechtlich unbedenklich sieht das BVerfG einen Anteilswert und eine Abfindung, die den Börsenkurs *überschreiten*.³⁹⁰

Diese Bewertungsregel soll dem BVerfG entsprechend nicht nur für die gegenständlichen Abfindungsangebote in bar oder Aktien, sondern wegen der übereinstimmenden Problemlagen auch für den variablen Ausgleich sowie für die Barabfindung bei der Mehrheitseingliederung gelten.

³⁸⁹ Vgl BVerfG, 27.4.1999, 1 BvR 1613/94; DB 1999, 1693.

³⁹⁰ Vgl Hüffer/Schmidt-Assmann in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 33; Riegger, DB 1999, 1889.

3. Zentrale Grundsätze zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen seit 1999

Die wesentlichen Grundsätze zur Bewertungsregel nach dem BVerfG sind:³⁹¹

- **Grundsatz der vollen Abfindung:**

Der Abzufindende muss als Entschädigung das erhalten, was sein Anteil an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Eine Entschädigung kann nur dann als „voll“ gelten, wenn sie den „wahren“, den „inneren“ Wert einer Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen darstellt, und zwar unter Berücksichtigung von stillen Reserven und eines inneren Geschäfts- oder Firmenwerts.

- **Grundsatz des Verkehrswerts als Untergrenze:**

Der Abzufindende muss iSe Untergrenze zumindest das erhalten, was er bei einer „freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des Unternehmensvertrages oder der Eingliederung erlangt hätte“. Die Untergrenze einer „wirtschaftlich vollen Entschädigung“ nach Art 14 Abs 2 GG liegt also im Verkehrswert der Aktie.³⁹²

- **Grundsatz des Börsenkurses als Spezialfall des Verkehrswerts:**

Im Fall börsenotierter Aktien ist der Verkehrswert der Aktie regelmäßig mit dem Börsenkurs identisch. Eine Abfindung unter dem Börsenkurs ist daher idR mit dem GG nicht vereinbar.

- **Ausnahmetatbestände zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses:**

Abweichungen vom Grundsatz des Börsenkurses als Abfindungsuntergrenze lässt das BVerfG dann zu, wenn der Börsenkurs dem Verkehrswert der Aktie ausnahmsweise nicht entspricht. Derartige Ausnahmefälle sind vornehmlich

³⁹¹ Vgl BVerfG, 27.4.1999, 1 BvR 1613/94; DB 1999, 1693; *Ramesohl*, Aktieneigentum, 15 f; *Nowotny*, RdW 1999, 12 f.

³⁹² Das Abstellen auf die „freie Desinvestitionsentscheidung“ fußt auf einer Regel im Steuerrecht: Der „gemeine Wert“ eines Wirtschaftsguts wird § 9 Abs 2 BewG folgend durch jenen Preis bestimmt, der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach der Beschaffenheit des Gegenstandes erzielbar wäre. Dabei stellt man nicht auf einen konkreten Preis, sondern auf einen objektivierten Preis ab, der als Veräußerungserlös auf dem freien Markt erzielbar wäre. Vgl *Ramesohl*, Aktieneigentum, Fn 39.

bei der sog. „Marktenge“ und der Manipulation von Börsenkursen gegeben. Im Fall der „Marktenge“ wird nur ein sehr kleines Volumen an Aktien an der Börse gehandelt, es findet ein Börsenhandel über längere Zeiträume nicht statt u.Ä. Aufträge auf Kauf oder Verkauf vermögen hier gravierende Auswirkungen auf den Börsenkurs zu zeitigen.

- **Grundsatz der Methodenfreiheit:**

Die Methode der Ermittlung eines Unternehmens- und Anteilswerts sowie einer Abfindung gibt Art 14 GG nicht vor. Das BVerfG sieht keine verfassungsrechtlichen Bedenken gegen das Vorgehen, den Wert von Unternehmen aus den erwarteten künftigen Überschüssen - unter Beachtung der Maßgeblichkeit des Börsewerts als Untergrenze - abzuleiten.

Die Konkretisierung dieser verfassungsrechtlichen Vorgaben, auch in Bezug auf Ausnahmetatbestände zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses als Wertuntergrenze überlässt das BVerfG den Zivilgerichten.³⁹³ Die Entscheidung des BVerfG ist für die nachstehenden Gerichte gemäß § 31 Abs 1 BVerfGG sowohl hinsichtlich des Tenors als auch in Bezug auf die zentralen Entscheidungsgründe über den konkreten Einzelfall hinaus auch für gleichartige Anlässe bindend.³⁹⁴

4. Zur Konkretisierung der Maßgeblichkeit von Börsenkursen

In Fortsetzung des „DAT/Altana“-Falls stellt das OLG Düsseldorf auf den Börsenkurs der „DAT“, der abhängigen Gesellschaft, am Tag der Beschlussfassung der Maßnahme iSe Stichtagskurses ab; nur im Ausnahmefall eines fehlenden Börsenkurses für diesen Stichtag oder im Fall von Manipulationen des maßgeblichen Stichtagskurses sei auf einen Durchschnittskurs abzustellen.³⁹⁵ Das OLG Stuttgart fällte allerdings vorausgehend die Entscheidung für einen Durchschnittskurs, und zwar auf Basis

³⁹³ Zur zivilgerichtlichen Umsetzung der BVerfG-Rsp vgl zB *Bungert/Eckert*, BB 2000, 1845 ff; *Wilm*, NZG 2000, 234 ff.

³⁹⁴ Vgl *Lechner/Zuck*, Komm BVerfGG, § 31 Rn 30.

³⁹⁵ Vgl OLG Düsseldorf, 25.5.2000, 19 W 1/93; AG 2000, 422.

eines längeren Zeitraums vor der Bekanntgabe der Konzernierungs- oder Verschmelzungsmaßnahme; der Referenzzeitraum solle fünf Monate umfassen und erhebliche Kurssteigerungen ab Bekanntwerden der beabsichtigten Maßnahmen seien herauszurechnen.³⁹⁶ Das OLG Düsseldorf war wegen der anders lautenden Entscheidung des OLG Stuttgart an der Umsetzung gehindert, so dass es zur Divergenzvorlage an den BGH kam.³⁹⁷

Aufgrund der Vorlage des OLG Düsseldorf beschäftigte sich der BGH mit der Konkretisierung der einschlägigen Vorgaben des BVerfG. Diese erforderte eine Abkehr von der bis dahin ständigen Rsp und führte zu einem Richtung weisenden Beschluss des BGH im Jahr 2001.³⁹⁸

Der II. Zivilsenat des BGH setzte sich mit dem adäquaten zeitlichen Maßstab des relevanten Börsenkurses auseinander. Die Frage lautete, ob ein **Stichtagskurs**, etwa im Zeitpunkt der HV, oder ein **Durchschnittskurs** maßgeblich sein soll, wobei im Fall des Durchschnittskurses die Fragen der Länge und der Lage des Referenzzeitraums zu beantworten sind. Der Senat nutze die Gelegenheit für eine umfassende Konkretisierung des durch das BVerfG vorgegebenen Rahmens.³⁹⁹

Die Detaillierung des Gestaltungsrahmens durch den BGH fokussiert auf zwei Punkte, und zwar

- erstens auf den **Verkehrswert** in Verbindung mit dem Börsenkurs und
- zweitens auf die Länge und die Lage eines **Referenzzeitraumes**.

Vom Grundsatz der wirtschaftlich vollen Entschädigung ausgehend beschäftigt sich der BGH zunächst mit dem Inhalt und der Bedeutung des **Verkehrswerts** bei der Abfindungsbemessung. Der Verkehrswert bilde jenen Wert ab, der bei einer freien Entscheidung zum Verkauf erzielbar wäre, er stelle die wirtschaftlich volle Entschädigung für den Abzufindenden dar. Im Fall börsennotierte Anteile liege dieser ge-

³⁹⁶ Vgl OLG Stuttgart, 4.2.2000, 4 W 15/98; NZG 2000, 744; *Wilm*, NZG 2000, 1070 ff.

³⁹⁷ Es handelt sich dabei um eine Vorlagefrage nach § 28 Abs 2 FGG.

³⁹⁸ Vgl BGH, 12.3.2001, II ZB 15/00; DB 2001, 963.

³⁹⁹ Vgl *Ramesohl*, Aktieneigentum, 40.

suchte Verkehrswert idR **im Börsenkurs** der Aktien, dh der Börsenswert stelle den Verkehrswert der Anteile dar. Folglich erfülle eine Abfindung zum Börsenkurs regelmäßig die aus dem Eigentumsschutz abgeleitete Vorgabe der vollen Entschädigung.⁴⁰⁰

Der BGH geht von der grundsätzlichen Übereinstimmung von Verkehrs- und Börsenswert aus. Dahinter steht die Annahme, dass alle Informationen über die künftigen wirtschaftlichen Erfolge des Unternehmens am Kapitalmarkt verfügbar und in die Börsenkurse der Anteile eingepreist sind. Der Börsenkurs als Marktpreis für Anteile spiegle daher den wahren oder inneren Wert der Anteile am arbeitenden Unternehmen wider. So würden potenzielle Käufer und Verkäufer von Anteilen ihre Entscheidungen an der Marktbewertung, also an der Einschätzung des Marktes ausrichten.⁴⁰¹

Der BGH formuliert damit quasi den **Grundsatz des Börsenkurses als Verkehrswert** der Aktie. Da eine Abfindung in Höhe des Verkehrswerts geboten ist, stelle der Börsenkurs den primär maßgeblichen Bewertungsmaßstab dar. Nur in – den schon vom BVerfG genannten – Ausnahmefällen der **Markteng**, für die der BGH das Beispiel der Aussetzung des Handels anführt, und der **Kursmanipulation** verliere der Börsenkurs seine Funktion für die Abfindungsbemessung. Liegt ein Verkehrswert iSd Börsenkurses nicht vor oder ist er ausnahmsweise nicht maßgeblich, so sei der Verkehrswert mit Hilfe einer Unternehmensbewertung nach anerkannten Methoden zu ermitteln.⁴⁰²

Der BGH räumt allerdings ein, dass der Börsenkurs der Aktie und der Unternehmenswert, genauer der auf die einzelne Aktie herunter gebrochene Unternehmenswert, also der sog „quotale Unternehmenswert“, nicht stets übereinstimmen würden. Daraus zieht er den Schluss, dass abzufindende Gesellschafter jedenfalls, also als **Untergrenze**, den Verkehrswert der Aktien iSd Börsenkurses zu erhalten hätten. Für den

⁴⁰⁰ Vgl BGH, 12.3.2001, II ZB 15/00; BGHZ 147, 115 f.

⁴⁰¹ Vgl BGH, 12.3.2001, II ZB 15/00; BGH 147, 116.

⁴⁰² Vgl BGH, 12.3.2001, II ZB 15/00; BGH 147, 116.

Fall, dass eine Unternehmensbewertung zu einem höheren Anteilswert führt, seien Minderheitsaktionäre mit diesem höheren Schätzwert pro Anteil abzufinden.⁴⁰³

Liegt also ein maßgeblicher, dh ein nicht durch Marktenge oder Kursmanipulation verfälschter Börsenkurs, vor, so ist iSd BGH noch die Frage der Übereinstimmung mit dem Anteilswert aus einer Unternehmensbewertung zu stellen. Die Antwort kann nicht ex ante, sondern nur *nach* Durchführung einer derartigen Bewertung gegeben werden. Im Ergebnis läuft die Detaillierung des BGH darauf hinaus, zum einen den **Börsenkurs** der Anteile iSe Wertuntergrenze der Bewertung anzusehen und zum anderen eine **Unternehmensbewertung** und damit indirekte Anteilsbewertung durchführen zu müssen. Trotz des Vorrangs des Verkehrswerts iSe Börsenkurses bedeutet die Bewertungsregel des BGH, dass stets

- erstens eine Unternehmensbewertung mit Herunterbrechen auf den einzelnen Anteil zu verwirklichen ist und dass
- zweitens der – nicht durch Marktenge oder Kursmanipulation verfälschte – Börsenkurs als Abfindungsuntergrenze gilt.

Der zweite Punkt der Detaillierung des durch das BVerfG vorgegebenen Rahmens betrifft die Länge und die Lage des **Referenzzeitraums** für den Börsenkurs. Bei der Bemessung der Abfindung sind gem § 305 Abs 3 AktG die Verhältnisse im Zeitpunkt der Beschlussfassung durch die HV zu berücksichtigen. Nach Interpretation durch den BGH erfüllt nicht nur der Stichtagskurs des Beschlusstages diese Vorgabe, sondern auch ein Durchschnittskurs, der auf diesen Tag bezogen wird. Der II. Zivilsenat des BGH folgt einer mittleren Linie: Er lehnt einen Stichtagskurs ab und spricht sich für einen **Durchschnittskurs** über einen Referenzzeitraum von lediglich **drei Monaten** aus, und zwar rückwärts gerechnet vom Tag der HV, die die gesellschaftsrechtliche Maßnahme beschließt.⁴⁰⁴ Der BGH legt also den Referenzzeitraum nicht vor jenen Zeitpunkt, in dem die Ad hoc-Mitteilung zur beabsichtigten Maßnahme erfolgt,

⁴⁰³ Vgl BGH, 12.3.2001, II ZB 15/00; BGH 147, 117.

⁴⁰⁴ Vgl Hüffer/Schmidt-Assmann in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 34.

sondern vor den Zeitpunkt der HV, was eine materiell gravierende Abweichung zur Rechtsmeinung des OLG Stuttgart darstellt.⁴⁰⁵

Diesen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der HV sieht der BGH aus Gründen der Rechtssicherheit für erforderlich an, gleichzeitig hält er die Länge dieses Zeitraums vor dem Hintergrund, Kursmanipulationen zu begegnen, für ausreichend.⁴⁰⁶ Der dreimonatige Referenzzeitraum endet unmittelbar vor dem Tag des Beschlusses in der HV.⁴⁰⁷ Bemerkenswert erscheint, dass der BGH die Maßgeblichkeit des Börsenkurses in diesem Referenzzeitraum dadurch relativiert, dass „außergewöhnliche Tagesausschläge oder sprunghafte Entwicklungen, die sich nicht verfestigen“, herauszunehmen und damit nicht zu berücksichtigen seien.⁴⁰⁸

Ein für die Bemessung der Abfindung wichtiger Punkt, dem sich der BGH im Kontext des Börsenkurses ebenfalls zuwandte, liegt in der Einbeziehung von **Synergieeffekten**, also von positiven Verbundwirkungen zwischen herrschendem und beherrschtem Unternehmen bzw – übertragen auf den Gesellschafterausschluss - zwischen dem Mehrheitsgesellschafter und jenem Unternehmen, aus dem die Minderheitsgesellschafter ausgeschlossen werden. Der Börsenkurs wird auch durch inoffizielle und offizielle Informationen, wie zB durch Mitteilungen über bevorstehende gesellschaftsrechtliche Maßnahmen, in seiner Höhe beeinflusst. In welchem Ausmaß hierbei auch erwartete Auswirkungen iSv Synergieeffekten eingepreist werden, lässt sich nicht feststellen. Da der Kapitalmarkt derartige Effekte sowohl beim herrschenden als auch beim beherrschten Unternehmen einpreist, würden die Wertrelationen erhalten bleiben und die Aktionäre keiner der Gesellschaften benachteiligt. Der BGH hält es mit der Rsp des BVerfG zur Mindestabfindung für vereinbar, über den Börsenkurs auch (erwartete) Synergieeffekte bei der Bemessung der Abfindung zu berücksichtigen.⁴⁰⁹

⁴⁰⁵ Vgl Hüffer/Schmidt-Assmann in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 34.

⁴⁰⁶ Vgl BGH, 12.3.2001, II ZB 15/00; BGH 147, 118.

⁴⁰⁷ Diese starre Vorgabe der Länge und der Lage des Referenzzeitraums erntet auch Kritik; vgl zB Vetter, DB 2001, 1347 ff.

⁴⁰⁸ Vgl BGH, 12.3.2001, II ZB 15/00; BGH 147, 118

⁴⁰⁹ Vgl BGH, 12.3.2001, II ZB 15/00; BGH 147, 120.

Ebenso wie die grundsätzliche Berücksichtigung von Börsenkursen bei der Abfindungsbemessung stellt auch die Einbeziehung von Synergieeffekten eine Änderung der bisherigen Rsp dar. Denn diese wandte sich stets gegen die Berücksichtigung von sog. „Paketzuschlägen“, die im Fall des Erwerbs bzw Verkaufs größerer Anteilspakete idR bezahlt werden. Die wirtschaftliche Begründung derartiger Zuschläge zum Wert des *einzelnen* Anteils, der durch einen Börsenkurs abgebildet wird, liegt im möglichen Einfluss auf das Unternehmensgeschehen und in den damit uU realisierbaren positiven Verbundeffekten. Die einzelne Aktie eines „kleinen“ Anteils wird folglich niedriger bewertet als die einzelne Aktie eines Einfluss versprechenden Pakets.⁴¹⁰

Die frühere Ablehnung der Berücksichtigung von Synergieeffekten durch die deutsche Rsp wurde auch als markt- und insbes als kapitalmarktfeindliche Haltung angesehen.⁴¹¹ Eine Folge dieser Rsp war, dass angebotene Abfindungen vielfach unter dem Börsenkurs lagen, der offenbar erste Informationen über künftige positive Verbundwirkungen einpreiste.⁴¹²

5. Die weitere Rsp zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen

Die Grundsatzentscheidung des BVerfG aus 1999 und die Detaillierung durch den BGH aus 2001 stießen in der Literatur zunächst auf ein sehr positives Echo. Der Grund hierfür bestand in der Öffnung der Rsp für Markt- und insbesondere für Börsenwerte.⁴¹³ Mit der Einbeziehung dieser Art der Bewertung von Unternehmen und von Anteilen entstanden allerdings zahlreiche Fragen vornehmlich zu den **Ausnahmetatbeständen**, in denen der Börsenkurs nicht oder nur eingeschränkt maßgeblich ist. Im Folgenden werden die schon vom BVerfG angesprochenen Fälle der Markteng und der Kursmanipulation, ferner die Frage des Referenzzeitraums sowie der Wi-

⁴¹⁰ Vgl Gaal, Aktienkurs und Abfindung, 32,

⁴¹¹ Vgl zB Götz, DB 1996, 259 ff; Wenger ZIP 1993, 321 ff.

⁴¹² Vgl Gaal, Aktienkurs und Abfindung, 32; Stiltz, ZGR 2001, 877.

⁴¹³ Vgl zB Busse von Colbe in Schneider et al, FS Lutter, 1053; Luttermann ZIP 2001, 869 ff.

derlegbarkeit der Angemessenheit der Barabfindung beim übernahmerechtlichen Squeeze-out aus dem Blickwinkel der deutschen Rsp erörtert.

a. Markteng

„Markteng“ bedeutet, dass das Handelsvolumen einer Aktie an der Börse derart klein ist, dass größere Aufträge zum Kauf oder Verkauf an einem Tag nicht untergebracht werden können; der Terminus „Markteng“ steht also für sehr niedrige oder gar fehlende Tagesumsätze einer Aktie. Eine zentrale Ursache für Markteng kann darin liegen, dass sich die meisten Anteile in wenigen festen Händen befinden und folglich als nicht verkaufsfähig gelten.⁴¹⁴

Bspw beschäftigt sich das OLG Düsseldorf in seiner Entscheidung vom 13. März 2008⁴¹⁵ mit der Frage der Markteng im Kontext des vom BGH geforderten dreimonatigen Referenzzeitraums. Es führt detailliert aus, warum der Referenzzeitraum am Tag vor der **Bekanntgabe** der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme, also vor der Ad hoc-Mitteilung und nicht erst mit der HV enden sollte: Der Grund liegt in der Missbrauchsgefahr, die nach verfassungsrechtlicher Rsp gerade vermieden werden sollte.⁴¹⁶ In der Squeeze-out Situation befinden sich mindestens 95 % der Anteile in Händen des Hauptgesellschafters, die er im Zeitpunkt des Beschlusses der HV halten muss. Daher ist das theoretische Handelsvolumen an der Börse relativ klein. Das geringe Angebot an Anteilen und die damit einhergehende vergleichsweise geringe Nachfragemacht sowie die Spekulation weniger Aktionäre können zu sehr starken Kursanstiegen führen. Die Markteng im Vorfeld des Gesellschafterausschlusses, vor seiner Bekanntgabe, führt zur Frage, ob vor diesem Hintergrund gebildete Börsenurse für die Abfindungsbemessung noch relevant sein können.

⁴¹⁴ Vgl zB Beckmann, WPg 2004, 622; Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 167.

⁴¹⁵ Vgl OLG Düsseldorf, 13.3.2008, I 26 W 8/07; AG 2008, 498.

⁴¹⁶ Vgl BVerfG, 27.4.1999, 1 BvR 1613/94; ZIP 1999, 1436; auch BGH, 12.3.2001, II ZB 15/00; ZIP 2001, 734.

Neben dieser Missbrauchsgefahr führt das OLG aus, dass die Bekanntgabe der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme im Allgemeinen und des Abfindungsangebots im Besonderen den Börsenkurs nachhaltig beeinflusse und dass derartige Kurswirkungen nicht nur auf Synergieeffekten, sondern auch auf Abfindungserwartungen basierten.⁴¹⁷ Derartige Kurssteigerungen seien nicht nur Ausdruck des wirtschaftlichen Potenzials und des damit zusammenhängenden Ertragswerts.⁴¹⁸

Ein Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme wäre nach Ansicht des OLG Düsseldorf besser geeignet, zu einem „realistischen Börsewert“ zu gelangen. Eine **Marktenge** sei insbesondere **nach Bekanntwerden** der Maßnahme zu erwarten, da hier das Volumen an kaufbaren Anteilen idR drastisch sinke.⁴¹⁹

Da und dort wird in Rsp wie Literatur versucht, das Phänomen der Marktenge zu quantifizieren. So sieht der BGH Handelsumsätze von 2,5 bis 3,7 % des Aktienbestandes als zu hoch an, um von Marktenge zu sprechen; schematisierende Betrachtungen zur Marktenge werden vom BGH generell abgelehnt.⁴²⁰ Das OLG Stuttgart nimmt 2008 Marktenge in einem Fall an, in dem der Börsenkurs im Referenzzeitraum zwischen EUR 520 und EUR 700 schwankte.⁴²¹ Das OLG Düsseldorf betont 2008, dass sich im Börsenkurs der Verkehrswert von Aktien nur im Fall eines funktionierenden Börsehandels widerspiegle.⁴²²

Eine Orientierungsmarke zur Marktenge vermag die Wertung in § 5 Abs 4 WpÜG-AngebotsVO zu geben: Danach liegt Marktenge dann vor, wenn kumulativ während der letzten drei Monate an weniger als einem Drittel der Börsetage Börsenkurse festgestellt wurden oder wenn mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als fünf Prozent voneinander abweichen.

⁴¹⁷ IdS auch OLG Stuttgart, 16.2.2007, II ZB 18/09; ZIP 2007, 530.

⁴¹⁸ Vgl OLG Düsseldorf, 13.3.2008, I 26 W 8/07; AG 2008, 498.

⁴¹⁹ Vgl OLG Düsseldorf, 13.3.2008, I 26 W 8/07; AG 2008, 498

⁴²⁰ Vgl. BGH, 12.3.2001, II ZB 15/00; NJW 2001, 2083.

⁴²¹ Vgl OLG Stuttgart, 14.2.2008, 20 W 9/06.

⁴²² Vgl OLG Düsseldorf, 13.3.2008, 26 W 8/07.

Eine Marktenge führt zu einer hohen Schwankungsbreite, also Volatilität des Börsenkurses. Sie kann **zu steigenden Börsenkursen** führen, wenn verstärkt Nachfrage auftritt, die durch den Markt nicht ausreichend befriedigt werden kann; beim Gesellschafterausschluss kann ein Grund hierfür in der Erwartung hoher Abfindungen liegen. Sie kann auch **zu sinkenden Börsenkursen** führen, wenn nur noch Käufer in die Aktie investieren, die eine höhere Abfindung als den Börsenkurs erwarten. Jedenfalls erscheint die Annahme, bei einer freien Desinvestition könnten die Minderheitsgesellschafter den gegebenen Börsenkurs tatsächlich als Erlös erzielen, vor dem Hintergrund der Marktenge zweifelhaft.

Eine Marktenge erlaubt es obendrein dem Mehrheitsgesellschafter, den **Zeitpunkt des Gesellschafterausschlusses** strategisch zu wählen. Er kann also mit der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme so lange zuwarten, bis ein niedriges Niveau des Börsenkurses gegeben und damit im Fall seiner Maßgeblichkeit eine niedrige Abfindung zu leisten ist.

Die deutsche Rsp – und ebenso die Literatur – tun sich mit dem Phänomen der Marktenge, die das BVerfG als Ausnahmetatbestand vom Grundsatz des Börsenkurses als Abfindungsuntergrenze formuliert, sehr schwer. Bis heute ist das Kriterium der **Marktenge nicht eindeutig definiert**. In der Rsp werden immer wieder unterschiedlich Maßstäbe und Aspekte für oder gegen das Vorliegen von Marktenge zu entwickeln versucht. Ursprünglich wurde die Maßgeblichkeit des Börsenkurses – über die Abbildung des Verkehrswerts hinaus – auch aus verfahrensökonomischer Perspektive begrüßt. Der Verkehrswert verkörpert die volle Abfindung und im Fall des Börsenkurses kann der Verkehrswert der Anteile schnell und deshalb kostengünstig ermittelt werden, weil keine Unternehmensbewertung mehr vorzunehmen ist.⁴²³ Da die Rsp allerdings im Fall eines höheren Schätzwerts aufgrund einer Unternehmensbewertung den Börsenkurs lediglich als Untergrenze für eine Abfindung ansieht, ist letztlich in jedem Fall sowohl der Börsenkurs zu betrachten als auch eine Unternehmens-

⁴²³ Vgl. Luttermann, ZIP 1999, 52; auch die jüngere Rsp verweist (noch) auf das Argument der Verfahrensökonomie: vgl. zB LG Köln, 24.7.2009, 2 O 10/08.

bewertung durchzuführen.⁴²⁴ Der Aspekt der **Verfahrensökonomie** bei der Maßgeblichkeit von Börsenkursen geht damit verloren.

Das Phänomen der Marktenge vermag die Idee eines verkürzten und kostengünstigeren Verfahrens der Abfindungsbemessung sogar in das Gegenteil zu wenden. Denn werden in einem Verfahren Börsenkurse herangezogen, dann kann Marktenge eingewandt werden, werden dagegen Börsenkurse wegen Marktenge nicht berücksichtigt, dann kann die Existenz der Marktenge angezweifelt werden. Für den Nachweis eines funktionierenden Marktes bzw einer Marktenge sind umfassende Analysen zum Marktvolumen, zur Struktur des Streubesitzes, zum Handel an einzelnen Tagen usw nötig. In Verfahren vor Gerichten kommt es auf den Einzelfall an und für diesen werden zT **umfangreiche Gutachten** zum Markt dieser Anteile angefordert.⁴²⁵ Dieses Ergebnis ist uE aus der Sicht der Verfahrensökonomie, aber und va auch aus dem Blickwinkel der Rechtssicherheit bei der Abfindungsbemessung als sehr problematisch einzustufen.

b. Kursmanipulation

Ein weiterer Ausnahmetatbestand zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses liegt in seiner Manipulation. Diese Möglichkeit der interessengesteuerten Beeinflussung des Börsenkurses ist in Verbindung zur Marktenge zu sehen: Da sich mindestens 95 % des Grundkapitals⁴²⁶ in Händen des Hauptgesellschafters befinden müssen, ist das Marktvolumen von vorneherein begrenzt. Gerade nach Bekanntwerden von Informationen zu einem bevorstehenden Gesellschafterausschluss bestehen Anreize, durch Kauf- oder Verkaufsaufträge den Börsenkurs zielorientiert zu beeinflussen.

Aktuelle und potenzielle **Minderheitsaktionäre** haben den Anreiz, durch Kaufangebote den Börsenkurs und über seine Maßgeblichkeit die Abfindung zu steigern. Der **Hauptgesellschafter** kann durch seine Informationspolitik, wie zB durch das be-

⁴²⁴ Vgl BGH, 12.3.2001, II ZB 15/00; DB 2001, 963.

⁴²⁵ Vgl OLG Düsseldorf, 13.3.2008, 26 W 8/07; OLG Stuttgart, 14.2.2008, 20 W 9/06.

⁴²⁶ In Österreich liegt die Schwelle bei 90 % des Grundkapitals (§ 1 Abs 2 GesAusG).

wusste Zurückhalten positiver Informationen, aber auch durch gezielte Verkäufe von Anteilen - sofern er damit die hohe Anteilsschwelle für den Gesellschafterausschluss nicht unterschreitet – auf den Börsenkurs senkend zu wirken.⁴²⁷

Das BVerfG sieht in der Kursmanipulation einen Ausnahmetatbestand⁴²⁸, der BGH will darüber hinaus „außergewöhnliche Tagesausschläge oder sprunghafte Entwicklungen binnen weniger Tage, die sich nicht verfestigen“, nicht berücksichtigt wissen.⁴²⁹ In der weiteren Rsp finden sich keine Fälle, in denen dem Börsenkurs aufgrund von Kursmanipulationen seine Maßgeblichkeit abgesprochen wurde. Dass das Phänomen der Kursmanipulation aber besonders in der Zeit zwischen der Ad hoc-Mitteilung zum Gesellschafterausschluss und der HV auftreten kann, wird bspw in einem Beschluss des OLG Stuttgart aus dem Jahr 2007⁴³⁰ durchaus zugestanden.

Auch das OLG Frankfurt am Main stellt 2010⁴³¹ fest, dass Kursschwankungen das Ergebnis des Zusammenwirkens von Angebot und Nachfrage seien und dass insb im unmittelbaren zeitlichen Vorfeld der HV gezielte Marktaktivitäten stattfinden könnten. Aus diesen Gründen spricht sich das Gericht für einen Referenzzeitraum des Börsenkurses *vor* Bekanntgabe der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme aus, das Argument der Kursmanipulation, die zur Irrelevanz des Börsenkurses führen würde, verwirft es dagegen. Das OLG Stuttgart spricht in einem Beschluss aus dem Jahr 2009⁴³² im Kontext von Kurssteigerungen vor der den Gesellschafterausschluss beschließenden HV von „Marktmechanismen, die auf dem Kalkül der Marktteilnehmer beruhen“ und nicht von Kursmanipulation oder außergewöhnlichen Tagesausschlägen.

Anhaltspunkte zur Feststellung, ob eine Kursmanipulation vorliegt, werden durch die bisherige Rsp nicht gegeben. In der Literatur werden Mechanismen vorgeschla-

⁴²⁷ Vgl. Daske/Bassemir/Fischer, zfbf 2010, 254 ff.

⁴²⁸ Vgl. BVerfG, 27.4.1999, 1 BvR 1613/94.

⁴²⁹ Vgl. BGH, 12.3.2001, II ZB 15/00.

⁴³⁰ Vgl. OLG Stuttgart, 16.2.2007, 20 W 6/06.

⁴³¹ Vgl. OLG Frankfurt, 30.3.2010, 5 W 32/09.

⁴³² Vgl. OLG Stuttgart, 18.12.2009, 20 W 2/08.

gen, die Hinweise auf mögliche gezielte Beeinflussungen liefern sollen, wie zB die gerichtliche Befragung des Hauptaktionärs, ein Vergleich der Börsenkurse einer Aktie mit jenen vergleichbarer Unternehmen oder mit einem Branchenindex sowie das Abstellen auf einen längeren, auch mehrjährigen Referenzzeitraum.⁴³³ Das zentrale Problem des Nachweises der Manipulation bleibt allerdings bestehen; so vermögen Abweichungen zu anderen oder Durchschnittsunternehmen auf bewusste strategische Entscheidungen zurückgehen, so können Kurse zB erwartete Verbundeffekte einpreisen.

Selbst wenn der Nachweis einer gezielten Beeinflussung gelingt, stellt sich die Frage der weiteren Vorgehensweise. Soll iSd vom BVerfG formulierten Ausnahmetatbestandes dem Börsenkurs seine Maßgeblichkeit gänzlich abgesprochen⁴³⁴ oder sollen die vom BGH⁴³⁵ darüber hinaus fokussierten außergewöhnlichen, sich nicht verfestigenden Tagesausschläge „gezielt“ herausgenommen werden⁴³⁶? Im Fall der Kursbereinigung bleibt allerdings die Frage nach dem konkreten Vorgehen in Rsp wie Literatur offen.

Das **Phänomen der Kursmanipulation** bei der Frage der Maßgeblichkeit des Börsenkurses zu berücksichtigen, ist zweifellos einleuchtend. Die bisherige deutsche Rsp steht seiner konkreten Berücksichtigung äußerst zurückhaltend gegenüber. Der Nachweis der Kursmanipulation wird mE viel schwerer zu führen sein als jener der Marktengpässe: Bei der Marktengpässe kann man sich im Allgemeinen auf öffentlich zugängliche Informationen zum Streubesitz, zum Handelsvolumen, zu den Handelstagen, zu den gebildeten Kursen etc stützen, im Fall der Kursmanipulation müsste dagegen nachgewiesen werden, dass hinter Kauf- und Verkaufsaufträgen, dass hinter einer konkreten Informationspolitik ein über normale Marktaktivitäten hinaus gehendes Motiv der gezielten Kursbeeinflussung liegt.

⁴³³ Vgl *Fischer-Winkelmann/Raab* in *Seicht*, JB für Controlling und Rechnungswesen, 329 ff; *Gaal*, Aktienkurs und Abfindung, 65; *Piltz*, ZGR 2001, 200 f. *Luttermann* schlägt angesichts von Verzerrungen einen zwei- bis dreijährigen Referenzzeitraum für den Börsenkurs vor; vgl *Luttermann*, RIW 2009, 10.

⁴³⁴ So zB *Gaal* 2006, Aktienkurs und Abfindung, 66.

⁴³⁵ Vgl BGH, 12.3.2001, II ZB 15/00.

⁴³⁶ So zB *Luttermann*, ZIP 1999, 51.

c. Referenzzeitraum

Die Barabfindung muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung durch die HV abbilden (§ 327 b Abs 1 S 1 AktG). Der BGH spricht sich in seinem seinerzeitigen Grundsatzurteil⁴³⁷ für einen dreimonatigen Referenzzeitraum aus, der am Tag vor der HV endet. Im Vergleich zu vielfachen Forderungen in der Literatur, einen zwei- oder dreijährigen Durchrechnungszeitraum zugrunde zu legen,⁴³⁸ ist dies ein sehr kurzer, der HV sehr naher Zeitraum.

Ein **langer Referenzzeitraum** vermag die Wirkung von Kursmanipulationen zu verkleinern, spürbar sind sie allerdings auch in einem Mittelwert.⁴³⁹ Ein **kurzer Referenzzeitraum** mag zwar für gezielte Beeinflussungen anfälliger sein, spiegelt aber die Verhältnisse im Zeitpunkt des Beschlusses der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme, wie zB erwartete Verbundeffekte, besser wider.

Ein Argument für eine **differenzierte Handhabung** des Referenzzeitraumes wird aus dem Konzept des Börsenkurses als Verkehrswert gewonnen: Man geht von der gedachten Veräußerung der Minderheitsanteile an der Börse aus und stellt fest, wie lange der Verkauf aller Minderheitsanteile vor dem Hintergrund des wirklichen Börsenvolumens theoretisch dauern würde. Der nötige Zeitraum bildet dann den Referenzzeitraum für die Errechnung des Durchschnittskurses, der für die Abfindung relevant ist.⁴⁴⁰

Neben der Länge ist nach der **Lage des Referenzzeitraums** zu fragen. Gerade hierzu bestand bis vor kurzem keine Rechtssicherheit.⁴⁴¹ Der Rsp des BGH *vor* 2010 entspre-

⁴³⁷ Vgl BGH, 12.3.2001, II ZB 15/00.

⁴³⁸ Vgl zB Luttermann ZIP 2001, 872; Luttermann, NZG 2007, 617; Weber, ZGR 2004, 290.

⁴³⁹ Vgl die Beispielrechnungen in Weber, ZGR 2004, 290.

⁴⁴⁰ Vgl Gaal, Aktienkurs und Abfindung, 57.

⁴⁴¹ Vgl zB Pluskat, NZG 2008, 365 ff.

chend endete der dreimonatige Referenzzeitraum am Tag vor der Beschluss fassenden HV.⁴⁴²

In einem Beispielfall, den das OLG Düsseldorf 2009⁴⁴³ in zweiter Instanz behandelte und der zu einer BGH-Vorlage zum dreimonatigen Referenzzeitraum für den Durchschnittsbörsekurs bei der Berechnung der Abfindung für den Fall des Gesellschafterausschlusses führte, wird eine Vergleichsrechnung zur Lage des dreimonatigen Referenzzeitraums angestellt: Der Zeitraum von drei Monaten vor dem Zeitpunkt des Erreichens der Anteilmehrheit und dem damit verbundenen Pflichtangebot nach § 5 Abs 1 WpÜG-AngebotsVO führt zu einem umsatzgewichteten Durchschnittskurs von EUR 295, der dreimonatige umsatzgewichtete Durchschnittskurs bis zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Squeeze-out-Absicht beträgt EUR 275 und der dreimonatige umsatzgewichtete Durchschnittskurs vor dem Tag der HV beläuft sich auf EUR 309. Der bisherigen Rsp des BGH folgend wäre grundsätzlich der Kurs von EUR 309 die maßgebliche Wertuntergrenze für die Abfindung. Derartige Konstellationen der Börsenkursentwicklung treten in vielen Fällen auf. In einem 2010 am OLG Stuttgart⁴⁴⁴ verhandelten Fall beträgt der Dreimonats-Durchschnittskurs vor der Ad hoc-Mitteilung EUR 127, jener vor der HV dagegen EUR 151, was auf extreme Kursanstiege zwischen der Mitteilung und der HV schließen lässt.

Sowohl in der Rsp⁴⁴⁵ als auch in der Literatur⁴⁴⁶ wird immer wieder hervorgehoben, dass der Zeitraum zwischen Bekanntwerden der Absicht des Gesellschafterausschlusses und der die Maßnahme beschließenden HV für Manipulationsversuche besonders anfällig sei. Ferner wird va in der Literatur ein pragmatisches Argument vorgebracht: Bei der Einberufung der HV muss bereits ein geprüftes Abfindungsangebot vorliegen. Sollen für die Abfindung allerdings Börsenkurse bis zum Zeitpunkt der HV berücksichtigt werden, so steht man bei der Erstellung der HV-Unterlagen

⁴⁴² Zur massiven Kritik an dieser BGH-Entscheidung, die die Rechtspraxis vor „unlösbare Rätsel“ (*Bungert*, BB 2001, 1166) stelle, vgl zB *Beckmann*, WPg 2004, 620 ff; *Bungert*, BB 2001, 1163 ff; *Wasmann*, BB 2007, 680 ff.

⁴⁴³ Vgl OLG Düsseldorf, 9.9.2009, I-26 W 13/06.

⁴⁴⁴ Vgl OLG Stuttgart, 17.3.2010, 20 W 9/08.

⁴⁴⁵ Vgl zB OLG Stuttgart, 16.2.2007, 20 W 6/06.

⁴⁴⁶ Vgl zB *Böcking* in *Richter et al*, FS *Drukarczyk*, 85 f; *Gude*, Strukturänderungen und Unternehmensbewertung zum Börsenkurs, 405 ff; *Kocher/Widder*, Der Konzern 2007, 351; *Pluskat*, NZG 2008, 365 ff.

vor dem Problem, dass uU wesentliche Aspekte im Zeitpunkt der HV überholt sein könnten.⁴⁴⁷

Bemerkenswert ist, dass in der WpÜG-AngebotsVO auf einen Zeitraum vor Bekanntgabe eines Übernahmeangebots abgestellt wird. Wenngleich diese Norm für den aktienrechtlichen Squeeze-out nicht direkt maßgeblich ist, so kann angesichts vergleichbarer Umstände ein Analogieschluss erfolgen.⁴⁴⁸

Das OLG Düsseldorf⁴⁴⁹ führt 2009 zur Lage des Referenzzeitraums aus, dass zwar auch bei einer Zeitspanne von drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme Raum für Manipulationen bliebe, dass allerdings diese Gefahr bedeutend geringer sei. Einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahmen hält es insgesamt für besser geeignet. Dieser Meinung schließt sich der BGH 2010 an, was beim aktienrechtlichen Squeeze-out annähernd zehn Jahre der Rechtsunsicherheit zur Lage des Referenzzeitraums beendet.⁴⁵⁰

d. Widerlegbarkeit einer angemessenen Abfindung nach erfolgreichem Übernahmeangebot

Beim - im Zuge der Umsetzung der Übernahme-RL im Jahr 2006 mit den §§ 39 a bis c WpÜG eingeführten - übernahmerechtlichen Squeeze-out besteht die Besonderheit, dass die Abfindung, die beim Übernahmeangebot schon geprüft wurde, bei einem folgenden Gesellschafterausschluss als angemessen angesehen wird, wenn das Angebot den Markttest erfolgreich besteht, dh wenn im Rahmen des Angebots dem Mehrheitsaktionär mindestens 90 % der vom Angebot erfassten Aktien angeboten werden. Ob diese Klassifikation eines den Markttest bestehenden Übernahmeangebots als angemessen für die Abfindung bei einem folgenden Squeeze-out widerlegbar ist, beschäftigt seitdem die Rsp.

⁴⁴⁷ Vgl zB *Emmerich/Habersack*, Komm Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 305 AktG Rn 46.

⁴⁴⁸ Vgl *Emmerich/Habersack*, Komm Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 305 AktG Rn 46a.

⁴⁴⁹ Vgl OLG Düsseldorf, 9.9.2009, I-26 W 13/06.

⁴⁵⁰ Vgl BGH, 19.7.2010, II ZB 18/09.

Das LG Frankfurt am Main⁴⁵¹ klassifizierte diese Vermutung 2008 als widerleglich, da ein Marktmechanismus die Angemessenheit durchaus indizieren könne, eine endgültige Festlegung könne damit aber nicht erreicht werden. Das OLG Frankfurt am Main⁴⁵² änderte zwar diese Entscheidung, ohne allerdings zur Frage der Widerlegbarkeit der Angemessenheitsvermutung abschließend Stellung zu nehmen. Das Gericht betont die Leistungsfähigkeit des Markttests, die 90%ige Akzeptanz des Übernahmeangebots könne nur dann zustande kommen, wenn das Angebot eine volle Entschädigung sicherstelle. Der Markttest ersetzt hier die Methoden zur Bewertung des Unternehmens, die zu einem anteiligen Unternehmenswert kommen. In einem kapitalmarktrechtlichen Verfahren könne daher lediglich geprüft werden, ob der Markttest ausnahmsweise zu nicht aussagefähigen Ergebnissen kommt, „weil die Kräfte des Marktes nicht gewirkt oder funktioniert haben“. Hierbei fokussiert das Gericht offenbar auf Probleme der Marktenge, der unzureichenden Information etc.

Das OLG Stuttgart⁴⁵³ und das OLG Celle⁴⁵⁴ schlossen sich dieser Linie an und betonten, dass es im Fall eines bestandenen Markttests nicht zu einem Spruchverfahren zur Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung kommen dürfe. Gegen diese Entscheidung liegt allerdings eine Verfassungsbeschwerde beim BVerfG vor,⁴⁵⁵ die bis dato nicht abgeschlossen ist.

Der übernahmerechtliche Squeeze-out soll im Fall des bestandenen Markttests einfach und schnell realisierbar sein. Durch eine nachträgliche Überprüfung

- der Funktionsfähigkeit des Marktes beim Übernahmeangebot bzw
- der Angemessenheit der Abfindung in einem Spruchverfahren, für die zweifellos eine aufwendige Unternehmensbewertung nötig wäre,

würde der Verfahrensvorteil gegenüber dem – in der Praxis vorherrschenden – aktienrechtlichen Squeeze-out wieder aufgehoben.

⁴⁵¹ Vgl LG Frankfurt, 5.8.2008, 3-5 O 15/08.

⁴⁵² Vgl OLG Frankfurt, 9.12.2008, WpÜG 2/08.

⁴⁵³ Vgl OLG Stuttgart, 5.5.2009, 20 W 13/08.

⁴⁵⁴ Vgl OLG Celle, 25.3.2010, 9 W 17/10.

⁴⁵⁵ Vgl OLG Stuttgart, 5.5.2009, 20 W 13/08; WM 2009, 1416; Wilsing/Ogorek, GWR 2009, 211.

e. Resümee zu den Entwicklungslinien der deutschen Rsp

Dem Grundsatzurteil des BVerfG aus 1962 folgend ist der Gesellschafterausschluss bei Vorliegen eines öffentlichen Interesses mit dem Schutz des Eigentums durch das GG dann vereinbar, wenn den zwangsweise ausscheidenden Gesellschaftern eine angemessene, dh wirtschaftlich volle Abfindung gewährt wird. Insbesondere der BGH war es, der in einer Richtungsweisenden Entscheidung 1967 den inhaltlichen Kern einer angemessenen Abfindung in der Gestalt herausarbeitete, dass für eine angemessene Abfindung eine indirekte Bewertung des Unternehmensanteils vorzunehmen sei: Der Unternehmenswert aufgrund einer nach den anerkannten Verfahren durchgeführten Unternehmensbewertung wird auf den einzelnen Anteil heruntergebrochen. Einem Börsenkurs kommt dabei wegen seiner vielen Unwägbarkeiten keine Bedeutung zu. Nahezu 20 Jahre hindurch war diese Sicht in der Rsp, in der Wirtschaftspraxis und auch in Literatur und Lehre unbestritten.

Der Weg zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses wurde va durch ein Urteil des BayOLG und durch zunehmende Kritik an der Nichtberücksichtigung von Börsenkursen geebnet. 1999 brachte der „DAT/Altana“-Beschluss des BVerfG die radikale Wende hin zur **Maßgeblichkeit des Börsenkurses** bei der Abfindungsbemessung. Der Tenor lautet, eine wirtschaftlich volle Abfindung dürfe den Verkehrswert nicht unterschreiten und dieser Verkehrswert bestehe bei börsenotierten Anteilen im Börsenkurs. Diese Rsp kann zu den folgenden **Grundsätzen** komprimiert werden:

- Grundsatz der wirtschaftlich vollen Abfindung,
- Grundsatz des Verkehrswerts als Untergrenze,
- Grundsatz des Börsenkurses als Spezialfall des Verkehrswerts,
- Ausnahmetatbestände zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses und
- Grundsatz der Methodenfreiheit.

In den Ausnahmefällen der Marktengung und der Kursmanipulation entspricht der Börsenkurs nicht dem Verkehrswert; die Konkretisierung dieser Nichtberücksichtigung wurde den nachfolgenden Zivilgerichten überlassen.

In einem Richtung weisenden Beschluss befasste sich der BGH 2001 mit dem vom BVerfG vorgegebenen Rahmen: Der Verkehrswert könne bei einer freien Desinvestitionsentscheidung erlöst werden, grundsätzlich wird also angenommen, dass der Börsenkurs dem Verkehrswert entspreche. Der **Grundsatz** lautet mithin: Der Börsenkurs ist bei der Abfindungsbemessung als Untergrenze anzusehen, sofern er nicht durch Marktengung oder Manipulation verfälscht ist. Der Börsenkurs ist also festzustellen und zu prüfen und mit einer indirekten Anteilsbewertung zu vergleichen; als Referenzzeitraum des Börsenkurses sieht der BGH drei Monate vor der beschließenden HV an. Bemerkenswert ist, dass der BGH - über die Ausnahmetatbestände hinaus - „außergewöhnliche Tagesausschläge“ und „sprunghafte Entwicklungen“ von maßgeblichen Börsenkursen aussondern will.

Die Grundsatzentscheidung des BVerfG und die (erste) Konkretisierung durch den BGH wurden wegen der **Öffnung der Rsp zum Kapitalmarkt** zT euphorisch begrüßt. Das kann allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass va offene Fragen zu den Ausnahmetatbeständen und zu den Börsenkurskorrekturen bestanden und nach wie vor bestehen. Die folgende Rsp, auch durch den BGH, fand bislang keine einheitlichen Maßstäbe für ihre Konkretisierung, sie vermag diese Phänomene zum Börsenkurs nicht wirklich zu fassen und nimmt jeweils Analysen des Einzelfalls vor.

Die **zentralen Fragen**, mit denen sich die aktuelle Rsp äußerst schwer tut, sind uE:

- „Ist der Börsenkurs frei von Marktengung oder Kursmanipulation und folglich maßgeblich?“
- „Ist ein maßgeblicher Börsenkurs durch außergewöhnliche Tagesausschläge oder sprunghafte Entwicklungen verfälscht, so dass er zu korrigieren und uU nicht mehr maßgeblich ist?“

Die Rsp beschäftigte viele Jahre hindurch die Frage der **Lage des Referenzzeitraums** für einen dreimonatigen Durchschnittskurs: Soll dieser Zeitraum erst am Tag vor der beschließenden HV oder schon am Tag vor der Bekanntgabe der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme enden? Angesichts massiver Kurserhöhungen zwischen Bekanntgabe der Maßnahme und der HV in der Wirtschaftspraxis legte der BGH 2010 das Ende des Referenzzeitraums auf den Tag vor der Bekanntgabe fest. Damit wurden beinahe zehn Jahre der Rechtsunsicherheit in Bezug auf die Lage des Dreimonatszeitraums beendet.

In Gesellschafterausschlussverfahren werden folglich zT sehr umfangreiche und teure Gutachten zur Entwicklung der Börsenkurse notwendig, was das verfahrensökonomische Argument, die Maßgeblichkeit von Börsenkursen würde Verfahren kostengünstiger machen, entkräftet. Denn nun sind nicht nur Gutachten mit detaillierten Unternehmensbewertungen, sondern auch solche zur Entwicklung der Börsenkurse und des Kapitalmarkts nötig.

Im Kontext des übernahmerechtlichen Gesellschafterausschlusses beschäftigt die Rsp seit 2006 die Frage der Klassifikation eines Übernehmensangebots als angemessen für einen folgenden Gesellschafterausschluss, wenn dieses Angebot den Markttest erfolgreich besteht. Eine *erste* Frage richtet sich darauf, ob „der Markt“ überhaupt zu aussagefähigen Ergebnissen kommen kann, dh ob ein funktionierender Markt vorliegt. Die Antwort wird jeweils für den Einzelfall abgeleitet. Eine *zweite* Frage betrifft den Rechtsschutz: Soll eine aus einem erfolgreichen Übernahmeangebot abgeleitete Abfindung noch einmal in einem Spruchverfahren überprüfbar sein? Die bisherige Rsp verneint diese Möglichkeit, allerdings liegt eine Verfassungsbeschwerde vor.

Als **Fazit zur Maßgeblichkeit** des Börsekurses bei der Abfindungsbemessung kann festgehalten werden, dass nach der ersten Phase ohne Maßgeblichkeit 1999 die zweite Phase mit der Maßgeblichkeit des Börsekurses als Wertuntergrenze begann. Die Rsp der letzten Jahre zeigt, dass

- va durch die erarbeiteten Ausnahme- und Korrekturtatbestände zum Börsenkurs,

- aber auch durch die Fragen des funktionierenden Marktes bei einem übernahmerechtlichen Gesellschafterausschluss und der (neuerlichen) Überprüfbarkeit einer angemessenen Abfindung in einem Spruchverfahren

ein hohes Maß an **Unsicherheit** und uU **Unwägbarkeiten** bei der Berücksichtigung von Börsenkursen als Wertuntergrenze besteht. UE fehlen heute mehr denn je verlässliche Orientierungsmarken, die erstens der Generalklausel der angemessenen Abfindung und zweitens der Rechtssicherheit entsprechen. Darüber hinaus verursachen umfangreiche Analysen zum Börsenkurs durch Gutachter – zusätzlich zur Unternehmensbewertung – sehr hohe Kosten, so dass uE das Argument der Verfahrensökonomie für die Verwendung von Börsenkursen vollends ins Leere geht. Eine Neuausrichtung der Handhabung und Rsp zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses erscheint uns unausweichlich.

B. Entwicklungslinien der österreichischen Rsp zur angemessenen

Barabfindung und zur Relevanz von Börsenkursen

1. Schutz von Anteilseigentum und volle Entschädigung in Österreich

Der Schutz des Eigentums stützt sich in Österreich auf Art 5 StGG sowie auf Art 1 des 1. Zusatzprotokolls der - im Verfassungsrang stehenden - EMRK. Auch dieses Grundrecht soll über die Abwehr staatlicher Beeinträchtigungen des Eigentums hinaus den Gesetzgeber entsprechend verpflichten. Schafft er die Möglichkeit des Gesellschafterausschlusses, also in das Anteilseigentum einzugreifen und dadurch die Position von Minderheitsaktionären zu bedrohen, so hat er gleichzeitig Instrumente und Wege einzurichten, die es den betroffenen Anteilseignern erlauben, ihre Position zu wahren oder eine adäquate Entschädigung zu erreichen.⁴⁵⁶ Der Gesetzgeber darf Privaten wie dem Hauptgesellschafter nicht die Möglichkeit eines grundrechtswidrigen Eingriffs geben.⁴⁵⁷

⁴⁵⁶ Vgl Ramesohl, Aktieneigentum, 176.

⁴⁵⁷ Vgl Rüffler, Lücken im Umgründungsrecht, 185.

Im Fall des Gesellschafterausschlusses wird Anteilseigentum nicht durch Verwaltungsakt oder Gesetz, sondern durch den Beschluss eines Privaten beeinträchtigt. Der VfGH kommt über den Gleichheitsgrundsatz aus Art 7 B-VG zur sog „**Sonderopfertheorie**“⁴⁵⁸ und leitet daraus eine Entschädigungspflicht bei Eigentumsbeschränkungen ab: Bedeutet eine Beeinträchtigung des Eigentums zu Gunsten eines Anderen für den Rechtsinhaber eine stärkere Belastung als sie Personen im Allgemeinen zu tragen haben, so ist eine derartige Beeinträchtigung nur dann verfassungsgemäß, wenn diese Belastung ausgeglichen wird. Dementsprechend stellt ein Eingriff in das Aktienseigentum ohne eigenes Zutun nur dann kein Sonderopfer dar, wenn für einen angemessenen Ausgleich gesorgt wird.⁴⁵⁹

Unter Hereinnahme der deutschen Rsp zum **Schutz des Eigentums** ist festzuhalten:⁴⁶⁰

- Der VfGH bzw das BVerfG sehen Anteilseigentum im Schutz von Art 5 StGG bzw von Art 14 Abs 1 GG.
- Der Gesetzgeber kann Beeinträchtigungen der Vermögensrechte des Einzelnen aus Gründen des öffentlichen Interesses zulassen.
- Derartige Beeinträchtigungen müssen verhältnismäßig sein.⁴⁶¹
- Die Pflicht zur Entschädigung leitet der VfGH aus dem Gleichheitssatz des Art 7 B-VG, das BVerfG direkt aus Art 14 GG ab.

Das Schutzniveau des Anteilseigentums in Österreich und Deutschland kann somit als gleichwertig angesehen werden.⁴⁶² Das BVerfG spricht von einer „vollen Entschädigung“, der VfGH zwar lediglich von einer gleichheitswidrigen „unangemessen niedrigen Entschädigung“, allerdings wird aus dem Kontext - der unten weiter ausgeführten Einziehung von Partizipationskapital - deutlich, dass dem Betroffenen das zuzusprechen ist, was auf den Begünstigten übertragen wird, und dass somit

⁴⁵⁸ Zur Konzeption des „gleichheitswidrigen Sonderopfers“, die eine „schmale Bresche in die entschädigungsfeindliche Judikatur“ schlägt, vgl Aicher, ÖZW 1975, 59 ff.

⁴⁵⁹ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 52; Ramesohl, Aktienseigentum, 179 mwN.

⁴⁶⁰ Vgl zB VfGH, 28.9.2002, G 286/01; VfGH, 3.12.2003, V7/01; BVerfG, 27.4.1999, 1 BvR 1613/94; BVerfGE 100, 289, 302 f; NJW 1999, 3769; ZIP 1999, 1436; BB 1999, 1778.

⁴⁶¹ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 55.

⁴⁶² Vgl Ramesohl, Aktienseigentum, 182.

eine nur teilweise, also „nicht volle“ Entschädigung als gleichheitswidrig anzusehen wäre. Im Ergebnis verlangen die deutsche wie die österreichische Rsp einen vollen Verlustausgleich, eine **wirtschaftlich volle Entschädigung**.

Innerhalb dieses verfassungsrechtlich gesetzten Rahmens ist es die Aufgabe des Gesetzgebers, mittels einfachgesetzlicher Normen für die volle Schadloshaltung zu sorgen. Das GesAusG verlangt eine „angemessene“ Barabfindung (§ 2 Abs 1), deren Festlegung idR die konzeptionell schwierigste Frage im Verfahren des Squeeze-out ist.⁴⁶³ Angesichts dieser Problematik wird auch von der „Illusion der angemessenen Abfindung“⁴⁶⁴ gesprochen, andere halten diese Frage für rechtlich richtig lösbar.⁴⁶⁵ Die verfassungsrechtlich gebotene „angemessene Abfindung“ ist zwingendes Recht, Buchwertklauseln oder andere Beschränkungen gelten als unzulässig und nichtig.⁴⁶⁶

2. Österreichische Rsp zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen

Die allfällige Berücksichtigung von Börsenkursen bei der Festlegung einer angemessenen Abfindung soll den Materialien zum GesAusG folgend der Rsp überlassen bleiben.⁴⁶⁷ Die österreichische Rsp beschäftigt sich bislang allerdings kaum mit Eingriffen in das Aktieneigentum. Wegen eines in Deutschland vergleichbaren Schutzniveaus des Aktieneigentums wird in den wenigen Entscheidungen auch ausdrücklich auf die deutsche Rsp verwiesen.⁴⁶⁸

Im Kontext der Maßgeblichkeit von Börsenkursen für die Ermittlung einer angemessenen Abfindung stehen zwei Entscheidungen des OGH und VfGH zu einer Bestimmung des BWG. Bei dieser Eingriffsnorm ging es um die Einziehung von Partizipationskapital, die zu einer OGH-Vorlage an den VfGH führte, der hiermit die Ge-

⁴⁶³ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 200.

⁴⁶⁴ Torggler, GeS 2006, 115.

⁴⁶⁵ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz. 201

⁴⁶⁶ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 203.

⁴⁶⁷ Vgl ErlRV 1334, BlgNR 22.GP, 28.

⁴⁶⁸ Vgl OGH, 5.7.2001, 6Ob99/01d; OGH, 6.11.2008, 6Ob91/08p.

legenheit erhielt, sich mit dem Schutz des Aktieneigentums und der Maßgeblichkeit von Börsenkursen bei der Abfindungsbemessung zu beschäftigen.⁴⁶⁹

Die Österreichische Postsparkasse emittierte im Jahr 1987 börsennotierte, auf Inhaber lautende Partizipationsscheine mit einem Gesamtnominale von ATS 134 Mio, die ua einen Anspruch auf Gewinnanteil und Gewinnbonus verbriefen. Im Jahr 2000 beschloss die ordentliche HV⁴⁷⁰, das gesamte Partizipationskapital gem § 102a BWG einzuziehen. Den Partizipanten wurde ein öffentlich bekannt gemachtes Kaufangebot gem §§ 4 ff ÜbG gestellt, davon machten die Antragsteller allerdings nicht Gebrauch.

Partizipationskapital wurde mit einer Novelle zum KWG 1986⁴⁷¹ mit dem Ziel geschaffen, Banken ein zusätzliches Finanzierungsinstrument zur Stärkung ihrer Ausstattung mit Eigenkapital zur Verfügung zu stellen. Das Partizipationskapital ist dem Eigenkapital ähnlich gestaltet, soll zeitlich unbegrenzt zur Verfügung stehen und wird dem Haftkapital voll zugerechnet. Die inhaltliche Fassung des Partizipationskapitals in § 12 Abs 6 KWG⁴⁷² wurde in § 23 Abs 4 BWG praktisch unverändert übernommen. Partizipationsscheine sind den Vorzugsaktien weitgehend nachgebildet, vermitteln allerdings nicht das Mitgliedschaftsrecht eines Vorzugsaktionärs. Der Partizipant hat ein Teilnahme- und Fragerecht in der HV und ihm kommt aufgrund seiner Substanzbeteiligung Verwässerungsschutz bei Kapitalerhöhungen zu.⁴⁷³

Die Novelle zum BWG Art VII⁴⁷⁴ brachte die Norm des § 102a BWG zur Einziehung von Partizipationskapital: Kreditinstitute erhalten die Möglichkeit, Partizipationska-

⁴⁶⁹ Vgl Koppensteiner, JBl 203, 707 ff.

⁴⁷⁰ Die Österreichische Postsparkasse wurde 1997 in eine AG umgewandelt.

⁴⁷¹ BGBl 186/325.

⁴⁷² § 12 Abs 6 KWG definiert Partizipationskapital als eingezahltes Kapital, „1. das auf Unternehmensdauer unter Verzicht auf die außerordentliche oder ordentliche Kündigung zur Verfügung gestellt wird; 2. das von der Bank nur unter analoger Anwendung der aktienrechtlichen Kapitalherabsetzungsvorschriften nach Bewilligung gemäß § 8 Abs 1 Z 3 zurückgezahlt werden kann; 3. dessen Erträge gewinnabhängig sind, wobei als Gewinn der handelsrechtliche Gewinn ohne Berücksichtigung der Nettoveränderung offener Rücklagen anzusehen ist; 4. das wie Aktienkapital bis zur vollen Höhe am Verlust teilnimmt und 5. das mit dem Recht auf Beteiligung am Liquidationserlös verbunden ist und erst nach Befriedigung oder Sicherstellung aller anderen Gläubiger zurückgezahlt werden darf.“

⁴⁷³ Vgl auch EB zum BWG, 1130 BlgNR 18. GP, 130.

⁴⁷⁴ BGBl I 1999/123, in Kraft getreten mit 1. Juli 1999.

pital zwangsweise einzuziehen, den Partizipanten steht eine Entschädigung zu. In Bezug auf die Bemessung dieser Abfindung wird zwischen börsen- und nicht börsennotierten Partizipationsscheinen differenziert. Inhabern börsennotierter Partizipationsscheine ist nach § 102a Abs 3 ein Angebot der Abfindung iSd §§ 4 ff ÜbG zu machen. In den Fällen der Nichtannahme oder der Nichtbörsenotierung ist die Abfindung iSv Abs 4 zu bemessen:

- Die Barabfindung für börsennotierte Partizipationsscheine erfolgt zum durchschnittlichen Börsenkurs der Partizipationsscheine an den der Beschlussfassung in der HV vorausgehenden zwanzig Börsetagen; eine gerichtliche Überprüfung ist nicht vorgesehen.
- Die Barabfindung für nicht börsennotierte Partizipationsscheine ist „angemessen“ zu gestalten; in Bezug auf Berichte, Prüfungen und Rechtsbehelfe ist § 2 Abs 3 UmwG sinngemäß anzuwenden, wobei nun nicht von einem Umwandlungs-, sondern von einem „Einziehungsplan“ gesprochen wird. Als Rechtsbehelf gilt hierbei das gerichtliche Verfahren zur Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung gem §§ 225c ff AktG.

Die Antragsteller beehrten im Fall der börsennotierten Partizipationsscheine eine gerichtliche Überprüfung der Abfindung auf Angemessenheit, die im BWG hierfür nicht vorgesehen ist, und die Zuzahlung eines Ausgleichs. Sie hielten die Differenzierung nach der Börsenotierung für verfassungswidrig und gaben die Anregung zu einem entsprechenden Antrag an den VfGH: Partizipanten hätten Anspruch auf eine „volle Entschädigung“, die der Börsenkurs nicht abbilden könne; der fehlende Rechtsbehelf auf Überprüfung der Angemessenheit der angebotenen Abfindung verletze ua den Gleichheitsgrundsatz.⁴⁷⁵

Das Erstgericht wies den Antrag zurück. Das Rekursgericht bestätigte diese Entscheidung; es erachtete die Regelung für verfassungskonform und den Börsenkurs als Repräsentant des Werts der Partizipationsscheine, und zwar iSe Verkehrswerts, den die Partizipanten auf dem Markt, also bei einer freiwilligen Desinvestitionsentschei-

⁴⁷⁵ Ferner das Recht auf den gesetzlichen Richter, das Recht auf ein faires Verfahren (Grundsatz des Fair Trial) und den Eigentumsschutz.

dung realisieren könnten. Bei börsenotierten Partizipationsscheinen sei der Verkehrs- oder Marktwert durch den Börsenkurs definiert, einer gerichtlichen Mitwirkung oder Prüfung der Abfindung bedürfe es folglich nicht. Sollte auf Börsenkurse missbräuchlicher Einfluss ausgeübt werden oder ein Angebot unterhalb des maßgeblichen Durchschnittsbörsenkurses unterbreitet werden, so stehe den Partizipanten ohnehin der streitige Rechtsweg offen.

Die Antragsteller an den OGH strebten mit ihrem zugelassenen Revisionsrekurs die Aufhebung der Revisionsentscheidung an und regten einen Antrag an den VfGH mit dem Ziel an, die Normen des § 102a Abs 4 Sätze 2 f BWG aufzuheben. Dabei wiederholten sie ihre Argumente zu Börsenkurs und Rechtsbehelfen. In seinem Antrag an den VfGH hält der OGH die angesprochenen Normen aus den folgenden Gründen für verfassungsrechtlich bedenklich:⁴⁷⁶

Zunächst führt der OGH aus, dass Anteilsrechte im weiten Eigentumsbegriff des VfGH enthalten seien, dass eine in Rede stehende Eigentumsbeschränkung allgemeinen Interessen dienen, Sachlichkeitserwägungen standhalten und der Verhältnismäßigkeit entsprechen müsse:

- Ein öffentliches Interesse an der Beseitigung der Rechtsposition der Partizipanten sieht der OGH nicht.
- Aus Sachlichkeitserwägungen sind von der Sache her nicht zu rechtfertigende Sonderopfer unzulässig. Hierbei spiele nach Ansicht des OGH das Vertrauen auf die Haltung einer solchen geldwerten Rechtsposition (des Partizipanten) eine Rolle. Bei einer zwangsweisen Einziehung von Partizipationskapital, das *vor* Inkrafttreten der Novelle mit der Einziehungsmöglichkeit emittiert wurde, würden daraus verfassungsrechtliche Bedenken entstehen.
- Unverhältnismäßig könnte eine derartige Eigentumsbeschränkung dann sein, wenn eine Barabfindung auf der Basis eines unzuverlässigen Börsenkurses gewährt wird. Der OGH bezieht sich auch auf die deutsche Rsp und Lehre zur Maßgeblichkeit eines Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung bei Fortbestehen des Anspruchs auf eine volle Abfindung.

⁴⁷⁶ Vgl Vorlagebeschluss OGH, 5.7.2001, 6Ob99/01d.

Unter der Voraussetzung eines öffentlichen Interesses an der zwangsweisen Einziehung von Partizipationskapital hält der OGH eine zwingende Ausgleichsregel anhand eines Börsenkurses deshalb für nicht ausreichend, weil dieser Schwankungen unterliege, die mit der Höhe und Entwicklung des Unternehmenswerts nichts zu tun hätten. Entscheidend sei vielmehr der „wahre Unternehmenswert“ als Grundlage der Abfindung des Partizipanten, dessen Rechtsstellung der OGH mit der eines ausscheidenden Vorzugsaktionärs für vergleichbar ansieht. Es sei eine Fiktion, der Börsenkurs würde sich am Unternehmenswert orientieren, vielmehr bestünden uU sehr starke Schwankungen, so dass der OGH einen Referenzzeitraum des Börsenkurses von 20 Tagen als zu gering ansieht.

Eine auf den Börsenkurs bezogene Abfindungsregel würde obendrein das Kreditinstitut einseitig bevorzugen, da es ihm überlassen sei, den Zeitpunkt der zwangsweisen Einziehung zu wählen. Diese Konstellation könnte zum Nachteil des Partizipanten missbraucht werden.

Schon angesichts des enttäuschten Vertrauens für Altverträge sei jedenfalls eine Entschädigung zum Substanzwert vorzusehen. Spiegelt ein Börsenkurs diesen Wert offenkundig nicht wider oder ist dieser Umstand nicht beweisbar, so läge nach Ansicht des OGH ein Sonderopfer ohne ausreichende sachliche Rechtfertigung vor.

Schließlich sieht der OGH im Hinblick auf die Möglichkeit der gerichtlichen Überprüfung der Abfindung eine Ungleichbehandlung der Inhaber börsen- und nicht börsenotierter Partizipationsscheine. Der Ausschluss der gerichtlichen Überprüfung der Abfindungshöhe bei der Einziehung börsenotierten Partizipationskapitals verstoße allenfalls auch gegen Art 6 EMRK.

Insgesamt hält der OGH die strittige Abfindungsregelung für nicht erforderlich, für nicht verhältnismäßig, für ein Sonderopfer des Partizipanten und für eine Ungleich-

behandlung von ähnlich gelagerten Fällen⁴⁷⁷, wo eine gerichtliche Überprüfung gewährt wird.

Der VfGH stimmt in seinem Erkenntnis⁴⁷⁸ dem OGH darin zu, dass die zwangsweise Einziehung von Partizipationskapital iSd § 102a BWG einen Eingriff in das Eigentum iSd Art 5 StGG darstelle, dass sie dem Partizipanten ein vermögenswertes Privatrecht entziehe. Der VfGH sieht allerdings das öffentliche Interesse an der Maßnahme für gegeben an, das in der Bereinigung der Kapitalstruktur von Kreditinstituten auch in rechtlicher Hinsichte bestehe. Dieser Aspekt rechtfertige aber nicht eine Verkürzung von Vermögensrechten, also ein Sonderopfer. Dem Partizipanten sei jedenfalls eine angemessene Barabfindung zu gewähren.

Der **Börsekurs** stelle aus der Sicht des Partizipanten jedenfalls ein Indiz für den Verkehrswert seiner Beteiligung dar. Der Gesetzgeber habe dem Börsekurs aus Vereinfachungsgründen Bedeutung beigemessen, also deshalb, weil individuelle Unternehmensbewertungen methodisch problematisch, kompliziert und kostspielig sein könnten. Der Umstand der Börsenotierung rechtfertige allerdings nicht, von vorneherein inhaltlich unterschiedliche Abfindungsregelungen in der Weise vorzusehen, dass bei börsenotierten Partizipationsscheinen die Abfindung ausschließlich über den Börsekurs ohne die Möglichkeit einer gerichtlichen Überprüfung der Angemessenheit ermittelt werde.

Bedenken äußert der VfGH auch an der Kürze des **Referenzzeitraums** für den maßgeblichen Börsekurs. Ein Durchrechnungszeitraum von lediglich 20 Tagen vor der Beschlussfassung könnte zu einer deutlich niedrigeren Abfindung führen als jene, die aus der Sicht einer Unternehmensbewertung als angemessen anzusehen wäre. Diese Situation kann allerdings bei der Einziehung nicht börsenotierter Partizipationsscheine nicht eintreten. Vor diesem Hintergrund sei bei der Verwendung von

⁴⁷⁷ Hierbei bezieht sich der OGH auf die verschmelzende Umwandlung (§ 2 UmwG), auf die nicht Verhältnis wahrende Spaltung (§ 9 SpaltG), auf die Übernahme nach Übernahmegesetz (§ 22 ÜbG) sowie auf die übertragende Verschmelzung (§ 219 AktG).

⁴⁷⁸ Vgl VfGH, 28.9.2002, G286/01; VfSlg 16636/2002.

Börsekursen für die Abfindungsermittlung den Partizipanten ebenfalls das Recht auf gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung einzuräumen.

Der VfGH hob die vom OGH angegriffene Wortfolge im BWG auf. Damit besteht der Rechtsbehelf der gerichtlichen Überprüfung der Abfindung auch bei der Einziehung börsenotierter Partizipationsscheine.

In einem Fall der nicht Verhältnis wahren Spaltung legte der OGH⁴⁷⁹ dem VfGH in Bezug auf den Rechtsschutz die Frage vor, ob es verfassungsgemäß sei, dass die Einleitung eines Verfahrens zur Überprüfung der Abfindung von einem Mindestanteil (in Höhe von 1 % des Grundkapitals oder an Aktien von EUR 70.000) abhängig gemacht werden dürfe, wie es damals in § 225c Abs 3 Z 2 lit a AktG iVm § 9 Abs 2 SpaltG vorgesehen war. Diesen eingeschränkten Zugang zum Überprüfungsverfahren hob der VfGH im Jahr 2005 auf.⁴⁸⁰

3. Resümee zu den Entwicklungslinien der österreichischen Rsp

Die Maßgeblichkeit von Börsekursen bei der Bemessung der Abfindung für zwangsweise ausscheidende Partizipanten wird durch den OGH und den VfGH unterschiedlich gesehen: Der OGH hält den Börsekurs für grundsätzlich ungeeignet, wenngleich er hierzu selbst keine Richtung weisenden Aussagen liefert.⁴⁸¹ Aus dem Erk des VfGH sind in Bezug auf die Maßgeblichkeit des Börsekurses uE drei Punkte hervorzuheben:⁴⁸²

- Erstens sieht der VfGH den **Börsekurs als Indiz für den Verkehrswert** des Anteilseigentums und damit für eine angemessene Abfindung an. Diesen Wert hätte der Anteilseigner bei einer freien Desinvestitionsentscheidung am Markt realisieren können.

⁴⁷⁹ Vgl OGH, 29.9.1999, 6 Ob 199/99d; OGH, 9.3.2000, 6 Ob 31/00b.

⁴⁸⁰ Vgl VfGH, 16.6.2005, G 129/04-17.

⁴⁸¹ So auch die Einschätzung von *Ramesohl*, Aktieneigentum, 189.

⁴⁸² Vgl VfGH, 28.9.2002, G286/01; VfSlg 16636/2002.

- Zweitens sieht der VfGH im Abstellen auf den Börsenkurs eine **Vereinfachung** gegenüber einer uU schwierigen und kostenintensiven Unternehmensbewertung. Einen Referenzzeitraum für den Durchschnittskurs von 20 Tagen hält er angesichts von Möglichkeiten der Kursbeeinflussung und damit einer unangemessen niedrigen Abfindung allerdings für zu kurz.
- Drittens verlangt der VfGH eine **wirtschaftlich volle Abfindung**, die mittels einer Unternehmensbewertung jedenfalls ermittelbar ist.

Die **Bewertungsregel des VfGH** lautet mithin: wirtschaftlich volle Abfindung, ein durchschnittlicher Börsenkurs auf Basis eines längeren Referenzzeitraums bildet idR die Untergrenze.

Kritisch anzumerken ist uE, dass der Börsenkurs in einer Art *ersten Stufe* des Verfahrens zunächst als Indiz der wirtschaftlich vollen Abfindung gilt. Falls hierbei allerdings die „realistische Möglichkeit einer unangemessen niedrigen Abfindung“⁴⁸³ besteht, ist in einer *zweiten Stufe* auf den – offenbar für sachlich adäquat angesehenen – anteiligen Unternehmenswert abzustellen. Die **Vermutung der Angemessenheit des Börsenkurses** ist also durch eine Unternehmensbewertung widerlegbar. Der VfGH geht offenbar von der Annahme, dass sich der Börsenkurs mit zunehmender Länge des Referenzzeitraums an den wahren Wert des Anteilseigentums annähert. Durch eine Unternehmensbewertung ist diese Annahme allerdings widerlegbar.

Die vom VfGH angesprochenen **verfahrenökonomischen Vorzüge** eines Börsenkurses vermögen allerdings sehr rasch zu verschwinden, wenn vornehmlich im zeitlichen Vorfeld des Beschlusses über gesellschaftsrechtliche Maßnahmen sprunghafte Entwicklungen und andere wirtschaftlich unerklärbare Phänomene beim Börsenkurs auftreten. Die Frage, ob ein zunächst maßgeblicher Börsenkurs zu einer unangemessen niedrigen Abfindung führt, die eine zu niedrige für die zwangsweise Ausscheidenden, aber ebenso eine zu hohe einschließt, kann in jedem Fall nur mittels einer **Unternehmensbewertung** beantwortet werden. Die Frage eines realistischen Bildes durch den Börsenkurs mündet in die Frage nach dem Unternehmenswert auf der Basis einer

⁴⁸³ VfGH, 28.9.2002, G286/01; VfSlg 16636/2002.

Unternehmensbewertung. Ein Gutachten darüber, ob und inwieweit der Börsenkurs den vollen Wert wiederzugeben vermag, muss eine Unternehmensbewertung enthalten. Generell steht damit uE die Frage im Raum: Warum wird an Börsenkursen angeknüpft, wenn zur Überprüfung ihrer Tauglichkeit ohnehin eine Unternehmensbewertung nötig ist? Gerade die massiven Kurssprünge im Vorfeld gesellschaftsrechtlicher Maßnahmen⁴⁸⁴ werden diese **Tauglichkeitsprüfung** zum Regelfall machen.

Im Ergebnis trifft die wenige, bislang vorliegende österreichische Rsp zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen bei der Abfindungsbemessung keine Festlegung. Die Ermittlung des Anteilswerts auf der Basis von Börsenkursen über einen längeren Referenzzeitraum ist dann anerkannt, wenn sie zur wirtschaftlich vollen Abfindung führt. Zahlreiche Verweise auf die deutsche Rsp⁴⁸⁵ zeigen deren Bedeutung für die österreichische Rechtspraxis.⁴⁸⁶ Die aufgezeigten großen Schwierigkeiten beim Umgang mit Börsenkursen bei der Bemessung von Abfindungen dürften auf österreichische Verhältnisse durchaus übertragbar sein.

⁴⁸⁴ Vgl zu derartigen Kursentwicklungen zB den Squeeze-out der „Constantia Packaging“: *Schneid*, Die Presse 22.7.2010, 19, oder die geplante Mehrheitsübernahme der deutschen „Postbank“ durch die „Deutsche Bank“: *oV*, Die Presse 11.9.2010, 17.

⁴⁸⁵ Wie zB in der Entscheidung des OGH, 6.11.2008, 6Ob91/08p, in der es im Rahmen eines Gesellschafterausschlusses um die Verletzung von Informationspflichten geht.

⁴⁸⁶ Vgl auch *van Husen* in *Straube*, Komm GmbHG, § 6a Rz 124 f.

IV. Verfassungsrechtliche und weitere Grundsätze zur Abfindungsbemessung beim Gesellschafterausschluss – der „normorientierte Anteilswert“

Die Möglichkeit des zwangsweisen Ausschlusses von Gesellschaftern bestand auch schon vor dem GesAusG mittels Umgründungsmaßnahmen, dh mit einer verschmelzenden oder errichtenden Umwandlung oder einer nicht Verhältnis wahren- den Spaltung. Zentrale Merkmale des Gesellschafterausschlusses nach GesAusG bleiben im Vergleich zur bisherigen Rechtslage ohne Änderung, wie zB:

- der Ausschluss der Minderheitsgesellschafter ohne wichtigen Grund.
- der Ausschluss gegen Gewährung einer angemessenen Abfindung, ohne dass der Inhalt der Angemessenheit inhaltlich festgelegt wird.
- die Möglichkeit, mittels der Satzung Voraussetzungen zu verschärfen oder den Ausschluss zu verunmöglichen; dies gilt allerdings nicht für den speziellen Gesellschafterausschluss nach einem Übernahmeangebot (§ 7 GesAusG).

Inhaltlich bedeutende neue Merkmale des Gesellschafterausschlusses nach GesAusG betreffen den Hauptgesellschafter, ein vorangehendes Übernahmeangebot und Aspekte des Verfahrens. Weder muss ein *einzig*er Gesellschafter die Schwelle von 90 % realisieren, noch reicht es, wenn sie eine *beliebige* Gemeinschaft von Gesellschaftern verwirklicht. Erforderlich ist vielmehr ein Erreichen der 90 % durch einen Gesellschafter oder mehrere konzernverbundene Gesellschaften gemeinsam, so dass es durch den Ausschluss nicht notwendigerweise zur Anteilsvereinigung kommt.⁴⁸⁷ Im Fall eines vorangehenden Übernahmeangebots wird der Preis des Angebots dann als angemessen angenommen, wenn er den Markttest besteht (§ 7 Abs 3 GesAusG). In Bezug auf das Verfahren ist hervorzuheben, dass die Angemessenheit der Abfindung durch einen vom Gericht zu bestellenden Sachverständigen zu prüfen ist und dass Bewertungsgutachten den auszuschließenden Gesellschaftern vorzulegen sind; damit sollen auch sie die Plausibilität der Abfindung prüfen können.

Der allgemeine und spezielle Gesellschafterausschluss nach GesAusG sowie die zentralen Aspekte der Bewertung von Anteilen und der Festlegung der Abfindung

⁴⁸⁷ Vgl Winner, GesRZ-SH 2006, 9 Fn 10.

bieten erneut einen Anlass, über die Frage der verfassungsrechtlichen Zulässigkeit und über durch den VfGH errichtete Eckpfeiler nachzudenken.⁴⁸⁸

A. Zum verfassungsrechtlichen Eigentumsschutz von Minderheitsanteilen

Gesellschaftsanteile oder gesellschafterähnliche Rechtspositionen sind vermögenswerte Privatrechte, die dem verfassungsrechtlichen Eigentumsschutz des Art 5 StGG und Art 1 des 1. ZPMRK unterliegen.⁴⁸⁹ Wird dieses Eigentum entzogen, so liegt ein Eingriff in die Eigentumsfreiheit vor.⁴⁹⁰

Die Qualifikation des Gesellschafterausschlusses als „**Enteignung**“ ist allerdings fraglich. Denn die Rsp des VfGH und die hM⁴⁹¹ sprechen nur dann von einer Enteignung, „wenn eine Sache durch Verwaltungsakt oder unmittelbar kraft Gesetzes dem Eigentümer zwangsweise entzogen wird und auf eine andere Person übertragen wird oder wenn daran in gleicher Weise fremde Rechte begründet werden“⁴⁹². Beim Ausschluss von Gesellschaftern liegt allerdings kein Verwaltungsakt oder eine unmittelbare Enteignung durch ein Gesetz vor. Er basiert vielmehr auf einem privatrechtlichen Akt, nämlich dem Verlangen und Beschluss des Hauptgesellschafters, der die gesetzliche Ermächtigung zum zwangsweisen Ausschluss nützt.⁴⁹³ Aus verfassungsrechtlicher Sicht kann von einer „**Eigentumsbeschränkung**“ gesprochen werden,⁴⁹⁴ was den Umstand des Entzugs der Rechtsposition allerdings nicht ändert.

Der Rsp des VfGH folgend ist der Spielraum des Gesetzgebers bei Beschränkungen des Eigentums in Bezug auf das öffentliche Interesse und auf die Folgenabschätzung größer als bei der Enteignung,⁴⁹⁵ wenngleich fraglich ist, inwieweit diese Rsp für den

⁴⁸⁸ Vgl zB schon Kalss, JBl 1995, 420.

⁴⁸⁹ Vgl zB VfGH, 16.6.2005, G 129/04.

⁴⁹⁰ Vgl Novak in Weber/Wimmer, FS Pernthaler, 257; Winner, GesRZ-SH 2006, 11.

⁴⁹¹ Vgl zB Berka, Die Grundrechte, Rz 723.

⁴⁹² Öhlinger, Verfassungsrecht, Rz 870; VfGH, 16.12.1983, G 46/82; VfSlg 9.911.

⁴⁹³ Vgl Winner, GesRZ-SH 2006, 11.

⁴⁹⁴ Vgl Kalss, JBl 1995, 432 f.

⁴⁹⁵ Vgl VfGH, 16.12.1983, VfSlg 9911.

Eigentumsentzug durch privatrechtlichen Akt unmittelbar einschlägig ist.⁴⁹⁶ Denn beim Gesellschafterausschluss geht es nicht um einen Eingriff iSe „geringeren Eingriffs“ als bei Enteignung, sondern sein Eingriff wiegt genauso schwer wie eine Enteignung. Vor dem Hintergrund der zu schützenden Vermögensinteressen werden beim Gesellschafterausschluss allerdings keine allzu großen Ansprüche an das „öffentliche Interesse“ zu stellen sein.

In Bezug auf die Entschädigung darf eine Eigentumsbeschränkung nicht zu einem verfassungswidrigen Sondervorteil oder -opfer⁴⁹⁷ führen.⁴⁹⁸ Es gilt, die Verhältnismäßigkeit zu kontrollieren.⁴⁹⁹ Im Kontext des Gesellschafterausschlusses sind die Frage, ab welchem Schweregrad des Eingriffs in das Eigentum eine Entschädigung geboten ist, und Theorien zur Beantwortung dieser Frage⁵⁰⁰, nicht entscheidend. Hier handelt es sich um den gänzlichen Entzug des Eigentums und der ist zwingend nur gegen Entschädigung möglich,⁵⁰¹ wie (auch) die in unserem Zusammenhang relevante und unten rezipierte Rsp zeigt.

Der **Gesellschafterausschluss** als schwerwiegende Beschränkung des Eigentums an Geschäftsanteilen bedarf bestimmter Voraussetzungen, um nicht gegen das Grundrecht auf Schutz des Eigentums zu verstoßen.⁵⁰² Zu diesen Voraussetzungen zählen:⁵⁰³

- Vorliegen eines **öffentlichen Interesses**,
- **Adäquanz** und **Verhältnismäßigkeit**,
- Gewährung einer **Entschädigung** und
- **Rechtsschutz** in Gestalt einer Überprüfung der Entschädigung.

⁴⁹⁶ Vgl *Winner*, GesRZ-SH 2006, 11, der starke Zweifel an der unmittelbaren Einschlägigkeit hegt.

⁴⁹⁷ Zur Konzeption des „gleichheitswidrigen Sonderopfers“, die eine „schmale Bresche in die entschädigungsfeindliche Judikatur“ schlägt, vgl *Aicher*, ÖZW 1975, 59 ff.

⁴⁹⁸ Vgl vornehmlich VfGH, 11.3.1976, VfSlg 7759; VfGH, 2.3.1992, VfSlg 13.006. Die Sonderopfertheorie wurde auch in VfGH, 28.2.2002, G 342/01, VfSlg 16.455/2002 - zu einer Grundabtretung - und in VfGH, 28.9.2002, G 286/01, VfSlg 16.636/2002 - zur Einziehung von Partizipationskapital - bestätigt, so dass *Novak* davon spricht, dass die „schmale Bresche“ (*Aicher*, ÖZW 1975, 60) „ein Stück weiter aufgestoßen“ wurde; *Novak* in *Weber/Wimmer*, FS *Pernthaler*, 270.

⁴⁹⁹ Vgl VfGH, 14.10.1993, VfSlg 13.587.

⁵⁰⁰ Vgl *Aicher*, Gutachten, 19 ff.

⁵⁰¹ Vgl *Rüffler*, Lücken im Umgründungsrecht, 108; *Winner*, GesRZ-SH 2006, 12.

⁵⁰² Vgl *Winner*, GesRZ-SH 2006, 9 ff.

⁵⁰³ Vgl *Rüffler*, Lücken im Umgründungsrecht, 227 ff; *Winner*, GesRZ-SH 2006, 11 ff.

Der zwangsweise Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern dient va den wirtschaftlichen Interessen des Hauptgesellschafters, also privaten Interessen. Danach braucht der Hauptgesellschafter bei seinen Entscheidungen auf Minderheitsgesellschafter nicht mehr einzugehen, Anfechtungsklagen bei wirtschaftlich bedeutenden Entscheidungen können nicht mehr erhoben werden etc. Mögliche Interessenkonflikte zwischen Gesellschaftern werden zu Gunsten des Hauptgesellschafters aufgelöst.⁵⁰⁴

Auch wenn das „vorrangige Partikularinteresse“⁵⁰⁵ des Hauptgesellschafters beim Squeeze-out dominiert, es schließt das gleichzeitige Vorliegen eines **öffentlichen Interesses an der Maßnahme** nicht aus. Zumindest ein schwaches öffentliches Interesse wird ihr allgemein attestiert.⁵⁰⁶ Auch die Materialien zum GesAusG gehen auf das öffentliche Interesse dieses Eigentumseingriffs ein:⁵⁰⁷ Der Wegfall der Interessen der Minderheitsgesellschafter soll Unternehmen einen **Wettbewerbsvorteil** verschaffen. Ohne Minderheitsgesellschafter werden Entscheidungen vereinfacht und beschleunigt. Die erhöhte Flexibilität soll schnellere Reaktionen auf veränderte Bedingungen der Absatz-, Beschaffungs- und Kapitalmärkte erlauben.

Die verbesserte Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen im Anschluss an einen Squeeze-out stellt einen **positiven volkswirtschaftlichen Effekt** dar. Daher besteht an der Möglichkeit des Gesellschafterausschlusses ein öffentliches Interesse.⁵⁰⁸ Im konkreten Einzelfall bedarf der Squeeze-out keiner sachlichen Rechtfertigung durch den Hauptgesellschafter. Es liegt in seinem Ermessen, diese Maßnahme der Strukturverbesserung abzuwägen und zu setzen.

Das öffentliche Interesse an einer gesellschaftsrechtlichen Strukturverbesserung der Unternehmen bedeutet allerdings nicht automatisch, die Möglichkeit des Squeeze-

⁵⁰⁴ Vgl *Winner*, GesRZ-SH 2006, 12.

⁵⁰⁵ So *Winner*, GesRZ-SH 2006, 12.

⁵⁰⁶ Vgl *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 134 mwN.

⁵⁰⁷ Vgl ErlRV zum ÜBRÄG 2006, 1334 BlgNR 22. GP, 26 f.

⁵⁰⁸ Vgl *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 134 mwN.

out vorsehen zu müssen. Als Alternative zum zwangsweisen Ausscheiden könnte auch eine vertragliche Lösung denselben Effekt bewirken. Die Möglichkeit eines privatrechtlichen Rechtserwerbs würde auf den ersten Blick den Eigentumseingriff in Gestalt des Squeeze-out verfassungsrechtlich ausschließen.⁵⁰⁹ Allerdings stehen der Haupt- und die Minderheitsgesellschafter in einem bilateralen Monopol zueinander, aus dem die Gefahr des **Hold-out**, also der Anreiz für Minderheitsgesellschafter resultiert, den positiven Effekt der Transaktion so weit wie möglich abzuschöpfen. Dadurch wird die Wahrscheinlichkeit für derartige Strukturverbesserungen und damit Wettbewerbsvorteile erheblich reduziert. Die Gefahr dieses Hold-out bahnt die Möglichkeit des Squeeze-out.⁵¹⁰

Die Handlungsalternative Squeeze-out ist ferner für das Funktionieren des „Market for Corporate Control“ bedeutend. Schafft ein Übernehmer positive Synergieeffekte, dann soll er auch die Möglichkeit der Vereinnahmung dieser Transaktionsgewinne haben. Die Rücksichtnahme auf Minderheitsgesellschafter kann diese Möglichkeit aber vereiteln.⁵¹¹ Somit kann auch im Funktionieren des „Marktes für Unternehmenskontrolle“ ein öffentliches Interesse entdeckt werden.

Das öffentliche Interesse des Gesellschafterausschlusses liegt in der Förderung flexibler **Unternehmens- und Kontrollstrukturen** sowie in der Realisation von **Synergieeffekten** durch den Hauptgesellschafter. Diese Argumentationslinie wird unterstützt durch den Umstand, dass für den Ausschluss nicht eine beliebige Mehrheit an Gesellschaftern die Schwelle von 90 % erreichen muss, sondern dass die Anteile durch einen Gesellschafter oder innerhalb eines Konzerns gehalten werden müssen. (§ 1 Abs 2 f GesAusG).

Mit dem öffentlichen Interesse ist allerdings der Gesellschafterausschluss noch nicht vorbehaltlos zulässig. Vielmehr sind die schutzwürdigen Interessen der Minderheitsgesellschafter zu ergründen und dem öffentlichen Interesse gegenüberzustel-

⁵⁰⁹ Vgl. *Winner*, GesRZ-SH 2006, 13 einschließlich des Hinweises in Fn 53, wonach auch bei der eigentlichen Enteignung der vorangehende Versuch des privatrechtlichen Rechtserwerbs Voraussetzung sei.

⁵¹⁰ Vgl. *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 399 ff.

⁵¹¹ Vgl. *Winner*, GesRZ-SH 2006, 13.

len.⁵¹² Der **Grundsatz der Verhältnismäßigkeit** fordert ein akzeptables Verhältnis zwischen öffentlichem Anliegen und schutzwürdigen Privatinteressen. Eine herausragende Bedeutung kommt hierbei der Bemessung der Abfindung zu.⁵¹³

Die zu schützenden Interessen der Minderheitsgesellschafter werden aufgespaltet in

- ein Bestandsinteresse und
- ein Vermögensinteresse.⁵¹⁴

Das **Bestandsinteresse** eines Gesellschafters ist auf den Fortbestand seiner Beteiligung selbst gerichtet, dieser fokussiert auf Möglichkeiten der Einflussnahme auf die Geschäftsführung der Gesellschaft. Derartige unternehmerische Zielsetzungen können zB in der Sicherung von Bezugsquellen durch die Beteiligung an und die Einflussnahme auf Zulieferer oder in der Sicherung von Absatzkanälen bestehen. Mit zunehmender Beteiligungsquote wachsen diese Möglichkeiten der Einflussnahme und damit das Bestandsinteresse.⁵¹⁵ Mit Blick auf den Gesellschafterausschluss wird man daher die Gesetzmäßigkeit formulieren können: Je schwächer das Bestandsinteresse ist, umso eher wird der zwangsweise Ausschluss zu rechtfertigen sein.⁵¹⁶ Bei Gesellschaftern mit einem Anteil von weniger als 10 % wird man von einem kaum ausgeprägten Bestandsinteresse ausgehen können.⁵¹⁷

Das **Vermögensinteresse** eines Gesellschafters ist auf den Wert seines Anteils iSd vermögenswerten Vorteile gerichtet.⁵¹⁸ Die vermögensrechtlichen Ansprüche aus einer Beteiligung betreffen vornehmlich

- den **Anspruch am festgestellten Bilanzgewinn** gem § 52 AktG; mit dem Anspruch auf Gewinnbeteiligung für die Dauer des Beteiligungsverhältnisses erhält der Gesellschafter eine Verzinsung seines gebundenen Kapitals.

⁵¹² Vgl *Winner*, GesRZ-SH 2006, 13.

⁵¹³ Vgl *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 135; *Rüffler*, Lücken im Umgründungsrecht, 228 ff.

⁵¹⁴ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 401 ff; Bestands- und Vermögensinteresse zeigen sich in Herrschafts- und Vermögensrechten; vgl *Aicher/Schuhmacher*, Wertpapierrecht, 79.

⁵¹⁵ Zu derartigen positiven Synergieeffekten zwischen Unternehmen vgl *Burger/Ulbrich/Ahlemeyer*, Beteiligungscontrolling, 115 ff.

⁵¹⁶ Vgl *Winner*, GesRZ-SH 2006, 13.

⁵¹⁷ Vgl *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 135.

⁵¹⁸ Vgl zB *Mandl/Rabel* in *Wagner*, FS *Loitlsberger*, 207.

- das **Bezugsrecht** bei Kapitalerhöhungen gem § 153 AktG; damit wird gewährleistet, dass die mitgliedschaftliche Stellung der Gesellschafter bei Kapitalerhöhungen gewahrt bleibt, dh das Bezugsrecht schützt vor der Verwässerung des Stimmrechts und des Anteilsvermögens.
- den Anspruch auf Beteiligung am **Liquidationsertrag** gem § 212 AktG; im Fall der Liquidation der Gesellschaft steht jedem Gesellschafter ein aliquoter Anteil am Liquidationserlös zu.
- das Recht auf **Übertragung** des Anteils mit der Ausnahme der Vinkulierung gem § 62 AktG.
- Das Recht auf **angemessene Abfindung** bei gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen, wie zB im Kontext des Gesellschafterausschlusses (§ 2 GesAusG).

Die Beteiligungsquote eines Gesellschafters zeigt die Höhe seiner Partizipation am wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens. Je kleiner diese Quote eines Gesellschafters ist, umso mehr treten seine Vermögensinteressen in den Vordergrund. Gesellschafter mit einer Beteiligungsquote von wenigen Prozenten fokussieren idR auf eine Rendite des gebundenen Kapitals durch Gewinnausschüttungen und Wertsteigerungen des Anteils.

Der Ausschluss von Gesellschaftern mit einer sehr kleinen Beteiligungsquote kann – im Gegensatz zu höheren Beteiligungsquoten, bei denen auch das Bestandsinteresse bedeutend ist – eher gerechtfertigt werden. Der „typische Minderheitsaktionär“ strebt keine unternehmerische Einflussnahme zur Hebung von Synergien an, sondern er ist der **Typus „Anleger“**.⁵¹⁹ Weitgehend losgelöst von Bestandsinteressen haben derartige Minderheitsaktionäre grundsätzlich keine Schwierigkeit, Kapital aus Sicht der Vermögensinteressen gleichwertig anzulegen.⁵²⁰ Bei einem nicht oder kaum ausgeprägten Bestands- und folglich einem dominierenden Vermögensinteresse steht nicht der Schutz des Anteilsbestandes, sondern das Recht auf den Ersatz des An-

⁵¹⁹ Vgl *Winner*, GesRZ-SH 2006, 13 mit dem Hinweis in Fn 58, wonach das BVerfG schon in seiner „Feldmühle-Entscheidung“, auf die in Abschnitt III. B. eingegangen wird, das Vermögensinteresse „des“ Minderheitsaktionärs - wenn auch in unzulässiger Generalisation auf „den“ Minderheitsaktionär - in den Mittelpunkt rückte.

⁵²⁰ Vgl *Kalss*, JBl 1995, 436.

teilswerts im Vordergrund.⁵²¹ MaW ist für derartige Minderheitsaktionäre die **Vermögensgarantie** wichtiger als die Bestandsgarantie.⁵²²

Die Verfassungsmäßigkeit des zwangsweisen Ausschlusses von Gesellschaftern hat folglich drei Voraussetzungen:⁵²³

- ein **öffentliches Interesse**,
- ein **sehr schwaches Bestandsinteresse** und
- einen **Schutz des Vermögensinteresses**.

Fraglich erscheint, ob auch dann Eingriffe in das Eigentum zu Gunsten Privater verfassungsrechtlich möglich sind, wenn zwar ein öffentliches Interesse an der Maßnahme fehlt, der Gesetzgeber allerdings für einen adäquaten Ausgleich zwischen den einander entgegengesetzten Grundrechtspositionen sorgt. Eine äquidistante Lösung zwischen dem Haupt- und den Minderheitsaktionären würde auch ohne öffentliches Interesse dem grundrechtlichen Schutz des Eigentums entsprechen.⁵²⁴ Eine Lösung für den Verlust von Bestandsinteressen ist angesichts der Singularität von Unternehmensverbindungen idR bedeutend schwieriger zu finden als für die Aufgabe von Vermögensinteressen. Ungeachtet eines öffentlichen Interesses erscheint der Gesellschafterausschluss insb dann als verfassungsrechtlich zulässig, wenn ausschließlich Vermögensinteressen bestehen oder sie zumindest stark dominieren.

Zentrale Merkmale des allgemeinen und des speziellen Gesellschafterausschlusses gem GesAusG, die für das Bestands- und Vermögensinteresse ausschlaggebend sind, liegen in der Höhe der Ausschlussschwelle, in den betroffenen Gesellschaftsformen und in der Höhe der Abfindung:⁵²⁵

⁵²¹ Torggler billigt jedenfalls dem GmbH-Kleingesellschafter auch ein nicht vernachlässigbares Bestandsinteresse zu; vgl Torggler, GeS 2006, 115.

⁵²² Vgl Winner, GesRZ-SH 2006, 13; so auch das BVerfG in seiner „Moto-Meter-Entscheidung“: BVerfG, 23.8.2000, 1 BvR 68-95 u 1 BvR 147-97.

⁵²³ Vgl Winner, Wert und Preis im Zivilrecht, 402.

⁵²⁴ IdS vgl Hüffer/Schmidt-Assmann in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 50 ff. Es geht hierbei um einen „schonenden Ausgleich iS „praktischer Konkordanz““; Rüffler, Lücken im Umgründungsrecht, 229 mwN.

⁵²⁵ Zu dieser Abwägung vor dem Hintergrund des Bestands- und Vermögensinteresses der Minderheitsgesellschafter vgl vornehmlich Winner, GesRZ-SH 2006, 14 ff.

Für die **Ausschlusschwelle** gilt: Je höher der Anteilsbesitz des Hauptgesellschafters für einen Gesellschafterausschluss sein muss, umso geringer wird das Bestands- und umso höher wird das Vermögensinteresse der Minderheitsgesellschafter sein. Die Anteilsschwelle von 90 % des gesamten Grundkapitals (§ 1 Abs 1 GesAusG) erscheint im internationalen Vergleich als eher niedrig. In Deutschland beträgt sie 95 % (§ 327a AktG), in der Schweiz gar 98 % (Art 33 BEHG). Wenngleich kein Schwellenwert als „absolut richtig“ erachtet werden kann, so ist es hM, dass ein Anteilsbesitz von 75 % des Grundkapitals für eine Ausschlussbefugnis jedenfalls verfassungswidrig wäre. Denn einem Gesellschafter, der nur knapp die Sperrminorität verfehlt, können unternehmerische Interessen an der Verbindung und damit Bestandsinteressen nicht automatisch abgesprochen werden.⁵²⁶

Gesellschafter mit einer Beteiligungsquote von weniger als 10 % werden idR keine besonderen unternehmerischen Interessen verfolgen. Obendrein stehen ihnen keine besonderen Minderheitenrechte zu.⁵²⁷ Die Ausschlusschwelle von 90 % wird als „noch sachgerecht“⁵²⁸ anzusehen sein, nicht zuletzt auch deshalb, weil Ähnliches Art 15 der Übernahme-RL⁵²⁹ für den Squeeze-out nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot vorsieht.

In Bezug auf die **betroffenen Gesellschaftsformen** fokussiert die Übernahme-RL auf die börsennotierte AG. Hier ist – bei einer Anteilsschwelle von 90 bis 95 % (Art 15 Abs 2) – der zwangsweise Ausschluss der Minderheitsgesellschafter zu ermöglichen, und auch das nur im Anschluss an ein erfolgreiches Übernahmeangebot. Dahinter steht die Vorstellung, dass über die Börse erworbene Minderheitsanteile dem Typus des „Anlegers“ entsprechen, der idR ausschließlich Vermögensinteressen verfolgt.⁵³⁰

⁵²⁶ Damit wäre auch die Rechtslage des UmwG 1934 mit der Ausschlusschwelle von 75 % heute verfassungswidrig; vgl *Winner*, GesRZ-SH 2006, 14.

⁵²⁷ Vgl *Kalss/Linder*, Minderheits- und Einzelrechte von Aktionären, 58 ff.

⁵²⁸ *Winner*, GesRZ-SH 2006, 14.

⁵²⁹ RL 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl L 142/12 vom 30. April 2004.

⁵³⁰ Dieser Vorstellung hält *Torggler* entgegen, dass erstens die Angemessenheit der Abfindung eine Illusion und dass zweitens jedenfalls ein Geschäftsanteil an einer GmbH keine reine Vermögensanlage sei; vgl *Torggler*, GeS 2006, 114 f.

Der Squeeze-out gem GesAusG ist allerdings nicht auf das Leitbild der **börsennotierten AG** beschränkt, sondern erfasst auch die nicht börsennotierte AG und die GmbH. Beteiligen sich Gesellschafter an einem nicht börsennotierten Unternehmen mit einem Anteil von weniger als 10 %, so wird im Vergleich zur börsennotierten AG viel häufiger von gewissen unternehmerischen Interessen, die Minderheitsgesellschafter verfolgen, auszugehen sein. Auch wenn die Vermögensinteressen überwiegen, der Umstand der Beteiligung an einer **nicht börsennotierten Gesellschaftsform** lässt iA ein gewisses Bestandsinteresse annehmen. Ferner sind die Minderheitsanteile bei diesen Unternehmen vielfach nicht im Streu-, sondern in konzentriertem Besitz, also in den Händen eines oder einiger weniger Gesellschafter. Darüber hinaus können Minderheitsgesellschafter Sonderrechte besitzen, die als deutlicher Ausdruck eines Bestandsinteresses gelten können; auch sie vermögen den Gesellschafterausschluss nicht zu verhindern. Das Bestandsinteresse erschwert die verfassungsrechtliche Rechtfertigung des Squeeze-out. Daher wird zB vorgeschlagen, den Gesellschafterausschluss etwa bei der GmbH nur aus wichtigem Grund zuzulassen.⁵³¹

Inhaltlich bedeutend ist der Umstand, dass der allgemeine Gesellschafterausschluss gem § 1 GesAusG – im Gegensatz zum speziellen Squeeze-out nach einem Übernahmeangebot⁵³² – dispositives Recht ist, dh sowohl bei der AG als auch bei der GmbH kann die Satzung bzw der Gesellschaftsvertrag den Squeeze-out erschweren – zB durch Regelungen zu Stimmrechten (in Bezug auf Squeeze-out oder generell), durch das Erfordernis der Zustimmung etc - oder ausschließen. Damit hängt die Möglichkeit des Ausschlusses von einer entsprechenden privatautonomen Vereinbarung zwischen den Gesellschaftern ab. Verbindet ein Gesellschafter mit seiner Beteiligung auch Bestandsinteressen, so wird er auf einer entsprechenden Absicherung seiner Investition bestehen. Die Möglichkeit der privatautonomen Gestaltung entbindet den Gesetzgeber allerdings nicht von der verfassungsmäßigen Verpflichtung zu einer angemessenen Gestaltung der dispositiven Regel.⁵³³

⁵³¹ Vgl Torggler, GeS 2006, 118. In Deutschland ist ein Gesellschafterausschluss nur bei der (börsen- und nicht börsennotierten) AG möglich (§ 327a dAktG).

⁵³² Hiervon sind lediglich börsennotierte AGs betroffen.

⁵³³ Vgl Winner, GesRZ-SH 2006, 15.

Das GesAusG ermöglicht die Maßnahme des Ausschlusses nicht nur grundsätzlich, sondern es formuliert hierfür zentrale Voraussetzungen und stellt ein **geordnetes Verfahren** bereit. Der Ausschluss kann auch über allgemeine gesellschaftsrechtliche Wege, wie zB über einen Liquidationsbeschluss im Wege einer übertragenden Auflösung⁵³⁴, erreicht werden. Wegen der zahlreichen Möglichkeiten, einen Ausschluss zu erreichen, ist seine Unterbindung nahezu unmöglich. Aus diesen Gründen erscheint es sinnvoll, mit dem GesAusG Maßstäbe und Wertungen zu erhalten, die auch als Analogiebasis für andere Gestaltungen mit gleichen Wirkungen dienen können.⁵³⁵

Der Schutz des Vermögensinteresses betrifft die **angemessene Abfindung**. Besteht kein oder kaum ein Bestandsinteresse, so liegt der „Schlüssel für die verfassungsrechtliche Beurteilung“⁵³⁶ des Ausschlusses an der Festlegung der angemessenen Abfindung. Die Vermögensgarantie verlangt, dass die Folgen des Ausschlusses für die Minderheitsgesellschafter vermögensrechtlich nicht nachteilig sind. Mithin ist eine **volle Entschädigung**, dh der vollständigen Ersatz aller Vermögensnachteile aus dem Ausschluss zu gewähren;⁵³⁷ die „**angemessene Abfindung**“ ist idS zu verstehen.⁵³⁸ Dem Minderheitsgesellschafter ist derjenige Wert als Abfindung zu zahlen, „den sein Anteil hätte, wenn das Unternehmen selbstständig weitergeführt würde“⁵³⁹. Der Maßstab zum Schutz der Vermögensinteressen ausgeschlossener Gesellschafter ist als streng anzusehen.⁵⁴⁰ Über diese Art der Vermögensgarantie hinaus ist es nicht die Aufgabe des Verfassungsrechts, die Festlegung einer angemessenen Abfindung zu detaillieren, hierzu ist die Rsp berufen.

⁵³⁴ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 622 ff.

⁵³⁵ Vgl Winner, GesRZ-SH 2006, 15. IdS auch ErlRV 1334, BlgNR 22. GP, 26.

⁵³⁶ Winner, GesRZ-SH 2006, 16.

⁵³⁷ Vgl Mandl/Rabel in Wagner, FS Loitlsberger, 208 f.

⁵³⁸ Vgl Mandl/Rabel in Wagner, FS Loitlsberger, 210.

⁵³⁹ Winner, GesRZ-SH 2006, 16.

⁵⁴⁰ Vgl Winner, Wert und Preis im Zivilrecht, 386, 402.

B. Rsp zum Eigentumsschutz von Minderheitsanteilen und der Grundsatz der wirtschaftlich vollen Entschädigung

Der VfGH beschäftigte sich bislang in zwei Fällen mit dem Problem, Gesellschaftsanteile oder gesellschafterähnliche Rechtspositionen zwangsweise aufzugeben. Seine Untersuchungen erfolgten iSd Eigentumsschutzes aus Art 5 StGG und Art 1 des 1. ZPMRK und auf Antrag des OGH.⁵⁴¹

Im Jahr 2002 befasste sich der VfGH mit der Verfassungsmäßigkeit der Einziehung von Partizipationskapital gem § 102a Abs 4 BWG.⁵⁴² In Bezug auf die Festlegung der Abfindung für börsennotierte Partizipationsscheine stellte diese Norm des BWG auf den durchschnittlichen Börsenkurs einer Referenzperiode von 20 Börsetagen ab, die am Tag vor der HV endet, die die Einziehung beschließt. Eine gerichtliche Überprüfung der Abfindung als Rechtsbehelf war im Fall börsennotierter Partizipationsscheine nicht vorgesehen. Dagegen wurde die Abfindung für nicht börsennotierte Partizipationsscheine mittels einer Unternehmensbewertung gefunden und es stand der Rechtsbehelf der gerichtlichen Überprüfung offen.

In seinem Erk⁵⁴³ hob der VfGH zwei in Bezug auf den **Eigentumsschutz** und die Festlegung der **Abfindung** zentrale Aspekte hervor:

- Die Einziehung des Partizipationskapitals müsse **im öffentlichen Interesse** liegen.⁵⁴⁴ Überträgt man diese Wertung auf alle Gesellschaftsanteile, so ist die Möglichkeit des zwangsweisen Ausschlusses von Gesellschaftern stets am öffentlichen Interesse zu messen.
- Das Abstellen auf den Börsenkurs für die Festlegung der Abfindung (bei börsennotierten Partizipationsscheinen) ohne die weitere Prüfung der Angemessenheit sei unzureichend. Der VfGH verweist auf die Rsp des BVerfG⁵⁴⁵, wonach

⁵⁴¹ Vgl *Winner*, GesRZ-SH 2006, 10.

⁵⁴² Ausführlich in Abschnitt III. B. 2.

⁵⁴³ Vgl VfGH, 28.9.2002, G 286/01.

⁵⁴⁴ Bei der Einziehung von Partizipationskapital sah der VfGH das öffentliche Interesse darin, „die Kapitalstruktur bei Kreditinstituten auch in rechtlicher Hinsicht zu bereinigen“; VfGH, 28.9.2002, G 286/01.

⁵⁴⁵ Vgl BVerfG, 27.4.1999, 1 BvR 1613/94.

dem Börsenkurs die Funktion einer Untergrenze zukomme, wenngleich sich der VfGH diesbezüglich nicht festlegt. Jedenfalls dürfe das Abstellen auf den „**Indikator**“ **Börsenkurs** die gerichtliche Überprüfung seiner Angemessenheit als Abfindung nicht ausschließen. Dies habe mit der Möglichkeit der strategischen Wahl des Zeitpunkts der Einziehung durch das Kreditinstitut zu tun; die alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses biete den Anreiz, Börsephasen mit eher niedriger Bewertung der Anteile zu wählen.

Der VfGH hob die entsprechende Bestimmung des BWG auf, so dass die Abfindung auch bei börsennotierten Partizipationsscheinen stets auf ihre Angemessenheit zu prüfen ist.⁵⁴⁶

Im Jahr 2005 untersuchte der VfGH die nicht Verhältnis wahrende Spaltung;⁵⁴⁷ dem Erk ging eine komplexe Judikatur des OGH zur Squeeze-out-Spaltung voraus.⁵⁴⁸ In Bezug auf den Eigentumsschutz betont der VfGH

- die Rechtfertigung des Eigentumseingriffs durch das **öffentliche Interesse**,
- die **Adäquanz und Verhältnismäßigkeit** der Maßnahme und
- die Gewährung einer **angemessenen Abfindung**;
- er hob die Bindung des **Rechtsbehelfs** der gerichtlichen Überprüfung an einen Mindestaktienbesitz auf.

Der VfGH weist ausdrücklich darauf hin, an die Bedenken des OGH gebunden zu sein und dass er vom Vorliegen des **öffentlichen Interesses**, das in der Verbesserung der Unternehmensstrukturen liege, ausgehe, diese Frage also nicht zu untersuchen habe. Hierin mag eine Distanz des VfGH erkennbar sein, denn der Ausschluss begünstige unmittelbar den Hauptgesellschafter.⁵⁴⁹

Nach Ansicht des VfGH sei der „**Verkehrswert**“ der „wahre Wert“ des Gesellschaftsanteils. Ein **Börsenkurs** könne **nur ein Indiz** für den Verkehrswert sein. Jeden-

⁵⁴⁶ Vgl. *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 137.

⁵⁴⁷ Vgl. VfGH, 16.6.2005, G 129/04.

⁵⁴⁸ Vgl. *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 12, sowie Abschnitt III. B. 2.

⁵⁴⁹ So *Winner*, *GesRZ-SH* 2006, 10.

falls müsse allen ausgeschlossenen Gesellschaftern die Möglichkeit der gerichtlichen **Überprüfung** offen stehen.

Auch in Bezug auf den Eigentumsschutz ist ein Blick in die – durch die österreichische Rsp rezipierte – deutsche Rsp aufschlussreich.⁵⁵⁰ Im „Feldmühle-Urteil“ hält das BVerfG⁵⁵¹ die Möglichkeit des Ausschlusses von Minderheitsgesellschaftern und die Regelung der Abfindung nach UmwG für verfassungskonform. Zentrale Voraussetzung sei die **Wahrung der Interessen** jener Gesellschafter, die zum Ausscheiden gezwungen werden. Die Wahrung der Interessen setze voraus:

- die **wirtschaftlich volle Entschädigung** der Minderheitsaktionäre für den Verlust ihrer Position als Gesellschafter;
- einen **wirksamen Rechtsbehelf**, der Minderheitsaktionäre vor dem Missbrauch der wirtschaftlichen Macht der Mehrheit schützt.

Mit diesem Urteil wird der verfassungsmäßige **Grundsatz der wirtschaftlich vollen Entschädigung** aufgestellt. Bei einem Eingriff in das Eigentum, der vornehmlich privaten Interessen dient, sei der Anspruch auf Abfindung höher als bei einer Enteignung zu Gunsten der Öffentlichkeit, denn hier reiche auch eine geringere als die volle Entschädigung. Zum Inhalt der wirtschaftlich vollen Entschädigung führt das BVerfG lediglich aus, dass der Gesellschafter das zu erhalten habe, „was seine gesellschaftliche **Beteiligung am arbeitenden Unternehmen wert ist**“.

Auch in der sog „DAT/Altana-Entscheidung“ bestätigt das BVerfG - im Kontext der Begründung eines Vertragskonzerns und der Eingliederung – die Verfassungsmäßigkeit des Ausschlusses von Gesellschaftern unter den Bedingungen der wirtschaftlich vollen Entschädigung und des wirksamen Rechtsbehelfs: „Es steht aber fest, dass von Verfassung wegen die grundrechtlich relevante Einbuße **vollständig kompensiert** werden muss. Auszugleichen ist, was dem Minderheitsaktionär an Eigentum im Sinne von Art 14 GG verloren geht.“⁵⁵²

⁵⁵⁰ Vgl auch Abschnitt III. A.

⁵⁵¹ Vgl BVerfG, 7.8.1963, 1 BvL 16/60.

⁵⁵² BVerfG, 27.4.1999, 1 BvR 1613/94; Hervorhebung durch den Verfasser.

In Bezug auf die wirtschaftlich volle Entschädigung konkretisiert das BVerfG die Angemessenheit in der folgenden Weise: „Der Ausgleich für die außen stehenden Aktionäre muss vielmehr so bemessen sein, dass sie **auch künftig solche Renditen** erhalten, die sie erhalten hätten, wenn der Unternehmensvertrag nicht geschlossen worden wäre; die Abfindung muss so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre den Gegenwert ihrer Gesellschaftsbeteiligung erhalten.“⁵⁵³ Eine wirtschaftlich volle Entschädigung setze voraus, dass der „wahre“ oder „wirkliche Wert“ der Anteile an dem arbeitenden Unternehmen ersetzt werde, und zwar unter Einbeziehung aller „**stiller Reserven**“ und des „**inneren Geschäftswerts**“.

Ferner lässt sich aus der Entscheidung des BVerfG die Bewertungsregel ableiten, dass die durch das GG gebotene wirtschaftlich volle Entschädigung nicht unter dem „Verkehrswert“ liegen dürfe, dh es gilt:

wirtschaftlich volle Entschädigung $\geq$ Verkehrswert.

Bei börsennotierten Unternehmen könne der Verkehrswert nicht ohne die **Einbeziehung von Börsenkursen** gefunden werden. „Die Abfindung muss so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung erlangt hätten.“⁵⁵⁴ In Bezug auf die Maßgeblichkeit von **Vorerwerben** führt das BVerfG aus: „Auf außerbörslich in Vorbereitung einer bestimmten Maßnahme bezahlte (überhöhte) Preise eines Mehrheitsaktionärs hat der Minderheitsaktionär verfassungsrechtlich keinen Anspruch.“⁵⁵⁵

In der sog „Moto-Meter-Entscheidung“ hält das BVerfG⁵⁵⁶ die übertragende Auflösung mit Gesellschafterausschluss für verfassungsrechtlich zulässig, sofern die Voraussetzungen der wirtschaftlich vollen Entschädigung und des wirksamen Rechtsbehelfs erfüllt sind. Interessant erscheint die Betrachtung der alternativen Anlagemöglichkeiten des auszuschließenden Gesellschafters: Mit der Entschädigung soll es dem Minderheitsaktionär „in aller Regel möglich sein, eine **alternative Kapitalanlage** in ei-

⁵⁵³ BVerfG, 27.4.1999, 1 BvR 1613/94.

⁵⁵⁴ BVerfG, 27.4.1999, 1 BvR 1613/94.

⁵⁵⁵ BVerfG, 27.4.1999, 1 BvR 1613/94.

⁵⁵⁶ Vgl BVerfG, 23.8.2000, 1 BvR 68-95 u 1 BvR 147-97..

nem Unternehmen gleicher oder ähnlicher Ausrichtung zu finden, jedenfalls in Zeiten eines funktionierenden Kapitalmarktes“.⁵⁵⁷

Im Jahr 2007 bestätigt das BVerfG, dass die Möglichkeit des aktienrechtlichen Gesellschafterausschlusses gem §§ 327a ff AktG nicht gegen die Eigentumsgarantie verstöße.⁵⁵⁸ Sein wichtiger Zweck bestünde in der Verhinderung, „dass Minderheitsaktionäre mit Kleinstbeteiligungen den Hauptaktionär bei der Unternehmensführung behindern und ihn zu finanziellen Zugeständnissen veranlassen können“⁵⁵⁹.

C. Treuepflicht und Gleichbehandlung beim Gesellschafterausschluss:

„gleicher Wert pro Anteil“

1. Treuepflicht und aktienrechtliche Gleichbehandlung als Analogiebasis

Generell enthält eine „Treuepflicht“ Pflichten der Rücksichtnahme und der Loyalität.⁵⁶⁰ Im Kontext des Gesellschafterausschlusses sind vor dem Hintergrund der Treuepflicht mehrere **Verhältnisebenen** relevant. Es geht

- *erstens* um das Verhältnis zwischen dem **Hauptgesellschafter** und den **Minderheitsgesellschaftern**; Kern dieser Beziehung ist die Gewährung und Konkretisierung einer wirtschaftlich vollen Abfindung.
- *zweitens* um das Verhältnis zwischen den **Gesellschaftern** und der **Gesellschaft** bzw ihrer Geschäftsführung; dieses schließt ein, dass die Geschäftsführung an der Erarbeitung des „gemeinsamen Berichts“ und damit an der Festlegung der angemessenen Abfindung mitwirkt.⁵⁶¹

⁵⁵⁷ BVerfG, 23.8.2000, 1 BvR 68-95 u 1 BvR 147-97, Hervorhebung durch den Verfasser.

⁵⁵⁸ Vgl BVerfG, 30.5.2007, 1 BvR 390/04.

⁵⁵⁹ BVerfG, 30.5.2007, 1 BvR 390/04

⁵⁶⁰ Vgl *Enzinger* in *Straube*, Komm GmbHG, § 39 Rz 28.

⁵⁶¹ Vgl Abschnitt II. B. 3.

Die österreichische Lehre und Rsp gehen von einer Treupflicht zweifacher Art aus:⁵⁶²

- zum einen zwischen den Gesellschaftern und der Gesellschaft (bzw ihren Organen⁵⁶³); hier besteht eine „**vertikale Treupflicht**“;
- zum anderen zwischen den Gesellschaftern untereinander; hierbei handelt es sich um eine „**horizontale Treupflicht**“.

In Österreich wird die vertikale Treupflicht dogmatisch vornehmlich aus der „sozietaeren Sonderrechtsbeziehung“⁵⁶⁴ in Gestalt der **Satzung** und hierbei insb aus der Verpflichtung der Gesellschafter abgeleitet, den festgelegten **Verbandszweck** gemeinsam zu verfolgen. Die horizontale Treupflicht resultiert dogmatisch unmittelbar aus der Satzung sowie aus den Sonderrechtsbeziehungen, die zwischen den Gesellschaftern bestehen; so wie jeder Vertrag kann auch die Satzung Schutz- und Loyalitätspflichten gegenüber den Vertragspartnern begründen. Die gemeinsame Einrichtung der juristischen Person AG führt zu einer (vertikalen) Treupflicht in der Beziehung „Aktionär ↔ AG“ und lässt gleichzeitig die (horizontale) vertragliche Treupflicht der Gesellschafter untereinander aufrecht.⁵⁶⁵

In Deutschland wird die Treupflicht dagegen dogmatisch anders eingeordnet: Die Treupflicht wird nach hM als **richterrechtliche Generalklausel** gesehen, die ihre Basis in unterschiedlichen Grundsätzen und Normen des Gesellschaftsrechts hat. Auch in Deutschland wird die Treupflicht in eine vertikale (Aktionäre zu AG) und eine horizontale (Aktionäre untereinander) differenziert. Der Aspekt, dass das Gesellschaftsverhältnis eine „Sonderverbindung“ schafft, die auf der einen Seite gemeinsame Interessen begründet und die auf der anderen Seite aber auch Möglichkeiten der Beeinträchtigung der gemeinsamen Interessen bietet, spielt auch in der deutschen Diskussion über die Treupflicht eine wichtige Rolle.⁵⁶⁶

⁵⁶² Zur horizontalen und vertikalen Dimension vgl. *Aicher/Feltl* in *Straube*, Komm GmbHG, § 3 Rz 32 mwN; *Verse* in *Habersack/Bayer*, Aktienrecht, 594 ff.

⁵⁶³ Die organschaftliche Treupflicht umfasst auch jedes Mitglied des AR; vgl. *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, Komm AktG, § 99 Rz 19; *Straube/Rauter* in *Straube*, Komm GmbHG, § 33 Rz 46.

⁵⁶⁴ *Enzinger* in *Straube*, Komm GmbHG, § 39 Rz 28.

⁵⁶⁵ Vgl. *Doralt/Winner* in MünchKomm AktG, Vor § 53a Rz 54.

⁵⁶⁶ Vgl. *Bungeroth* in MünchKomm AktG, Vor § 53a Rz 19.

Die deutsche Sichtweise der richterrechtlichen Generalklausel mit echtem Normcharakter widerspricht dem (bisherigen) Selbstverständnis der österreichischen Gerichte, wenngleich erste Ansätze in diese Richtung durchaus erkennbar sind.⁵⁶⁷ Statt der richterlichen Rechtsfortbildung⁵⁶⁸ wird in Österreich eher der Weg der Gesetzes- und Rechtsanalogie beschritten.⁵⁶⁹

Ungeklärt erscheint in Österreich das Verhältnis der **Treuepflicht** zum aktienrechtlichen **Gleichbehandlungsgrundsatz** nach § 47a AktG. Vielfach stützt man sich in der Argumentation sowohl auf die Treuepflicht als auch auf die Pflicht zur Gleichbehandlung. Der im Unterschied zur Treuepflicht kodifizierte Gleichbehandlungsgrundsatz macht im Umkehrschluss eine ungleiche Behandlung nur bei ungleichen Voraussetzungen möglich; eine ungleiche Behandlung bedeutet den Zwang der Rechtfertigung. Im Fall des Bezugs auf die Treuepflicht muss diese Grundlage erst gewonnen werden. Generell wird die Treuepflicht als übergeordnetes Prinzip angesehen.⁵⁷⁰ Der Grundgedanke der Treuepflicht liegt in der Verpflichtung der Aktionäre, den **gemeinsamen Gesellschaftszweck** bei der Ausübung ihrer Rechte zu fördern, und dieser gemeinsame Zweck besteht idR in der Erzielung von vermögenswerten Vorteilen für und durch die Gesellschafter.⁵⁷¹ Anwendungsfälle der Treuepflicht sind zB gesellschaftsfremde Sondervorteile einzelner Gesellschafter oder die schikanöse Blockade sinnvoller Maßnahmen.⁵⁷²

Wie die Treuepflicht und der Gleichbehandlungsgrundsatz zueinander stehen, hängt von der Festlegung der jeweiligen **Normadressaten** ab:

- Betrifft die Gleichbehandlung nur das Verhältnis „Gesellschaft ↔ Aktionäre“, so bedarf es zur Abwehr von Ungleichbehandlungen der Gesellschafter untereinander der Treuepflicht.

⁵⁶⁷ Vgl. Doralt/Winner in MünchKomm AktG, Vor § 53a Rz 54 mwN.

⁵⁶⁸ Zur richterlichen Rechtsfortbildung vgl. Engisch, Einführung in das juristische Denken, 136 ff.; Kramer, Juristische Methodenlehre, 173 ff.

⁵⁶⁹ Vgl. Doralt/Winner in MünchKomm AktG, Vor § 53a, Rz 54.

⁵⁷⁰ Vgl. Enzinger in Straube, Komm GmbHG, § 39 Rz 31.

⁵⁷¹ Die inhaltliche Fassung des Begriffs „Gesellschaftszweck“ ist weiter als jene des Begriffs „Unternehmensgegenstand“; vgl. Torggler in Straube, Komm GmbHG, § 1 Rz 11.

⁵⁷² Vgl. Doralt/Winner in MünchKomm AktG, Vor § 53a Rz 59; auch Enzinger in Straube, Komm GmbHG, § 39 Rz 29; Nowotny/Fida, Kapitalgesellschafts-, Umgründungs- und Übernahmerecht, 71 u 160.

- Betrifft die Gleichbehandlung sowohl das Verhältnis „Gesellschaft ↔ Aktionäre“ als auch „Aktionär ↔ Aktionär“, so kann auch im Verhältnis der Aktionäre untereinander auf die Gleichbehandlungspflicht abgestellt werden.

Beide Argumentationslinien werden zum selben Ergebnis führen. Bei der zweiten Linie kann die Beachtung der Gleichbehandlung zwischen den Gesellschaftern auch mittels der Treuepflicht fundiert werden.⁵⁷³ In horizontaler Sicht betrifft die Treuepflicht den Hauptgesellschafter ebenso wie die Minderheitsgesellschafter, und zwar auch den „Anleger-Aktionär“ einer börsennotierten AG, wenngleich der Umfang der Treuepflichten und die Einflussmöglichkeiten aus der Beteiligung grundsätzlich positiv korreliert sind.⁵⁷⁴

Nach deutschem Verständnis bindet die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht über

- das wechselseitige Verhältnis zwischen Aktionären und AG („**Aktionäre** ↔ **AG**“) und
- das wechselseitige Verhältnis zwischen den Aktionären („**Aktionär** ↔ **Aktionär**“) hinaus auch
- das Verhältnis von Vorstand und AR als Organe der AG gegenüber den Aktionären („**Organe der AG** → **Aktionäre**“).⁵⁷⁵ In dieser Relation spiegelt sich die Beziehung zwischen Auftraggeber und -nehmer wider, die in grundlegender Art Gegenstand der „Principal-Agent-Theory“ ist.⁵⁷⁶

Der Inhalt der Treuepflicht betrifft generell die Verpflichtung der Normadressaten, in seinem Handeln auf die Interessen der Gesellschaft und auf die gesellschaftsbezogenen Interessen der (anderen) Aktionäre zu achten. Diese Pflicht der Rücksich-

⁵⁷³ Vgl. Doralt/Winner in MünchKomm AktG, Vor § 53a Rz 60.

⁵⁷⁴ Vgl. Doralt/Winner in MünchKomm AktG, Vor § 53a Rz 61.

⁵⁷⁵ Mit dieser gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht hat allerdings die Treuepflicht der einzelnen Organmitglieder gegenüber der AG (vgl. §§ 76 u. 116) nichts zu tun; bei letzterer geht es um die Übernahme der Stellung als Organ, mit der eine treuhänderische Funktion einhergeht. Vgl. Bungeroth in MünchKomm AktG, Vor § 53a Rz 22 mwN.

⁵⁷⁶ Zur Principal-Agent-Theory, die sich mit der Auftragsbeziehung *va* zwischen „Shareholdern“ iSv Eigentümern einerseits und „Agents“ iSv angestellten Managern andererseits, mit möglichen Konflikten und deren Bewältigung über Kontroll- und Anreizsysteme beschäftigt, vgl. zB Burger/Ulbrich/Ahlemeyer, Beteiligungscontrolling, 52 mwN.

tnahme und Loyalität verkörpert eine Schranke bei der Ausübung von Rechten.⁵⁷⁷ Sie liefert einen Maßstab für die Orientierung bei durch den unvollständigen Gesellschaftsvertrag nicht determinierten Entscheidungen und gebietet im Einzelfall auch die Zustimmung zu einer bestimmten Maßnahme.⁵⁷⁸ Die **Treuepflicht bindet Verhalten**. Im Zusammenhang mit dem **Gesellschafterausschluss** ist diese Bindung für alle drei Verhältnisebenen von Bedeutung. Beispiele hierfür sind:

- Der **Hauptgesellschafter** und die (Organe der) **AG** müssen bei der Vorbereitung der den Gesellschafterausschluss beschließenden HV zusammenarbeiten; für die Darstellung möglicher positiver (unechter und echter) Synergieeffekte muss der Hauptgesellschafter entsprechende Informationen bereitstellen; für die Bemessung der Abfindung im gemeinsamen Bericht muss die AG dem Hauptgesellschafter Informationen über die wirtschaftliche Lage der AG zukommen lassen etc. **Minderheitsgesellschafter** und **AG** müssen insofern zusammenarbeiten, als diese Aktionäre zB Informationsrechte haben und Abschriften von Bewertungsgutachten und Prüfungsberichten von der AG – zumindest in elektronischer Form⁵⁷⁹ – verlangen können. Die Treuepflicht besteht auch von der AG in Richtung Aktionäre; sie darf die Aktionäre an der sachgemäßen Wahrnehmung ihrer Mitgliedschaftsrechte nicht hindern, darf durch Handlungen Aktionärsrechte nicht beeinträchtigen; Beispiele sind die Bereitstellung bestimmter Unterlagen, die Ausstellung von Bescheinigungen für Finanzbehörden etc.⁵⁸⁰
- Das Verhältnis zwischen dem **Hauptgesellschafter** und den **Minderheitsaktionären** ist durch eine Macht- und in der Folge Informationsasymmetrie gekennzeichnet. So könnte der Hauptgesellschafter den Zeitpunkt des Ausschlusses strategisch in der Weise wählen, dass im Fall der Maßgeblichkeit

⁵⁷⁷ Vgl. Aicher/Feltl in Straube, Komm GmbHG, § 3 Rz 32; Bungereoth in MünchKomm AktG, Vor § 53a Rz 24.

⁵⁷⁸ Vgl. Aicher/Feltl in Straube, Komm GmbHG, § 3 Rz 33.

⁵⁷⁹ Zur Reform der physischen Auflagepflicht (von Unterlagen zum Gesellschafterausschluss) und der Übersendungspflicht auf der Grundlage neuer europäischer Vorgaben vgl. Schimka/Schörghofer, wbl 2010, 118.

⁵⁸⁰ Zur Treuepflicht der AG gegenüber den Aktionären vgl. Bungereoth in MünchKomm AktG, Vor § 53a Rz 28.

von Börsenkursen eine sog „Baisse-Phase“ abgewartet und genutzt wird, um die Minderheitsgesellschafter zu einem vergleichsweise niedrigen Preis abzufinden, ferner könnte er versuchen, eine Marktenge auszunutzen oder Kurse durch Informationspolitik etc gezielt zu beeinflussen; der Hauptgesellschafter könnte Minderheitsgesellschaftern wertrelevante Informationen zur AG verheimlichen oder verzerrt vermitteln. Minderheitsgesellschafter könnten an sich sinnvolle Entscheidungen in der HV zB mittels Anfechtungen zu blockieren trachten, sie könnten im Verfahren des Ausschlusses Bewertungen anzuweifeln etc.⁵⁸¹

- Die **Organe der AG** haben eine Treuepflicht gegenüber **allen Aktionären** und nicht nur gegenüber dem Hauptaktionär wahrzunehmen; bei der Erstellung des gemeinsamen Berichts, der ua eine Bewertung und die Festlegung der Abfindung enthält, haben die Organe der AG auch die (Vermögens-)Interessen der Minderheitsgesellschafter zu beachten, was zB eine Pflicht zur ausreichenden Offenlegung und Erläuterung der Bewertungsgrundlagen, eine Pflicht zur Ermittlung des vollen Werts am arbeitenden Unternehmen etc bedeutet.

So überzeugend die Argumentation ist, die Erreichung des gemeinsamen Gesellschaftszwecks begründe eine umfassende Treuepflicht, so erheblich kann die damit verbundene Gefahr für die Rechtssicherheit sein, denn sie kann auch missbräuchlich eingesetzt werden.⁵⁸² Es ist daher auch nach möglichen Grenzen der Treuepflicht zu fragen: Die Treuepflicht ist jedenfalls auf den gesellschaftsrechtlichen Bereich, also auf jenen Bereich beschränkt, den der Gesellschaftsvertrag umfasst und der Gesellschaftszweck beschreibt. Außergesellschaftliche Interessen der Mitaktionäre liegen nicht im Schutzbereich der Treuepflicht.⁵⁸³ Ferner ist das Konzept der Treuepflicht – unabhängig von der dogmatischen Einordnung als Ergebnis aus Sonderrechtsbezie-

⁵⁸¹ Wenngleich der Antrag von Minderheitsaktionären auf gerichtliche Überprüfung der Abfindung im Gremialverfahren den Fortgang des Gesellschafterausschlussverfahrens nicht hemmt; vgl Abschnitt II. B. 5.

⁵⁸² Vgl Enzinger in *Straube*, Komm GmbHG, § 39 Rz 32.

⁵⁸³ Vgl *Bungeroth* in *MünchKomm AktG*, Vor § 53a Rz 32.

hungen oder als richterrechtliche Generalklausel – an Entscheidungen des Gesetzgebers auszurichten, dh an grundlegenden und Detailnormen des AktG. Bietet das Gesetz eine abschließende Regelung, so ist kein Raum mehr für eine Treuepflicht.⁵⁸⁴

Für den Gesellschafterausschluss nach GesAusG trifft das Gesetz *keine* abschließende Regelung zur **Bemessung der Abfindung** im gemeinsamen Bericht von Hauptgesellschafter und Geschäftsführung. Hier ist Raum für Lösungsansätze unter dem Blickwinkel der Treuepflicht, und zwar vornehmlich in Bezug auf das Verhältnis zwischen dem Hauptgesellschafter und den Minderheitsgesellschaftern („Aktionär ↔ Aktionär“) und auf jenes zwischen den Organen der Gesellschaft und den (Minderheits-)Gesellschaftern wegen der Mitwirkungspflicht beim gemeinsamen Bericht („Organe der AG ↔ Aktionär“).

Rechtsfolgen der Verletzung der Treuepflicht sind die Durchsetzung eines Erfüllungsanspruchs im Klagewege, die Anfechtbarkeit von HV-Beschlüssen und Schadenersatzpflichten.⁵⁸⁵ Das GesAusG sieht allerdings ausdrücklich vor, dass eine Anfechtung des Gesellschafterbeschlusses zum Squeeze-out nicht auf unzureichende Erläuterungen zur angemessenen Abfindung in den vorzulegenden Berichten und nicht auf die nicht angemessene Festsetzung der Abfindung gestützt werden kann (§ 6 Abs 1). Derartige Mängel sind vielmehr im Verfahren zur gerichtlichen Überprüfung der Barabfindung gem § 6 Abs 2 zu untersuchen.⁵⁸⁶

Im Rahmen der Umsetzung von Art 42 der Kapital-RL⁵⁸⁷, der den Mitgliedstaaten auferlegt, im Anwendungsbereich der RL für die Gleichbehandlung der Aktionäre zu sorgen⁵⁸⁸ und der mithin den allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatz enthält⁵⁸⁹, wurde - mit dem EU-GesRÄG 1996⁵⁹⁰ - **§ 47a** in das AktG eingefügt. Dem-

⁵⁸⁴ Vgl *Bungeroth* in MünchKomm AktG, Vor § 53a Rz 33.

⁵⁸⁵ Vgl *Bungeroth* in MünchKomm AktG, Vor § 53a Rz 40 ff; *Doralt/Winner* in MünchKomm AktG, Vor § 53a Rz 71 ff.

⁵⁸⁶ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 470.

⁵⁸⁷ Richtlinie 77/91/EWG des Rates vom 13. Dez. 1976, ABl L 26/1 vom 31. Jan. 1977.

⁵⁸⁸ Vgl *Habersack*, Europäisches Gesellschaftsrecht, § 5 Rz 77; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 27.

⁵⁸⁹ Vgl *Lutter*, Das Kapital der Aktiengesellschaft, 753.

⁵⁹⁰ BGBl 1996/304.

nach sind Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln.⁵⁹¹ Während es in der Kapital-RL nur um die Materien der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung, um Kapitalmaßnahmen und den Erwerb eigener Aktien geht, reicht der Anwendungsbereich des kodifizierten **aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes** darüber hinaus.⁵⁹²

Die ausdrückliche Normierung des Grundsatzes der Gleichbehandlung bedeutet allerdings keine Änderung des davor geltenden Rechtszustands, vielmehr wird damit lediglich geltendes Recht als Gesetz ausgedrückt.⁵⁹³ Der Gleichbehandlungsgrundsatz galt auch schon davor als anerkanntes Prinzip des Gesellschaftsrechts.⁵⁹⁴ Es finden sich auch verwandte Regelungen in anderen Gesetzen, wie zB in § 83 Abs 1 BörseG mit der Verpflichtung an Emittenten, alle ihrer Aktionäre in Bezug auf ihre Rechte aus dem Aktienbesitz gleich zu behandeln, oder in § 3 Z1 ÜbG mit der Verpflichtung, alle Inhaber von Beteiligungspapieren, soweit sie sich in gleichen Verhältnissen befinden, gleich zu behandeln, wobei dies insb für Inhaber von Aktien der gleichen Gattung gilt.⁵⁹⁵

Der Grundsatz der Gleichbehandlung schafft kein neues selbstständiges Recht, das Gesellschafter zusätzlich zu ihren Vermögens- und Mitwirkungsrechten ausüben könnten. Vielmehr ist diese **Generalklausel als Maßstab** anzusehen, wie die Beziehungen zwischen der AG und den Aktionären zu gestalten sind. Der Fokus liegt auf der Art und Weise, wie Rechten und Ansprüchen der Gesellschafter entsprochen wird und wie Pflichten der Gesellschafter wahrgenommen werden. Bei seiner Behandlung durch die AG kann sich jeder Aktionär auf den Gleichbehandlungsgrundsatz stützen.⁵⁹⁶

⁵⁹¹ In Deutschland wurde der Gleichbehandlungsgrundsatz in Umsetzung der Kapital-RL im Jahr 1978 als § 53a in das AktG eingefügt.

⁵⁹² Vgl *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 28.

⁵⁹³ Vgl *Bungeroth* in MünchKomm AktG, § 53a Rz 2; *Enzinger*, Interessenkonflikt und Organpflichten, 46; *Torggler*, Gleichbehandlungsgrundsatz, in *Straube*, Fachwörterbuch, 144.

⁵⁹⁴ Vgl *Doralt/Winner* in MünchKomm AktG, § 53a Rz 40 mwN.

⁵⁹⁵ Dem kodifizierten Gleichbehandlungsgrundsatz verwandte Regelungen im deutschen Recht finden sich zB in § 3 Abs 1 WpÜG oder in § 39 Abs 1 u § 54 Satz 1 BörseG.

⁵⁹⁶ Vgl *Bungeroth* in MünchKomm AktG, § 53a Rz 4.

Wenngleich der Wortlaut des **Gleichbehandlungsgrundsatzes** den Normadressaten nicht nennt, so ist mit dem Regelungsinhalt der Generalklausel das Folgende deutlich:

- **Normadressat** ist die **AG** (bzw sind ihre Organe),
- **Begünstigte** sind die **Aktionäre**;

es geht als um das Verhältnis „**AG** ↔ **Aktionär**“.

Der aktienrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz **verpflichtet die AG**, er fordert nicht die Gleichbehandlung der Aktionäre untereinander, betrifft also **nicht** die Verhältnissebene „**Aktionär** ↔ **Aktionär**“. Daher kann auch die Gleichbehandlung der Minderheitsaktionäre durch den Hauptaktionär nicht auf den Gleichbehandlungsgrundsatz, sondern ggf auf die gesellschaftsrechtliche Treuepflicht gestützt werden.⁵⁹⁷ Der Gleichbehandlungsgrundsatz ist ferner auf die **aktuellen Aktionäre** gerichtet, dh auf jene, die im Zeitpunkt der (gesellschaftsrechtlichen) Maßnahme diese Stellung bekleiden, und nicht auf auch künftige.⁵⁹⁸

Der Gleichbehandlungsgrundsatz betrifft vornehmlich die **Hauptrechte der Aktionäre**, dh das Recht auf Stimme, auf Gewinnbeteiligung, das Bezugsrecht, das Recht auf Beteiligung am Liquidationserlös, und kommt in der Abstufung nach der Kapitalbeteiligung zum Ausdruck.⁵⁹⁹ Der Umfang der Rechte und Pflichten eines Aktionärs bestimmt sich nach dem für alle gleichen Maßstab „Kapitalbeteiligung“. Es gilt daher „Gleichheit der Aktien, nicht der Aktionäre“⁶⁰⁰. Eine Ausnahme vom Maßstab der Kapitalbeteiligung besteht bei Rechten, wo eine derartige Abstufung keinen Sinn macht, wie zB beim Teilnahme-, Rede- oder Auskunftsrecht in der HV, beim Recht auf Anfechtung etc. Hier erfolgt eine Gleichbehandlung „nach Köpfen“.⁶⁰¹

Der Grundsatz der Gleichbehandlung ist **formal** wie **materiell** zu realisieren. Eine Ungleichbehandlung liegt auch dann vor, wenn eine Maßnahme zwar formal, aber

⁵⁹⁷ Vgl *Bungeroth* in MünchKomm AktG, § 53a Rz 5.

⁵⁹⁸ Vgl *Enzinger*, Interessenkonflikt und Organpflichten, 47.

⁵⁹⁹ Vgl *Nowotny/Fida*, Kapitalgesellschafts-, Umgründungs- und Übernahmerecht, 154 ff.

⁶⁰⁰ *Bungeroth* in MünchKomm AktG, § 53a Rz 11.

⁶⁰¹ Vgl *Doralt/Winner* in MünchKomm AktG, § 53a Rz 43.

nicht materiell alle Aktionäre in der gleichen Weise trifft, wie zB die Einführung von Höchststimmrechten. Nach hM brauchen allerdings persönliche Verhältnisse, wie etwa die unzureichenden finanziellen Mittel einzelner Aktionäre bei Kapitalerhöhungen, nicht berücksichtigt zu werden.⁶⁰² Fälle formaler und materieller Ungleichbehandlung sind zB:⁶⁰³

- verdeckte Gewinnausschüttungen bzw Vermögenszuwendungen an einzelne Aktionäre, die in der einschlägigen (deutschen) Rsp dominieren;
- ungleichmäßige Einforderung rückständiger Einlagen;
- selektive Zustimmung zur Aufhebung von Vinkulierungen;
- Veräußerung eigener Aktien nur an einen bestimmten Aktionär;
- nachträgliche Einführung von Höchststimmrechten.

Für eine Ungleichbehandlung von Aktionären müssen besondere Voraussetzungen vorliegen, und zwar ein schützenswertes Interesse der AG selbst, aber auch der Aktionäre, der Gläubiger, der Arbeitnehmer usw, die Eignung der Maßnahme zur Verwirklichung dieses Interesses, die Maßnahme als gelindestes Mittel und die Verhältnismäßigkeit zwischen dem Interesse der AG und dem Eingriff. Das (wirtschaftliche) Interesse eines einzelnen Aktionärs ist allerdings keine Rechtfertigung für eine Ungleichbehandlung.⁶⁰⁴

In Bezug auf den **Gesellschafterausschluss** ist der aktienrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz durchaus bedeutend: Der zwangsweise Ausschluss bewegt sich *nicht* ausschließlich auf der Verhältnisebene „Hauptaktionär ↔ Minderheitsaktionäre“ iSe Transaktion über Aktien. Der Squeeze-out ist keine gewöhnliche Transaktion, bei der jeder Vertragspartner in Autonomie handelt, sondern eine durch den Hauptaktionär dominierte Situation. Er allein entscheidet über den Zeitpunkt, in dem der das Verlangen auf Ausschluss der Minderheitsaktionäre stellt, und er hat zentralen Einfluss auf die Höhe der Abfindung.

⁶⁰² Vgl Doralt/Winner in MünchKomm AktG, § 53a Rz 44.

⁶⁰³ Zu diesen Beispielen vgl Verse, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 34 f.; Westermann in Heidelberger Komm AktG, § 53a Rz 6.

⁶⁰⁴ Vgl Doralt/Winner in MünchKomm AktG, § 53a Rz 45 f.

Für die Festlegung der angemessenen Abfindung ist der „**gemeinsame Bericht**“ von Vorstand und Hauptaktionär zentral; in ihm erfolgt eine Bewertung des Unternehmens bzw der Gesellschaftsanteile und dabei werden ggf auch Börsenkurse verwendet. Diese Bewertung muss für die Berichtsadressaten nachvollziehbar sein. Obendrein besteht eine Pflicht zur Prüfung durch einen vom Gericht zu bestellenden Sachverständigen und zur Vorlage des Prüfungsberichts.⁶⁰⁵ Bei der Bestimmung der Abfindung ist der **Maßstab der „Angemessenheit“** anzulegen. Dies gilt sowohl für den Hauptaktionär als auch für den Vorstand, die beim gemeinsamen Bericht zusammenarbeiten. Vor dem Hintergrund der **Treuepflicht** und der **Gleichbehandlung** sind die drei maßgeblichen Akteure der Hauptaktionär, der Vorstand der AG und die Minderheitsgesellschafter.

Der **Hauptaktionär** ist über die **Treuepflicht** den anderen Minderheitsgesellschaftern verpflichtet. Die Satzung und die Sonderrechtsbeziehungen aus der Verfolgung eines gemeinsamen Verbandszwecks schaffen eine „**Gemeinschaft der Aktionäre**“, aus der eine wechselseitige Treuepflicht auch für den Sonderfall des Gesellschafterausschlusses resultiert.⁶⁰⁶ Der Maßstab der angemessenen Abfindung ist Ausfluss dieser besonderen Art der Verbindung zwischen den Gesellschaftern.

Die **AG** bzw der **Vorstand der AG** ist an die spezielle Norm des § 47a, also an den Grundsatz der Gleichbehandlung aller Aktionäre gebunden. Folglich hat er bei der Wahrnehmung seiner Aufgaben nicht nur die Interessen des Hauptaktionärs, sondern die Belange aller und damit auch jene der Minderheitsgesellschafter zu berücksichtigen. Bei der Bewertung des Unternehmens bzw der Anteile, die er gemeinsam mit dem Hauptaktionär vornimmt und die in einen gemeinsamen Bericht mit Festlegung der angemessenen Abfindung mündet, muss er sich an den Interessen der „**Gemeinschaft der Aktionäre**“ orientieren.

⁶⁰⁵ Vgl Abschnitt II. B. 3.

⁶⁰⁶ Für Deutschland würde diese Treuepflicht als richterrechtliche Generalklausel gelten; vgl *Bungeroth* in MünchKomm AktG, Vor § 53a Rz 20.

Diese Verpflichtung des Vorstands auf alle Aktionäre gilt selbstverständlich nicht erst im Verfahren des Gesellschafterausschlusses, also insb mit Beginn der Ad hoc-Mitteilung zur beabsichtigten gesellschaftsrechtlichen Maßnahme, sondern auch schon im **Vorfeld des Squeeze-out**. Hierbei ist etwa an die Informationspolitik in ihren vielfältigen Formen zu denken: Die von Unternehmen publizierten Informationen beeinflussen das Börsengeschehen; eine selektive Informationspolitik mit dem bewussten Lancieren negativer und dem Zurückhalten positiver Informationen vermag eine negative Börsenkursentwicklung auszulösen.⁶⁰⁷ Ferner basiert jede Bewertung, auch wenn sie von Sachverständigen vorgenommen oder geprüft wird, auf einem konkreten Informationsstand. Auch hier ist es der Vorstand der AG, der die Quantität und die Qualität der verfügbaren Informationen beeinflussen kann. Gerade der Aspekt der Informationspolitik im Vorfeld und bei der Vorbereitung des Squeeze-out erscheint uns für die Festlegung der angemessenen Abfindung als zentral. Der aktienrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz setzt für den Vorstand einen klaren Maßstab.

Die **Minderheitsaktionäre** müssen beim Gesellschafterausschluss von Seiten der AG bzw des Vorstands gleich wie der Hauptaktionär behandelt werden. Explizite Ausprägungen dieser Gleichbehandlung bestehen vornehmlich im Anteil am Gewinn nach den Anteilen am Grundkapital (§ 53), im Anteil an neuen Aktien nach dem Anteil am bisherigen Grundkapital (§ 153) oder in der Verteilung des Liquidationserlöses (nach Berichtigung der Schulden) nach den Anteilen am Grundkapital (§ 212). Der Gleichbehandlungsgrundsatz gem § 47a und die expliziten Regelungen zur Gleichbehandlung verdeutlichen, dass jeder Anteil die gleichen vermögensrechtlichen Ansprüche verkörpert. Natürlich gehen tendenziell mit steigendem Anteil auch zunehmende Möglichkeiten der Einflussnahme auf die Gesellschaft (mit möglichen positiven Synergien) einher, das führt allerdings nicht dazu, vermögensrechtliche Ansprüche pro Anteil (aus **Gewinnen**, aus **Wertsteigerungen des Vermögens** und aus dem **Liquidationserlös**) nach dem Gesamtanteil zu differenzieren.

⁶⁰⁷ Vgl *Daske/Bassemir/Fischer*, zfbf 2010, 254 ff.

Die Stimm- und Vermögensrechte aus dem einzelnen Anteil sind gleich: So werden zB **Gewinnausschüttungen** auf den einzelnen Anteil gleichmäßig herunter gebrochen, **Wertsteigerungen** aus einbehaltenen Gewinnen oder aus stillen Reserven kommen allen Anteilen in gleicher Weise zugute, weil dadurch zB **Börsekurse (langfristig) steigen** und va ein späterer **Liquidationserlös** höher ausfällt, der wiederum gleichmäßig auf die Anteile verteilt wird.

Die **aktienrechtliche Gleichbehandlung** bedeutet daher: Über die **Totalperiode**, also die gesamte Lebensdauer eines Unternehmens, fließen jedem einzelnen Anteil die **gleichen vermögenswerten Vorteile** (Gewinne, Wertsteigerungen, Liquidationserlös) von der AG zu, unabhängig davon, ob die Aktie zu einem Paket gehört oder nicht. Mithin besteht ein „**gleicher Vermögensanspruch pro Anteil**“.

Die Bewertung im Rahmen des Gesellschafterausschlusses hat folglich mit dem Ziel zu erfolgen, einen „**gleichen Wert pro Anteil**“ zu ermitteln. Die „angemessene Abfindung“ soll die Vermögensinteressen der Minderheitsaktionäre abgelden. Da mit jedem Anteil dasselbe Vermögensinteresse einhergeht, kann bei der Bewertung eines einzelnen Anteils nicht nach Haupt- und Minderheitsgesellschafter unterschieden werden.

Dasselbe Ergebnis „gleicher Wert pro Anteil“ lässt sich - über den Gleichbehandlungsgrundsatz und seine speziellen Ausprägungen hinaus - auch auf der Verhältnisebene „Hauptaktionär ↔ Minderheitsaktionäre“ ableiten: Die **wechselseitige Treupflicht** ist Ausfluss einer **Gemeinschaft**, die die Aktionäre mit ihren Anteilen zur Erreichung eines gemeinsamen Zwecks bilden. Die **Treuepflicht** aus der Verbundenheit der Aktionäre ist gem der kodifizierten aktienrechtlichen **Gleichbehandlung** zu interpretieren, dh der aktienrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz, der die AG bzw die Organe der AG gegenüber den Aktionären bindet, bietet eine **Analogiebasis** für die Gestaltung der Gemeinschaft der Aktionäre, er zeigt, *wie* diese Gemeinschaft funktionieren soll.

So wie ein Mitglied der Gemeinschaft pro Anteil in gleicher Weise an Gewinnen, an Wertsteigerungen und am Liquidationserlös partizipiert, so hat auch ein uU **unfreiwillig ausscheidendes Mitglied** einen Anspruch auf Abfindung iSe **quotalen Anteils werts**, der sich aus einem Gesamtwert nach Maßgabe seines Kapitalanteils ergibt und der nicht durch Ab- oder auch Zuschläge verfälscht wird.

Abbildung 1 veranschaulicht die maßgeblichen Akteure eines Gesellschafterausschlusses sowie die Bedeutung der Treuepflicht und des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes für die Festlegung einer angemessenen Barabfindung.

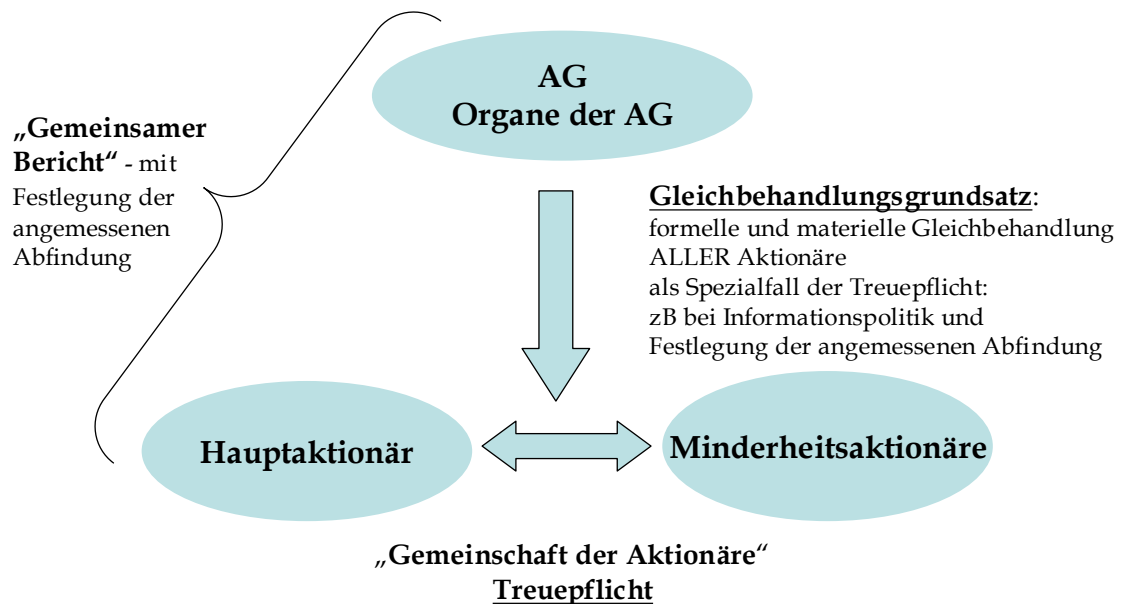


Abbildung 1: Treuepflicht und Gleichbehandlungsgrundsatz beim Gesellschafterausschluss

2. Die übernahmerechtliche Gleichbehandlung als Analogiebasis

Der Grundsatz der Gleichbehandlung verkörpert die zentrale Maxime des Übernahmerechts.⁶⁰⁸ § 3 Z1 ÜbG⁶⁰⁹ normiert den allgemeinen Grundsatz der Pflicht zur

⁶⁰⁸ Vgl. Dregger/Kalss/Winner, Das österreichische Übernahmerecht, Rz 62.

⁶⁰⁹ BGBl I 2006/75.

Gleichbehandlung aller Inhaber von Beteiligungspapieren, insb der Inhaber von Aktien, die der gleichen Gattung angehören. Diese Gleichbehandlung ist vornehmlich auf die Gegenleistung für „übernommene“ Aktien gerichtet.⁶¹⁰

Die folgenden Ausführungen zur übernahmerechtlichen Gleichbehandlung betreffen *erstens* **Grundsätzliches für alle Arten** von Übernahmeangeboten.⁶¹¹ Hierbei fokussieren wir auf

- die Gegenleistung des Übernahmeangebots für alle Aktien,
- auf Parallelerwerbe und
- auf Nachzahlungsverpflichtungen (Nacherwerbe, Veräußerung).

Auf dieser Basis aufbauend erörtern wir *zweitens* für Pflichtangebote und freiwillige Angebote zur Kontrollerlangung den **zeitlich erstreckten Anwendungsbereich** der übernahmerechtlichen Gleichbehandlung. Hierbei liegt der Fokus vornehmlich auf Vorerwerben und auf deren Bedeutung für die Gleichbehandlung.

Der Kern der übernahmerechtlichen Gleichbehandlung liegt darin, dass die **angebotene Gegenleistung** für alle Aktien derselben Gattung gleich hoch sein muss. Bei der Gegenleistung ist ihr **Gesamtwert** maßgeblich. Über Bargeld hinaus sind Sachleistungen, auch weitere zugewendete oder zugesagte Zahlungen und sonstige vermögenswerte Vorteile in den Gesamtwert einzubeziehen (§ 26 Abs 3).

Aus diesem Kern der übernahmerechtlichen Gleichbehandlung folgt, dass **Parallelerwerbe** mit einem höheren Gesamtwert verboten sind, sofern nicht gleichzeitig das Übernahmeangebot für alle Adressaten entsprechend verbessert wird (§ 16 Abs 1).⁶¹² Ein höherer Gegenwert kann zB durch höhere Barzahlungen für Anteile oder auch durch verbesserte Bedingungen entstehen.⁶¹³ Parallelerwerbe mit höherem Gesamtwert sind zwar nicht wegen Gesetzeswidrigkeit nichtig (§ 879 Abs 1 ABGB), sie lösen allerdings die **automatische Aufbesserung** des Übernahmeangebots aus, auch in

⁶¹⁰ Vgl Winner, Wert und Preis im Zivilrecht, 488.

⁶¹¹ Zu den Angebotstypen vgl Diregger/Kalss/Winner, Das österreichische Übernahmerecht, Rz 13 f.

⁶¹² Vgl Diregger/Kalss/Winner, Das österreichische Übernahmerecht, Rz 70.

⁶¹³ Vgl Winner, Wert und Preis im Zivilrecht, 488 und Fn 792.

Bezug auf jene Adressaten, die das Angebot bereits annahmen (§ 16 Abs 2 iVm § 15 Abs 2).

Der **Zeitraum** dieser übernamerechtlichen Gleichbehandlung beginnt mit der ersten Bekanntmachung des Angebots, jedenfalls mit seiner Anzeige bei der Übernahme-kommission, und sie erstreckt sich bis zum Ende des Angebots bzw einer Nachfrist zum Angebot. Adressaten dieser Gleichbehandlung sind neben dem Bieter selbst auch alle mit ihm gemeinsam vorgehenden Rechtsträger.⁶¹⁴ Ausnahmen normiert § 16 Abs 4 für Kreditinstitute, die vielfach mit Bietern gemeinsam vorgehen, allerdings in ihrer gewöhnlichen Geschäftstätigkeit nicht behindert werden sollen.

Die mit dem ÜbRÄG 2006 für alle Angebotstypen eingeführte **Nachzahlungsverpflichtung** bedeutet, die übernahmerechtliche Gleichbehandlung zeitlich über das Ende der (Nach-)Frist des Angebots hinaus auf **Nacherwerbe** (und die Veräußerung) zu erstrecken. Der Bieter hat dann eine Nachzahlung, also eine Ausgleichszahlung an jene Angebotsadressaten zu leisten, die das Angebot während der Angebots- oder Nachfrist annahmen, wenn er oder mit ihm gemeinsam vorgehende Rechtsträger im **Zeitraum von neun Monaten** nach Ende der Angebots(nach)frist einen im Vergleich zum Übernahmeangebot höheren Gesamtwert leisten oder vereinbaren (§ 16 Abs 7).⁶¹⁵ Eine Nachzahlungsverpflichtung bedeutet allerdings kein neuerliches Angebot mit einem höheren Gegenwert, also keine Öffnung für neuerliche Annahmen.⁶¹⁶

Von einer Nachzahlungsverpflichtung **ausgenommen** sind (nach § 16 Abs 7 u 8)

- die Ausübung eines **gesetzlichen Bezugsrechts**: Das Halten einer Beteiligungsquote soll ohne die Verpflichtung möglich sein, Nachzahlungen im Kontext eines vorangehenden Übernahmeangebots zu leisten.
- die **Barabfindung nach GesAusG**: Wird in einem dem Übernahmeangebot folgenden Verfahren zum Gesellschafterausschluss, und zwar sowohl beim allgemeinen gem § 1 als auch beim speziellen gem § 7 innerhalb von drei Mo-

⁶¹⁴ Zu Zeitraum und Adressat der übernahmerechtlichen Gleichbehandlung vgl *Gall/Winner*, M&A 2007, 213 ff; *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 489.

⁶¹⁵ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Das österreichische Übernahmerecht, Rz 72.

⁶¹⁶ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 491 Fn 810.

naten, eine im Vergleich zum Übernahmeangebot höhere Barabfindung gewährt, so führt dies zu keiner Nachzahlung.

- **wesentliche Veränderungen der Verhältnisse** zwischen dem Zeitraum der Angebots(nach)frist und den Nacherwerben (§ 16 Abs 7 iVm § 26 Abs 2).⁶¹⁷
- **Kreditinstitute** in Bezug auf Transaktionen im Rahmen ihrer gewöhnlichen Geschäftstätigkeit.

Der zeitlich erstreckte Anwendungsbereich der übernahmerechtlichen Gleichbehandlung betrifft über **Nacherwerbe** mit einem höheren Gesamtwert hinaus auch die **Veräußerung** einer kontrollierenden Beteiligung (§ 16 Abs 7). Die Pflicht zur Nachzahlung bezieht sich auf den Veräußerungsgewinn des Bieters. Damit soll die Umgehung des Grundsatzes der Gleichbehandlung vornehmlich bei freiwilligen Angeboten vereitelt werden.⁶¹⁸

In Bezug auf Pflichtangebote und freiwillige Angebote zur Kontrollerlangung wird der zeitliche Anwendungsbereich des Grundsatzes der Gleichbehandlung auch auf (börsliche und außerbörsliche) **Vorerwerbe** erstreckt, die der Bieter oder mit ihm gemeinsam vorgehende Rechtsträger realisieren.⁶¹⁹ Der relevante Zeitraum der Gleichbehandlung beträgt **zwölf Monate** vor der Anzeige des Angebots bei der Übernahmekommission.⁶²⁰ Maßgeblich für die Bestimmung des Gesamtwerts ist die höchste gewährte oder vereinbarte Gegenleistung für das Beteiligungspapier der Zielgesellschaft (§ 26 Abs 1 Satz 1). In die Vorerwerbe einzubeziehen sind auch Rechte auf den und Pflichten zum künftigen Erwerb, also Optionsvereinbarungen auf das Beteiligungspapier, die der Bieter oder mit ihm gemeinsam vorgehende Rechtsträger im zeitlichen Anwendungsbereich der Gleichbehandlung eingehen (§ 26 Abs 1 Satz 2).

⁶¹⁷ Veränderte Börsenkurse können Ausdruck (wesentlich) veränderter Verhältnisse sein. Das deutsche WpÜG sieht deshalb vor, dass jene Nacherwerbe (zu einem höheren Preis) keine Nachzahlungsverpflichtung auslösen, die über die Börse zu einem Börsenkurs erfolgen (§ 31 Abs 5 WpÜG).

⁶¹⁸ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 492.

⁶¹⁹ Vgl *Gall/Winner*, M&A 2007, 213.

⁶²⁰ Vgl 1334 BlgNR 22. GP 17 f.

Die Einbeziehung dieser Vorerwerbe aus den letzten zwölf Monaten in die Preisuntergrenze für das Übernahmeangebot hat die bedeutende ökonomische Konsequenz, dass damit die Angebotsadressaten hinsichtlich des Anteilspreises in gleicher Weise behandelt werden wie verkaufende **Paketaktionäre**. Der Preis pro Anteil aus einem Aktienpaket ist deshalb idR höher als der Preis des einzelnen isolierten, also paketfreien Anteils, weil die mit dem Aktienpaket einhergehenden Einflussmöglichkeiten die Aussicht bieten, aus der Verbindung sog „positive Synergien“, also positive Verbundeffekte zu erzielen.

Mit diesem zeitlich erstreckten Anwendungsbereich des Grundsatzes der Gleichbehandlung wird erreicht,

- dass die einzelnen Adressaten des Übernahmeangebots ungeachtet ihrer Anteilsquote am „**Paketzuschlag**“ partizipieren, oder
- dass sie – maW, aber mit derselben Wirkung auf die Höhe des Preises – nicht mit einem „**Minderheitsabschlag**“ (vom Preis inklusive Paketzuschlag) belastet werden.⁶²¹

Der in Abbildung 2 veranschaulichte zeitlich erstreckte Anwendungsbereich des Grundsatzes der **Gleichbehandlung im Übernahmerecht** auf **Nacherwerbe** innerhalb von neun Monaten nach Ablauf der Angebots(nach)frist - bei allen Angebotsarten - und darüber hinaus auf **Vorerwerbe** innerhalb von zwölf Monaten vor Anzeige des Angebots – bei Pflichtangeboten und freiwilligen Angeboten zur Kontrollerrlangung - erscheint uns als **zentrale Wertung**: Der Wert pro Anteil, den ein Angebotsadressat im Fall der Angebotsannahme erhält, ist nicht aus dem Blickwinkel eines einzelnen isolierten Anteils ohne jede Möglichkeit der Realisation von Einfluss und Synergien zu bestimmen, vielmehr sind eine **Gesamtbetrachtung der Anteile** und das **Herunterbrechen** eines Gesamtwerts, wie zB für ein Aktienpaket oder für das Unternehmen als Ganzes, **auf den einzelnen Anteil** nötig. Ob ein Inhaber von Betei-

⁶²¹ Dass neben der höchsten Gegenleistung bei Vorerwerben in den letzten zwölf Monaten auch der durchschnittliche Börsenkurs der letzten sechs Monate als zweite Preisuntergrenze für Pflichtangebote und freiwillige Angebote zur Kontrollerrlangung gilt, hat zwar für die Preisfindung beim Übernahmeangebot und in einem folgenden Verfahren zum Gesellschafterausschluss gem § 7 GesAusG Bedeutung, ist allerdings im hier interessierenden Kontext des Gleichbehandlungsgrundsatzes deshalb nicht relevant, weil bei Börsепreisen keine Paketzuschläge eingepreist sind.

ligungspapieren nur ein einziges, einige wenige oder ein „Paket“ von Papieren hält, hat auf die Bewertung des einzelnen Anteils keinen Einfluss; alle Anteile werden auf diese Weise gleich behandelt. Die sog „**Kontrollprämie**“ wird in der Gemeinschaft aller Aktionäre auf die einzelnen Anteile **gleichmäßig zugerechnet**.

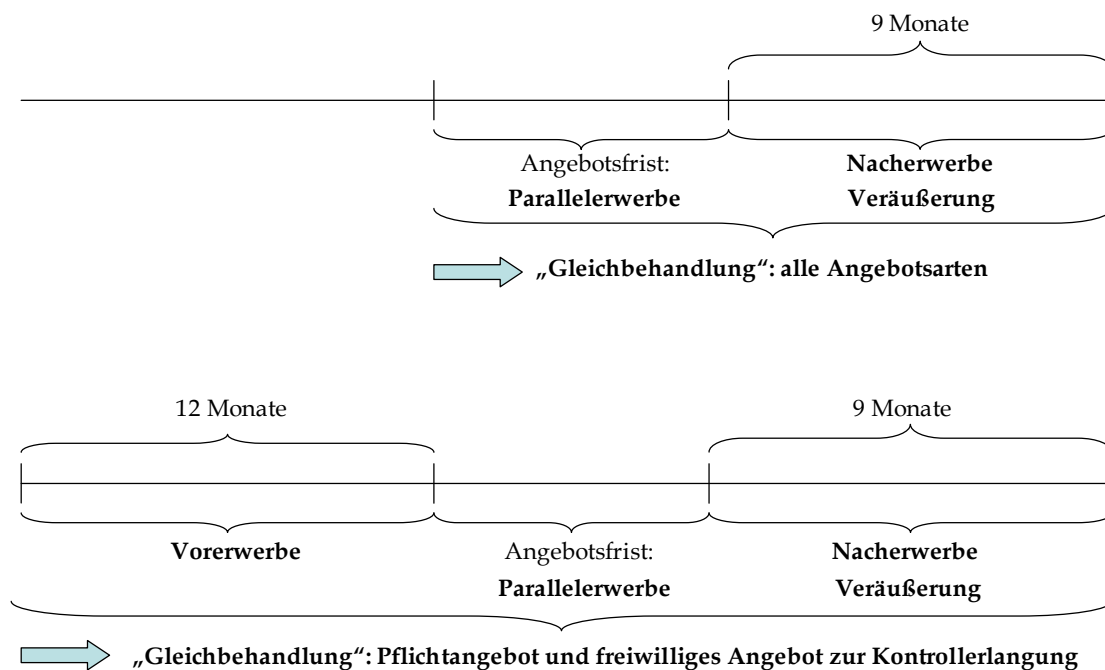


Abbildung 2: Die zeitliche Erstreckung der übernahmerechtlichen Gleichbehandlung

Vom Grundsatz der übernahmerechtlichen Gleichbehandlung wird dann abgewichen, wenn sich die Verhältnisse zwischen den maßgeblichen Vorerwerben und dem Übernahmeangebot wesentlich ändern. In diesem Fall ist der Preis des Angebots „angemessen“ festzulegen (§ 26 Abs 3 iVm § 16 Abs 7). Analog sind wesentliche Änderungen zwischen dem Übernahmeangebot und maßgeblichen Nacherwerben zu handhaben. Der Maßstab der Wesentlichkeit verlangt eine Veränderung außerhalb des üblichen Maßes; sie ist zB im Fall einer Unternehmens- oder Branchenkrise gegeben.⁶²²

⁶²² Vgl Materialien zum ÜbG: 1276 BlgNR 20. GP 48; zu einem praktischen Fall – „Austrian Airlines“ – vgl *Schneid*, Die Presse 16.2.2011, 21: Das Übernahmeangebot betrug € 4,49 je Aktie, nach der erfolgrei-

3. „Gleicher Wert pro Anteil“ beim Gesellschafterausschluss

Über die Treuepflicht und den Grundsatz der Gleichbehandlung sowie über die Mitwirkung der Organe der Gesellschaft an der Festlegung der angemessenen Abfindung kommt man zum zentralen Grundsatz des Ausschlussverfahrens: **„gleicher Wert für gleiche Anteile“**.⁶²³ Dieser Grundsatz gilt jedenfalls für den Zeitraum des Verfahrens zum Gesellschafterausschluss. Darüber hinaus ist in Analogie zum Übernahmerecht auch im Kontext des Squeeze-out eine **zeitliche Erstreckung** des Anwendungsbereichs der Gleichbehandlung zu diskutieren.

Mithin sind die folgenden Arten von Transaktionen **im zeitlichen Umfeld** des Gesellschafterausschlusses in Bezug auf ihre Maßgeblichkeit für die angemessene Abfindung zu prüfen:⁶²⁴

- Parallelerwerbe;
- Nacherwerbe sind hier wegen des Umstandes, dass alle Minderheitsgesellschafter ausgeschlossen werden, im klassischen Sinn, dh als Transaktionen mit Gesellschaftern nicht mehr möglich, Bedeutung kommt einem allfälligen Überprüfungsverfahren zu;
- Vorerwerbe.

Parallelerwerbe erfolgen neben einem laufenden Ausschlussverfahren. Dem Grundsatz der gleichen Abfindung folgend, darf der Anteilspreis aus einem Parallelerwerb nicht von jenem der Barabfindung abweichen: Eine Überschreitung würde einzelnen Anteilseignern Sondervorteile verschaffen, eine Unterschreitung zur Übervorteilung führen. Vor dem Hintergrund der Gleichbehandlung aller Aktionäre sind derartige

chen Übernahme im März 2009 erfolgte der Beschluss zum Ausschlussverfahren gem § 1 GesAusG im Dezember 2009. Den Minderheitsaktionären, die in diesem Zeitpunkt knapp mehr als 4 % des Grundkapitals hielten, wurde eine Barabfindung von nur noch € 0,50 je Aktie angeboten. Die Begründung hierfür liegt in einem negativen Unternehmenswert im Zeitpunkt des HV-Beschlusses. Vertreter der Minderheitsaktionäre hielten dem entgegen, dass sowohl der staatliche Zuschuss als auch die Synergieeffekte beim Hauptgesellschafter, der Lufthansa AG, nicht berücksichtigt worden wären.

⁶²³ Zu diesem Ergebnis vgl auch *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 142; *Aschauer/Schiebel*, RWZ 2009, 308; *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 204.

⁶²⁴ Die Preisbildungsregeln im Übernahmerecht stellen va auf Referenztransaktionen ab; vgl *Gall/Winner*, M&A 2007, 218.

Transaktionen zwar nicht gem 879 ABGB nichtig, uE lösen Parallelerwerbe zu einem Preis, der von der beschlossenen Barabfindung abweicht, allerdings stets Nachzahlungsverpflichtungen aus:

- Der Parallelerwerb zu einem im Vergleich zur Abfindung **niedrigeren Preis** löst eine Nachzahlungsverpflichtung an diesen Transaktionspartner aus. Da im laufenden Verfahren, das mit der Ad hoc-Mitteilung zum Gesellschafterausschluss beginnt, die Höhe der Abfindung erst mit dem gemeinsamen Bericht festgelegt und in der HV, wo diese noch erhöht werden kann, beschlossen wird, ist bei Parallelerwerben die endgültige Höhe der Abfindung vielfach noch nicht bekannt. Daher kann auch der Fall eines Parallelerwerbs zu einem im Vergleich zur Abfindung niedrigeren Wert durchaus auftreten.⁶²⁵
- Der Parallelerwerb zu einem im Vergleich zur Abfindung **höheren Preis** löst eine Nachzahlungsverpflichtung an die im Verfahren ausgeschlossenen Gesellschafter aus, sie wirken mithin **abfindungserhöhend**.⁶²⁶

Diese Handhabung von Vorerwerben nimmt einzelnen Minderheitsgesellschaftern ihre Hold-out-Position, die sie nur gegen gesonderte Bezahlung aufzugeben bereit sind. Der Grundsatz der Gleichbehandlung beseitigt dieses Erpressungspotenzial, denn der Hauptgesellschafter kann ins Treffen führen, ein derartiges Sonderentgelt an alle anderen Minderheitsgesellschafter weitergeben zu müssen, und das würde die gesamte Transaktion des Gesellschafterausschlusses in Frage stellen.⁶²⁷

Im Preis von Parallelerwerben sind alle vermögenswerten Leistungen zu berücksichtigen. Das betrifft zB sog „Beratungshonorare“, ohne dass entsprechende Leistungen erbracht werden oder die als nicht fremdüblich einzustufen sind.⁶²⁸

⁶²⁵ In der Literatur werden dagegen nur Parallelerwerbe zu einem höheren Preis angenommen, um insb „schwierige“ Anteilseigner „auszukaufen“.

⁶²⁶ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 236.

⁶²⁷ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 507 f.

⁶²⁸ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 237.

Nacherwerbe sind beim Gesellschafterausschluss wegen des Übergangs aller Anteile kraft Gesetzes nicht mehr möglich (§ 5 Abs 4 GesAusG). Eine für die Minderheitsgesellschafter relevante nachträgliche Erhöhung der Abfindung kann im **Überprüfungsverfahren** erfolgen (§ 6 Abs 2 GesAusG iVm §§ 225c ff AktG). Dieses sog „Gremialverfahren“ fokussiert auf die Höhe der Abfindung⁶²⁹; zu einem Antrag auf Einleitung dieses Verfahrens ist jeder Minderheitsgesellschafter berechtigt, unabhängig von seinem (Stimm-)Verhalten in der Gesellschafterversammlung, Antragsgegner ist der Hauptgesellschafter.⁶³⁰ Führt die gerichtliche Nachprüfung zu einer Erhöhung der Abfindung, so ist sie an *alle* ausgeschlossenen Gesellschafter zu leisten, und zwar unabhängig davon, ob sie einen Antrag auf Überprüfung stellten und wie sie sich sonst im Verfahren verhielten. Die Entscheidung wirkt für oder gegen alle ausgeschlossenen Gesellschafter, sie entfaltet die Wirkung erga omnes.⁶³¹

Die nachträgliche Erhöhung der Abfindung durch das Gremialverfahren führt zu einem **Ausgleichsanspruch** aller Minderheitsgesellschafter und zu einer korrespondierenden „**Nachzahlungsverpflichtung**“ des Hauptgesellschafters. So wie die Abfindung selbst ist auch diese Erhöhung schon zwei Monate ab Rechtswirksamkeit des Ausschlusses fällig. Für diesen Zeitraum fallen Zinsen von jährlich zwei Prozentpunkten über dem jeweils geltenden Basiszinssatz (§ 2 Abs 2 GesAusG), für den folgenden Zeitraum bis zur Bezahlung nach dem Gremialverfahren fallen Verzugszinsen an. Auf diese Weise werden die ausgeschlossenen Gesellschafter in jene wirtschaftliche Lage versetzt, in der sie sich befänden, hätte man die Abfindung schon im regulären Verfahren auf die endgültige Höhe festgesetzt.⁶³²

Im Übrigen könnte die Wirkung der Entscheidung im Gremialverfahren für oder gegen alle Minderheitsgesellschafter dadurch unterlaufen werden, dass Parallelerwerbe zu höheren Preisen erfolgen. Lösen Parallelerwerbe allerdings stets Nachzahlungsverpflichtungen aus und wirkt die Entscheidung im Nachprüfungsverfahren

⁶²⁹ Im Nachprüfungsverfahren geht es dagegen nicht um die Beseitigung eines fehlerhaften Beschlusses.

⁶³⁰ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 483 f.

⁶³¹ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 237 u 486.

⁶³² Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 487.

erga omnes, so ist die gleiche Behandlung aller ausgeschlossenen Gesellschafter sichergestellt.

Die Frage der Berücksichtigung von **Vorerwerben** bei der Bemessung der Abfindung im Verfahren zum Gesellschafterausschluss wird in Deutschland und Österreich unterschiedlich beantwortet. In **Deutschland** lehnen ein Großteil der Lehre und die Rsp die Maßgeblichkeit von Vorerwerben mit den Argumenten ab, dass Hauptgesellschafter für die Erreichung der dort im Vergleich zu Österreich höheren Anteilschwelle erhebliche Preisaufschläge (auf Börsenkurse) zu zahlen bereit wären und dass vielfach Marktenge auf Börsen bestünde. Der Anteilspreis spiegle hier den Grenznutzen des Erwerbers wider und nicht die wirtschaftlich volle Abfindung.⁶³³ Allerdings gewinnen diejenigen Stimmen an Bedeutung, die eine gleichmäßige Verteilung von Synergiegewinnen aus der Transaktion des Gesellschafterausschlusses befürworten und die folglich Vorerwerbe, deren Preise erwartete Synergien enthalten, als maßgeblich für die Abfindung beim Squeeze-out ansehen.⁶³⁴

Für **Österreich** spricht sich die Lehr zT gegen die Berücksichtigung von Vorerwerben beim Gesellschafterausschluss aus,⁶³⁵ die Stimmen für ihre Maßgeblichkeit nehmen allerdings zu.⁶³⁶ Argumente *für* die Maßgeblichkeit von Vorerwerben sind:

- Umgehungsschutz;
- der Auskauf lästiger Gesellschafter und
- die übernahmebezogene Preisuntergrenze für das spezielle Verfahren des Gesellschafterausschlusses gem § 7.

Wenn Vorerwerbe für die Höhe der Abfindung beim Gesellschafterausschluss irrelevant sind, so kann der Hauptgesellschafter einzelnen Minderheitsgesellschaftern Sondervorteile durch Transaktionen vor dem Ausschlussverfahren verschaffen. Die Einbeziehung von Vorerwerben stellt dagegen sicher, dass der Grundsatz der Gleichbehandlung durch Transaktionen im Vorfeld des Squeeze-out-Verfahrens

⁶³³ Vgl Hüffer, AktG § 305 Rz 21 mwN.

⁶³⁴ Vgl Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 137.

⁶³⁵ Vgl Gall/Winner, M&A 2007, 217 mwN; Koppensteiner in KölnerKomm AktG § 305 Rz 73 mwN.

⁶³⁶ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 239 mwN; Gall/Winner, M&A 2007, 216 mwN.

nicht verletzt wird; sie fungiert mithin als **Umgehungsschutz**. Diese Schutzwirkung führt auch uE zur Maßgeblichkeit solcher Vorerwerbe, die in einem sachlichen Zusammenhang mit dem Gesellschafterausschluss stehen.⁶³⁷

Das Motiv, sog „**lästiger Gesellschafter**“ im Vorfeld des Gesellschafterausschlusses auszukaufen, kann zu Prämien bei der Preisbemessung führen. Das Erpressungspotenzial solcher Minderheitsgesellschafter wird – wie im obigen Fall von Parallelerwerben – durch die Pflicht zur Weitergabe von Prämien beseitigt.⁶³⁸

Ausgenommen von der Maßgeblichkeit von Vorerwerben sollen lediglich jene sein, die offensichtlich nur dazu dienen, die **Anteilsschwelle von 90 %** zu erreichen. Diese Frage betrifft nicht die Gleichbehandlung aller vom Ausschluss bedrohten Gesellschafter, sondern die Anteile jener Minderheitsgesellschafter, die die Möglichkeit des Squeeze-out bieten.⁶³⁹

Ein weiterer Aspekt der Vorerwerbe – hier bei börsennotierten Gesellschaften – betrifft den **Ausschluss nach einem Übernahmeangebot** gem § 7 GesAusG. Der Hauptgesellschafter hat den Wert der höchsten Gegenleistung des Übernahmeangebots iSe Preisuntergrenze an *alle* Minderheitsgesellschafter weiterzugeben (§ 7 Abs 3).⁶⁴⁰ Der Anwendungsbereich der Gleichbehandlung der Gesellschafter wird hier zeitlich auf das Übernahmeverfahren, also auf die dabei getätigten Erwerbe, die aus Sicht des Squeeze-out „Vorerwerbe“ darstellen, erstreckt.

Diese zeitliche Erstreckung der Gleichbehandlung gilt auch dann, wenn im Zuge eines Vorerwerbs die Anteilsschwelle von 90 % durch die Veräußerung eines **Aktienpakets** an den (späteren) Hauptgesellschafter erreicht wird. Vom Pflichtangebot ist dieser Gesellschafter dann befreit, wenn der Gesellschafterausschluss innerhalb von fünf Monaten erfolgt und die übernahmerechtlichen Regeln zur Preisbestimmung

⁶³⁷ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 510.

⁶³⁸ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 508.

⁶³⁹ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 239.

⁶⁴⁰ Ein durchschnittlicher Börsenkurs für einen Zeitraum *vor* dem Gesellschafterausschluss bildet die zweite Preisuntergrenze beim speziellen Verfahren des Gesellschafterausschlusses (§ 7 Abs 3).

und Gleichbehandlung eingehalten werden (§ 25 Abs 1 Z 6 ÜbG). Auf diese Weise werden die Gesellschafter beim Squeeze-out nicht schlechter gestellt als im Fall eines Pflichtangebots.⁶⁴¹ Vorerwerbe werden auch dann als Untergrenze maßgeblich sein, wenn durch den Paketkauf die Anteilsschwelle von 90 % zwar erreicht wird, die Kontrolle allerdings schon davor bestand oder wenn der Ausschluss trotz der Einschlägigkeit des speziellen Verfahrens gem § 7 nach dem allgemeinen Verfahren gem § 1 GesAusG erfolgt.⁶⁴²

Der **Zeitraum** für die Relevanz von **Vorerwerben** wird in Analogie zum Übernahmerecht auf 12 Monate vor dem Verfahren zum Gesellschafterausschluss festzulegen sein. Paketpreise dieses Zeitraums wird man als Indikator für eine angemessene Abfindung beim Squeeze-out ansehen können. Diesen auf 12 Monate erstreckten Anwendungsbereich des Grundsatzes der Gleichbehandlung beim Gesellschafterausschluss veranschaulicht Abbildung 3.

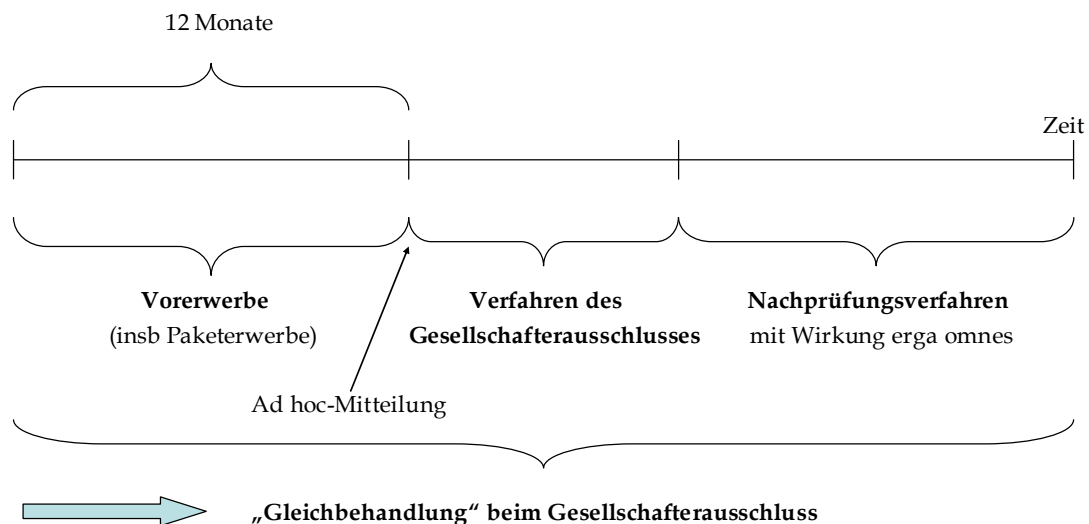


Abbildung 3: Die zeitliche Erstreckung der Gleichbehandlung beim Gesellschafterausschluss

⁶⁴¹ Vgl Winner, Wert und Preis im Zivilrecht, 511.

⁶⁴² Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 2 Rz 18; Winner, Wert und Preis im Zivilrecht, 511 f.

Die Relevanz von Vorerwerben für die Festlegung der angemessenen Barabfindung hat auch mit der Frage der **Verteilung von Synergien** auf alle Gesellschafter zu tun.⁶⁴³ Erwirbt der spätere Hauptgesellschafter ein Anteilspaket, so ist davon auszugehen, dass im **Paketpreis** Prämien iSe Aufschlags auf den Preis für den einzelnen, isolierten Anteil enthalten sind. Der erwerbende Gesellschafter ist zur Zahlung dieses „Paketaufschlags“ deshalb bereit, weil er sich aus der Transaktion ökonomische Vorteile, insb positive Synergien aus einer möglichen Einflussnahme verspricht.

Es ist der erwerbende Gesellschafter selbst, der mit dem Paketpreis eine Verteilung der Transaktionsgewinne vornimmt. Im Verfahren des Gesellschafterausschlusses wird man davon ausgehen können, dass die vom Hauptgesellschafter beim Vorerwerb selbst vorgenommene Verteilung von Synergien auf Anteile für ihn auch bei der Festlegung der Barabfindung beim folgenden Squeeze-out angemessen ist; damit kann der Paketpreis als Orientierungsmarke für eine angemessene Verteilung von Synergieeffekten zwischen Haupt- und Minderheitsgesellschaftern gelten.⁶⁴⁴

Insb Vorerwerbe für Anteilspakete bilden einen Indikator für den (hochzurechnenden) Unternehmenswert; das Abweichen von dieser Orientierungsmarke wird eine Begründungspflicht auslösen. Bricht man diesen Paketpreis auf den einzelnen Anteil herunter, so kommt man zu einem Wert pro Anteil, der auch positive Verbundeffekte des Hauptgesellschafters enthält. Dieser Wert geht nicht von einer isolierten Bewertung des einzelnen Anteils, sondern von einer Bewertung des Unternehmens bzw -anteils aus der **Sicht der Gemeinschaft aller Anteilseigner** aus.

Unser **Resümee** zum „Wert pro Anteil“ beim Gesellschafterausschluss lautet:

Im GesAusG ist der **Grundsatz der Gleichbehandlung** lediglich in Bezug auf das Gebot der gleichen Abfindung für alle und auf die Weitergabe der höchsten Gegenleistung des Übernahmeangebots an alle auszuschließenden Minderheitsgesellschafter explizit normiert. Die Konkretisierung des Inhalts einer **angemessenen Abfin-**

⁶⁴³ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 239.

⁶⁴⁴ Vgl Winner, Wert und Preis im Zivilrecht, 512.

ding bedarf eines Analogieschlusses vornehmlich aus dem **aktien- und übernahmerechtlichen Grundsatz der Gleichbehandlung** sowie einer Stützung durch die aktienrechtliche **Treuepflicht**.

Diese Wertungen zur Gleichbehandlung bedeuten für den **Gesellschafterausschluss** im Einzelnen:

- **„Nacherwerbe“** iSd Erhöhung der Barabfindung im Nachprüfungsverfahren wirken erga omnes;
- **Parallelerwerbe** zum Verfahren lösen jedenfalls Nachzahlungspflichten aus;
- **Vorerwerbe** innerhalb der letzten 12 Monate vor Verfahrensbeginn haben **Indikatorfunktion** für die Festlegung der angemessenen Barabfindung;⁶⁴⁵ nur im Fall einer wesentlichen Änderung der Verhältnisse zwischen dem maßgeblichen Vorerwerb und dem Verfahren des Squeeze-out ist die an den Vorerwerb geknüpfte Vermutung zum Wert des Anteils widerlegbar.

Das **Kriterium der Angemessenheit** findet sich im ÜbG ebenso wie im GesAusG: Der Preis des Übernahmeangebots ist unter Wahrung des Gleichbehandlungsgrundsatzes „angemessen“ festzulegen (§ 26 Abs 3 ÜbG), der Hauptgesellschafter muss den auszuschließenden Gesellschaftern eine „angemessene“ Abfindung leisten (§ 2 Abs 1 GesAusG). Auf der Basis der Wertungen des GesAusG und insb der durch Analogieschluss aus dem AktG und ÜbG gewonnenen **rechtlichen Wertungen** zur Gleichbehandlung und deren Konkretisierung in Gestalt eines zeitlich erstreckten Anwendungsbereichs ist die „angemessene Barabfindung“ beim Gesellschafterausschluss in einem **„gleichen Wert pro Anteil“** zu finden.

Dieser „gleiche Wert pro Anteil“ und die in der Folge für den Anteil zu leistende **Barabfindung** hängen nicht davon ab, ob dieser Anteil von einem Gesellschafter iso-

⁶⁴⁵ Der Gesellschafterausschluss nach einem Übernahmeangebot muss innerhalb von drei Monaten nach Ende der Angebotsfrist beschlossen werden, damit für den Angebotspreis die Vermutung der Angemessenheit bei der Festlegung der Barabfindung gelten kann (§ 7 Abs 3 GesAusG). Unter Einrechnung des Zeitraums, in dem das Übernahmeangebot gilt, führt diese Regelung zu einer Gesamtdauer von mehr als drei Monaten und idR weniger als 12 Monaten. Für diesen Zeitraum wird man an die Widerlegung der Vermutung der Angemessenheit besonders hohe Ansprüche stellen können; für die Differenz auf die 12 Monate wird man von einer Indikatorfunktion ausgehen können. In diesem Sinne vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 513.

liert oder als Teil eines Anteilspakets gehalten wird. Der (aktien- und übernahme-rechtliche) Grundsatz der Gleichbehandlung verlangt eine gleichmäßige Verteilung der Kontrollprämie, die Paketgesellschafter wegen positiver Verbundeffekte realisieren können, auf alle Anteile. Die Gemeinschaft der Anteilseigner und ihre gleiche Beteiligung an den vermögenswerten Vorteilen führen zu einem gleichen Wert pro Anteil. MaW: Das Konzept des gleichen Werts pro Anteil führt dazu, dass der Anteilswert und folglich die Barabfindung durch einen **Minderheitsabschlag nicht** herabgesetzt sind; ein Minderheitsabschlag widerspricht den rechtlichen Wertungen zur Barabfindung beim Gesellschafterausschluss.

Im Übrigen stehen die rechtlichen Wertungen zur Gleichbehandlung aller Gesellschafter auch im Dienste der **Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes**.⁶⁴⁶ Die Normierung des Grundsatzes der Gleichbehandlung hat im Übernahmerecht die Funktion der **Verhinderung nicht effizienter Übernahmen**. Die gleichmäßige Verteilung von Kontrollprämien verhindert Übernahmen, die dem Übernehmer keine Kompensation der Kontrollprämien durch Effizienzgewinne gewährleisten. Mithin sollen dadurch nur die Wohlfahrt steigernde Übernahmen erfolgen.⁶⁴⁷

Beim Gesellschafterausschluss kann man analog zum Übernahmerecht argumentieren: Hier soll die gleichmäßige Verteilung von Kontrollprämien **nicht effiziente Ausschlüsse verhindern**. Über die Berücksichtigung von Kontrollprämien beim Wert pro Anteil wird sichergestellt, dass ein Ausschluss nur dann erfolgt, wenn die Effizienzvorteile des Hauptgesellschafters die mit der Abfindung bezahlten Kontrollprämien zumindest kompensieren.

Der österreichische Kapitalmarkt ist ua dadurch gekennzeichnet, dass börsennotierte Gesellschaften idR **relativ stabile Mehrheits- oder Kernaktionäre** aufweisen. Pakettransaktionen erfolgen hier eher selten. Damit besteht für Kleinanleger kaum die Möglichkeit, eine anteilige Kontrollprämie zu erlangen und „einmal auch auf der

⁶⁴⁶ Die Steigerung der Attraktivität des österreichischen Kapitalmarktes ist ein erklärtes Ziel des ÜBG; vgl. 1276 BlgNR 20. GP, 4.

⁶⁴⁷ Zu dieser „wichtigsten Leistung der Norm“ der übernahmerechtlichen Gleichbehandlung vgl. *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 496.

gewinnenden Seite zu stehen“⁶⁴⁸. Mit dem skizzierten Grundsatz der **Gleichbehandlung** im Aktien- und Übernahmerecht und in der Folge im Recht des Gesellschafterausschlusses, der auch eine zeitliche Erstreckung der Gleichbehandlung und *via* die **Preisbildungsregel „gleicher Wert pro Anteil“** mit gleichmäßiger Verteilung der Kontrollprämie bringt, sind Kleinanleger nicht mehr die systematischen Verlierer. Dieser Umstand steigert die Attraktivität des Kapitalmarktes für Kapitalanbieter.

D. Der Grundsatz der Nachprüfbarkeit

1. Objektivierung von Anteilswert und Abfindung

Der Gesellschafterausschluss ist ein **gesetzlicher Bewertungsanlass**. Darüber hinaus wird kraft Gesetzes eine dominierte Entscheidungssituation geschaffen, denn es ist der Hauptgesellschafter, der über die Durchführung, den Zeitpunkt und im Wesentlichen auch über die zentralen Bedingungen befindet. Jede gesetzlich veranlasste Bewertung muss aus Gründen der Rechtssicherheit und der Rechtsstaatlichkeit *erstens* den maßgeblichen **rechtlichen Wertungen** und *zweitens* dem Grundsatz der **Nachprüfbarkeit** entsprechen.⁶⁴⁹ Damit kann die Bewertung auch einer richterlichen Würdigung unterzogen werden.

Das rechtliche Erfordernis der Nachprüfbarkeit soll den Normwert intersubjektiv nachvollziehbar machen und insofern **objektivieren**.⁶⁵⁰ Es soll den Adressaten von Bewertungen **Plausibilitätskontrollen** ermöglichen, dh sie sollen in die Lage versetzt werden, über den Inhalt des Normwerts sowie über die Grundlagen und die Methoden seiner Ableitung eigenständig zu reflektieren. Nur auf Basis einer nachprüfaren Bewertung kann über die Einleitung von Rechtsbehelfen fundiert entschieden werden. Jede richterliche Überprüfung von Normwerten erfordert ein derart objektiviertes Vorgehen bei der Wertfindung.

⁶⁴⁸ Winner, Wert und Preis im Zivilrecht, 497.

⁶⁴⁹ Vgl Mandl/Rabel in Siegel/Klein/Schneider/Schwintowski, FS Rückle, 53.

⁶⁵⁰ Vgl Luttermann, NZG 2007, 615; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 307.

Der Grundsatz der Nachprüfbarkeit betrifft beim Gesellschafterausschluss die **Anteilsbewertung** und die Ableitung der angemessenen **Barabfindung**. Ein nachprüfbarer Wert des Anteils, der zB angesichts der Unsicherheit der Zukunft auch als Bandbreite möglicher Werte angegeben werden kann, bildet die Grundlage für die Festlegung der Barabfindung. Der Inhalt des Nachprüfbarkeitspostulats betrifft:

- die **Informationsgrundlage** der Bewertung, also die einfließenden wertrelevanten Faktoren, und
- die mittels **Bewertungsmethoden** gezogenen Schlüsse.

2. Nachprüfung von Istgrößen und von Prognosegrößen:

Ausführlichkeit und Offenlegung der Berichte

Besteht die Informationsgrundlage der Bewertung aus Ist- oder **Vergangenheitsgrößen**, dann ist die Nachprüfbarkeit über die Erfassung und die sorgfältige **Dokumentation** jedenfalls gegeben. Dem Vorliegen und der Offenlegung einer Dokumentation kommt hier zentrale Bedeutung zu.⁶⁵¹ Informationen zur Vergangenheit eines Unternehmens bestehen zB in **Kennzahlen** zu seiner historischen Vermögens-, Ertrags- und Finanzlage. Derartige Größen werden vielfach als Grundlage zur Erstellung von Prognosen bzw zur Validierung vorliegender Prognosen herangezogen. Es wird dabei die Frage gestellt, inwieweit formulierte Erwartungen vor dem Hintergrund der vergangenen Ist-Entwicklung plausibel erscheinen.

Dokumentationen vergangenheitsbezogener Daten betreffen beim Ausschluss von Gesellschaftern einer börsennotierten Gesellschaft auch die **Börsekurse** eines für relevant erachteten Zeitraums. Soll ein umsatzgewichteter Durchschnittskurs über einen Referenzzeitraum gebildet werden, so ist auch die Information über die Tagesumsätze nötig. Weitere unternehmensexterne Informationen in Dokumentationen können konkrete **Markttransaktionen** betreffen, wie zB Angaben zum Erwerb von Anteils-

⁶⁵¹ Zur Bedeutung von Vergangenheitswerten als Basis für Prognosen und zur Messlatte einer „beweiskräftigen Bewertungspraxis“ vgl. Luttermann, NZG 2007, 613.

paketen im letzten Jahr,⁶⁵² von vergleichbaren Unternehmen oder -anteilen etc. Börsenkurse und Markttransaktionen können uU als Grundlage einer Anteilsbewertung und der Festlegung der angemessenen Abfindung oder zur Validierung einer zukunftsbezogenen Unternehmensbewertung dienen.

Wird ein Normwert zukunftsorientiert abgeleitet, so besteht die Informationsgrundlage zum überwiegenden Teil in **Zukunftsgrößen**. Diese erwarteten Größen bauen auf Prognosen des Bewertenden zu Umweltentwicklungen, zu eigenen und Handlungen anderer Akteure etc auf. „**Prognose**“ steht für „die Aussage über zukünftige Zustände, Abläufe oder Ereignisse“⁶⁵³. In Bezug auf die Nachprüfbarkeit ist der Umstand wesentlich, in welchem Ausmaß die Prognoseinhalte von Handlungen des Bewertenden abhängen. „**Externe Prognosen**“ sind an unternehmensexterne Adressaten gerichtet, die idR nicht Zugang zu den zugrunde liegenden Detailinformationen haben.⁶⁵⁴ Aus dem Blickwinkel des Grundsatzes der Nachprüfbarkeit werfen Prognosen einige Fragen auf.

Der **Gesellschafterausschluss** ist ein singulärer und damit einmaliger Bewertungsanlass⁶⁵⁵, der externe Prognosen als wesentliche Grundlage einer zukunftsorientierten Unternehmens- und Anteilsbewertung verlangt. Enthält der gemeinsame Bericht von Hauptgesellschafter und Geschäftsführung einen aus *künftigen* Überschüssen abgeleiteten Wert pro Anteil, so entsteht die Frage, ob ein derartiger **Zukunfts(erfolgs)wert** durch einen Sachverständigen oder durch Minderheitsgesellschafter überhaupt nachprüfbar ist. Diese Frage erscheint zentral, weil das GesAusG die Vorlage eines **Prüfungsberichts** verlangt: Der vom Gericht – auf gemeinsamen Antrag des AR der Kapitalgesellschaft und des Hauptgesellschafters⁶⁵⁶ – ausgewählte und bestellte sachverständige Prüfer untersucht erstens die Richtigkeit des ge-

⁶⁵² Paketkäufe des letzten Jahres sind zB übernahmerechtlich maßgeblich für Pflichtangebote und freiwillige Angebote zur Kontrollerlangung, sie spiegeln eine Kontrollprämie wider und bieten einen wichtigen Ansatzpunkt für eine auf den Grundsatz der Gleichbehandlung abstellende Anteilsbewertung.

⁶⁵³ Rückle, DB 1984, 57.

⁶⁵⁴ Vgl Rückle, DB 1984, 58.

⁶⁵⁵ Im Gegensatz zu „laufenden Prognosen“, die etwa im periodischen externen Rechnungswesen notwendig sind.

⁶⁵⁶ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 303.

meinsamen Berichts und zweitens die Angemessenheit der Barabfindung (§ 3 Abs 2). Dem Prüfer kommt dabei ein Auskunftsrecht gegenüber der Gesellschaft nach § 272 UGB und ausdrücklich auch gegenüber dem Hauptgesellschafter zu (§ 3 Abs 2 GesAusG).⁶⁵⁷ Der gemeinsame Bericht ist neben dem Prüfer an die **Minderheitsgesellschafter** gerichtet. Auch sie müssen mit dem Bericht in die Lage versetzt werden, gezeigte Zukunftswerte und die festgelegte Abfindung nachzuvollziehen.

Zweifellos sind Vergangenheitsgrößen grundsätzlich besser nachprüfbar als Erwartungen. Ex-post-Größen mögen zwar insofern verlässlicher sein, allerdings ist ihr Aussagegehalt zB im Kontext von Abfindungen zweifelhaft. Ex-ante-Größen bieten vielfach den Vorteil der **Relevanz**, sie sind allerdings mit dem Nachteil der **Manipulationsanfälligkeit** belastet. So entsteht die Frage, auf welche Aspekte einer Prognose sich eine Nachprüfung beziehen kann.⁶⁵⁸

Eine *erste* Art der **Nachprüfung von Prognosen** bedient sich der **Extrapolation**: Vergangenheitsdaten werden in die Zukunft extrapoliert und auf ihre Übereinstimmung mit den Erwartungsgrößen geprüft.⁶⁵⁹ Sobald allerdings Strukturbrüche oder andere Änderungen der Konstellationen auftreten, versagt diese Art der Nachprüfung.⁶⁶⁰ Prognosegrößen sind in den seltensten Fällen rein statistische Extrapolationen der Vergangenheit.⁶⁶¹

Die *zweite* und grundsätzliche Art der Prognosenachprüfung bedient sich des Formalschemas der Erklärung bzw Prognose und besteht in der Angabe der „**Randbedingungen**“ und der „**Modellstruktur**“. Dabei handelt es sich um das „Hempel-Oppenheim-Schema (HO-Schema)“, das auch als „Deduktiv-nomologisches-Modell (DN-Modell)“ bezeichnet wird und das eine formale Struktur der wissenschaftlichen

⁶⁵⁷ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 310 ff.

⁶⁵⁸ Vgl Rückle, DB 1984, 59.

⁶⁵⁹ IdS auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 310 ff.

⁶⁶⁰ Ein Beispiel ist die Akquisition eines Unternehmens, bei der idR nicht von der unveränderten Fortführung, sondern von einem „Strukturbruch“ auszugehen ist; vgl Burger/Ulbrich/Ahlemeyer, Beteiligungscontrolling, 174.

⁶⁶¹ Vgl Rückle, DB 1984, 60.

Erklärung bzw Prognose bietet.⁶⁶² Die **Prognose** als singuläre Aussage, als sog „**Explanandum**“, wird aus dem „**Explanas**“ abgeleitet, das sich zusammensetzt aus

- den Antecedensaussagen, dh den (empirischen) „Randbedingungen“ iSv singulären, also auf den konkreten Fall bezogenen Aussagen, und aus
- der „Gesetzesaussage“ iSe einer generellen Aussage.

Die Richtigkeit einer Prognose hängt mithin von zwei Faktoren ab:⁶⁶³

- *Erstens* von der Richtigkeit der Gesetzesaussage, also der Aussage zu Ursache-Wirkungs-Zusammenhängen; sie kann als „**Modellstruktur**“ oder auch als „**Bewertungs- oder Rechenverfahren**“ bezeichnet werden.
- *Zweitens* vom Eintritt der „**Randbedingungen**“; derartige Bedingungen sind zB Entwicklungen von Beschaffungs- und Absatzpreisen, von Lohn-, Energie-, Zins- und anderen Kosten, ferner Ereignisse wie eigene Handlungen und solche von Konkurrenten, von Kunden und Lieferanten, von Behörden in Bezug auf Steuern, Umweltauflagen etc.

In den „Randbedingungen“ kommt die **Informationsbasis** zu den unabhängigen Variablen, die auf die Prognosegrößen - letztlich auf den Unternehmens- und Anteilswert - über den Modellzusammenhang wirken, zum Ausdruck. Kann man diese Randbedingungen vollständig angeben und legt man sie offen, so reduziert sich die Prognoseprüfung auf den gesetzmäßigen Zusammenhang zu den Ergebnisgrößen. IdR wird allerdings eine Zustand der „**unvollständigen Information**“ in Bezug auf die Wirkgrößen vorliegen: einzelne unabhängige Variablen werden entweder gar nicht gesehen oder in ihren künftigen Ausprägungen falsch eingeschätzt.

Der Grundsatz der Nachprüfbarkeit bedeutet die **Offenlegung** von Vergangenheits- und Zukunftsgrößen:

- in Bezug auf historische Größen sind den Adressaten „**Dokumentationen**“ grundsätzlich zugänglich zu machen,

⁶⁶² Vgl Hempel/Oppenheim, Philosophy of Science 1948, 135 ff; ferner Balzer, Die Wissenschaft und ihre Methoden, 322 ff.

⁶⁶³ Zu dieser Art der Prognoseprüfung und zu den diesbezüglichen folgenden Ausführungen vgl vornehmlich Rückle, DB 1984, 63.

- in Bezug auf Prognosegrößen sind für die Adressaten zum einen das „**Bewertungsmodell**“ und zum anderen die Randbedingungen iSe „**Informationsbasis**“ grundsätzlich offen zu legen.⁶⁶⁴

Informationen über historische Entwicklungen und Prognosen werden idR in Form von **Berichten** erstellt und gegeben. Der Grundsatz der Nachprüfbarkeit

- **verpflichtet den Berichtsersteller** und
- **berechtigt den Berichtsadressaten.**

Diese aus dem Nachprüfbarkeitspostulat sich ergebende Pflicht zur **Offenlegung** der Datenbasis und der Rechenverfahren bei allen gesetzlichen Bewertungsanlässen ist allerdings nicht einer stets vollständigen und allgemeinen **Zugänglichkeit** des Berichts bzw seiner Informationsgrundlagen gleichzusetzen. Vielmehr ist zu berücksichtigen, wer ist Berichtsadressat und welche Art der Nachprüfung nimmt dieser vor.

Dieses Vorgehen soll am Beispiel des **gemeinsamen oder Ausschlussberichts** skizziert werden.⁶⁶⁵ **Berichtsersteller** sind der Vorstand und der Hauptgesellschafter gemeinsam. Inhalt des Berichts sind va die Erreichung der Anteilsschwelle, das Verlangen des Ausschlusses, die Anteilsbewertung sowie der Hinweis auf das Überprüfungsverfahren (§§ 1 u 2 GesAusG). **Berichtsadressat** ist ua der vom Gericht – auf Vorschlag – auszuwählende und zu bestellende **Prüfer** (§ 3 Abs 2). Dieser Prüfer ist ein Sachverständiger, den im Übrigen eine Haftung gegenüber den Gesellschaftern, also Schadenersatzpflicht trifft (§ 3 Abs 2 iVm § 220b Abs 3 AktG).⁶⁶⁶ Inhalt seiner Prüfung und seines eigenen Prüfungsberichts an die Adressaten sind die Richtigkeit des gemeinsamen Berichts und die Angemessenheit der Abfindung. Damit der Prüfer die Anteilsbewertung und die daraus abgeleitete Abfindung prüfen kann, muss der gemeinsame Bericht erstens das **Bewertungsverfahren**, also die „Gesetzesausssa-

⁶⁶⁴ Von einer „fundierten Prognose“ wird in der Literatur va dann gesprochen, wenn eine „weitgehende Objektivierung“ der Unsicherheit vollzogen und zB Streuungsmaße wie Varianzen oder Standardabweichungen angegeben werden; vgl *Seicht in Wagner, FS Loitlsberger*, 320 f. Ein eingehende Darlegung von Prognosen zB in Gestalt von Szenarien ist insb auch bei der Bewertung wachstumsstarker Unternehmen nötig; vgl *Mandl/Schrempp in Freidank et al, Vahlens Großes Auditing Lexikon*, 1502.

⁶⁶⁵ Vgl *Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out*, Rz 282 ff.

⁶⁶⁶ Vgl *Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out*, Rz 493.

ge“ der Prognose, und zweitens die **Informationsgrundlage** in ihren wesentlichen Zügen, also die „Randbedingungen“ der Prognose, enthalten. Falls diese Grundlagen für die sachverständige Prüfung nicht ausreichen, kann der Prüfer weitere Auskünfte zu den Prognosen von der Gesellschaft bzw vom Hauptgesellschafter einholen.⁶⁶⁷

Der gemeinsame Bericht erfüllt dann den **Grundsatz der Nachprüfbarkeit**, wenn sein Inhalt die Verwirklichung des Prüfungsumfangs durch den Prüfer grundsätzlich ermöglicht. Zentral ist hierbei die Frage der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung. Die Erläuterungen müssen ausführlich sein, es sind sowohl die Methoden als auch die Ermittlung des Anteilswerts und der Abfindung in nachvollziehbarer Weise zu berichten, auf für die Höhe des Normwerts und der Abfindung sehr wichtige und kritische Parameter ist hinzuweisen, damit die Adressaten selektive Nachprüfungen anstellen können. Jedenfalls muss den Adressaten des Berichts eine Plausibilitätskontrolle möglich sein.⁶⁶⁸

Der Grundsatz der Nachprüfbarkeit verpflichtet den Berichtsersteller grundsätzlich zu einer solchen **Ausführlichkeit** des Berichts, die seinen Inhalt und insb seine Ergebnisse für den Adressaten nachvollziehbar macht. Diese Detailliertheit kann allerdings nicht ohne Ansehen der Person des Berichtsadressaten umgesetzt werden. Denn werden auf diese Weise sensible Informationen zum Bewertungsobjekt, vornehmlich zu strategischen Überlegungen, allgemein und va Konkurrenten bekannt, so können dem Unternehmen daraus erhebliche Nachteile erwachsen. In Bezug auf dieses **Geheimhaltungsinteresse**⁶⁶⁹ ist in der Ausführlichkeit der Berichte nach Berichtsadressaten zu differenzieren. Mithin können **Berichtsversionen** vorliegen:⁶⁷⁰

- In den gemeinsamen Bericht an den sachverständigen **Prüfer** sind *alle* Umstände mit Relevanz für den Normwert und seine Nachprüfbarkeit aufzunehmen.

⁶⁶⁷ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 310.

⁶⁶⁸ Zu diesem umfassenden und in nachvollziehbarer Weise aufzubereitenden Inhalt des gemeinsamen Berichts vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 290.

⁶⁶⁹ Vgl § 3 Abs 2 Satz 3 GesAusG iVm §§ 220b Abs 5 u 118 Abs 3 (Verweigerung einer Auskunft gegenüber dem Aktionär) u 133 Abs 3 Satz 2 AktG ((Sonder-)Prüfungsbericht, in dem Angaben zu unterbleiben haben, „deren Angabe nach vernünftiger unternehmerischer Beurteilung geeignet ist, dem Unternehmen oder einem verbundenen Unternehmen einen erheblichen Nachteil zuzufügen“.)

⁶⁷⁰ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 292.

- Im gemeinsamen Bericht an die auszuschließenden **Minderheitsgesellschafter** können sensible Detailinformationen zum abgebildeten Normwert unterbleiben, zumindest muss über generelle Erfolgchancen berichtet werden.

Wenn der gemeinsame Bericht an die Minderheitsgesellschafter diesen im Geheimhaltungsinteresse einzelne Informationen vorenthält, so ist diesen Berichtsadressaten eine umfassende (Plausibilitäts-)Kontrolle nicht mehr möglich. Aufgewogen wird diese Verletzung des Grundsatzes der Nachprüfbarkeit durch die Beurteilung des Prüfers, ob die Nichtaufnahme einzelner Informationen in den gemeinsamen Bericht an die Minderheitsgesellschafter zu Recht erfolgte.⁶⁷¹

Unterschiedliche Berichtsversionen können nicht nur beim gemeinsamen Bericht, sondern insb auch beim **Prüfungsbericht**, also bei jenem Bericht nötig sein, den der sachverständige Prüfer im Verfahren erstellt. Dieser schriftliche Prüfungsbericht ist an **mehrere Adressaten** gerichtet, und zwar an die *erste* Adressatengruppe mit Vorstand und AR der Gesellschaft sowie dem Hauptgesellschafter und an die *zweite* Adressatengruppe der auszuschließenden Minderheitsgesellschafter. Im Ausnahmefall haben auch hier Berichtsangaben mit möglicherweise erheblichen Nachteilen für die Gesellschaft oder ihren Konzern zu unterbleiben (§ 3 Abs 2 Satz 3 GesAusG iVm §§ 220b Abs 5, 118 Abs 3 u 133 Abs 3 AktG). Falls derart sensible Informationen vorliegen, hat der Prüfer den „vollständigen Prüfungsbericht“ an die erste Adressatengruppe und den „bereinigten Prüfungsbericht“ an die Minderheitsgesellschafter zu richten.

Mit diesen **beiden Versionen des Prüfungsberichts** wird der Grundsatz der Nachprüfbarkeit auf Seiten des Berichtsadressaten Minderheitsgesellschafter verletzt. Aufgewogen wird diese Verletzung durch den Umstand, dass dem **Sachverständigen** eine besondere Verantwortung obliegt und er für eine mangelhafte Prüfung den Gesellschaftern gegenüber haftet (§ 3 Abs 2 GesAusG iVm § 220b Abs 3 AktG u § 275 UGB).

⁶⁷¹ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 292.

Bei Gesellschaften mit einem AR ist der Ausschluss der Minderheitsgesellschafter auch durch diesen zu prüfen. Der AR prüft den Squeeze-out auf der Grundlage des gemeinsamen Berichts und des Prüfungsberichts. Die Ergebnisse dieser Prüfung sind im schriftlichen **Bericht des AR** darzulegen (§ 3 Abs 3 GesAusG). Gegenstand der Prüfung ist die rechtlich korrekte Durchführung des Ausschlusses insb im Hinblick auf die Angemessenheit der Barabfindung.⁶⁷² Die Prüfung durch den AR ist eine undelegierbare Kernaufgabe und das bedeutet Plenarzuständigkeit.⁶⁷³

Auch in Bezug auf den Bericht des AR sind Auskünfte uU zu verweigern. In die nach § 3 Abs 5 GesAusG für die HV aufzulegenden und damit öffentlich zugänglichen Unterlagen ist die **Vollversion** des Berichts des AR dann nicht aufzunehmen, wenn Angaben nach vernünftiger unternehmerischer Beurteilung geeignet sind, dem Unternehmen und einem verbundenen Unternehmen einen erheblichen Nachteil zuzufügen (§§ 3 Abs 3 GesAusG u 118 Abs 3 AktG).

Über die Offenlegung detaillierter Berichte hinaus dient dem Grundsatz der Nachprüfbarkeit auch die **Aufnahme abweichender Meinungen**. Hierbei geht es um Meinungen einzelner Mitglieder eines **Kollektivs** an Berichtserstellern, die von der im Bericht wiedergegebenen Mehrheitsansicht inhaltlich differieren. Deren Aufnahme in den Bericht und die Offenlegung helfen Berichtsadressaten, ihr Augenmerk bei der (Plausibilitäts-)Kontrolle auf jene Punkte zu lenken, die selbst bei den Berichtserstellern nicht unumstritten sind. Dabei wird es vornehmlich um Annahmen zur künftigen Entwicklung maßgeblicher gesamt- und einzelwirtschaftlicher Erfolgsfaktoren, zu Verbundwirkungen, zu Diskontierungsfaktoren oder zur Aussagekraft historischer Börsenkurse gehen.

Von der Notwendigkeit, abweichende Meinungen in den Bericht aufzunehmen, sind die „Kollektivberichte“ betroffen, dh der gemeinsame Bericht und der Bericht des AR. In Bezug auf den **gemeinsamen Bericht** können einzelne Mitglieder der Geschäftsführung der Gesellschaft oder des Hauptgesellschafters abweichende Mei-

⁶⁷² Vgl Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 3 Rz 19.

⁶⁷³ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 318.

nungen haben und Faktoren einbringen, die die Höhe des Anteilswerts und der Barabfindung tangieren.⁶⁷⁴ Auch in Bezug auf den **Bericht des AR** sind von der Mehrheitsmeinung abweichende Ansichten Teil des Berichts. Auf diese Weise erfüllt der Bericht des AR seinen Informations- und Präventionszweck.⁶⁷⁵ Die Aufnahme und Offenlegung abweichender Meinungen verbessert grundsätzlich den Informationsstand der Berichtsadressaten, erlaubt diesen eine besser fundierte Entscheidung über den Antrag auf Einleitung eines Gremialverfahrens (§ 6 Abs 2 GesAusG), hilft allfällige Schadenersatzansprüche für unrichtige oder unvollständige Berichte zu vermeiden⁶⁷⁶ und im Nachprüfungsverfahren, eine Entscheidung uU ohne weitere Informationsaufnahme zu fällen.⁶⁷⁷

Als erstes **Zwischenergebnis** zum Grundsatz der Nachprüfbarkeit halten wir fest, dass alle Berichte die Bewertungsmethoden und die Informationsgrundlage derart detailliert zeigen müssen, dass die Adressaten und hier va der typische Minderheitsaktionär in der Lage ist, die gezogenen Schlüsse nachzuvollziehen und eine Plausibilitätsprüfung durchzuführen. Neben dieser **Ausführlichkeit** der Berichte ist ihre **Offenlegung** zentrale Voraussetzung für die Einhaltung des Postulats der Nachprüfbarkeit. Nur im Ausnahmefall sind zwei **Berichtsversionen**, ein Voll- und ein reduzierter Bericht, zulässig; allerdings wird dieser Umstand – beim im Mittelpunkt des Interesses stehenden gemeinsamen Bericht – durch die Pflicht zur Prüfung und zu einem schriftlichen Prüfungsbericht aufgewogen. Zum Grundsatz der Nachprüfbarkeit beim Gesellschafterausschluss veranschaulicht Abbildung 4 die Verpflichteten und Berechtigten sowie ihre „nachprüfbaren Berichte“.

⁶⁷⁴ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 293.

⁶⁷⁵ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 319.

⁶⁷⁶ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 489 ff.

⁶⁷⁷ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 485; auch Kalss/Zollner, Squeeze-out, § 6 Rz 14.

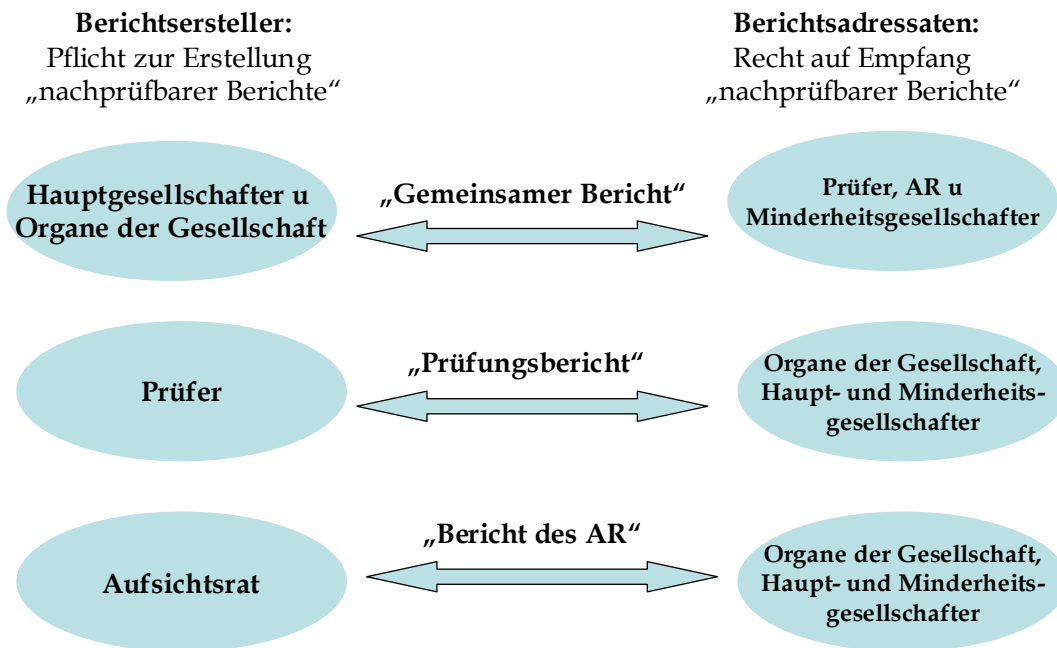


Abbildung 4: Grundsatz der Nachprüfbarkeit beim Gesellschafterausschluss:
Verpflichtete und Berechtigte

Über die Detailliertheit und Publizität dieser Berichte hinaus sind auch **allfällige Gutachten**, auf die sich die Festlegung der angemessenen Barabfindung stützt, offen zu legen (§3 Abs 5 Z 3 GesAusG). Diese Norm bezweckt die Herstellung der gleichen Informationsbasis für die Beteiligten im Ausschlussverfahren. Stützen sich die Organe der Gesellschaft bzw der Hauptgesellschafter in ihren Bewertungen auf derartige Gutachten, so sollen sie im Interesse der Nachprüfbarkeit auch den Minderheitsgesellschaftern und den weiteren Berichtsadressaten (Prüfer und AR) zur Verfügung stehen.

Die Offenlegung allfälliger Gutachten liegt auch im Interesse des Hauptgesellschafter. Kann er - über den gemeinsamen Bericht hinaus - ein für die Berichtsadressaten nachvollziehbares Gutachten zum Anteilswert und zur Barabfindung vorlegen, so beeinflusst er damit die Entscheidung von Minderheitsgesellschaftern über den Ant-

rag auf Einleitung eines gerichtlichen Nachprüfungsverfahrens.⁶⁷⁸ Auch hier gilt ein Recht auf Verweigerung von Auskünften und damit auf die Nichtveröffentlichung von solchen Teilen des Gutachtens, die einen erheblichen Nachteil für die Gesellschaft oder ihren Konzern auslösen könnten (§§ 118 Abs 3 u 133 Abs 3 AktG).⁶⁷⁹

Der Grundsatz der Nachprüfbarkeit hat auch Bedeutung für das **gerichtliche Nachprüfungsverfahren**⁶⁸⁰ gem § 6 Abs 2 GesAusG selbst. Es ist beim Squeeze-out der zentrale Rechtsbehelf für die Minderheitsgesellschafter; jeder von ihnen ist unabhängig von seinem Verhalten in der HV und von seiner Beteiligungshöhe zum Antrag berechtigt. Antragsgegner im Verfahren ist der Hauptgesellschafter.⁶⁸¹

Gegenstand dieses gerichtlichen Verfahrens ist die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung (§ 6 Abs 2 Satz 2 GesAusG). Das Gericht stützt sich grundsätzlich auf jene **Informationsgrundlagen** in Gestalt von Berichten und allfälligen Gutachten, die im Verfahren zur Verfügung standen, es kann allerdings auch weitere Informationen zur Bestimmung des Anteilswerts und zur Festlegung der Abfindung einholen.⁶⁸² Erfüllen die im Verfahren präsentierten Berichte und allfälligen Gutachten den Grundsatz der Nachprüfbarkeit durch die Adressaten, so wirkt dies auch in Bezug auf den gerichtlichen Adressaten: Auch das Gericht wird in die Lage versetzt, auf Basis der vorliegenden Informationen den Anteilswert und die Abfindung im Rahmen seiner Prüfung nachzuvollziehen, nur im Ausnahmefall werden weitere Schritte der Informationsbeschaffung nötig.

⁶⁷⁸ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 328.

⁶⁷⁹ Da der Hauptgesellschafter und nicht die Gesellschaft die Kosten der Durchführung des Ausschlusses zu tragen hat (§ 2 Abs 2 Satz 3 GesAusG), muss der Hauptgesellschafter auch die Kosten eines „allfälligen Gutachtens“ tragen.

⁶⁸⁰ Vgl Abschnitt II. B. 8.

⁶⁸¹ Vgl *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 483 f.

⁶⁸² Vgl *Kalss/Zollner*, Squeeze-out, § 6 Rz 10.

3. Publizität und Erläuterung der Berichte und Fragerecht

Die erste Information von der Minderheitsgesellschafter zum geplanten Gesellschafterausschluss besteht bei börsennotierten Gesellschaften in der **Ad hoc-Publizität**⁶⁸³ gem § 48d BörseG. Das Verlangen des Hauptgesellschafters ist unabhängig davon zu veröffentlichen, ob für den Anteilswert und für die Barabfindung bereits eine konkrete Höhe oder eine Bandbreite von Beträgen vorliegt.⁶⁸⁴

Die „**Publizität**“ von Unterlagen umfasst beim Gesellschafterausschluss auch:

- die Auflage der Unterlagen,
- die Zurverfügungstellung von Abschriften,
- die Pflicht zur Erläuterung in der HV und
- das Auskunftsrecht der Aktionäre in der HV.

Inhaltlich vornehmlich für die Minderheitsgesellschafter entscheidend ist die **Auflage der Unterlagen** für den Beschluss im Vorfeld der HV. Nach § 3 Abs 5 GesAusG sind der Beschlussentwurf, der gemeinsame Bericht, der Prüfungsbericht, der Bericht des AR, allfällige Gutachten sowie die Jahresabschlüsse und Lageberichte der letzten drei Jahre am Sitz der Gesellschaft zur Einsicht der Aktionäre aufzulegen. Auch eine **elektronische Veröffentlichung** auf der Website der Gesellschaft wird für zweckmäßig angesehen⁶⁸⁵ bzw befreit künftig die Veröffentlichung auf der eigenen Homepage von der **physischen Auflagepflicht**.⁶⁸⁶

Mittels der Auflage der Unterlagen sollen von der Anteilsbewertung und die Festlegung der angemessenen Barabfindung für die Minderheitsaktionäre nachvollziehbar sein. Um den Informationsadressaten ausreichend Zeit für eine Nachprüfung zu geben, sind diese Unterlagen während eines Monats vor der HV zur Einsicht aufzulegen (§ 3 Abs 4 Satz 1 GesAusG).

⁶⁸³ Zur anlassbezogenen Publizität vgl Altendorfer/Kalss/Oppitz in Aicher/Kalss/Oppitz, Grundfragen des neuen Börserechts, 139 ff.

⁶⁸⁴ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 326.

⁶⁸⁵ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 327.

⁶⁸⁶ Vgl Schimka/Schörghofer, wbl 2010, 118.

Darüber hinaus ist jedem Aktionär auf Verlangen unverzüglich und kostenlos eine **Abschrift der aufgelegten Unterlagen** zur Verfügung zu stellen. Dies schließt die Zusendung von Kopien ohne Verrechnung von Kosten ein, wobei im Fall der elektronischen Download-Möglichkeit darauf verwiesen werden kann.⁶⁸⁷ Da der Hauptgesellschafter die Kosten des Ausschlussverfahrens zu tragen hat (§ 2 Abs 2 letzter Satz GesAusG), muss er auch die Kosten für Abschriften der Unterlagen übernehmen.

Auch in der HV selbst sind die oben genannten Unterlagen aufzulegen. Gem § 3 Abs 7 GesAusG obliegt dem Vorstand und dem Hauptgesellschafter die Pflicht der **mündlichen Erläuterung** des gemeinsamen Berichts in der HV. In diese Erläuterung können ggf auch Querverweise zB zum Prüfungsbericht aufgenommen werden.⁶⁸⁸ Mittels der Erläuterung soll den Minderheitsgesellschaftern über die bereitgestellten Unterlagen hinaus die Möglichkeit gegeben werden, den ermittelten Anteilswert und die festgelegte Barabfindung nachzuvollziehen.

Falls sich zwischen der Erstellung der Berichte und dem Zeitpunkt der Beschlussfassung in der HV die Vermögens-, Ertrags- oder Finanzlage der Gesellschaft oder die Pläne des Hauptgesellschafters wesentlich verändern, hat der Vorstand die Gesellschafter vor der Abstimmung darüber zu unterrichten. Im Interesse der Nachprüfbarkeit durch die Informationsadressaten müssen diese Informationen ausreichend detailliert sein. Eine **Pflicht der Unterrichtung** liegt insb dann vor, wenn die geänderten Umstände eine *höhere* Barabfindung rechtfertigen würden (§ 3 Abs 7 Satz 3 GesAusG). Sollten wesentlich geänderte Umstände allerdings eine *niedrigere* Abfindung rechtfertigen, so ist der Vorbereitungsprozess mit der Erstellung der einzelnen Berichte neuerlich durchzuführen. Denn nur auf diese Weise haben vornehmlich die Minderheitsgesellschafter ausreichend Zeit, die Modifikationen in der Anteilsbewertung und in der Festlegung der Abfindung nachzuvollziehen.⁶⁸⁹

⁶⁸⁷ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 329; Schimka/Schörghofer, wbl 2010, 118.

⁶⁸⁸ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 330.

⁶⁸⁹ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 331.

In der HV hat jeder Aktionär das **Recht auf Auskunft** über alle für die Beschlussfassung wesentlichen Angelegenheiten. Dieses Auskunftsrecht erstreckt sich auch auf alle Angelegenheiten des Hauptgesellschafters, die für den Ausschluss wesentlich sind (§ 3 Abs 8 GesAusG); dabei ist insb an Verbundeffekte, ihre Bewertung und Relevanz für die Festlegung der Barabfindung zu denken.⁶⁹⁰ Gem § 118 Abs 3 AktG können dem Aktionär Auskünfte im Ausnahmefall verweigert werden.

Die Pflicht zur Auskunft gegenüber den Minderheitsaktionären trifft den Hauptgesellschafter selbst, so wie die Pflicht zur Berichtserläuterung gem § 3 Abs 7 GesAusG. Er ist in der HV zwingend vertreten, so dass er in der Gemeinschaft der Anteilseigner seinen Mitgesellschaftern Rede und Antwort stehen kann, er kennt seine Angelegenheiten und ihre Wesentlichkeit für die Bewertung und für die Abfindung selbst am besten und ihn trifft eine allfällige schadenersatzrechtliche Verantwortung.⁶⁹¹

E. Fazit: der „normorientierte Anteilswert“ beim Gesellschafterausschluss

Im Folgenden werden die zentralen Grundsätze zur Barabfindung beim Gesellschafterausschluss va für die börsennotierte AG resümierend zusammengefasst:

Die durch den Squeeze-out in Bezug auf den Anteil entstehende Vermögenseinbuße ist dem Minderheitsgesellschafter vollständig zu kompensieren. Es gilt der **Grundsatz der wirtschaftlichen vollen Entschädigung**; nur er wahrt die Interessen jener Gesellschafter, die zum Ausscheiden gezwungen werden. Der wirtschaftlich volle Ausgleich umfasst auch stille Reserven und einen inneren Geschäftswert.

Über die **aktienrechtliche Treuepflicht** der Anteilseigner kommt man zur „Gemeinschaft der Aktionäre“, über den **aktienrechtlichen Grundsatz der Gleichbehand-**

⁶⁹⁰ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 333.

⁶⁹¹ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 334.

lung zu für *alle* Anteile gleichen vermögenswerten Vorteilen aus Gewinnausschüttungen, Wertsteigerungen und Liquidationserlös (zumindest in der Totalperiode).

Der **übernahmerechtliche Grundsatz der Gleichbehandlung** dient als Analogiebasis für den Squeeze-out. Dort wird der zeitliche Anwendungsbereich der Gleichbehandlung – bei allen Angebotsarten – auf Nacherwerbe während der folgenden 9 Monate und auf Parallelerwerbe sowie – bei Pflichtangeboten und bei freiwilligen Angeboten zur Kontrollerlangung darüber hinaus – auf Vorerwerbe der letzten 12 Monate erstreckt. Die zeitliche Ausdehnung der Gleichbehandlung führt dazu, dass die einzelnen Angebotsadressaten unabhängig von der Höhe ihres Anteils an Paketzuschlägen gleichmäßig partizipieren. Auf diese Weise wird die **Kontrollprämie** auf alle Anteile gleichmäßig verteilt, oder maW: Minderheitsgesellschafter werden nicht mit Minderheitsabschlägen (vom Preis einschließlich Paketzuschlag) belastet. Diese übernahmerechtliche Gleichbehandlung erscheint uns als eine **zentrale Wertung** für den Umgang der Gesellschafter untereinander. Sie führt über die Gleichverteilung der Kontrollprämie zu einem „**gleichen Wert pro Anteil**“.

Der **Grundsatz der Gleichbehandlung im Gesellschafterausschlussrecht** bedeutet eine gleiche Abfindung pro Anteil und beim Ausschluss nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot gem § 7 GesAusG die Weitergabe der höchsten Gegenleistung des Übernahmeangebots an alle Minderheitsgesellschafter. Dieser zeitlich erstreckte Anwendungsbereich führt zur Maßgeblichkeit von **Vorerwerben** der letzten 12 Monate, insb von Paketerwerben mit der Gleichverteilung der Kontrollprämie, von Parallelerwerben und von „Nacherwerben“ iSe erhöhten Abfindung im Nachprüfungsverfahren mit der Wirkung erga omnes.

Das Konzept des „gleichen Werts pro Anteil“ ergibt eine „**angemessene Barabfindung**“ beim Gesellschafterausschluss, die auf der **gleichmäßigen Partizipation** am Gesamtvermögen der Gesellschaft durch die gemeinschaftlich verbundenen Aktionäre basiert.

Der **Grundsatz der Nachprüfbarkeit** verlangt die Detaillierung und Offenlegung jener Informationen, auf die sich die Ermittlung des Anteilswerts und die Festlegung der angemessenen Abfindung stützen. Das Nachprüfbarkeitspostulat bedeutet die Pflicht für die Berichtsersteller, detaillierte und nachvollziehbare Berichte – einschließlich allfälliger abweichender Meinungen – vorzulegen, und für die Berichtsadressaten das Recht auf Empfang nachprüfbarer Berichte. Auch im Hinblick auf das gerichtliche Nachprüfungsverfahren ist der Grundsatz wichtig.

Die Nachprüfbarkeit betrifft Dokumentationen zu **Vergangenheitsgrößen**, zu denen zB auch **Börsenkurse** einschließlich der zugehörigen Tagesumsätze zählen, und **Prognosen**, deren Informationsgrundlage und Bewertungsverfahren nachvollziehbar darzustellen und offen zu legen sind. Der Nachprüfbarkeit dienen auch die Auflage von Unterlagen und deren Zurverfügungstellung im Vorfeld der HV, die Erläuterungspflicht für den Hauptgesellschafter und das Auskunftsrecht der Aktionäre in der HV.

V. Die normorientierte Anteilsbewertung und Börsenkurse als Normwert

A. „Normwert beim Gesellschafterausschluss“ und Gang der Untersuchung

Der Gesellschafterausschluss als gesetzlicher Bewertungsanlass verlangt eine normorientierte Ermittlung des Anteilswerts.⁶⁹² Der **Normzweck** und die **rechtlichen Wertungen** erfordern

- eine **wirtschaftlich volle Entschädigung**,
- eine umfassende Berücksichtigung des **Grundsatzes der Gleichbehandlung** („Gemeinschaft der Aktionäre“ mit gleichmäßiger Verteilung der Kontrollprämie) und
- die Einhaltung des **Grundsatzes der Nachprüfbarkeit**.

Ein **Normwert** stellt einen Wert dar, der dem Zweck eines konkreten rechtlichen Bewertungsanlasses und seinen Wertungen entspricht; mithin ist ein Normwert nicht eine *generell* gültige Bewertungsgröße, sondern er beruht stets auf einer *konkreten* und zu benennenden Normbasis. Ein Anteilswert, der dem Zweck und den Wertungen des Rechts zum Squeeze-out entspricht, bezeichnen wir als „**Normwert beim Gesellschafterausschluss**“. Dieser Normwert des Anteils stellt die „**angemessene Barabfindung**“ beim Gesellschafterausschluss dar.

In diesem Kapitel werden *erstens* der indirekte und der direkte Weg zur Ermittlung von Werten, und zwar jeweils auf der Basis von vergangenheits- und zukunftsbezogenen Informationen zum Anteil skizziert, um dann *zweitens* auf die Kategorie der „**subjektiven Normwerte**“ iSe parteienbezogenen Normwerts einzugehen; dabei legen wir den Fokus auf den Entscheidungs- und auf den Schieds- oder Arbitriumswert. Anschließend wenden wir uns der Kategorie der „**objektivierten Werte**“ zunächst iSe Normwerts ohne Parteienbezug und dann iSe eines Normwerts für einen typisierten Anteilseigner zu.

⁶⁹² Vgl Mandl/Rabel in Wagner, FS Loitlsberger, 205 ff; Mandl/Rabel in Siegel et al, FS Rückle (2006), 45 ff.

Auf der Grundlage des typusbezogenen Normwerts für den Squeeze-out stellen wir *drittens* die Frage, inwieweit der **Börsenswert** eines Unternehmens bzw **Börsekurse** für Anteile den typisierten Anteilswert beim Gesellschafterausschluss abzubilden vermögen. Vom Unterschied zwischen Wert und Preis ausgehend werden das für den Squeeze-out relevante Merkmal des Umgangs mit der Kontrollprämie auf dem Markt für ganze Unternehmen und auf dem Börsemarkt für Anteile, ferner die Fragen der Übereinstimmung von Börsenkursen mit dem (zukunftsbezogenen) Anteilswert, der Synergieeffekte in Börsenkursen und im Squeeze-out-Normwert, der Marktmenge und der gezielten Beeinflussung sowie der Durchschnittsbildung von Börsenkursen erörtert. Das Fazit soll zeigen, inwieweit Börsenkurse als Normwert beim Gesellschafterausschluss und damit als angemessene Barabfindung konzeptionell gelten können.

B. Vergangenheits- und zukunftsorientierte indirekte und direkte Ermittlung des Werts pro Anteil

Jede „Bewertung“ verlangt zunächst die Festlegung des Bewertungsobjektes. Im Kontext des Gesellschafterausschlusses kommen einerseits der einzelne Anteil und andererseits das Unternehmen als Ganzes hierfür in Frage. „**Bewerten**“ bedeutet, dem Bewertungsobjekt eine „Bedeutung“ im Hinblick auf einen konkreten Zweck zuzuordnen; diese Bedeutung wird durch jene Menge eines anderen Gutes – das idR in „Geld“ besteht – ausgedrückt, die für den spezifizierten Zweck „gleich bedeutsam“, „gleich geeignet“, „gleichwertig“ oder „äquivalent“ ist.⁶⁹³ Im ökonomischen Kontext bedeutet dies, einem Bewertungsobjekt jenen (finanziellen) Nutzen zuzuordnen, den das Objekt - in Gestalt einer Sache, einer Dienstleistung oder eines vermögenswerten Rechts – dem Bewertungssubjekt stiftet. Der „**Wert**“ ist mithin Ausdruck der Beziehung zwischen Subjekt und Objekt der Bewertung; die Frage

⁶⁹³ Vgl. *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 45 f. *Stützel*, Wert und Preis, 4405, drückt dies mit einem augenscheinlichen Vergleich aus: „Wie die Länge einer Strecke nie anders ausgedrückt werden kann, denn als Relation zur Länge einer anderen (etwa des Ur-Meter-Stabes), so kann auch der Wert eines Gutes (einer Sache oder einer sonstigen abgrenzbaren und selbständig übertragbaren Gesamtheit zugeteilter Handlungsmöglichkeiten und -befugnisse) nie anders ausgedrückt werden, denn als Relation zum Wert eines anderen Gutes.“

nach dem Wert eines Gesellschaftsanteils ist die Frage nach dem Nutzen, der dem Gesellschafter durch diesen Anteil entsteht.

Der Wert und mithin auch der Anteilswert sind Ausfluss einer **Subjekt-Objekt-Beziehung**, er ist deshalb stets subjektorientiert, weil seine Höhe von der konkreten Situation des Subjekts, insb seiner alternativen Handlungsmöglichkeiten abhängt. Insofern gibt es keinen „Wert an sich“, sondern stets einen „Wert für jemanden“.⁶⁹⁴ Ein und dasselbe Bewertungsobjekt kann für mehrere Bewertungssubjekte unterschiedlichen Nutzen bedeuten und folglich voneinander abweichende Werte aufweisen.⁶⁹⁵

Der „Wert“ als Abbild des finanziellen Nutzens für ein Subjekt kann aus unterschiedlichem **Zeithorizont** betrachtet werden:

Mit Blick in die **Vergangenheit** wird nach dem bereits zugeflossenen Nutzen gefragt. Dabei handelt es sich um eine Ist-Größe, so dass dieser vergangenheitsorientierte Wert als „**objektiv**“ iSv nachprüfbar gelten kann. In der Theorie des objektiven Werts möchte dieser „objektive Wert“ allgemein gültig, dh von einem konkreten Subjekt unabhängig sein.⁶⁹⁶ Im Kontext der Bewertung von Unternehmen löst man sich von Nutzengrößen ieS und ermittelt quasi als Substitut für den Nutzen idR den sog „Substanzwert“, also jenen „Wert“, der für die Rekonstruktion des Unternehmens, insb für die Beschaffung gleich leistungsfähiger Vermögensgegenstände, nötig wäre.⁶⁹⁷ Dieser Wert könne von jedem „realisiert“ werden.⁶⁹⁸

⁶⁹⁴ Vgl Matschke/Brösel, Unternehmensbewertung, 6. Zur „Subjektivität“ des Werts liefert schon *Böhm-Bawerk*, Wert, 989, einen augenscheinlichen Vergleich: „Ein Liter Wasser an einer fließenden Quelle hat zwar die gleiche Tauglichkeit, Durst zu löschen, wie in der Wüste. Dennoch wird die gleiche Person den Wert des Wassers anders beurteilen, wenn es das letzte Trinkwasser bei einer Wüstenreise ist oder wenn es sich um einen von vielen Litern Trinkwasser in einem fruchtbaren Gebiet handelt.“ *Großfeld* drückt die Subjektivität und Situationsgebundenheit durch den Vergleich aus, dass in der Wüste ein Glas Wasser einen höheren Wert haben könne als ein Glas Brillanten; vgl *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 112.

⁶⁹⁵ Vgl *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 46.

⁶⁹⁶ Vgl *Münstermann*, Wert und Bewertung, 25.

⁶⁹⁷ Vgl *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 205 ff.

⁶⁹⁸ Vgl *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 48.

Vergangenheitsgrößen als Bewertungsgrundlage liegen auch dann vor, wenn man zB bei einer Unternehmensbewertung an tatsächlich stattgefundenen **Transaktionen** mit vergleichbaren Unternehmen anknüpft. Auch historische **Börsekurse** sind Ist-Größen, die einer Unternehmens- und Anteilsbewertung zugrunde gelegt werden können. Diese Vergleichswerte sind Vergangenheitsgrößen in der Entstehung, wenngleich damit nichts über die Art ihres Zustandekommens, dh zur Frage gesagt wird, inwieweit bei ihrer Ermittlung auch zukunftsbezogene Aspekte eine Rolle spielten.

Blickt man bei der Bewertung in die **Zukunft**, dann sind erwartete Nutzengrößen relevant; man fragt, welcher Nutzen einem Subjekt aus einem Objekt künftig zufließen wird.⁶⁹⁹ In der **Theorie des subjektiven Werts** liegt der Fokus ausdrücklich auf dem *erwarteten* finanziellen Nutzen und auf der Subjektivität des Werts.⁷⁰⁰ Prinzipien der Wertfindung sind hierbei:

- **Subjektivität**, indem nur die Zwecke bzw Ziele und Handlungsmöglichkeiten des Bewertungssubjektes relevant sind;
- **Zukunftsbezogenheit**, indem der Wert als heutiger Wert der künftig zufließenden Nutzengrößen interpretiert wird;
- **Gesamtbewertung**, indem man bei organisch verbundenen Gesamtheiten wie Unternehmen nicht vom einzelnen Vermögensgegenstand ausgeht, sondern die Nutzenströme aus der Perspektive der Gesamtheit analysiert, dh man betrachtet das Unternehmen als Ganzes.⁷⁰¹

Inhaltlich bestehen die *künftigen* finanziellen Nutzengrößen bei der Unternehmensbewertung in Gewinnen oder in Zahlungsgrößen (Cash Flows).⁷⁰² **Plan-Gewinne** – in Gestalt von Jahresüberschüssen oder anderen Kennzahlen, wie zB EBIT⁷⁰³ oder

⁶⁹⁹ Vgl zB *Großbfeld*, Unternehmensbewertung, 36.

⁷⁰⁰ Vgl *Böcking* in *Richter et al*, FS *Drukarczyk*, 69; *Drukarczyk*, AG 1973, 357 ff; *Moxter*, Unternehmensbewertung, 23 ff.

⁷⁰¹ Dagegen verkörpert die klassische Vorgehensweise bei der Ermittlung des „Substanzwerts“ – innerhalb der „Theorie des objektiven Werts“ – eine Einzelbewertung.

⁷⁰² Vgl *Mandl/Rabel*, RWZ 2006, 103.

⁷⁰³ „EBIT“ steht für „Earnings before Interest and Taxes“.

NOPAT⁷⁰⁴ - werden aus Planungsrechnungen wie Plan-Bilanzen und Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen gewonnen und mit einem Diskontierungsfaktor abgezinst. **Geplante Cash Flows** werden grundsätzlich aus Plan-Kapitalflussrechnungen gewonnen, wobei nicht die „gewöhnlichen“ Cash Flows der betrieblichen Tätigkeit, sondern sog „Free Cash Flows“ iSv „Cash Flows nach Investitionsausgaben“ verwendet werden. In der Totalperiode bzw über einen größeren Zeitraum hinweg stimmen die kumulierten Gewinne und die kumulierten Free Cash Flows überein, so dass nur noch die unterschiedliche zeitliche Verteilung dieser Größen auf das Bewertungsergebnis durchschlagen kann.⁷⁰⁵ Da dieser Unterschied rechnerisch über den Ansatz kalkulatorischer Zinsen ausgleichbar ist („Preinreich-Lücke-Theorem“), sind sowohl Gewinne als auch Free Cash Flows gleichermaßen geeignet, den künftigen finanziellen Nutzen des gesamten Unternehmens abzubilden („Entity-Ansatz“).⁷⁰⁶ Sie werden mit einem gewichteten durchschnittlichen Eigen- und Fremdkapitalkostensatz abgezinst.⁷⁰⁷

Eine Alternative zum Free Cash Flow des *gesamten* Unternehmens besteht im „Equity Cash Flow“, der den (erwarteten) Zahlungsstrom vom Unternehmen zu den Eigen- und nicht zu allen Kapitalgebern darstellt und der über die Diskontierung⁷⁰⁸ zum Wert des Eigenkapitals, also zum „Shareholder-Value“ direkt führt. Verwendet werden können hierbei auch erwartete Gewinnausschüttungen („Dividendendiskontierungsmodell“).⁷⁰⁹

Neben dem Zeithorizont (Vergangenheits- oder Zukunftsgrößen) ist der **Objekthorizont** relevant. Demnach kann im Kontext der Ermittlung eines Anteilswerts zwischen

- der **indirekten Anteilsbewertung** und

⁷⁰⁴ „NOPAT“ steht für „Net Operating Profit After Taxes“.

⁷⁰⁵ Vgl Burger, Jahresabschlußanalyse, 226.

⁷⁰⁶ Vgl Burger/Ulbrich/Ahlemeyer, Beteiligungscontrolling, 497.

⁷⁰⁷ Zu diesem Diskontierungsfaktor, dem sog „WACC“ (Weighted Average Cost of Capital), vgl zB Dollinger, The fair squeeze-out compensation, 32 f; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 988 ff.

⁷⁰⁸ Als Diskontierungsfaktor sind hier die Eigenkapitalkosten, die sog „Cost of Equity“, zu verwenden; vgl Dollinger, The fair squeeze-out compensation, 33.

⁷⁰⁹ Vgl Burger/Ulbrich/Ahlemeyer, Beteiligungscontrolling, 186 u 499; Dollinger, The fair squeeze-out compensation, 40 f.

- der **direkten Anteilsbewertung**

differenziert werden.

Bei der **indirekten** Anteilsbewertung kommt man erst im zweiten Schritt und damit mittelbar zum Wert des Anteils: Zunächst wird ein **Unternehmenswert** iSe Eigenkapitalwerts ermittelt, der in der Folge auf den einzelnen Anteil **gleichmäßig herunter gebrochen** wird. Die indirekte Anteilsbewertung ist sowohl mit Zukunfts- als auch mit Vergangenheitsgrößen durchführbar.

Der heutige Wert der *künftigen* Überschüsse führt zu einem „**Zukunftserfolgswert**“, und zwar entweder zunächst zu einem Unternehmensgesamtwert, von dem noch das Fremdkapital abzuziehen ist, um den Unternehmenswert iSe Werts des Eigenkapitals zu erhalten, oder direkt zum Unternehmenswert aus der Perspektive der Gemeinschaft der Anteilseigner. Anschließend wird dieser Gemeinschaftswert auf den einzelnen Anteil gleichmäßig herunter gebrochen.

Eine indirekte Anteilsbewertung ist auch auf Basis von *vergangenen*, also schon realisierten Größen möglich. So kann zB der **Börsenwert eines vergleichbaren Unternehmens** – nach Größenrelativierung – als Unternehmenswert, genauer: als Wert des Eigenkapitals des Unternehmens, angesehen und auf den einzelnen Anteil der zu bewertenden nicht börsennotierten Gesellschaft herunter gebrochen werden. Indirekt bewertet wird auch dann, wenn der realisierte **Kaufpreis eines Referenzunternehmens** oder auch ein Substanzwert des Unternehmens auf die einzelne Aktie des zu bewertenden Unternehmens projiziert wird.

Bei der **direkten** Anteilsbewertung kommt man ohne das Mittel Unternehmenswert direkt zum Wert des einzelnen Anteils. Ob man dabei von einem einzelnen isolierten Anteil oder von seiner Einbindung in ein (Mehrheits-)Paket ausgeht, ist für die Kontrollprämie und damit für die Werthöhe bedeutend, spielt aber bei der Unterscheidung in indirekte und direkte Bewertung keine Rolle. Entscheidend ist hier, dass Nutzengrößen direkt, also ohne Umwege, auf den einzelnen Anteil zugerechnet

werden. Auch die direkte Anteilsbewertung kann auf der Basis künftiger und vergangener Größen erfolgen.

Die direkte Anteilsbewertung mit *künftigen* Größen erfolgt mit dem sog „**Dividendendiskontierungsmodell**“. Dabei wird der Zahlungsstrom der künftigen Ausschüttungen pro Anteil ermittelt und auf den Betrachtungszeitpunkt abgezinst. Dieser Anteilswert verkörpert mithin den heutigen Wert der künftigen Dividenden je Anteil.

Die direkte Anteilsbewertung mit *vergangenen* Größen baut vornehmlich auf **Börsekursen** auf, und zwar - im Fall börsenotierter Gesellschaften - auf Börsenkursen des Anteils selbst, anderenfalls auf Börsenkursen vergleichbarer Unternehmen. Auch der realisierte **Kaupreis von Referenzanteilen** kann hier als Beispiel dienen.

Abbildung 5 veranschaulicht unterschiedliche Wertkonzeptionen: Der **Unternehmensgesamtwert** für Eigen- und Fremdkapitalgeber kann entweder als Barwert der künftigen Free Cash Flows oder als Summe des aktuell investierten Kapitals zuzüglich des Barwerts der künftigen Übergewinne ausgedrückt werden.⁷¹⁰ Durch Abzug des Fremdkapitals entsteht der indirekt ermittelte **Unternehmenswert**, der direkt insb durch den Barwert der künftigen Gewinnausschüttungen ermittelbar ist. Durch die Division des Unternehmenswerts durch die Zahl der Anteile entsteht der indirekt ermittelte **Wert pro Anteil**, der ua durch den Börsenkurs direkt abgebildet werden kann. Abbildung 6 gibt die wesentlichen Möglichkeiten wieder, den Wert pro Anteil auf der Basis von **Zukunfts- oder Vergangenheitsgrößen** indirekt oder direkt zu ermitteln.

⁷¹⁰ Vgl Burger/Ulbrich/Ahlemeyer, Beteiligungscontrolling, 497 ff.

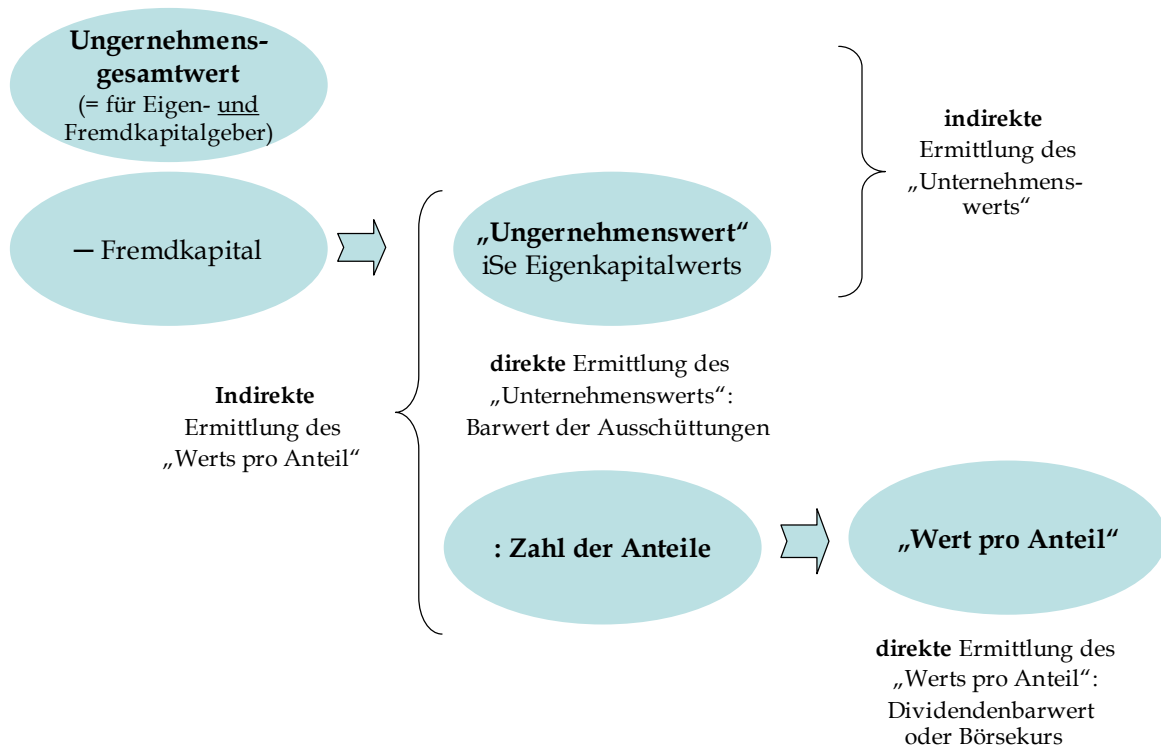


Abbildung 5: Vom Unternehmensgesamtwert zum Wert pro Anteil

Anteilswert- ermittlung Zeitbezug	Indirekt	Direkt
	Zukunftserfolgswert auf Anteile herunter brechen	Barwert der künftigen Ausschüttungen pro Anteil
Vergangen- heitsgrößen	Börsenwert des (eines) (Referenz-)Unternehmens, Kaufpreis eines vergleich- baren Unternehmens, Unternehmenswert nach Marktmultiplikatoren etc auf Anteile herunter brechen	Börsenkurse des (eines) (Referenz-) Unternehmens

Abbildung 6:
Die vergangenheits- und zukunftsorientierte Ermittlung des Werts pro Anteil

C. Der subjektive Wert iSe parteienbezogenen Normwerts

1. Entscheidungswerte und Schiedswert beim Gesellschafterausschluss

Der sog „Kölner Funktionenlehre“ zur Unternehmensbewertung folgend kommt dem „Wert“ eines Unternehmens va eine Entscheidungs-, ferner eine Schieds- und eine Argumentationsfunktion zu; Nebenfunktionen bestehen in der Information, der Steuerbemessung und der Vertragsgestaltung.⁷¹¹ Mit der „Funktion“ der Bewertung wird ausgedrückt, welcher konkreten Aufgabenstellung die Bewertung dient.

Mithin basiert jede Bewertung auf drei Elementen, die für die Problemlösung jeweils ausdrücklich zu spezifizieren sind und von denen der Weg der Wertermittlung und die Höhe des Werts abhängen:

- Worin besteht das **Bewertungsobjekt** (zB in einem Unternehmensganzen, in einem gesellschaftsrechtlichen Anteil, in einem Anteil als Mitglied eines Minderheits- oder Mehrheitspakets)?
- Wer ist das **Bewertungssubjekt** (dh aus der Perspektive welcher Partei erfolgt die Bewertung)?
- Worin besteht die **Bewertungsaufgabe**⁷¹² (wobei bei einem gesetzlichen Bewertungsanlass der Normzweck und die rechtlichen Wertungen zu nennen sind)?

Der Wert eines Objekts für ein Subjekt ist mithin nicht allgemein gültig, sondern stets nur im Kontext eines konkreten **Bewertungszwecks** bestimmbar. Folglich kann ein und dasselbe Objekt für ein und dasselbe Subjekt je nach Aufgabenstellung einen unterschiedlichen Wert haben.⁷¹³

Im vorliegenden Kontext des **Gesellschafterausschlusses** gehen wir generell vom **Bewertungsobjekt „Anteil an einem Unternehmen“** aus, dessen Wert indirekt über

⁷¹¹ Vgl Matschke/Brösel, Unternehmensbewertung, 57.

⁷¹² In Bezug auf die Abhängigkeit der Bewertung vom Bewertungszweck wird auch vom „Zweckabhängigkeitsprinzip“ und vom „Prinzip der Zweckadäquanz“ der Bewertung gesprochen: vgl Ballwieser, Unternehmensbewertung, 1 f; Matschke/Brösel, Unternehmensbewertung, 57.

⁷¹³ Vgl Matschke/Brösel, Unternehmensbewertung, 15.

den Unternehmenswert oder direkt zu ermitteln ist. Ein „**parteienbezogener Normwert**“ drückt hierbei aus, den Anteilswert für einen konkreten Gesellschafter für den Bewertungsanlass Squeeze-out zu bestimmen.

Der subjektive Wert ist vornehmlich ein **Entscheidungswert**. Er verkörpert den „Grenzwert“ oder „Grenzpreis“ des Bewertungssubjekts, dh er stellt eine Grenze der Konzessionsbereitschaft in einer spezifischen Situation der Entscheidung oder des Konflikts dar.⁷¹⁴ Der Entscheidungswert eines Bewertungssubjekts markiert die Grenze des Transaktionspreises, deren Über- oder Unterschreiten seine wirtschaftliche Situation verschlechtert, er wird auch als „kritischer Wert“ bezeichnet.⁷¹⁵

Der Käufer formuliert seinen **Entscheidungswert iSe Preisobergrenze**; ihre Überschreitung bei einer Transaktion bedeutet einen Vermögensnachteil. Der Verkäufer entwickelt seinen **Entscheidungswert iSe Preisuntergrenze**; ihre Unterschreitung bei einer Transaktion führt zu einem Vermögensverlust. Ein **positiver Einigungsbereich** – für den Fall einer nicht dominierten Transaktion – liegt dann vor, wenn die Preisobergrenze des Käufers nicht unter der Preisuntergrenze des Verkäufers liegt; hier besteht Raum für Verhandlungen zum Finden eines Einigungspreises. Im Fall eines negativen Einigungsbereichs kommt die Transaktion nicht zustande.⁷¹⁶

In der **nicht dominierten Situation** kann mittels **Verhandlungen** ein Einigungspreis zwischen den Entscheidungswerten gefunden werden kann, der den ökonomischen Interessen der Transaktionspartner nicht entgegensteht. In der dominierten, also der **Konfliktsituation** wie dem **Gesellschafterausschluss** besteht Machtasymmetrie, dh der Hauptgesellschafter kann den Squeeze-out im Allgemeinen und die angemessene Barabfindung im Besonderen auch gegen den Willen der Minderheitsgesellschafter durchsetzen. Direkte Verhandlungen zwischen den Transaktionspartnern können zwar geführt werden, das Machtungleichgewicht vermag einen Einigungspreis allerdings zu verzerren. In einer Konfliktsituation gilt es, einen fairen Ausgleich zwi-

⁷¹⁴ Vgl Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 50; Böcking in Ballwieser et al, FS Moxter, 1417; Drukarczyk, AG 1973, 357 f; Winner, JBl 2007, 436.

⁷¹⁵ Vgl Matschke/Brösel, Unternehmensbewertung, 25.

⁷¹⁶ Vgl Burger/Ulbrich/Ahlemeyer, Beteiligungscontrolling, 171.

schen den Interessen zu finden, es ist ein fairer Preis, ggf ein **Schiedswert zwischen den Entscheidungswerten** der Transaktionspartner festzulegen.

Der **Schiedswert** ist als Kompromiss zwischen den Entscheidungswerten der beteiligten Parteien anzusehen. Er bindet die Parteieninteressen ausdrücklich ein, indem er in den **subjektiven Entscheidungswerten** der Parteien seine Ausgangsbasis findet. Insofern ist der Schiedswert eine spezielle Ausprägung des Entscheidungswerts. Der Schiedswert wird auch als „**Arbitriumswert**“, „Einigungs-“ oder „Vermittlungswert“ bzw als „fairer Einigungspreis“ bezeichnet.⁷¹⁷ Die Aufgabe der Anteilsbewertung und der Abfindungsbemessung beim **Gesellschafterausschluss** könnte darin gesehen werden, einen Schiedswert zwischen den Entscheidungswerten des Hauptgesellschafters einerseits und der auszuschließenden Gesellschafter andererseits zu finden.⁷¹⁸

Die dritte Hauptfunktion einer Bewertung in Gestalt einer „Argumentationsfunktion“ des subjektiven Werts fokussiert auf die Beeinflussung des Verhandlungspartners. Der **Argumentationswert** ist ein parteienbezogener Wert, in den auch Vermutungen über den Entscheidungswert des Transaktionspartners einfließen. Er soll über die Präsentation in Verhandlungs- oder Konfliktsituationen die gegnerische Partei in ihrem Verhalten (Einigung, Rechtsbehelfe etc) beeinflussen. Aus dieser Motivation heraus wird ihm nicht die Eigenschaft eines ökonomischen Werts zugeschrieben.⁷¹⁹

Beim **Gesellschafterausschluss** einen Wert zwischen den subjektiven Werten der beteiligten Parteien zu finden, setzt die Ermittlung und Kenntnis der Entscheidungswerte der Parteien, also des Haupt- und des bzw der Minderheitsgesellschafters voraus:

Einerseits ist der Entscheidungswert des **Hauptgesellschafters** zu finden, also zu fragen, welcher Nutzen fließt ihm aus seiner Mehrheits- und schließlich Alleinbeteili-

⁷¹⁷ Vgl Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 50; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 117, 129.

⁷¹⁸ Vgl Abschnitt V. C. 4.

⁷¹⁹ Vgl Born, Unternehmensanalyse und Unternehmensbewertung, 25.

gung zu. Aus der Gegenüberstellung seiner subjektiven Anteilswerte für die **Situationen mit und ohne Gesellschafterausschluss** kommt er zu seinem Grenzpreis für die Minderheitsanteile. Die Erhöhung des Beteiligungswerts für den Hauptgesellschafter durch die Übertragung der Minderheitsanteile stellt jenen Wert dar, den er seine Preisobergrenze im Rahmen des Squeeze-out maximal zu zahlen bereit ist.

In diesem subjektiven Entscheidungswert des Hauptgesellschafters sind wegen des Ansatzes seiner erwarteten Nutzengrößen auch (positive) **Synergieeffekte** aus der Verbindung zwischen ihm und der Gesellschaft vollumfänglich enthalten, maW: Der Entscheidungswert des Hauptgesellschafters enthält zum einen die volle Kontrollprämie und zum anderen darüber hinausgehende positive Verbundeffekte, wie zB aus dem geplanten Übergang zu einer risikoreicheren Investitionspolitik, die auf Minderheitsinteressen nicht mehr Rücksicht zu nehmen braucht.

Andererseits ist auch der Entscheidungswert des auszuschließenden **Minderheitsgesellschafters** zu ermitteln und offen zu legen. Sein subjektiver Wert liegt im Nutzen aus der Beteiligung, der im Fall des Squeeze-out wegfallen würde und der daher im Ausschlussverfahren seine Preisuntergrenze, also die Mindestgröße der Abfindung markiert. So wie bei jedem Entscheidungswert gehen hier subjektive Merkmale zu alternativen Kapitalanlagemöglichkeiten, zur Risikoeinstellung oder zur Besteuerung in die Wertermittlung ein.

Falls – und das wird der Regelfall sein – eine **Mehrzahl an Minderheitsgesellschaftern** vorliegt, muss bei diesem Vorgehen für jeden einzelnen Anteilseigner ein gesonderter Schiedswert ermittelt werden. Diese Vorgehensweise setzt *zum einen* voraus, dass die subjektiven wertrelevanten Merkmale jedes einzelnen Minderheitsgesellschafters bis hin zu seinen persönlichen ökonomischen Einstellungen und Verhältnissen der Besteuerung bekannt und spezifizierbar sind; die Abbildung subjektiver Parameter, wie zB der Risikoeinstellung, kann allerdings erhebliche Probleme bereiten. Diese subjektiven wertrelevanten Faktoren sind ferner im Interesse der Nachvollziehbarkeit des Entscheidungs- und des folgenden Schiedswerts offen zu legen.

Zum anderen führt die Subjektabhängigkeit des Entscheidungswerts dazu, dass die subjektiven wertrelevanten Faktoren der einzelnen Minderheitsgesellschafter idR voneinander abweichen. Im Grenzfall führt diese Subjektabhängigkeit für jeden auszuschließenden Gesellschafter zu einem anderen Entscheidungswert. In der Konsequenz besteht für jeden Minderheitsgesellschafter ein **individueller Einigungsbereich** zum Entscheidungswert des Hauptgesellschafters. Ist dieser Einigungsbereich positiv, so kann ein **individueller Schiedswert** iSe fairen Interessenausgleichs grundsätzlich gefunden werden, ist der Einigungsbereich allerdings negativ, so gibt es keinen Kompromiss zwischen den beiden Entscheidungswerten.

Diesem Vorgehen, auf der Grundlage subjektiver Entscheidungswerte der Minderheitsgesellschafter **individuelle Schiedswerte** für die Abfindung beim Gesellschafterausschluss zu suchen, stehen **rechtliche Wertungen entgegen**:

- Die Barabfindung muss für alle Minderheitsgesellschafter, die Anteile der gleichen rechtlichen Ausgestaltung halten, gleich hoch sein; ein individueller Schiedswert widerspricht dem zwingenden Grundsatz der **Gleichbehandlung**.
- Liegt in Bezug auf jeden Minderheitsgesellschafter ein **positiver Einigungsbereich** zum Entscheidungswert des Hauptgesellschafters vor, so könnte dem Gleichbehandlungsgrundsatz folgend ein einheitlicher Schiedswert für alle Auszuschließenden festgelegt werden. Allerdings würde dies zu einer Ungleichbehandlung der Minderheitsgesellschafter auf der Basis ihrer subjektiven Werte führen, denn der einheitliche Schiedswert wäre in den individuellen Einigungsbereichen unterschiedlich nahe an der Unter- bzw Obergrenze des Einigungsbereichs positioniert.
- Führen die subjektiven Entscheidungswerte der Minderheitsgesellschafter im Einzelfall zu einem **negativen Einigungsbereich**, dann ist kein Platz für einen Schiedswert. Das Konzept des fairen Ausgleichs setzt voraus, die subjektiven

Werte als Grenzwerte zu akzeptieren. Ein Arbitriumswert, der unter dem subjektiven Entscheidungswert des auszuschließenden Gesellschafters liegt, der also seine Preisuntergrenze unterschreitet, widerspricht dem Grundsatz der **wirtschaftlich vollen Entschädigung**.

Neben rechtlichen Wertungen stehen diesem entscheidungswertorientierten Vorgehen auch **pragmatische Aspekte** entgegen. Va im Fall von börsennotierten AG sind die Minderheitsgesellschafter idR nicht namentlich bekannt, so dass individuelle Entscheidungswerte zwar von diesen Gesellschaftern selbst, nicht aber insb durch den Hauptgesellschafter, die Organe der Gesellschaft oder einen den Schiedswert festlegenden Gutachter oder Richter ermittelt werden können.

Der subjektive Entscheidungswert stößt im – in der Wirtschaftspraxis regelmäßig auftretenden – Fall einer Mehr- oder gar Vielzahl von Minderheitsgesellschaftern an **rechtliche und pragmatische Grenzen**, so dass er nur in dem Ausnahmefall, dass zwei Parteien einander gegenüberstehen, realisierbar ist. Der **Weg der Ermittlung** des Entscheidungswerts und die Frage nach seiner Eignung als Normwert für den Squeeze-out sind allerdings auch für die folgenden „objektivierten Normwerte“ grundlegend. Denn dort bleiben das **Bewertungsobjekt** und die **Bewertungsaufgabe** aus dem Gesellschafterausschluss, nämlich den Nutzen aus einem Anteil abzubilden, gleich, lediglich die Frage der **Subjektorientierung** wird verändert.

2. Zum Inhalt eines subjektiven Entscheidungswerts

a. Der „Ertragswert“ als Entscheidungswert

Der Entscheidungswert ist das Ergebnis eines investitionstheoretischen Kalküls. Der gesellschaftsrechtliche Anteil stellt eine Investition des Bewertungssubjekts dar. Das Kalkül der Bewertung baut auf den individuellen Verhältnissen des Investors auf. Im Interesse der Komplexitätsreduktion wird grundsätzlich von rein monetären Zielen des Bewertungssubjekts ausgegangen, dh es gilt, das **Vermögen bzw Einkommen** aus der Investition zu maximieren. Die Zielsetzung liegt demnach in der Maximie-

rung des Barwerts jenes Stroms an Zahlungen, die das Bewertungssubjekt aus der Investition erwartet. Varianten dieses Vorgehens bilden die Maximierung des Endwerts des Vermögens und die Einkommensmaximierung, bei der der Investitionsüberschuss in einen Strom periodisch gleich hoher Entnahmen umgewandelt wird.⁷²⁰

Die Optimierung iSd Auswahl der besten Investitionsalternative erfolgt auf Basis des individuellen Entscheidungsfeldes des Bewertungssubjekts. Das betrifft zB die unterschiedlichen Opportunitäten, also die **alternativen Verwendungsrichtungen** des Kapitals wie Konsum, Kreditrückzahlung oder andere Investitionen. Ist etwa ein Investor verschuldet, dann kann er alternativ zur betrachteten Investition teure Kredite zurückzahlen, während einem nicht verschuldeten Investor zB nur Investitionen mit niedrigen Habenzinsen als Alternativanlagen offen stehen.⁷²¹ Es sind die *individuellen* Opportunitäten, die das Mindestniveau der Vorteilhaftigkeit einer Investition und damit den Abzinsungsfaktor im Investitionskalkül determinieren. Damit kann ein und derselbe Zahlungsstrom für jedes Bewertungssubjekt einen anderen Wert verkörpern.

Das individuelle Entscheidungsfeld des Bewertungssubjekts ist ferner regelmäßig offen, dh realiter wird es nicht alle Variablen und Restriktionen seines Handlungs- und relevanten (Umwelt-)Zustandsraums kennen und abbilden sowie den Handlungsmöglichkeiten in den jeweiligen Zuständen eindeutige Ergebnisgrößen zuschreiben können. Ein offenes Entscheidungsfeld kann dazu führen, dass wegen dieser Unkenntnis bzw Unfähigkeit Entscheidungen in der Ex-post-Betrachtung als falsch iSv suboptimal erscheinen.⁷²² Formal geschlossen wird ein offenes Entscheidungsfeld durch subjektive Annahmen, die das Bewertungssubjekt selbst setzt und die ihm plausibel erscheinen.⁷²³

In zukunftsbezogener Sicht liegt dem Konzept des Entscheidungswerts das „**Ertragswertverfahren**“, das auch als „**Zukunftserfolgswertverfahren**“ bezeichnet wird, zu-

⁷²⁰ Vgl Kruschwitz, Investitionsrechnung, 9 ff.

⁷²¹ Vgl Hering, Unternehmensbewertung, 27.

⁷²² Vgl Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 62.

⁷²³ Vgl Hering, Unternehmensbewertung, 28.

grunde. Entgegen der wörtlichen Bezeichnung baut diese Bewertung idR nicht auf Erträgen oder Ertragsüberschüssen in Gestalt von Periodengewinnen (des externen Rechnungswesens) auf,⁷²⁴ sondern auf künftigen Zahlungen, die das Bewertungssubjekt als Zufluss erwartet.⁷²⁵ Dieser **Zahlungsstrom** wird mit einem individuellen Kalkulationszinssatz auf den Betrachtungszeitpunkt abgezinst und damit zu einem Bar- oder Kapitalwert komprimiert. Der Barwert der künftigen Zahlungen an das Bewertungssubjekt wird idR um (den Barwert der) Liquidationserlöse aus dem Verkauf nicht betriebsnotwendigen Vermögens erhöht.⁷²⁶

Ein zentrales Problem der Unternehmensbewertung liegt in der **Prognose der Zahlungsströme**. Hierfür sind idR nicht nur Einschätzungen zur künftigen Entwicklung wertrelevanter Parameter, sondern auch Analysen der Vergangenheit nötig. Auf diese Weise kann die Plausibilität prognostizierter Größen geprüft werden. Da künftige Zahlungen idR keine einwertigen Größen und damit mit Unsicherheit behaftet sind, kann zB mit Erwartungswerten, mit der Bildung von Szenarien oder mit Ergebnisbandbreiten gearbeitet werden. Angesichts der **Planungsunsicherheit** ist es zwar mathematisch möglich, den Unternehmenswert als Punktwert anzugeben, die regelmäßig erforderlichen Annahmen zur Ausprägung zentraler Variablen lassen allerdings die Angabe einer **Bandbreite** zum Unternehmenswert zweckmäßig erscheinen.⁷²⁷

Der **Kalkulationszinssatz** spiegelt die „Kostensituation“ des Bewertungssubjekts wider, indem er *erstens* die durch die betrachtete Investition verdrängten, alternativen Kapitalanlagemöglichkeiten des Bewertungssubjekts abbildet und *zweitens* die Kosten der Finanzierung der Investition – wenn auch nur pauschal – einbezieht.⁷²⁸ Mithin fließen die alternativen Anlagemöglichkeiten des Bewertungssubjekts iSe

⁷²⁴ Wenngleich aus konzeptioneller Sicht gezeigt werden kann, dass auch das Abstellen auf Ertragsüberschüsse iSd externen Rechnungswesens bei adäquater Verrechnung kalkulatorischer Zinsen zum selben Unternehmenswert führt wie das zahlungsorientierte Vorgehen; vgl. *Burger/Ullbrich/Ahlemeyer, Beteiligungscontrolling*, 180 ff.

⁷²⁵ Vgl. zB *Matschke/Brösel, Unternehmensbewertung*, 210.

⁷²⁶ Vgl. *Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss*, 64.

⁷²⁷ Vgl. *Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss*, 68.

⁷²⁸ Vgl. *Franke/Hax, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt*, 164.

Grenzrendite und die Finanzierungskosten iSv Grenzkosten ein.⁷²⁹ Darüber hinaus wird dem Kalkulationszinssatz auch die Aufgabe zugeschrieben, die Überschussmöglichkeiten aus der Reinvestition zurückfließender Mittel bis zum Ende der Investitionsdauer auszudrücken.⁷³⁰

Das Kapitalwertmodell des Ertragswertverfahrens geht von einem mehr oder weniger **vollkommenen Kapitalmarkt** aus. Die „Vollkommenheit“ bedeutet ua, dass der Soll- und der Habenzins identisch sind, dass keine Differenzierung in Eigen- und Fremdkapital erfolgt, dass wegen Informationsannahmen keine unterschiedliche Bonität der Akteure vorliegt, dass keine Finanzierungsengpässe auftreten können, dass keine Transaktionskosten (etwa für Finanzintermediäre wie Banken oder für Steuern) bestehen, dass der einzelne Akteur Marktpreise nicht beeinflussen kann etc. Auf einem vollkommenen Kapitalmarkt ist immer ausreichend Liquidität vorhanden, Liquiditätsrisiken brauchen wegen vollkommener Voraussicht nicht berücksichtigt zu werden.⁷³¹ Der Unternehmenswert bei Marktvollkommenheit trägt keine Datenunsicherheit in sich und stellt eine Punktgröße dar.⁷³²

Im Normalfall wird man von der **Unvollkommenheit** des Kapitalmarktes ausgehen müssen. Realiter bestehen iA bedeutende Informationsasymmetrien va zwischen Groß- und Kleinaktionären, ferner heterogene Erwartungen der Akteure, die Finanzierungen auch vom Vertrauen in die Bonität abhängig machen, Kapital ist idR nicht unbeschränkt verfügbar, sondern knapp, Machtungleichgewichte können auf dem Aktienmarkt (als Teil des Eigenkapitalmarktes) etwa zur gezielten Beeinflussung von Börsenkursen genutzt werden, Transaktionskosten entstehen zB für die Finanzintermediation, die zum Unterschied zwischen einem Soll- und einem Habenzinssatz führen, oder für Steuern.⁷³³ Die Unvollkommenheit des Kapitalmarktes zeigt sich ua darin, dass Zahlungsunfähigkeit auftreten kann, dass Eigen- und Fremdkapital Risi-

⁷²⁹ Vgl *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 69.

⁷³⁰ Können Rückflüsse aus der Investition bis zum Ende der Investitionsdauer genau zum Kalkulationszinssatz angelegt werden, so führt die Abzinsung dieser Überschüsse mit demselben Zinssatz auf den Betrachtungszeitpunkt zu einem Kapitalwert von null, so dass die Wiederanlageinvestition erst gar nicht mehr ausdrücklich berücksichtigt werden muss!

⁷³¹ Vgl *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 71.

⁷³² Vgl *Hering*, Unternehmensbewertung, 35.

⁷³³ Vgl *Hering*, Unternehmensbewertung, 36.

ko unterschiedlich tragen und steuerlich ungleich behandelt werden, woraus differenzierte Risikozuschläge und differenzierte Finanzierungskosten entstehen usw. Für den **Kalkulationszinssatz** eines Bewertungsobjekts ist folglich statt eines Punktwerts eher ein **Intervall** anzugeben.⁷³⁴

In der Bewertungspraxis gewinnt man den Kalkulationszinssatz idR aus der Addition eines sog „**risikofreien Zinses**“ einerseits, der etwa bei Staatsanleihen unbestrittener Bonität mit einer 10- bis 30-jährigen Laufzeit erzielbar ist, und eines **Risikozuschlags** andererseits. Der Risikozuschlag hat die Aufgabe, bei Fremdkapital das Ausfallrisiko und bei Eigenkapital das Unternehmensrisiko abzugelten. Während die Kosten des Fremdkapitals aus konkreten Finanzierungsverträgen ableitbar sind, ist für die Bemessung des Risikos aus Eigenkapital - das nicht über feste Zinsen wie das Fremdkapital, sondern über den Gewinn verzinst wird - eine Einschätzung des Unternehmensrisikos vorzunehmen; je höher das Unternehmensrisiko ist, umso höher ist der Risikozuschlag. Realiter bedient man sich zB des „Capital Asset Pricing Model (CAPM)“, bei dem dieser Risikozuschlag über (meist historische) Daten des Kapitalmarktes abgeleitet wird.⁷³⁵ Eine derartige Typisierung des Risikozuschlags über den Kapitalmarkt ist allerdings bei der Ermittlung eines Entscheidungswerts als problematisch anzusehen.⁷³⁶

Erfolgt die Bewertung der einzelnen Investitionen eines Unternehmens jeweils isoliert, dann entsteht das Problem, dass die isolierten Zahlungsströme positive wie negative **Verbundeffekte** zwischen diesen Investitionen nicht enthalten.⁷³⁷ Erfolge aus positiven und Verluste aus negativen Verbundeffekten fließen dann in die Bewertung ein, wenn ein Bündel an oder die Gesamtheit der Investitionen eines Unternehmens betrachtet wird; Letzteres ist für die Unternehmensbewertung ohnehin nötig. Da der Anteilseigner auf den Zahlungsstrom vom Gesamtunternehmen an ihn

⁷³⁴ Vgl. Kruschwitz, Investitionsrechnung 285 ff.

⁷³⁵ Vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 671 ff.

⁷³⁶ Vgl. Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 80 mwN.

⁷³⁷ Zu diesem (möglichen) systematischen Fehler der Kapitalwertmethode vgl. Ballwieser, Unternehmensbewertung, 14.

fokussiert, sind derartige unternehmensinterne Synergien zwischen Investitionen jedenfalls berücksichtigt.

Beim Entscheidungswert sind ferner auch Verbundeffekte zwischen dem Bewertungsobjekt Unternehmen und dem Bewertungssubjekt einzubeziehen. Ist das Bewertungssubjekt selbst ein Unternehmen, so kann zB eine Zusammenarbeit in Forschung und Entwicklung, in Beschaffung und Produktion, im Absatz und auch in der Finanzwirtschaft positive Synergien generieren. Das sind Verbundeffekte, die anderen Bewertungssubjekten, wie zB Minderheitsgesellschaftern, idR nicht offen stehen, die also wegen der individuellen Fähig- und Möglichkeiten spezifisch für ein Bewertungssubjekt sind.

Der **Aussagegehalt** des Kapitalwerts besteht darin, dass er im *ersten* Fall der „Ja-Nein-Entscheidung“ zeigt, ob und wenn ja, in welchem Ausmaß eine Investition mehr an Rückflüssen bringt als den ursprünglichen Kapitaleinsatz (Amortisation) und den angesetzten Zinssatz auf das in der Investition gebundene Kapital. Dh ist der Kapitalwert positiv, dann wird über die Amortisation und die Mindestzinsen hinaus ein Mehrwert erwirtschaftet, ist er genau null, gelingen exakt die Amortisation und die Mindestverzinsung. Im *zweiten* Fall der „Auswahlentscheidung“ wird jene Investitionsalternative gewählt, die den höchsten positiven Kapitalwert verspricht.

Der „**subjektive Ertragswert**“ ist ein zukunftsorientierter Wert für das **Unternehmenseigenkapital als Ganzes** aus der Perspektive eines konkreten Bewertungssubjekts. Dieser Ertragswert spiegelt seinen Grenzwert iSe Preisobergrenze beim Kauf und iSe Preisuntergrenze beim Verkauf des gesamten Unternehmens wider.

Es kann die Notwendigkeit bestehen, den Fokus vom gesamten Unternehmen auf den einzelnen Anteil (oder auf Anteilspakete) zu verlagern. Das Bewertungssubjekt bricht seinen subjektiven Ertragswert des Unternehmens(eigenkapitals) auf den einzelnen Anteil herunter, es gelangt also **indirekt zum Anteilswert**. Mögliche Gründe für die Verlagerung des Augenmerks liegen *erstens* darin, dass das Bewertungs-

jekt einzelne Anteile verkaufen möchte und daher daran interessiert ist, den Wert eines Anteils aus Gesamtsicht zu erfahren; der Anteilswert fungiert als Preisuntergrenze. *Zweitens* kann das Bewertungssubjekt den Kauf einzelner Anteile überlegen, um seine Beteiligung aufzustocken; der Anteilswert fungiert als Preisobergrenze.

b. Der „Liquidationswert“ als Spezialfall des Entscheidungswerts

Das Konzept des Ertragswerts geht von der Fortführung des Unternehmens aus. Als Handlungsalternativen können die „Neuerrichtung“ und die „Liquidation“ des Unternehmens angesehen werden. Zur Alternative „**Neuerrichtung**“ ermittelt der Entscheidungsträger den sog „**Reproduktionswert**“, ds die Ausgaben für die Neuerrichtung eines äquivalenten Unternehmens. Ein „Teilreproduktionswert“ liegt dann vor, wenn lediglich die Substanz des Unternehmens mit Preisen der Wiederbeschaffung bewertet wird. Ein „Vollreproduktionswert“ enthält darüber hinaus auch immaterielles Vermögen wie Know How, Kundenstock, Mitarbeiterqualität, Marken etc. Die Einbeziehung derartigen Vermögens eröffnet allerdings idR einen derart großen Spielraum, dass die Bewertung in dieser Art de facto scheitert.⁷³⁸

Grundsätzlich kann die Neuerrichtung eine Entscheidungsalternative darstellen, deren Wert niedriger ist als der subjektive Ertragswert bei Kauf und Fortführung des Unternehmens. Aus Sicht des Ertragswerts verschiebt der niedrigere Reproduktionswert den Grenzpreis des Käufers nach unten. Da allerdings ein Teilreproduktionswert nicht alle erfolgsrelevanten Parameter einschließt und ein Vollreproduktionswert regelmäßig nicht ermittelbar ist, scheidet die Entscheidungsalternative „Neuerrichtung“ iA aus.⁷³⁹

Die „**Liquidation**“ bildet eine Entscheidungsalternative zur Fortführung des Unternehmens. Dabei werden die Vermögensgegenstände isoliert oder in Verbunden verkauft und nach Begleichung der Schulden steht der Liquidationserlös den Anteils-

⁷³⁸ Vgl. *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 89.

⁷³⁹ Vgl. *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 89.

eignern gemeinschaftlich zur Verfügung. Die Höhe des Liquidationserlöses wird durch zwei Parameter bestimmt: von der Geschwindigkeit und von der Intensität der Auflösung.⁷⁴⁰

Die Liquidationsgeschwindigkeit drückt aus, welcher Zeitraum für die Veräußerung (fiktiv) zur Verfügung steht. Grundsätzlich nimmt mit zunehmendem **Zeitraum** die Höhe des Verkaufserlöses zu, dh ein Verkauf unter Zeitdruck, also ein sog „Notverkauf“ kann Liquidationswerte drastisch verkürzen. Die Liquidationsintensität drückt aus, in welchem Ausmaß Vermögen als Sachgesamtheit veräußert werden kann. Der Liquidationserlös ist umso höher, je mehr **zusammengehöriges Vermögen**, wie zB eine gesamte Werkstatteinrichtung, als Paket verkauft werden kann, je geringer also die Intensität der Liquidation ist. Die Nachvollziehbarkeit des Liquidationswerts verlangt die Spezifikation der Geschwindigkeit und der Intensität der Auflösung.

Die bestmögliche Veräußerung des Unternehmens, also die erlösmaximale Geschwindigkeit und Intensität der Auflösung, kann seinen **Verkauf als Ganzes** bedeuten, wobei ein potenzieller Käufer idR aus seinem subjektiven Ertragswert den Grenzwert, also seine Preisobergrenze ableiten wird. In diesem Fall sind als subjektive Entscheidungswerte der Liquidationswert auf Seiten des Verkäufers (als Preisuntergrenze) und der Ertragswert auf Seiten des Käufers (als Preisobergrenze) relevant. Der subjektive Ertragswert des Erwerbers kann insb wegen erwarteter positiver Synergieeffekte höher sein als der subjektive Ertragswert des Verkäufers.

Der Liquidationswert ist für den **Verkäufer** dann der subjektive Entscheidungswert iSe Preisuntergrenze, wenn er höher ist als sein subjektiver Ertragswert. Im Ausnahmefall kann das Konzept des Liquidationswerts auch für den **Käufer** zum subjektiven Entscheidungswert führen. Ein Käufer wird grundsätzlich seinen subjektiven Ertragswert als Preisobergrenze ableiten, er kann allerdings auch die Handlungsmöglichkeit prüfen, nach dem Erwerb des Unternehmens Teile oder das Ganze zu veräußern; diese Alternative führt zu seinem subjektiven Liquidationswert. Der hö-

⁷⁴⁰ Vgl zB *Burger*, JfB 1988, 125.

here Wert aus seinem subjektiven Ertrags- und Liquidationswert führt zu seinem subjektiven Entscheidungswert.

Der Liquidationswert stellt einen Spezialfall des subjektiven Entscheidungswerts dar. Er ist auch insofern als Spezialfall des Ertragswerts interpretierbar, als er auf die „Überschüsse“ der Alternative „Abbruch des zu bewertenden Unternehmens“⁷⁴¹ fokussiert und diese zu einem einzigen Wert komprimiert. Aufgrund der Kürze des Liquidationszeitraums fällt hier die Abzinsung der künftigen Überschüsse geringer ins Gewicht als bei der Fortführungsalternative.

So wie der Ertragswert kann auch der Liquidationswert eines Unternehmens auf den einzelnen Anteil herunter gebrochen werden. Auf diese Weise kommt man **indirekt zum Wert pro Anteil**.

Ein Sonderfall der Liquidation liegt dann vor, wenn man nicht die Liquidation des Unternehmens und die Verteilung des Liquidationserlöses auf alle Anteilseigner unterstellt, sondern auf der Entscheidungsalternative „**Liquidation des Anteils**“ und damit auf einem **direkten** Anteilswert aufbaut. Eine „direkte Liquidation“ kann auf dem freien Markt oder über den institutionalisierten Markt **Börse** erfolgen.

Der indirekte und der direkte **Liquidationswert pro Anteil** können in ihrer Höhe erheblich voneinander abweichen. Beim **indirekt** ermittelten Anteilswert wird das Unternehmen als Gesamtheit gesehen, dessen Verkaufserlös auf die Gemeinschaft aller Anteilseigner gleichmäßig zugerechnet wird. Beim **direkt** ermittelten Anteilswert - zB in Gestalt eines **Börsekurses** - fehlen die Betrachtungen des gesamten Unternehmens und der Gemeinschaft der Anteilseigner, vielmehr erfolgt eine separierte Mikrobetrachtung des Anteils.

⁷⁴¹ Hering, Unternehmensbewertung, 84.

c. Der „Schieds- oder Arbitriumswert“ als Spezialfall des Entscheidungswerts

Der „Schieds- oder Arbitriumswert“ versucht einen Interessenausgleich. Da er einen Kompromiss zwischen den Interessen der Parteien darstellt, sind in einem ersten Schritt diese Interessen zu analysieren und **subjektive Entscheidungswerte** abzuleiten. Diese Voraussetzung der subjektiven Entscheidungswerte bedeutet, dass der Arbitriumswert individuelle Belange und Möglichkeiten ausdrücklich berücksichtigt. Schwierig erscheint die konkrete Bestimmung des Schiedswerts, die in der Aufteilung des positiven Einigungsbereichs besteht. Eine solche **Teilungsregel** wird von den Methoden der Unternehmensbewertung nicht geliefert, sie könnte durch Konsens zwischen den beteiligten Parteien entstehen oder extern vorgegeben sein.⁷⁴²

Die Ableitung des Schiedswerts kann als **Simulation einer Preisfindung** auf der Grundlage der subjektiven Entscheidungswerte interpretiert werden. Entscheidende Bedeutung hat der Umstand, ob ein positiver Einigungsbereich vorliegt:

Ein **positiver Einigungsbereich** zwischen den Entscheidungswerten des Verkäufers und der Käufers führt zu einem **Schiedswert** *über* der subjektiven Preisuntergrenze des Verkäufers und *unter* der subjektiven Preisobergrenze des Käufers. Mithin ist grundsätzlich den Interessen beider Parteien gedient, da der Arbitriumswert ausgehend vom jeweiligen Entscheidungswert für beide Parteien eine Verbesserung bedeutet. Ob diese Aufteilung auch für „fair“ erachtet wird, hängt von der Teilungsregel ab.

Führen die subjektiven Entscheidungswerte zu einem **negativen Einigungsbereich**, so liegt grundsätzlich kein Raum für einen Kompromiss vor, dh die Interessen sind inkompatibel. Die Simulation der Preisfindung führt in einer **nicht dominierten Situation** zu keinem Schiedswert. Liegt allerdings eine **dominierte Situation** wie im Fall des Gesellschafterausschlusses vor, in der eine Partei in Gestalt des Hauptgesellschafters ihr Vorhaben auch gegen den Willen der anderen Partei durchsetzen kann,

⁷⁴² Vgl. *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 90.

so wird der Schutz der dominierten Partei relevant. Räumt man angesichts der Machtasymmetrie dem Schutz der dominierten Partei Vorrang ein, so könnte grundsätzlich der subjektive Entscheidungswert der dominierten Partei, dh des auszuschließenden Gesellschafters, als Schiedswert festgelegt werden⁷⁴³

Der Arbitriumswert führt zu einem Wert im positiven Einigungsbereich bzw zum subjektiven Entscheidungswert der dominierten Partei. Der Weg seiner Ermittlung beginnt idR mit dem Wert des Unternehmens, der aus den subjektiven Unternehmenswerten (Ertrags- oder Liquidationswerte) abgeleitet und in der Folge auf den einzelnen Anteil herunter gebrochen wird.

3. Zur Eignung des subjektiven Entscheidungswerts als Normwert

Der **subjektive Entscheidungswert des Minderheitsgesellschafters** gilt vielfach als Normwert beim Squeeze-out; nur er würde dem Normzweck und den rechtlichen Wertungen zum Gesellschafterausschluss entsprechen.⁷⁴⁴ Der Normzweck fokussiere insb auf den **Schutz** der Vermögensposition des auszuschließenden Gesellschafters, der angesichts der dominierten Situation eine Bewertung und Abfindung des Anteils aus seiner Sicht erfordere.⁷⁴⁵ Im Folgenden wird der subjektive Entscheidungswert des Minderheitsgesellschafters auf seine **Eignung als Normwert** beim Gesellschafterausschluss analysiert, und zwar in Bezug auf

- den Grundsatz der wirtschaftlich vollen Abfindung,
- den Grundsatz der Nachprüfbarkeit und
- den Grundsatz der Gleichbehandlung.

Wird die **wirtschaftlich volle Abfindung** im Entscheidungswert des Minderheitsgesellschafters gesehen, so erleidet er aus ökonomischer Sicht keinen Vermögensnachteil. Der auszuschließende Gesellschafter ist durch diese Abfindung indifferent zwi-

⁷⁴³ Vgl *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 91.

⁷⁴⁴ Vgl zB *Hüffer*, AktG § 305 Rz 18 mwN.

⁷⁴⁵ Vgl zB *Bertl/Schiebel*, RWZ 2004, 268 ff.; *Drukarczyk*, AG 1973, 365; *Kalss*, JBl 1995, 437;

schen dem Verbleib in der Gesellschaft und dem Squeeze-out. Eine Abfindung unter dem subjektiven Entscheidungswert würde den Minderheitsgesellschafter dagegen schlechter stellen.⁷⁴⁶

Der subjektive Entscheidungswert des Minderheitsgesellschafters als Normwert und Abfindung hält darüber hinaus die grundsätzliche Finanzierungsbereitschaft von Anteilseignern aufrecht. Können sie im Fall des Zwangsausschlusses damit rechnen, ihren subjektiven Entscheidungswert ersetzt zu bekommen, so beeinträchtigt dies nicht ihre Bereitschaft, Eigenkapital zur Verfügung zu stellen.⁷⁴⁷

Das zentrale Prinzip des subjektiven Entscheidungswerts liegt in seiner **Subjektorientierung**. Die Bewertung erfolgt ausschließlich aus der Perspektive des Minderheitsgesellschafters, dh seine **individuellen Erwartungen** zu künftigen Überschüssen, zu Zinsentwicklungen etc, und seine **individuellen Merkmale**, wie zB Risikoeinstellung, Familienverhältnisse, Wohnsitz, Besteuerung usw, sind bei der Bewertung maßgebend. Sind mehrere abzufindende Minderheitsgesellschafter vorhanden, so ist für jeden von ihnen ein subjektiver Entscheidungswert abzuleiten; aufgrund der strengen Subjektorientierung können sie in ihrer Höhe voneinander abweichen.

Der **indirekt** ermittelte subjektive Entscheidungswert des Minderheitsgesellschafters kann einerseits durch ihn selbst, andererseits durch die dominierende Partei ermittelt werden:

Will der **auszuschließende Gesellschafter** seinen subjektiven Entscheidungswert selbst ableiten, so steht ihm zwar grundsätzlich auch der indirekte Weg offen, allerdings wird ihm die nötige vorangehende Unternehmensbewertung (auf der Basis von Ertrags- und ggf auch Liquidationswerten) idR verwehrt sein. Der Informationsstand eines Anteilseigners, der aufgrund der Ausschlussschwelle eine Beteiligung von maximal 10 % hält, wird iA nicht ausreichen, um insb die künftigen Überschüsse des Unternehmens (bzw einen Liquidationswert des Unternehmens) abzuleiten.

⁷⁴⁶ Vgl Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 291.

⁷⁴⁷ Schilling, Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern, 301.

Dem Minderheitsgesellschafter steht im Allgemeinen nur der Weg der **Vergangenheitsanalyse** des Unternehmens aufgrund publizierter Informationen und der **Extrapolation** der relevanten Überschüsse in die Zukunft offen. Trendbrüche zB aufgrund strategischer Entscheidungen, aber auch eine bewusst negative Informationspolitik im Vorfeld eines beabsichtigten Squeeze-out vermögen die Informationsbasis allerdings zu verzerren. Der Minderheitsgesellschafter verfügt folglich idR nicht über eine ausreichende (zukunftsorientierte) Datenbasis, um den Wert pro Anteil indirekt zu ermitteln; seine **subjektorientierten Merkmale** kann er dagegen einbringen.

Wird der subjektive Entscheidungswert des Minderheitsgesellschafters allerdings durch den **Hauptgesellschafter** und die **Organe der Gesellschaft** ermittelt, die den gemeinsamen Bericht zum Ausschluss erstellen, so steht eine ausreichende Informationsbasis für die Ableitung der Unternehmensüberschüsse zur Verfügung. Der Ertragswert und uU der Liquidationswert werden aus der Innensicht des Unternehmens ermittelt und auf den einzelnen Anteil herunter gebrochen. Diese indirekte Ableitung des Anteilswerts verlangt wegen der Subjektorientierung des Entscheidungswerts die Einbeziehung der individuellen Merkmale des Minderheitsgesellschafters, dh für seinen indirekt ermittelten Entscheidungswert müssen Informationen über ihn bekannt sein, wie zB seine Identität, sein Wohnsitz, seine Familien- und Besteuerungsverhältnisse, seine Risikoeinstellung, seine alternativen Kapitalanlage-möglichkeiten etc. Grundsätzlich wird man va im Fall (börsenotierter) AG davon ausgehen können, dass derartige Informationen für die Bewertung im gemeinsamen Bericht nicht vorliegen und auch nicht beschaffbar sind; nicht zuletzt deshalb, weil Minderheitsgesellschafter uU fürchten, mit der Bekanntgabe zT sehr persönlicher Informationen die eigene Verhandlungsposition zu schwächen.

Der Hauptgesellschafter und die Organe der Gesellschaft verfügen grundsätzlich über den nötigen Informationsstand zum Unternehmen, nicht allerdings zu den subjektiven Merkmalen des auszuschließenden Gesellschafters. In Bezug auf den Minderheitsgesellschafter verhält es sich umgekehrt. Da für eine indirekte Anteilsbewertung **beide Säulen**, nämlich profunde Informationen zum Unternehmen und die

Kenntnis der individuellen Merkmalen des Minderheitsgesellschafters, unverzichtbar sind, in den beiden Bewertungsperspektiven aber jeweils eine Säule fehlt, scheidet der indirekt ermittelte subjektive Entscheidungswert des Minderheitsgesellschafters als Normwert grundsätzlich aus.

Der **direkt** ermittelte subjektive Entscheidungswert des Minderheitsgesellschafters setzt an jenen Überschüssen an, die dem Anteilseigner direkt zufließen. Dabei handelt es sich entweder um tatsächlich geplante (Gewinn-)Ausschüttungen oder unter der Annahme der Vollausschüttung um die Gewinne je Anteil, die in der Zukunft erwartet werden. Für die Ermittlung dieses Anteilswerts im gemeinsamen Bericht durch **Hauptgesellschafter** und **Organe der Gesellschaft** liegen idR die notwendigen Informationen über die erwarteten künftigen anteilsbezogenen Überschüsse vor, aber auch hier können die Berichtsersteller die Subjektorientierung des Werts nicht umsetzen, dh die Säule der individuellen Merkmale des Minderheitsgesellschafters fehlt im Normalfall auch hier.

Die direkte Ermittlung des Entscheidungswerts durch den **Minderheitsgesellschafter** kann sich auf eine Vergangenheitsanalyse der Gewinnausschüttungen bzw Gewinne je Anteil stützen, er schreibt diese trendorientiert in die Zukunft fort und leitet unter Einbeziehung der ihm bekannten subjektiven Merkmale seinen Entscheidungswert pro Anteil ab. Das Informationsproblem in Bezug auf die relevante Überschussgröße besteht hier ebenso wie bei der indirekten Vorgehensweise.

Ein zukunftsorientierter **subjektiver Entscheidungswert des Minderheitsgesellschafters** für den Anteil ist somit weder durch den Hauptgesellschafter (und die Organe der Gesellschaft) noch durch den Minderheitsgesellschafter selbst ermittelbar. Der nötige Informationsstand zum Unternehmen bzw zum maßgeblichen Bewertungssubjekt ist idR unzureichend. Folglich **widerspricht** das Konzept des subjektiven Entscheidungswerts dem **Grundsatz der Nachprüfbarkeit** des Normwerts.

Ein **weiterer Widerspruch** zum Postulat der Nachprüfbarkeit liegt darin, dass der Minderheitsgesellschafter seine individuellen Verhältnisse spezifizieren und in die

Bewertung einbringen muss. Ergebnisrelevante Parameter wie die Risikoeinstellung oder Opportunitäten der Kapitalanlage sind Einschätzungen, die sich idR einer intersubjektiven Nachprüfbarkeit entziehen.⁷⁴⁸ Auch ein Sachverständiger als Bewerter und der sachverständige Prüfer im Ausschlussverfahren stehen beim subjektiven Entscheidungswert vor kaum zu bewältigenden Problemen der konkreten intersubjektiv nachvollziehbaren Durchführung.⁷⁴⁹

Der Minderheitsgesellschafter hat keinen **Anreiz**, (vollkommen) richtige Angaben zu seinen subjektiven Verhältnissen bzw zu seinem subjektiven Entscheidungswert zu machen. Vielmehr besteht bei Maßgeblichkeit des Entscheidungswerts für den Minderheitsgesellschafter der Anreiz zur gezielten Beeinflussung des Anteilswerts und damit der Abfindung.⁷⁵⁰

Dass der subjektive Entscheidungswert des Minderheitsgesellschafters wegen mangelnder Nachprüfbarkeit als Normwert beim Squeeze-out ausscheidet, liegt nicht im Konzept des Entscheidungswerts selbst begründet. Denn er soll dem Bewertenden mit dem Grenzpreis eine quantitative Fundierung *seiner* Entscheidung bieten; insofern liegt der Entscheidungswert ausschließlich in den Händen des Entscheidungsträgers selbst. Hier ist eine intersubjektive Nachprüfbarkeit nicht nötig. Anders zu beurteilen ist die Verwendung des **Entscheidungswerts als Normwert**. Denn damit werden Rechtsfolgen an das Bewertungsergebnis wie insb Abfindungsansprüche geknüpft, die von der einen Partei an die andere zu erbringen sind. Sobald ein Entscheidungswert als Normwert fungiert, steht er im (Spannungs-)Verhältnis zwischen den Parteien, beim Squeeze-out zwischen Haupt- und Minderheitsgesellschafter; hier muss er dem Postulat der Nachprüfbarkeit genügen.⁷⁵¹ Das vermag das Konzept des Entscheidungswerts allerdings nicht zu leisten.

⁷⁴⁸ Vgl. *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 155, der von durch „innere Überzeugungen“ bestimmten Faktoren spricht.

⁷⁴⁹ Vgl. *IDW*, WP-Handbuch 2008, 11 Rz 29.

⁷⁵⁰ Vgl. *Henselmann*, BFuP 2006, 149; *Schilling*, Ausschluss von Minderheitsaktionären, 286.

⁷⁵¹ Vgl. Abschnitt IV. D.

IA steht dem Hauptgesellschafter nicht ein einziger, sondern eine **Vielzahl von Minderheitsgesellschaftern** gegenüber. Dem Konzept des subjektiven Entscheidungswerts folgend müsste für jeden auszuschließenden Minderheitsgesellschafter der Grenzwert iSe Preisuntergrenze ermittelt werden. Da die subjektiven Merkmale bei den Minderheitsgesellschaftern idR unterschiedlich ausgeprägt sind, weichen auch ihre subjektiven Entscheidungswerte voneinander ab. Dieses Vorgehen erscheint allerdings sowohl in Bezug auf den gemeinsamen Bericht als auch hinsichtlich der gerichtlichen Nachprüfung praktisch kaum durchführbar.⁷⁵² Verstärkt wird das Problem der Realisierbarkeit durch nicht identifizierte und/oder ihre individuellen Verhältnisse nicht preisgebende Minderheitsgesellschafter.

Die Mehrzahl von Minderheitsgesellschaftern und die dominierte Situation zwischen dem Haupt- und den Minderheitsgesellschaftern führen zum **Grundsatz der Gleichbehandlung**. In Bezug auf die Abfindung gilt: Für gleiche Anteile muss an *alle* Abzufindenden die gleiche Barabfindung gezahlt werden⁷⁵³ und der Wert der höchsten Gegenleistung eines vorangehenden Übernahmeangebots muss iSe Untergrenze an *alle* Minderheitsgesellschafter weitergegeben werden (§ 7 Abs 3 GesAusG). Die differenzierte Bemessung der Abfindung nach den – voneinander abweichenden – subjektiven Entscheidungswerten der Minderheitsgesellschafter **verstößt** gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz.

Dieser Verstoß führt zur Frage nach einem Weg, einerseits dem Grundsatz der wirtschaftlich vollen Entschädigung jedenfalls zu entsprechen und andererseits die Gleichbehandlung der Minderheitsgesellschafter zu gewährleisten. **Lösungswege** bestehen im

- Abstrahieren von einzelnen individuellen Merkmalen;
- Abstellen auf den Grenz-Minderheitsgesellschafter.

Mit dem **Abstrahieren von einzelnen individuellen Merkmalen** nimmt man die Subjektorientierung des Entscheidungswerts zurück. Einzelne wertrelevante Parame-

⁷⁵² Vgl. *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 155.

⁷⁵³ Vgl. *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 204.

terausprägungen werden nicht individuell, sondern iSe typischen Minderheitsgesellschafters erfasst. Beispiele sind die Risikoeinstellung, alternative Investitionen, die Zahl der Kinder, die Besteuerungsverhältnisse etc.⁷⁵⁴

Die zentrale Frage lautet, welche subjektiven Faktoren in die Bewertung eingehen und welche aus der Betrachtung ausgeschlossen bleiben sollen. Auch wenn bei der Bewertung alle berücksichtigten und nicht berücksichtigten Arten individueller Faktoren offen gelegt werden, können Minderheitsgesellschafter gegen das Vorgehen einwenden, dieser Bewertungsansatz würde ihren persönlichen subjektiven Entscheidungswert unterschreiten und eine Abfindung auf dieser Grundlage verletze den Grundsatz der wirtschaftlich vollen Entschädigung.

Im Grenzfall wird von *allen* konkreten individuellen Verhältnissen abstrahiert, um den Grundsatz der Gleichbehandlung zu erfüllen. Dabei werden gleiche Erwartungen zu den Überschüssen, gleiche alternative Anlagemöglichkeiten des Kapitals, gleiche Risikopräferenzen, gleiche Verhältnisse zur Besteuerung etc zugrunde gelegt. Das Bewertungsergebnis verstößt – auch bei teilweiser Abstraktion – gegen das Prinzip der Subjektivität des Entscheidungswerts und kann daher nicht mehr als solcher Wert gelten.⁷⁵⁵

Eine andere Möglichkeit der Abstraktion wird in der Bildung von Durchschnittswerten über alle Auszuschließenden gesehen.⁷⁵⁶ In Abhängigkeit von der Zahl der Anteile eines Minderheitsgesellschafters erscheint eine Gewichtung notwendig. Der Durchschnitt aller abgeleiteten und gewichteten Grenzwerte fungiert als Anteilswert und Abfindungshöhe. Abgesehen von den – oben erörterten – praktischen Problemen der Ermittlung aller Entscheidungswerte vermag auch dieses Vorgehen die aufgezeigte Problematik der Vermeidung von Vermögensnachteilen und der Subjektorientierung des Werts nicht zu lösen.⁷⁵⁷

⁷⁵⁴ Vgl *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 133.

⁷⁵⁵ Vgl *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 156.

⁷⁵⁶ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 423.

⁷⁵⁷ IdS vgl *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 158.

Der zweite Lösungsweg stellt auf den **Grenz-Minderheitsgesellschafter** ab. Für den Anteilswert und die Höhe der Abfindung an alle Minderheitsgesellschafter ist nur der subjektive Entscheidungswert des Grenz-Minderheitsgesellschafters relevant.⁷⁵⁸ Diese **Randlösung** soll sowohl dem Grundsatz der wirtschaftlich vollen Entschädigung (für alle Minderheitsgesellschafter) als auch jenem der Gleichbehandlung genügen. Die Minderheitsgesellschafter werden nach der Höhe ihres subjektiven Entscheidungswerts pro Anteil gereiht. Als Grenz-Minderheitsgesellschafter gilt der Gesellschafter mit dem höchsten subjektiven Entscheidungswert. Dieser unter den Minderheitsgesellschaftern höchste Grenzpreis gilt als Anteilswert und als Abfindung für alle.

Für die Abzinsung der Überschüsse des Grenzanbieters wird ein Kalkulationszinssatz vorgeschlagen, der sich von seinem individuellen Investitions- und Finanzierungsprogramm löst. Als Diskontierungsfaktor soll der landesübliche risikofreie Zinssatz gelten. Dieser Basiszinssatz enthält also keine Risikoprämie.⁷⁵⁹ Implizit wird hierbei angenommen, dass die Zahlungsströme für alle Minderheitsgesellschafter gleich hoch seien und der Kalkulationszinssatz die zentrale Frage der Wertermittlung darstelle. Allerdings kann diese Annahme eines für alle Minderheitsgesellschafter gleich hohen Überschussstroms nur dann gelten, wenn auch von Wirkungen der Besteuerung bei den Gesellschaftern abgesehen wird;⁷⁶⁰ mit der Vorgabe des (niedrigen)⁷⁶¹ Diskontierungsfaktors entfernt man sich allerdings vom Grundsatz der Subjektivität des Entscheidungswerts.

Der höchste subjektive Entscheidungswert als Abfindung für alle garantiert, dass kein Minderheitsgesellschafter durch den Ausschluss einen Vermögensnachteil erleidet, denn alle subjektiven Entscheidungswerte sind im Vergleich zum festgelegten Anteilswert kleiner oder maximal gleich hoch. Der Grundsatz der wirtschaftlich vollen Abfindung ist erfüllt und in vielen Fällen übererfüllt.

⁷⁵⁸ Vgl zu diesem Lösungsweg vornehmlich *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, 488 f.

⁷⁵⁹ Vgl *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, 489.

⁷⁶⁰ Vgl *Komp*, Zweifelsfragen des aktienrechtlichen Abfindungsanspruchs, 49.

⁷⁶¹ In Bezug auf den Kalkulationszinssatz gilt der gesetzmäßige Zusammenhang: Je niedriger der Abzinsungsfaktor für einen Zahlungsstrom ist, umso höher ist der Barwert. Die Abzinsung mit dem niedrigen „risikolosen Zins“ erhöht den heutigen Wert der Überschüsse.

Gegen diese vom Grenz-Minderheitsgesellschafter abgeleitete „**maximale Abfindung**“ an alle sprechen schwerwiegende Gründe:

Erstens befreit man mit dem höchsten Grenzpreis als Abfindung, der auf Basis des risikolosen Zinses als Diskontierungsfaktor ermittelt wird, die auszuschließenden Minderheitsaktionäre vom **unternehmerischen Risiko**. Die erwarteten Überschüsse aus dem Unternehmen sind insofern risikobehaftet, als sie zum einen von Periode zu Periode unterschiedliche Werte annehmen können und zum anderen in ihren Periodenausprägungen jeweils mit Unsicherheit behaftet sind. Die Abfindung soll den Minderheitsgesellschaftern die Modellierung eines gleich unsicheren Zahlungsstroms erlauben. Die Annahme, die alternative Anlage des Kapitals sei nur in risikoloser Form möglich, lässt sich realiter nicht aufrechterhalten.⁷⁶² Va aber können stets nur **Investitionsalternativen mit gleichem Risiko** miteinander verglichen werden und als Grundlage für die Ableitung des Diskontierungsfaktors dienen.

Zweitens widerspricht der höchste Grenzpreis als Abfindung dem **Normzweck** des Gesellschafterausschlusses. Mit Ausnahme des Grenz-Minderheitsgesellschafters führt die maximale Abfindung bei den restlichen Minderheitsgesellschaftern zu einem zT bedeutenden Vermögensvorteil im Vergleich zum subjektiven Entscheidungswert. Der Normzweck der angemessenen Barabfindung ist allerdings nicht darauf gerichtet, Minderheitsgesellschaftern Vermögensvorteile zu verschaffen, sondern beabsichtigt den Schutz der Minderheitsgesellschafter vor Vermögensnachteilen.⁷⁶³ Hätte der Hauptgesellschafter die maximale Abfindung an alle Auszuschließenden zu leisten, so wäre für ihn die Realisation des Squeeze-out vielfach von wirtschaftlichem Nachteil.⁷⁶⁴ Da der Gesetzgeber mit dem Verfahren des Gesellschafterausschlusses das Ziel der Vereinfachung von Unternehmensstrukturen verbindet und darin das öffentliche Interesse sieht, kann die Festlegung einer hohen Abfindung, die in den meisten Fällen über die wirtschaftlich volle Entschädigung hinaus-

⁷⁶² Vgl. Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 157; Komp, Zweifelsfragen des aktienrechtlichen Abfindungsanspruchs, 49.

⁷⁶³ Vgl. Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 158.

⁷⁶⁴ Vgl. Winner, Wert und Preis im Zivilrecht, 423.

geht und folglich den Ausschluss konterkarieren kann, nicht iSd Normzwecks sein.⁷⁶⁵

Mit dem Grenzpreis als Abfindung käme es zu einer **Vermögensumverteilung** vom Haupt- zu den Minderheitsgesellschaftern. Dies widerspricht dem umfassenden **Grundsatz der Gleichbehandlung** innerhalb der Gemeinschaft der Gesellschafter. Der „gleiche Wert pro Anteil“⁷⁶⁶ gilt für alle Gesellschafter. Er verbietet es, Minderheitsgesellschafter über zu hohe Abfindungen im Vergleich zum Hauptgesellschafter besser zu stellen. Letzterer hat Anspruch darauf, den gleichen Wert pro Anteil wie Minderheitsgesellschafter zugerechnet zu bekommen.

Selbst wenn man den subjektiven Entscheidungswert des (Grenz-)Minderheitsgesellschafters als Anteilswert und Abfindung beim Gesellschafterausschluss akzeptierte, so bestünde ein weiteres Problem in der **Zurechnung von Verbundeffekten**. Dieser subjektive Entscheidungswert enthält keine positiven Synergieeffekte zwischen dem Unternehmen und dem Minderheitsgesellschafter, denn aufgrund seiner kleinen Beteiligung ist dieser idR nicht in der Lage, Einfluss auf die Gesellschaft in einer Weise auszuüben, dass er daraus positive Synergien, wie zB eine Zusammenarbeit in der Produktion oder in der Distribution, erzielen könnte.⁷⁶⁷

Der Grundsatz der **Gleichbehandlung** beim Gesellschafterausschluss verlangt eine Bewertung aus Sicht aller Gesellschafter, also einschließlich des Hauptgesellschafters. Der subjektive Entscheidungswert des Hauptgesellschafters enthält positive Synergien, jener des oder der Minderheitsgesellschafters dagegen nicht. Die Nichtberücksichtigung von Verbundeffekten im subjektiven Entscheidungswert der Minderheitsgesellschafters widerspricht dem Gleichbehandlungsgrundsatz. Auch aus dieser Perspektive scheidet er als Normwert beim Gesellschafterausschluss aus.

⁷⁶⁵ Vgl. *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 158.

⁷⁶⁶ Vgl. Abschnitt IV. C.

⁷⁶⁷ IdS vgl. *Hüttemann*, WPg 2007, 814.

Als **Fazit** zum subjektiven Entscheidungswert des Minderheitsgesellschafters als Normwert beim Gesellschafterausschluss halten wir fest:

- Der subjektive Entscheidungswert des Minderheitsgesellschafters erfüllt den Grundsatz der **wirtschaftlich vollen Entschädigung** aus der Perspektive des Minderheitsgesellschafters.
- Seine Subjektorientierung führt zu einem Widerspruch mit dem Grundsatz der **Nachprüfbarkeit**, im Fall einer Vielzahl von zT unbekannten Minderheitsgesellschaftern bereitet die Subjektorientierung obendrein massive praktische Probleme.
- Der subjektive Entscheidungswert widerspricht dem Grundsatz der **Gleichbehandlung**, und zwar einerseits der Gleichbehandlung innerhalb der Gruppe der Minderheitsgesellschafter im Fall einer Abfindung zum *jeweiligen* Entscheidungswert und andererseits der Gleichbehandlung zwischen dem Haupt- und den Minderheitsgesellschaftern in Bezug auf die Nichtberücksichtigung von Synergien des Hauptgesellschafters im Entscheidungswert der Minderheitsgesellschafter.

Daher kann uE dieser subjektive Entscheidungswert *nicht* als Normwert beim Gesellschafterausschluss gelten.

4. Zur Eignung des Schiedswerts als Normwert

Der Schieds- oder Arbitriumswert stellt einen Einigungswert zwischen den konfligierenden Interessen der beteiligten Parteien dar. Der Schiedswert wird über die **Simulation** von Kaufverhandlungen gewonnen und stellt daher den Einigungspreis einer fiktiven freien Verhandlung dar.⁷⁶⁸ In der angenommenen nicht dominierten Situation hängt das Zustandekommen des Kaufes von der Zustimmung der Minderheitsgesellschafter ab.⁷⁶⁹ Ein Dritter, wie insb ein sachverständiger Gutachter oder ein Richter, legt mit dem Schiedswert eine Lösung vor, die bei freien Verhandlungen

⁷⁶⁸ Vgl. *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 159.

⁷⁶⁹ Vgl. *Drukarczyk*, AG 1973, 357 ff; *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, 485 ff; auch *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 106.

zustande gekommen wäre; der Gesellschafterausschluss wird damit in den ökonomischen Wirkungen dem Kauf gleichgestellt.⁷⁷⁰ Der Schiedswert verkörpert einen Wert pro Anteil, dh den Verkehrswert des einzelnen Anteils und nicht des Unternehmens als Gesamtheit.⁷⁷¹

Diese Preisermittlung für den Anteil setzt die Ermittlung und Kenntnis der **subjektiven Entscheidungswerte** voraus, und zwar einerseits des Haupt- und andererseits des Minderheitsgesellschafters. Die Subjektorientierung des Entscheidungswerts, die sich in den erwarteten Überschüssen, in Kapitalanlagemöglichkeiten, in Risikopräferenzen, in steuerungsrelevanten Umständen etc äußert, führt idR zu voneinander abweichenden Entscheidungswerten pro Anteil. Im Normalfall wird der Hauptgesellschafter über einen besseren Informationsstand zu den künftigen Überschüssen des Unternehmens verfügen.⁷⁷²

Liegt ein **positiver Einigungsbereich** zwischen den Grenzpreisen vor, so wird ein Schiedswert innerhalb dieses Wertintervalls festgelegt. Der Einigungspreis liegt damit *unter* dem Grenzpreis (oder der Preisobergrenze) des Haupt- und *über* dem Grenzpreis (oder der Preisuntergrenze) des Minderheitsgesellschafters. Eine Abfindung über dem Grenzpreis des Hauptgesellschafters würde den Squeeze-out für ihn ökonomisch uninteressant werden lassen und zu einer Vermögensumverteilung zum Minderheitsgesellschafter führen. Eine Abfindung unter dem Grenzpreis des Minderheitsgesellschafters würde gegen den Grundsatz der wirtschaftlich vollen Entschädigung verstoßen. Die Festlegung des Schiedswerts verlangt die Aufteilung des positiven Einigungsbereichs zwischen den Parteien. Vorstellbar sind eine hälftige Aufteilung, aber auch andere **Teilungsregeln**.⁷⁷³

Liegt ein **negativer Einigungsbereich** zwischen den subjektiven Entscheidungswerten vor, so würde ein Kauf nicht zustande kommen. Sehen gesetzliche Normen die Möglichkeit des Ausschlusses gegen den Willen des Minderheitsgesellschafters vor,

⁷⁷⁰ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 225.

⁷⁷¹ Vgl Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 160 Fn 641.

⁷⁷² Vgl Drukarczyk, AG 1973, 359.

⁷⁷³ Vgl zur Aufteilung des Einigungsbereichs Henselmann, BFuP 2006, 149.

so ist der dominierten Partei ein höherer Schutz zuzugestehen. Folglich könnte auf den Grenzpreis, also den subjektiven Entscheidungswert des Minderheitsgesellschafters abgestellt werden. Zu bedenken ist bei dieser Lösung, dass hierbei die Abfindung höher als der Grenzpreis des Hauptgesellschafters wäre und damit eine Vermögensumverteilung zu seinen Lasten vorläge.⁷⁷⁴ Allerdings ist der Hauptgesellschafter nicht gezwungen, das Verlangen auf Gesellschafterausschluss zu stellen.

Der **Entscheidungswert des Hauptgesellschafters** ist ebenso wie jener des Minderheitsgesellschafters **subjektorientiert**. Seine konkreten Einschätzungen zur künftigen wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens, seine Möglichkeiten der Kapitalanlage und deren Verzinsungen, seine Risikopräferenzen usw sind der Bewertung zugrunde zu legen. Diese Orientierung vermag zu einem „eher niedrigen“ subjektiven Entscheidungswert des Hauptgesellschafters dadurch zu führen, dass *va* aus sehr renditestarken alternativen Möglichkeiten der Kapitalveranlagung ein hoher Kapitalisierungszinssatz abgeleitet wird, den man für die Abzinsung der erwarteten Überschüsse einsetzt und der folglich zu einem „eher niedrigen“ subjektiven Anteilswert führt, der tendenziell die Gefahr einer eher zu niedrigen Abfindung birgt. Durch die Teilung des positiven Einigungsbereichs kann dieser Tendenz allerdings entgegengewirkt werden.⁷⁷⁵

In diesen Entscheidungswert fließen außerdem **zwei Arten von Verbundvorteilen** ein: *Erstens* ökonomische Vorteile aus dem Gesellschafterausschluss, die insb in Kostenersparnissen und damit in Erhöhungen der erwarteten Überschüsse bestehen, *zweitens* positive Verbundeffekte, die der Hauptgesellschafter in der Zukunft aufgrund der Eigenschaft des Alleingesellschafters realisieren will. Mit dem Konzept des Schiedswerts innerhalb des positiven Einigungsbereichs partizipieren Minderheitsgesellschafter an beiden Arten von Verbundeffekten.

Das Konzept des **Schiedswerts** als Normwert beim Gesellschafterausschluss ist uE schon in seiner **Grundintention problematisch**: Der Schiedswert will eine Kaufsitua-

⁷⁷⁴ Vgl Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 161.

⁷⁷⁵ Vgl Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 174.

tion simulieren, der Squeeze-out ist aber gerade deshalb vorgesehen, weil sich über eine freie Entscheidung ein Ausschluss nicht vollständig realisieren ließe. Erst diese Möglichkeit nimmt dem Minderheitsgesellschafter seine Hold-out-Position, also die Möglichkeit, Transaktionsvorteile zu Lasten des Hauptgesellschafters zu realisieren. Ohne den Weg des Ausschlusses wäre es für den Minderheitsgesellschafter sogar ökonomisch rational, derartige Vorteile zu lukrieren.⁷⁷⁶ Der **Normzweck** des Gesellschafterausschlusses will gerade eine Abfindung vermeiden, die in dieser freien Verhandlungslösung zustande kommen könnte.⁷⁷⁷

Einen Schiedswert für **zwei** Parteien festzulegen, ist praktisch durchführbar. Hat man es allerdings mit einer **Vielzahl** von abzufindenden Minderheitsgesellschaftern zu tun, so ist über alle Parteien hinweg ein positiver Einigungsbereich zu suchen. Auf der einen Seite steht die Preisobergrenze des Hauptgesellschafters, auf der anderen Seite stehen die Preisuntergrenzen der einzelnen Minderheitsgesellschafter. Mit einer zunehmenden Zahl an Minderheitsgesellschaftern steigt die Wahrscheinlichkeit, dass deren unterschiedliche Entscheidungswerte zu keinem für alle Gesellschafter gültigen positiven Einigungsbereich führen. Damit scheitert die Festlegung des Schiedswerts.

Die **Subjektorientierung** der dem Schiedswert zugrunde liegenden Grenzpreise führt zu denselben Problemen der Ermittlung und der Verfälschung wie beim subjektiven Entscheidungswert des Minderheitsgesellschafters als Normwert. Da subjektive Entscheidungswerte mit dem **Grundsatz der Nachprüfbarkeit** nicht vereinbar sind, verstößt auch der Schiedswert gegen diesen Grundsatz. Denn beeinflussbare und in vielen Bereichen nicht nachvollziehbare subjektive Werte führen zu einem „zufälligen“ **Einigungsbereich**. Die Festlegung eines Werts in diesem Einigungsbereich macht die Lösung im Lichte der Nachprüfbarkeit nicht besser.

Die Subjektorientierung bei den Grenzpreisen der Minderheitsgesellschafter könnte im Interesse der Nachprüfbarkeit partiell zurückgenommen werden. Man ermittelt

⁷⁷⁶ Vgl. Winner, Wert und Preis im Zivilrecht, 393.

⁷⁷⁷ Vgl. Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 161.

einen teilweise entsubjektivierten Entscheidungswert einheitlich für alle Minderheitsgesellschafter⁷⁷⁸ und dieser wird dem Entscheidungswert des Hauptgesellschafters zur Bestimmung des Einigungsbereichs gegenübergestellt. Ein derartiger Entscheidungswert „des“ Minderheitsgesellschafters mag zwar nachprüfbar sein, kann allerdings im Lichte der subjektiven Entscheidungswerte dem Grundsatz der wirtschaftlich vollen Entschädigung widersprechen.

Der **Grundsatz der Gleichbehandlung** verlangt einen einheitlichen Schiedswert trotz unterschiedlicher Entscheidungswerte der Minderheitsgesellschafter. Der für alle Abzufindenden gültige Schiedswert erfüllt den Grundsatz der Gleichbehandlung. Auch in Bezug auf die Gemeinschaft aller Gesellschafter, zu der der Haupt- und die Minderheitsgesellschafter zählen, wird der Gleichbehandlungsgrundsatz erfüllt: Im subjektiven Entscheidungswert des Hauptgesellschafters sind beide Arten von Synergien enthalten, durch die Festlegung des Schiedswerts im positiven Einigungsbereich partizipieren daran die Minderheitsgesellschafter. Mithin gilt für *alle* Gesellschafter der gleiche Wert pro Anteil.

Als **Fazit** zum Schieds- oder Arbitriumswert als Normwert beim Gesellschafterausschluss halten wir fest:

- Der Schiedswert ist für eine **wirtschaftlich volle Entschädigung** grundsätzlich geeignet.
- Er verstößt gegen den Grundsatz der **Nachprüfbarkeit** ebenso wie der subjektive Entscheidungswert des Minderheitsgesellschafters als Normwert.
- Der Schiedswert erfüllt den Grundsatz der **Gleichbehandlung**.

⁷⁷⁸ Vgl auch Abschnitt V. C. 3.

D. Der objektivierte Wert iSe Werts ohne Parteienbezug

Das Konzept des „objektivierten (Unternehmens-)Werts“ fokussiert vornehmlich auf **Funktionen eines Gutachters** im Kontext unterschiedlicher, vielfach gesetzlicher Bewertungsanlässe. Es steht im Mittelpunkt der Bewertungspraxis der Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftstreuhänder in Österreich und Deutschland und fußt auf **Fachgutachten** der Kammer der Wirtschaftstreuhänder (Österreich)⁷⁷⁹ bzw des Instituts der Wirtschaftsprüfer (Deutschland)⁷⁸⁰. Nach deren Strukturierung kann ein Gutachter bei Unternehmensbewertungen insb als „**neutraler Gutachter**“ iSe unparteiischen Sachverständigen fungieren; hier gilt es, einen „**objektivierten Unternehmenswert**“ zu ermitteln.⁷⁸¹ Weitere Funktionen von Gutachtern bei Bewertungen sehen sie in der Funktion des „Schiedsgutachters bzw Vermittlers“, bei der es um den Vorschlag eines „Einigungswerts“ in Konfliktsituationen geht, und in jener des „Beraters“, für die der „subjektive Entscheidungswert“ einer Partei zu ermitteln ist.

Für die Festlegung des Normwerts „Wert pro Anteil“ beim Gesellschafterausschluss steht die Funktion des neutralen Gutachters im Vordergrund. Sie kann bei der Erstellung des „gemeinsamen Berichts“ (§ 3 Abs 1 GesAusG) und für „allfällige Gutachten“ (§ 3 Abs 5 Z 3 GesAusG) im Ausschlussverfahren relevant sein. Die Funktion des Schiedsgutachters kann im Vorfeld des Verfahrens bei der Vorbereitung der Berichte und uU auch beim gerichtlichen Nachprüfungsverfahren gefragt sein. Bei diesen Funktionen soll ein objektivierter Wert, nur bei der Beratungsfunktion ist der subjektive Wert einer Partei zu ermitteln.⁷⁸² Der zentrale Fokus liegt auf einer Bewertung, die durch **Objektivierung** und **Neutralität** gegenüber den Interessen der Parteien gekennzeichnet ist.⁷⁸³

⁷⁷⁹ Vgl KWT, KFS BW 1; Egger/Mandl/Klostermann in *Institut der Österreichischen Wirtschaftsprüfer*, WP-Jahrbuch 2006, 417 ff; Egger/Mandl/Klostermann in *Institut der Österreichischen Wirtschaftsprüfer*, WP-Jahrbuch 2007, 281 ff.

⁷⁸⁰ Vgl IDW, S 1, WPg 2005, 1303 ff; Großfeld, *Recht der Unternehmensbewertung*, Rz 138 f

⁷⁸¹ Vgl Mandl/Rabel, *RWZ* 2006, 102.

⁷⁸² Für den „subjektiven Entscheidungswert“ einer Partei gelten die in Abschnitt V. C. gemachten Ausführungen.

⁷⁸³ Vgl Mandl/Rabel in Siegel et al, *FS Rückle*, 46, die mit Blick auf die in der Betriebswirtschaftslehre vorherrschende Kölner Funktionenlehre (Entscheidungs-, Schieds-, und Argumentationswert) feststellen, dass das Konzept des Argumentationswerts mit den standesrechtlichen Vorschriften der Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftstreuhänder nicht kompatibel sei.

Der objektivierte Unternehmenswert ist von den subjektiven Vor- und Einstellungen der beteiligten Parteien losgelöst, im Gegensatz zum subjektiven Entscheidungswert ist er mithin **ohne Parteienbezug**. Er wird von einem neutralen Gutachter in nachprüfbarer Weise ermittelt und kann als „**typisierter Zukunftserfolgswert**“ bezeichnet werden,⁷⁸⁴ der bei „Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen der Marktchancen und -risiken, finanziellen Möglichkeiten des Unternehmens sowie sonstigen Einflussfaktoren“⁷⁸⁵ zu erwarten ist.

Auch der objektivierte Wert fußt iA auf dem Barwert jener finanziellen Überschüsse, die Anteilseignern in der Zukunft zufließen werden.⁷⁸⁶ Insofern liegt eine grundsätzliche methodische Übereinstimmung mit dem Konzept des subjektiven Werts vor; in beiden Fällen können künftige Gewinne oder Free Cash Flows als Grundlage dienen. Allerdings bestehen bei der *konkreten* Ermittlung der erwarteten **Überschüsse** und beim anzuwendenden **Kapitalisierungsfaktor** bedeutende Unterschiede. Da der objektivierte Wert ohne Parteienbezug auskommt, fließen in die Bewertung der Überschüsse und des Kalkulationszinsfußes keine individuellen Parameter ein.⁷⁸⁷

In Bezug auf den Ansatz der künftigen **finanziellen Überschüsse** bedeutet der fehlende Parteienbezug zB:⁷⁸⁸

- Festhalten am **bisherigen Unternehmenskonzept**; am **Stichtag** der Bewertung weder dokumentierte noch eingeleitete Erweiterungen der Kapazität oder Änderungen von Strukturen werden nicht berücksichtigt.⁷⁸⁹

⁷⁸⁴ Vgl Mandl/Rabel in Siegel et al, FS Rückle, 47.

⁷⁸⁵ IDW, S 1, Rz 29.

⁷⁸⁶ Vgl IDW, S 1, Rz 24 ff.

⁷⁸⁷ Vgl Mandl/Rabel in Siegel et al, FS Rückle, 47.

⁷⁸⁸ Vgl IDW, S 1, Rz 29 ff; Mandl/Rabel, RWZ 2006, 104 ff.

⁷⁸⁹ Dies entspricht der sog „Wurzeltheorie“: Demnach sind nur die am maßgeblichen Stichtag mit angemessener Sorgfalt beschaffbaren Informationen über die wirtschaftlichen Aussichten zu berücksichtigen und jene Entwicklungen haben außer Betracht zu bleiben, die in ihren Wurzeln erst *nach* dem Stichtag angelegt sind; vgl Moxter, Unternehmensbewertung, 171 ff; Sethe/Weber, GesKR 2010, 129 ff. Zum Stichtagsprinzip und der Wurzeltheorie vgl auch OLG Celle, 31.7.1998, 9 W 128/97; OLG Stuttgart, 16.2.2007, 20 W 25/05.

- Als positive Verbundeffekte sind nur sog. „**unechte Synergien**“ einzubeziehen, die also vom Bewertungsanlass unabhängig sind und mit vielen Partnern verwirklicht werden können; „echte Synergien“, die zB der Hauptgesellschafter nach dem Squeeze-out realisieren kann, sind demnach nicht zu berücksichtigen.
- In der ersten Planungsphase, die idR die nächsten drei bis fünf Jahre umfasst, wird die dokumentierte Absicht zum **Ausschüttungsverhalten** herangezogen, für die Zeit danach eine der Alternativanlage äquivalente Ausschüttung.
- Festhalten am **bisherigen Management**.
- Für die Besteuerung von Überschüssen werden **typisierte Ertragssteuersätze** herangezogen.
- Das **Sitzland** ist maßgebend für Steuerbelastung, Kapitalmarkt, Risiko und Wachstum.

In Bezug auf die Höhe des **Diskontierungsfaktors** bedeutet der fehlende Parteienbezug insb:⁷⁹⁰

- Dem Diskontierungsfaktor ist eine **alternative Anlage des Kapitals** zugrunde zu legen, und zwar in Unternehmensanteilen iSe Aktienportfolios.
- Auch bei der Alternativinvestition ist von einem **typisierten Steuersatz** auszugehen.
- Grundlage ist der **risikolose Zins** der Volkswirtschaft iSd langfristig erzielbaren Rendite öffentlicher Anleihen.
- Der risikolose Zins wird um eine **Risikoprämie**⁷⁹¹ entsprechend dem Tax-CAPM (Capital Asset Pricing Model) erhöht.⁷⁹²

⁷⁹⁰ Vgl IDW, WPg 2005, 1312 u 1315; auch *Dollinger*, The fair squeeze-out compensation, 44 f.

⁷⁹¹ Die „Risikoprämie“ dient der Abgeltung des unternehmerischen Risikos iSd „systematischen Risikos“ der Volkswirtschaft, sie stellt die Differenz zwischen der Kapitalmarktrendite und der Verzinsung risikoloser öffentlicher Anleihen dar und wird für eine konkrete Unternehmensbewertung mit dem sog „ β -Faktor“ des Unternehmens gewichtet; der β -Faktor misst das Risiko einer Aktie im Vergleich zu einem diversifizierten Portfolio des Marktes (= systematisches Risiko des Unternehmens); ein Beta von zB >1 bedeutet, dass ein Aktienkurs überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert. Vgl *Mai*, ZfB 2006, 1225 ff.

⁷⁹² Während beim „normalen“ CAPM alle Zahlungsströme vor persönlichen Steuern angesetzt werden und auch der Kapitalisierungszinssatz „WACC (Weighted Average Cost of Capital)“ keine persönlichen Steuern enthält, wird beim Tax-CAPM die Besteuerung auf Empfängerseite einbezogen, indem sowohl der Zahlungsstrom als auch der Abzinsungsfaktor WACC nach persönlichen Steuern konzi-

Ein derart ermittelter objektivierter Unternehmenswert und Wert pro Anteil ist weitgehend frei von individuellen Parametern eines Bewertungssubjekts. Er fragt nicht, wie groß das durch ein konkretes Subjekt umsetzbare Erfolgspotenzial eines Unternehmens ist, sondern welches für „jedermann“ realisierbar erscheint.⁷⁹³

An der fehlenden Parteienorientierung knüpft **Kritik** an: Beim Konzept des objektivierten Werts bliebe unklar, aus wessen **Perspektive** der objektivierte Wert zu ermitteln sei, für welche Partei(en) dieser Wert überhaupt Gültigkeit besitzen solle.⁷⁹⁴ Der Hinweis auf einen Anteilseigner, der im Inland unbeschränkt steuerpflichtig und eine natürliche Person ist,⁷⁹⁵ helfe nur teilweise weiter, denn hierbei ginge es um die Typisierung der Besteuerungswirkungen.⁷⁹⁶ Kritik betrifft auch die **Fortschreibung des Unternehmenskonzepts**, die die Berücksichtigung von Änderungen in der Unternehmensplanung ausschließe. Ferner bedeute die Abbildung der im Bewertungszeitpunkt vorhandenen Ertragskraft, dass keine Entwicklungsmöglichkeiten und mithin auch keine positiven Verbundeffekte eines möglichen Erwerbers einfließen. Der objektivierte Wert wird folglich als **eher verkäuferorientiert** interpretiert,⁷⁹⁷ das steht seinem Ziel, ohne Parteienbezug auszukommen, allerdings entgegen.

Der objektivierte Unternehmenswert wird auch als „**typisierter Zukunftserfolgswert**“ bezeichnet. Nach allgemeinem Verständnis bedeutet „Typisierung“ allerdings lediglich, wegen nicht oder nur schwer beschaffbarer Informationen auf „typische Verhältnisse“ abzustellen.⁷⁹⁸ Beim objektivierten Unternehmenswert geht diese Typisierung weiter, sie ist losgelöst von den Möglichkeiten, entsprechende Informationen

piert werden. Grundsätzlich stimmen die Unternehmenswerte von CAPM und Tax-CAPM allerdings überein, denn der Unterschied bei den finanziellen Überschüssen wird grundsätzlich durch den unterschiedlichen WACC aufgewogen. Allerdings vermögen Zinseszinsseffekte verschobener Steuerzahlungen zu Differenzen zwischen den beiden Unternehmenswerten zu führen. Vgl. Burger/Ullbrich/Ahlemeyer, *Beteiligungscontrolling*, 499 f; Mai, *ZfB* 2006, 1225 ff.

⁷⁹³ Vgl. Peemöller in Peemöller, *Praxishandbuch Unternehmensbewertung*, 4 f.

⁷⁹⁴ Vgl. Ballwieser, *WPg* 1995, 127; Böcking in Richter et al, *FS Drukaryzk*, 71.

⁷⁹⁵ Vgl. *IDW*, S 1, Rz 31.

⁷⁹⁶ Vgl. Mandl/Rabel in Siegel et al, *FS Rückle*, 59.

⁷⁹⁷ Vgl. Piltz/Hannes in Peemöller, *Praxishandbuch Unternehmensbewertung*, 1007: „Der Bewerter stellt sich das Unternehmen in der Hand des derzeitigen Eigentümers vor, der es in der bisherigen Konzeption fortführt.“

⁷⁹⁸ Vgl. Mandl/Rabel in Wagner, *FS Loitlsberger*, 218.

zu beschaffen, dh auf typische Verhältnisse wird auch im Fall vorliegender oder einholbarer objektiver Informationen zurückgegriffen.⁷⁹⁹ Typisierung und Objektivierung weisen uE bedeutende Unterschiede aus:⁸⁰⁰

- „**Typisierung**“ bedeutet, bei bestimmten individuellen Bewertungsfaktoren die **Subjektorientierung** zu überwinden und auf typische Verhältnisse abzustellen; das Motiv kann, muss aber nicht in Informationsdefiziten liegen; darüber hinaus vereinfacht die Typisierung die Bewertung.
- „**Objektivierung**“ bedeutet, in die Bewertung nur solche (subjektiven oder typisierten) Größen einzubinden, die für den Bewertenden keinen oder einen nur geringen **Beurteilungsspielraum** bieten; das Motiv liegt in der Ausschaltung bzw Beschränkung des Ermessens bei der Bewertung.

Die Typisierung ersetzt die Subjektorientierung des Werts, die Objektivierung dient der Ermessensbeschränkung und damit der Nachprüfbarkeit eines Werts. Beim Konzept des „objektivierten Unternehmenswerts“ werden beide Aspekte miteinander verbunden. Offen bleibt allerdings der **konkrete Typus**, auf dem die Bewertung aufbaut. Bspw kann es sich dabei um einen „typischen Verkäufer“, einen „typischen Käufer“, einen „typischen Minderheitsaktionär“ des Unternehmens etc handeln. Der objektivierte Unternehmenswert lässt den konkreten Transaktionsbezug vermissen.⁸⁰¹

Im österreichischen Fachgutachten wird im Gegensatz zur Vorgehensweise des deutschen IDW verlangt, dass der objektivierte Unternehmenswert auf solchen Annahmen beruht, die für eine Mehrzahl potenzieller Erwerber, die rationale Kapitalanlageentscheidungen treffen, als repräsentativ angesehen werden können.⁸⁰² Leitet man daraus eine grundsätzliche Orientierung am **Typus Erwerber** ab, so bleiben dennoch die Fragen nach dem Grad der Subjektorientierung, nach dem fiktiven Erwerbsvor-

⁷⁹⁹ Vgl zB Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 33.

⁸⁰⁰ Vgl Mandl/Rabel in Siegel et al, FS Rückle, 49 f.

⁸⁰¹ Vgl Mandl/Rabel in Siegel et al, FS Rückle, 50.

⁸⁰² Vgl KWT, KFS BW 1, Abschnitt 3.2.

gang und nach der konkreten Transaktionsform offen; zB kann dem Gutachten nicht entnommen werden, es würde sich um einen fiktiven Kauf handeln.⁸⁰³

Zentrale Fragen an das Konzept des objektivierten Unternehmenswerts betreffen den fehlenden Parteienbezug und die strikte Beschränkung individueller Merkmale bei der Bewertung:

Ein Unternehmenswert **ohne Parteienbezug** könnte dann maßgebend sein, wenn der Normzweck und die rechtlichen Wertungen eine derartige Bewertung vorsehen. In diesem Fall würde die Bewertung aus dem Blickwinkel einer fiktiven Normalperson erfolgen.⁸⁰⁴ Ein derart objektivierter Wert ohne Parteienbezug wird als auch „objektiver Wert“, als „gemeiner Wert“, als „objektiver Verkehrswert“⁸⁰⁵ etc bezeichnet.⁸⁰⁶ Die Gestalt der fiktiven Normalperson oder des objektiven normalen Dritten ist in ihren Merkmalsausprägungen allerdings äußerst unbestimmt. Das Anknüpfungssubjekt ist jedoch zu konkretisieren, um zB Risikoeinstellungen, Verbundeffekte oder Besteuerungswirkungen bei der Prognose der Überschüsse oder der Festlegung des Diskontierungszinssatzes berücksichtigen zu können.

Eine einzige **fiktive Normalperson** wird nicht alle gesetzlichen und außergesetzlichen Bewertungsanlässe bewältigen können, vielmehr wird es je nach Rechtsgebiet wie Gesellschafts-, Familien- oder Erbrecht und Bewertungssituation unterschiedlicher fiktiver Normalpersonen bedürfen. Weder die eine noch die Mehrzahl fiktiver Normalpersonen werden beim Konzept definiert.⁸⁰⁷ Der fiktiven Normalperson werden vielmehr je nach Bewertungsanlass typische Merkmale und Eigenschaften zugerechnet, auf denen die Bewertung aufbaut.⁸⁰⁸ Ein ähnliches Ergebnis wird erreicht, wenn bei konkret betroffenen und identifizierten Bewertungssubjekten aus unter-

⁸⁰³ Vgl Mandl/Rabel in Siegel et al, FS Rückle, 50.

⁸⁰⁴ Vgl Piltz/Hannes in Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 1000 f.

⁸⁰⁵ Der OGH sprach 2003 einem gekündigten Minderheitsgesellschafter einer GmbH einen Anspruch auf den „objektiven Verkehrswert“ zu; vgl OGH, 25.9.2003, 2 Ob 189/01k; GeS 2003, 491.

⁸⁰⁶ Vgl Mandl/Rabel in Siegel et al, FS Rückle 56.

⁸⁰⁷ Vgl Mandl/Rabel in Siegel et al, FS Rückle, 57.

⁸⁰⁸ Im Kontext der Verbundeffekte vgl Piltz/Hannes in Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 1007 f.

schiedlichen Gründen der Ansatz individueller Merkmale stark eingeschränkt wird.⁸⁰⁹

Eine Bewertung **ohne Bewertungssubjekt** widerspricht der grundlegenden Einsicht, dass jeder Wert auf ein Subjekt bezogen ist, dass ein Wert immer nur ein Wert für ein bestimmtes Subjekt sein kann; selbst wenn eine derartige Bewertung konzeptionell vertretbar wäre, würde sie an den nicht konkretisierten Eigenschaften und Parametern der Bewertung idR scheitern. **Gesetzliche Bewertungsanlässe** weisen **stets einen Parteienbezug** auf, dh sie sind auf ein konkretes Bewertungssubjekt gerichtet. Eine normorientierte Bewertung verlangt – neben der Nennung des Normzwecks und der maßgeblichen rechtlichen Wertungen – die Identifikation jener Partei(en), aus deren Perspektive die Bewertung zu erfolgen hat.⁸¹⁰ So kann zB die Frage, ob beim Squeeze-out mit einer angebotenen Abfindung die „wirtschaftlich volle Entschädigung“ erreicht wird, nicht ohne Einbeziehung des oder der abzufindenden Minderheitsgesellschafter beantwortet werden.

Der objektivierte Unternehmenswert soll unabhängig von einem konkreten (gesetzlichen) Anlass und Subjekt der Bewertung ermittelt werden. Diese Abstraktion bedeutet, dass der objektivierte Unternehmenswert **keinen „Normwert“** verkörpern kann, denn ein solcher stellt ausdrücklich auf den Normzweck, rechtliche Wertungen und auf eine konkrete Partei ab, dh nur ein auf dieser Grundlage abgeleiteter Wert ist ein Normwert.

Dass eine normorientierte Bewertung parteienbezogen durchzuführen ist, bedeutet allerdings nicht, dass *alle* subjektiven Merkmale der maßgeblichen Partei einzubeziehen sind. Vielmehr kann die **Einbeziehung individueller Merkmale** des Bewertungssubjekts va aufgrund der maßgeblichen rechtlichen Wertungen zT massiv limitiert sein. Zentrale, die Berücksichtigung subjektiver Faktoren begrenzende rechtliche

⁸⁰⁹ Vgl. *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 130 ff.

⁸¹⁰ Vgl. *Mandl/Rabel* in *Siegel et al*, FS *Rückle* 57.

Wertungen beim Gesellschafterausschluss sehen wir in den Grundsätzen der **Gleichbehandlung** und der **Nachprüfbarkeit**.⁸¹¹

Der Intention, einen **Unternehmenswert ohne Parteienbezug** zu ermitteln, stehen resümierend schwerwiegende Einwände entgegen:

- Sie widerspricht der grundsätzlichen Einsicht, wonach jeder Wert Ausfluss einer **Subjekt-Objekt-Beziehung** ist.
- Sie widerspricht der zentralen Erkenntnis, wonach jede Wertermittlung vor dem Hintergrund ihres **Zwecks** (wie zB Entscheidungs-, Schieds- oder Argumentationszweck) zu sehen ist.
- Sie widerspricht bei gesetzlichen Bewertungsanlässen dem fundamentalen Erfordernis, vom **Normzweck und den rechtlichen Wertungen** auszugehen.

Der objektivierte Wert iSe Normwerts ohne Parteienbezug kann uE als Grundgerüst für die Wertermittlung in der Weise dienen, als in ihm die **Bedeutung des Bewertungssubjekts und der individuellen Merkmale** deutlich wird. Das Konzept führt allerdings nicht zu einem Wert, der losgelöst von einem konkreten Bewertungsanlass, also im Fall eines gesetzlichen Anlasses unabhängig vom Normzweck und von rechtlichen Wertungen ermittelt werden kann. Mit der Identifikation des Bewertungsanlasses, insb des maßgeblichen Bewertungssubjekts und der typisierten Verhältnisse, wird jenes Fundament gelegt, das für die Ermittlung eines objektivierten Werts unverzichtbar ist. Daher ist das Konzept des objektivierten Werts auf **methodische Aspekte** konzentriert.⁸¹² Es ist insofern kein eigenständiger Weg der Bewertung, als für die konkrete Wertfindung Bewertungsanlass, Normzweck und rechtliche Wertungen bekannt sein müssen.

⁸¹¹ Vgl Mandl/Rabel in Siegel et al, FS Rückle, 58.

⁸¹² Vgl Mandl/Rabel, RWZ 2006, 106.

E. Der typisierte Wert iSe Werts für den typischen Gesellschafter

1. Zum Inhalt des typusbezogenen Werts beim Gesellschafterausschluss

Die Verbindung eines gesetzlichen Bewertungsanlasses und seiner maßgeblichen rechtlichen Wertungen mit dem Konzept des objektivierten Unternehmenswerts führt zu einem „**Normwert**“. Eine derartige rechtsgeprägte Bewertung fußt umfassend auf Rechtsnormen und führt zu einem Wert, aus dem **Ansprüche von Parteien** abgeleitet werden. Der Gesellschafterausschluss ist ein derartiger gesetzlicher Bewertungsanlass, bei dem vom Wert des Unternehmens(anteils) auf die angemessene Abfindung für die Auszuschließenden geschlossen wird.

Für die normorientierte Bewertung ist der „Grundsatz der **Maßgeblichkeit der rechtlichen Wertungen**“ zentral.⁸¹³ Es ist die Rechtsordnung, die die Maßstäbe der Bewertung vorgibt, und es sind die Wirtschaftswissenschaften, die zieladäquate Bewertungsmethoden bereitstellen. Dem Prinzip der **Zweckadäquanz**⁸¹⁴ folgend haben Methoden der Bewertung nicht an sich und unabhängig von einem konkreten Anlass Geltung, vielmehr sind sie auf ihre Eignung zu prüfen, einem konkreten Bewertungszweck zu dienen. Die normorientierte Bewertung verlangt

- erstens die Konkretisierung des **Normzwecks** und der **rechtlichen Wertungen**; im Fall des Gesellschafterausschlusses sind dies vornehmlich die wirtschaftlich volle Entschädigung, die Gleichbehandlung und die Nachprüfbarkeit;
- zweitens die **Deduktion von Vorgaben** für die Bewertung; hierbei ist auf das Bewertungssubjekt, auf zweckadäquate Methoden sowie auf die Typisierung und die Objektivierung zu fokussieren.

Normzweck und rechtliche Wertungen führen zu einer Festlegung des **Bewertungs- subjekts**. Darin wird deutlich, aus wessen Perspektive zu bewerten ist. Beim Gesellschafterausschluss gilt der Grundsatz der umfassenden **Gleichbehandlung**, der so-

⁸¹³ Vgl. Mandl/Rabel in Siegel et al, FS Rückle, 51.

⁸¹⁴ Vgl. Ballwieser, Unternehmensbewertung, 1 f; Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 155.

wohl das Verhältnis der Minderheitsgesellschafter untereinander als auch das Verhältnis zwischen dem Haupt- und den Minderheitsgesellschaftern betrifft. Diese Gleichbehandlung führt zu einer „Gemeinschaft der Gesellschafter“ in der Weise, dass jedem Gesellschafter ein „gleicher Wert pro Anteil“ zugerechnet wird. Folglich ist die Bewertung des Unternehmens(anteils) nicht aus der Perspektive eines *einzelnen* Gesellschafters, sondern aus dem **Blickwinkel der Gemeinschaft aller Gesellschafter** vorzunehmen.

Das Bewertungssubjekt beim Gesellschafterausschluss bilden weder der konkrete Haupt- noch ein einzelner oder durchschnittlicher Minderheitsgesellschafter. Das Bewertungssubjekt ist vielmehr die Gesellschaftergemeinschaft; es ist der **Wert** zu bestimmen, den das Unternehmen **für die Gemeinschaft der Anteilseigner** besitzt; in der Folge wird der Unternehmenswert auf einen Anteil herunter gebrochen. Individuelle Merkmale einzelner Gesellschafter sind folglich irrelevant, abzustellen ist auf die Konstruktion des **typisierten Gesellschafters**. Diese Typisierung überwindet den Bezug auf ein konkretes Bewertungssubjekt und bedeutet das Abstellen auf typische Verhältnisse; ob Informationen zu individuellen Verhältnissen einzelner Gesellschafter beschaffbar wären, ist irrelevant, denn die Abstraktion hat ihre Ursachen in den der Bewertung zugrunde liegenden rechtlichen Wertungen.

Die Typisierungen betreffen grundsätzlich alle bewertungsrelevanten Faktoren. In Bezug auf die künftigen **finanziellen Überschüsse** geht es etwa um Annahmen zum Ausschüttungsverhalten. Die Erfolgsgröße „Gewinn“ ist die Residualgröße der wirtschaftlichen Tätigkeit und dient als Entgelt für die Bereitstellung von Eigenkapital; ob sie allerdings beim Anteilseigner als Einnahme ankommt, hängt von der Ausschüttungsentscheidung ab. Im Konzept des objektivierten Unternehmenswerts wird für die Detailplanungsphase, also für die nächsten drei bis fünf Jahre der Zukunftsbetrachtung, das in Planungen dokumentierte Ausschüttungsverhalten zugrunde gelegt, in der Restphase von einem Ausschüttungsstrom ausgegangen, wie er für die alternative Kapitalanlage erwartet wird; hierfür stehen idR vergangenheitsorientierte

Kapitalmarktdaten zur Verfügung, von denen mittels Trendanalyse auf die Zukunft geschlossen wird.⁸¹⁵

Eine nahe liegende Alternative zu diesem Ausschüttungsverhalten liegt in der Annahme der **Vollausschüttung**. Dabei wird von einer vollständigen Auszahlung der künftigen Gewinne an die Anteilseigner ausgegangen. Da allerdings in der Realität eine derartige Ausschüttungsannahme unrealistisch ist und die Gewinneinbehaltung eine wichtige Finanzierungsquelle für Reinvestitionen iSv Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen darstellt, ist idR gleichzeitig die Annahme der Wiedereinbringung von Teilen der Gewinnausschüttungen nötig. Eine derartige Annahme kommt uE allerdings schnell in die Nähe eines subjektiven Entscheidungswerts. Denn die einzelnen Anteilseigner entscheiden individuell darüber, inwieweit sie Gewinnausschüttungen in die Gesellschaft als neues Eigenkapital einbringen; iA werden nicht alle Gesellschafter aus den unterschiedlichsten Gründen am „Schütt-aus-Hol-zurück“-Vorgehen teilnehmen. Da die Annahme der Vollausschüttung die individuellen Entscheidungen der Anteilseigner zur Reinvestition einschließt, erscheint sie uns vor dem Hintergrund der Wertung beim Squeeze-out, die Gemeinschaft aller und nicht einzelne Gesellschafter zu betrachten, als nicht zweckadäquat. Die Vorgehensweise beim objektivierten Unternehmenswert, zunächst auf konkret geplantes Ausschüttungsverhalten und danach auf typisierte Ausschüttungen zurückzugreifen, erscheint uns als dem Normzweck entsprechend.

Eine weitere Typisierung betrifft den **Diskontierungszinssatz**, mit dem die künftigen finanziellen Überschüsse abgezinst werden. Da dieser Zinssatz idR aus den subjektiven Kapitalkosten bzw alternativen Anlagemöglichkeiten des Bewertungssubjekts abgeleitet wird, ist er eine von individuellen Merkmalen bestimmte Größe. In Abhängigkeit vom Bewertungssubjekt ist er unterschiedlich hoch. Angesichts der großen Bedeutung für das Bewertungsergebnis liegt hier kein vernachlässigbares Problem vor.

⁸¹⁵ Zu dieser Beschränkung im Konzept des objektivierten Unternehmenswerts vgl. *IDW*, S 1, Rz 14 ff u 70.

Bei der Bewertung anlässlich des Gesellschafterausschlusses ist allerdings vom typisierten Gesellschafter auszugehen. Individuelle Kapitalkosten oder Möglichkeiten der Veranlagung sind irrelevant. Dem typisierten Gesellschafter stehen grundsätzlich alle Veranlagungswege des Kapitalmarktes zur Verfügung. Veranlagungen sind nur dann miteinander vergleichbar, wenn ihre Überschüsse ein vergleichbares Risiko (iSe Streuung um den Mittelwert) aufweisen.⁸¹⁶

Im Fall von **Anteilseigentum** an Unternehmen scheiden daher Zinssätze als Diskontierungsfaktor aus, denen mehr oder weniger risikolose Veranlagungen, wie zB in öffentliche Anleihen von Staaten mit sehr gutem Rating, zugrunde liegen. Um zum Abzinsungsfaktor aus der alternativen Veranlagung mit **vergleichbarem Risiko** zu kommen, ist das Risiko des betrachteten Unternehmens, und zwar in Bezug auf die Zukunft zu messen.⁸¹⁷ Hilfreich kann hierbei eine Analyse der Vergangenheit sein: Untersucht werden die Schwankungen der historischen Gewinne, das Risiko kann mittels einer Trendanalyse in die Zukunft fortgeschrieben werden, sofern nicht bereits eingeleitete oder erwartete Strukturbrüche im Unternehmen selbst oder im wirtschaftlichen Umfeld eine Korrektur des Trends nahe legen. Ein bekanntes Maß der Risikomessung für Unternehmen ist der β -Faktor, der das Risiko eines Unternehmens im Vergleich zum Gesamtmarkt abbildet. Multipliziert mit der durchschnittlichen Markttrendite führt der β -Faktor zu einer Risikoprämie des Unternehmens. Die gesamten unternehmensindividuellen (Eigen-)Kapitalkosten setzen sich folglich aus dem risikolosen Zins und dieser Risikoprämie zusammen.⁸¹⁸ Diese Kapitalkosten als Diskontierungsfaktor bei der Bewertung im Rahmen des Gesellschafterausschlusses erscheinen uns normzweckadäquat.

In Bezug auf die **Besteuerung** sind zwei Ebenen relevant. Auf der Ebene des **Unternehmens** setzt die Prognose der ausschüttungsfähigen Gewinne voraus, die Wirkungen der Besteuerung einzubeziehen; dazu sind die erwarteten Vorsteuergewinne in Verbindung mit dem geplanten Ausschüttungsverhalten zu versteuern. Grundla-

⁸¹⁶ Vgl. *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 750.

⁸¹⁷ Vgl. *Mandl/Rabel*, RWZ 2006, 105.

⁸¹⁸ Vgl. *Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz* in *Peemöller*, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 368 ff; *Peemöller* in *Peemöller*, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 312 ff

ge der Besteuerung sind die einschlägigen aktuellen Rechtsgrundlagen. Änderungen gegenüber den aktuellen steuerrechtlichen Bestimmungen sind nur dann einzubeziehen, wenn sie mit hoher Wahrscheinlichkeit zu erwarten sind; in diesem Fall ist bei der Prognose der Nachsteuergewinne auf veränderte Besteuerungsgrundlagen im Interesse der Nachprüfbarkeit explizit hinzuweisen und deren Bedeutung für die Höhe der Überschüsse offen zu legen.

Die Besteuerung auf der Ebene der Gesellschafter geht von einem **typisierten Gesellschafter** aus; sie wird im Diskontierungsfaktor berücksichtigt. Individuelle Merkmale bis hin zu Verlustvorträgen gehen in die Bewertung folglich nicht ein. Vornehmlich bei der AG mit einer Vielzahl von zT unbekannten Gesellschaftern erscheint die Annahme einer im Inland ansässigen natürlichen Person zweckadäquat. Nur in Sonderfällen halten wir ein davon abweichendes Vorgehen für vertretbar, wie zB bei einem sehr kleinen, bekannten und ausschließlich in Kapitalgesellschaften bestehenden Gesellschafterkreis. Im Interesse der Nachprüfbarkeit ist auf Bewertungsfaktoren aus derartigen Sondersituationen ausdrücklich hinzuweisen und ihre Wirkung auf das Bewertungsergebnis sind darzulegen.

Der Ansatz persönlicher Ertragsteuern aus der Perspektive des typisierten Gesellschafters führt zu einer **typisierten Ertragsteuerbelastung**. Der Ansatz von Steuersätzen, die von Gesellschafter zu Gesellschafter voneinander abweichen, ist dagegen mit dem Grundsatz der Gleichbehandlung unvereinbar.

Ein Unternehmenswert oder Wert pro Anteil, der für den typisierten Gesellschafter für den gesetzlichen Bewertungsanlass des Gesellschafterausschlusses ermittelt wird, kann als „**typusbezogener Normwert**“ bezeichnet werden. Damit wird zweierlei ausgedrückt: Einerseits ist der Wert über den Normzweck und seine Wertungen **rechtsgeprägt**, andererseits ist er kein subjektiver Entscheidungswert, sondern stellt in Bezug auf das Bewertungsobjekt auf einen Typus, hier auf die Fiktion des **typisierten Gesellschafters** ab.

Eine materiell bedeutende Folge dieser Wertkonzeption betrifft die im Kontext der Grundsätze der wirtschaftlich vollen Entschädigung und der Gleichbehandlung bereits angeschnittene Frage der **Berücksichtigung von Synergien**. Beim subjektiven Entscheidungswert hängt es vom konkreten Bewertungssubjekt ab, inwieweit Synergien in die Bewertung eingehen. Der Hauptgesellschafter kann derartige Verbundeffekte realisieren, Minderheitsgesellschaftern steht diese Möglichkeit mangels Einflussmöglichkeiten idR nicht offen. Folglich sind auch aus dem Umstand der Synergien ihre subjektiven Entscheidungswerte unterschiedlich hoch. Bei einer normorientierten Bewertung für den typisierten Gesellschafter spielen dagegen die Höhe der Beteiligung und die mit ihr einher gehenden Möglichkeiten der Einflussnahme und der Verwirklichung von positiven und negativen Synergien⁸¹⁹ keine Rolle. Die Bewertung erfolgt aus der Perspektive der Gemeinschaft der Gesellschafter und damit *aller* Anteilseigner.

Verbundeffekte zwischen der Gesellschaft und einzelnen Gesellschaftern gehen in die normorientierte Bewertung beim Gesellschafterausschluss ein und sind folglich im Unternehmenswert und Wert pro Anteil **enthalten**. Haben zB die Gesellschaft und der Hauptgesellschafter einen gemeinsamen Vertriebsaußendienst, so entstehen Kostenersparnisse für beide beteiligten Parteien. Weitere Beispiele sind Beschaffungskostenvorteile, die aus der Zusammenlegung der Volumina zu beschaffender Vormaterialien stammen, oder Kostenvorteile aus einer gemeinsamen Fremdfinanzierung.

Positive Synergien in Gestalt derartiger Kostenvorteile sind in den erwarteten Überschüssen der zu bewertenden Gesellschaft, und zwar in Gestalt niedrigerer laufender Aufwendungen, grundsätzlich bereits enthalten, brauchen also bei der Bewertung der Gesellschaft nicht gesondert bewertet und angesetzt zu werden. In einzelnen Fällen kann allerdings eine Leistungsbeziehung auch zu einer verzerrten Zurechnung positiver Wirkungen führen. Es kann der Fall eintreten, dass Synergieeffekte aus-

⁸¹⁹ „Synergien“ sind insofern ein neutrales Konzept, als sowohl „positive“ Synergien iSv „ $2 + 2 = 5$ “-Effekten als auch negative Synergie iSv „ $2 + 2 = 3$ “-Effekten möglich sind. Wird der Terminus „Synergie“ nicht um ein entsprechendes Adjektiv ergänzt, so wird idR von „positiven“ Effekten auszugehen sein.

schließlich oder überwiegend bei einer der beiden Parteien auftreten. In diesem Fall entstehen die Probleme der Identifikation und der Bewertung der Synergieeffekte.

Besonderes Augenmerk ist solchen **Verbundwirkungen** zu schenken, die aus der Verbindung der Gesellschaft *va* mit dem **Hauptgesellschafter** entstehen und die sich (auch) bei ihm in Steigerungen der finanziellen Überschüsse niederschlagen. Derartige Vorteile des Hauptgesellschafters sind bei einer Bewertung, die nur an der zu bewertenden Gesellschaft ansetzt, irrelevant. Da allerdings das Bewertungssubjekt im typisierten Gesellschafter liegt, sind Verbundvorteile einzelner Gesellschafter, wobei es sich in der Situation des Gesellschafterausschlusses idR um den Hauptgesellschafter handeln wird, in die Bewertung der Gesellschaft einzubeziehen. Denn es handelt sich dabei um Vorteile, die die **Gemeinschaft der Gesellschafter** aus der Verbindung mit der Gesellschaft realisieren kann.

Die positiven Synergieeffekte beim Hauptgesellschafter sind das Ergebnis seiner Einflussmöglichkeiten auf die Gesellschaft. Sie sind in einer **Sonderrechnung** abzubilden und in die Bewertung der Gesellschaft einzubeziehen. Diese positiven Verbundeffekte beim Hauptgesellschafter können als „**Kontrollprämie**“ interpretiert werden. Dem Grundsatz der umfassenden Gleichbehandlung aller Gesellschafter folgend sind sie in den maßgeblichen Wert einzubeziehen.

Mit der Einbeziehung der Verbundwirkungen zwischen Gesellschaft und Mitgliedern der Gesellschaftergemeinschaft, die bei der Gesellschaft selbst und auch bei einzelnen Gesellschaftern anfallen, gelangt man zu einem Unternehmenswert, der den **Nutzen der Gemeinschaft aller Gesellschafter** ausdrückt. Dieser Unternehmenswert besteht aus dem heutigen Wert der erwarteten Überschüsse der Gesellschaft und ist ggf ergänzt um den Wert jener Synergien, die bei einem Gesellschafter anfallen. Wird dieser Unternehmenswert auf den einzelnen Anteil herunter gebrochen, so gelangt man zum **Wert pro Anteil** für einen typisierten Gesellschafter.

2. Zur Eignung des typusbezogenen Werts als Normwert beim Gesellschafterausschluss

Der in der dargestellten Weise abgeleitete Wert pro Anteil für den typisierten Gesellschafter gilt dann als Normwert beim Gesellschafterausschluss, wenn er dessen rechtliche Wertungen erfüllt:

Der typusbezogene Wert des Unternehmens und -anteils basiert auf den erwarteten Überschüssen der Gesellschaft und darüber hinaus auf jenen Synergieeffekten, die von der Hauptgesellschaft durch seine Einflussmöglichkeiten künftig realisieren kann und die er idR zu einem guten Teil auch schon bislang verwirklichen konnte. Der Anteilswert enthält eine **aliquote Kontrollprämie**. Damit hängt der Wert pro Anteil nicht von seiner Zugehörigkeit zu einem mehr oder weniger großen Anteilspaket ab. Jeder Anteil wird gleich behandelt, unabhängig davon, welcher Gesellschafter über ihn verfügt.

Der typusbezogene Wert enthält Verbundeffekte und wird idR zu einem Wert pro Anteil führen, der *über* dem subjektiven Entscheidungswert eines **Minderheitsgesellschafters** liegt. Denn dieser kann aufgrund fehlender **Einflussmöglichkeiten** iA keine Synergieeffekte realisieren. Darüber hinaus kann sein individueller **Diskontierungszinssatz**, den er aus seinen (Fremd-)Finanzierungskosten ableitet, höher sein als der bei der typisierten Berechnung angesetzte Kalkulationszinssatz iSe Verzinsung bei Anlage in ein Aktienportfolio vergleichbaren Risikos, so dass für ihn über die Abzinsung mit dem höheren Faktor ein niedriger Bar- und subjektiver Entscheidungswert entsteht.

Die Ermittlung des **Werts pro Anteil** für den typisierten Gesellschafter erfolgt **indirekt**, also in zwei Schritten:

- *Erstens* ist der **Unternehmenswert** aus der Perspektive der „Gemeinschaft aller Gesellschafter“ zu ermitteln; aus dieser Gemeinschaftssicht sind für den Unternehmenswert auch Synergieeffekte relevant, die von der Hauptgesellschaft anfallen.

- *Zweitens* ist dieser Unternehmenswert der Gemeinschaft auf den einzelnen Anteil herunter zu brechen, um zum **typusbezogenen Wert pro Anteil** zu kommen.

Einer **direkten** Ermittlung steht die rechtliche Wertung der Gleichbehandlung aller Gesellschafter entgegen, dh die Notwendigkeit der Bewertung aus der Perspektive der Gemeinschaft aller Gesellschafter, die insb zur Konsequenz der Gleichverteilung der Kontrollprämie führt. Eine direkte Berechnung des typusbezogenen Werts mag theoretisch in der Weise möglich sein, dass in einem *ersten* Schritt der Wert pro Anteil für den typisierten Minderheitsgesellschafter ermittelt, in einem *zweiten* Schritt der Barwert der positiven Synergien beim Hauptgesellschafter abgeleitet und in einem *dritten* Schritt dieser Barwert auf alle, also nicht nur auf die Anteile der Minderheitsgesellschafter herunter gebrochen wird. UE vernebelt dieser direkte Weg die gemeinschaftliche Perspektive; obendrein erachten wir ihn für praktisch sehr komplex.

Der – indirekt ermittelte - typisierte Wert pro Anteil erfüllt die Grundsätze der **wirtschaftlich vollen Entschädigung** und der **Gleichbehandlung** aller Anteilseigner. Dabei sind uE zwei Umstände hervorzuheben: *Erstens* wird die **Kontrollprämie** auf die Gemeinschaft *aller* Gesellschafter, dh des Haupt- und der Minderheitsgesellschafter, zugerechnet. *Zweitens* bedeuten das Abstellen auf die Gemeinschaft und das Herunterbrechen des Unternehmenswerts auf den einzelnen Anteil, dass der Wert pro Anteil *nicht* aus der Perspektive eines typischen *Minderheitsgesellschafters*, sondern des **typischen Gesellschafters** erfolgt, der insofern eine aus der rechtlichen Wertung der umfassenden Gleichbehandlung abgeleitete **rechtliche Fiktion** darstellt.

In Bezug auf den Grundsatz der **Nachprüfbarkeit** geht es um eine umfassende Offenlegung der wertrelevanten Parameter. Diese **Transparenz** bedeutet, die zentralen Annahmen und Ausprägungen der maßgeblichen Variablen offen zu legen, sie zu kommunizieren und ggf zu erläutern. Die Transparenz umfasst die Prognose der Überschüsse der Gesellschaft, die Ermittlung des Diskontierungssatzes, in den va die Verzinsung eines Aktienportfolios vergleichbaren Risikos und typisierte Besteue-

rungswirkungen eingehen, die Ableitung des Barwerts jener Synergien, die aus der Verbindung der Gesellschaft *va* zum Hauptgesellschafter bei ihm entstehen usw. Zur Transparenz gehört auch die Darstellung der Sensitivität des Bewertungsergebnisses auf Änderungen zentraler Parameterausprägungen,⁸²⁰ wobei sich zB die Präsentation mehrerer Szenarien anbietet. Falls wegen eines berechtigten Interesses an Geheimhaltung eine umfassende Transparenz in publizierten Berichten nicht realisierbar ist (§ 3 Abs 1 Satz 3 GesAusG iVm § 118 Abs 3 AktG), sind iSv mehreren Berichtsversionen⁸²¹ zumindest dem Prüfer und in einem allfälligen Nachprüfungsverfahren dem Gericht die vollständigen detaillierten Grundlagen der Bewertung zu übermitteln.

Neben der **Typisierung** - iSe Fokus auf den typischen Gesellschafter - kann bei der Bewertung auch der Bedarf nach Einschränkung des Ermessensspielraums des Bewertenden bestehen. Dieser Umstand wird iA mit „**Objektivierung**“ beschrieben.⁸²² Aber auch die Typisierung selbst wird unter Objektivierung verstanden. Uns erscheint diese Subsumtion der Typisierung unter Objektivierung unangebracht, weil die Typisierung das rechtsgeprägte Abstellen auf ein (fiktives) Bewertungssubjekt darstellt, nicht aber vom Motiv der Ermessensbegrenzung geleitet ist.⁸²³

Sieht man die Typisierung in Verbindung mit der aus dem **Nachprüfbarkeitspostulat** abgeleiteten **Transparenz** der Bewertungsgrundlagen, so entfällt die Notwendigkeit einer Objektivierung iSe (weiteren) Ermessensbegrenzung. Denn es sind die wertrelevanten Variablen und ihre Ausprägungen für den maßgeblichen Bewertungstypus offen zu legen, so dass es an den Informations- und Berichtsadressaten liegt, deren Plausibilität zu prüfen und die Bewertungsergebnisse nachzuvollziehen. Mithin wird der typisierte Wert pro Anteil auch dem Grundsatz der Nachprüfbarkeit gerecht.

⁸²⁰ Zur Bedeutung der Sensitivität bei Parameterschätzungen vgl *Dollinger*, *The fair squeeze-out compensation*, 32.

⁸²¹ Zum Problem mehrerer Berichtsversionen vgl Abschnitt II. B. 3.

⁸²² Vgl *Aschauer*, *Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss*, 51.

⁸²³ IdS vgl *Mandl/Rabel in Siegel et al*, *FS Rückle*, 49.

Der **typisierte Wert pro Anteil**, der aus der Perspektive der Gemeinschaft aller Anteilseigner für den typischen Gesellschafter entwickelt wird, erfüllt mithin **alle** für den **Normwert** beim Gesellschafterausschluss maßgeblichen rechtlichen Maßstäbe.

F. Börsenkurse als Normwert beim Gesellschafterausschluss?

1. Subjektive Werte und objektive Preise

Der „**Wert**“ pro Anteil drückt den finanziellen Nutzen aus, der dem Bewertungsobjekt „Gesellschafter“ aus dem Bewertungsobjekt „Anteil“ in der Zukunft zufließen wird. Ein „typisierter Wert“ iSd rechtlichen Wertungen beim Squeeze-out stellt auf die Gemeinschaft aller Gesellschafter ab und kommt über den Unternehmenswert indirekt zum aliquoten Wert pro Anteil für den „typisierten Gesellschafter“. Der „**Preis**“ ist dagegen ein Austauschverhältnis zwischen Gütern, das idR in Geld ausgedrückt wird. Der Preis wird bei einer Transaktion über eine materielle oder immaterielle Leistung tatsächlich bezahlt, er ist Ergebnis des Marktmechanismus, kommt iA durch Verhandlungen zwischen den Vertragsparteien zustande und wird auch von nicht finanziellen Parametern bestimmt.⁸²⁴

Die Einigung zwischen Verkäufer und Käufer bestimmt den Preis. Dagegen werden die subjektiven Entscheidungswerte der Parteien durch diesen Preis nicht beeinflusst. Vielmehr stellt der Entscheidungswert des Verkäufers seine Preisuntergrenze, jener des Käufers seine Preisobergrenze dar. Vorteilhaft und damit ökonomisch rational ist eine Transaktion für den Verkäufer (Käufer) nur dann, wenn in den Verhandlungen ein Preis über (unter) seiner Preisuntergrenze (Preisobergrenze) erreicht werden kann. (Entscheidungs-)**Werte** liegen mithin *vor* der Entscheidung über eine Transaktion und damit *vor* **Preisen** vor.⁸²⁵

Marktpreise zwischen den Entscheidungswerten des (Grenz-)Verkäufers und des (Grenz-)Käufers bilden sich auf sog „**unvollkommenen** Märkten“, wo insb durch

⁸²⁴ Vgl Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 46.

⁸²⁵ Vgl Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 47.

unvollkommene Informationen und heterogene Erwartungen der Marktteilnehmer unterschiedlich hohe subjektive Entscheidungswerte entstehen.⁸²⁶ Auf sog „**vollkommenen** Märkten“ stimmen dagegen der Marktpreis und die subjektiven Entscheidungswerte überein; Angebot und Nachfrage werden über eine einzige Preishöhe ausgeglichen.⁸²⁷

Nur auf vollkommenen Märkten fallen Entscheidungswerte und der **einzige Marktpreis** zusammen, auf unvollkommenen führen unterschiedliche Erwartungen und Entscheidungswerte der Marktteilnehmer zu **unterschiedlichen Marktpreisen**, so dass hier ein „einheitlicher Marktpreis“ nur ein Durchschnittswert aus Transaktionen sein kann.⁸²⁸ Den Marktpreis als „objektiv“ zu bezeichnen,⁸²⁹ stellt auf den Umstand ab, dass er über Transaktionen zustande kommt und nachprüfbar ist, im Fall unvollkommener Märkte ist er allerdings nicht objektiv die einzige Größe.⁸³⁰

Märkte für „**Unternehmen als Ganzes**“ sind wegen der Heterogenität der Unternehmen, wegen unterschiedlicher Informationsstände, Erwartungen und individueller Umstände, die zu einer voneinander abweichenden Bewertung des Unternehmens durch die Marktteilnehmer führen, als unvollkommen einzustufen.⁸³¹ Darüber hinaus sind Transaktionen über Unternehmen bzw über Anteilspakete mit maßgeblichen Einflussmöglichkeiten im Hinblick auf mögliche Synergieeffekte auf Käuferseite deshalb *individuelle* Transaktionen, weil die potenziellen Käufer sehr unterschiedliche Fortführungs- oder auch (Teil-)Liquidationskonzepte mit jeweils subjektiven Verbundwirkungen etc realisieren können. Auf Märkten für „**Anteile an Unternehmen**“ werden *einzelne* gesellschaftsrechtliche Anteile an Unternehmen gehandelt. Die Anteile eines Unternehmens sind – innerhalb der jeweiligen Gattung – homogen. Grundsätzlich könnte bes auf institutionalisierten Anteilsmärkten wie der Börse das theoretische Ideal des vollkommenen Marktes erreicht werden.

⁸²⁶ Vgl Henselmann, BFuP 2006, 144 ff.

⁸²⁷ Vgl Kruschwitz, Investitionsrechnung, 260.

⁸²⁸ Vgl Hering, Unternehmensbewertung, 7.

⁸²⁹ Vgl Müller in Westermann/Mock, FS Bezzemberger, 716.

⁸³⁰ Vgl Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 47.

⁸³¹ Vgl zB Henselmann, BFuP 2006, 151.

Für die Unternehmensbewertung werden va im anglo-amerikanischen Raum Marktpreise verstärkt herangezogen. Diese Marktpreise können insofern als „faire Preise“ gesehen werden, als sie die unterschiedlichen Wertvorstellungen von Verkäufern und Käufern in Form eines Kompromisses abbilden; wegen ihres realen Zustandekommens können sie als „objektiv“ gelten;⁸³² die Bewertung folgt mithin einem **Marktobjektivismus**.⁸³³ Dahinter steht die Annahme, der Markt würde die Aufgaben der Prognose von Überschüssen, der Bemessung von Diskontierungssätzen, der Einbeziehung von Synergien etc besser lösen als einzelne Marktakteure oder Gutachter.

Modelle der Marktpreisermittlung gehen von der Geltung der Marktpreise für alle Akteure aus, das subjektive Problem der Grenzwertermittlung ist mit dem Modell gelöst, so dass es annahmegemäß keine Abweichungen zwischen dem subjektiven Entscheidungswert und dem objektiven Marktpreis gibt.⁸³⁴ Zu bedenken ist allerdings, dass Transaktionen gerade deshalb stattfinden, weil subjektive Werte von Marktpreisen abweichen, erst dadurch können Akteure einen Überschuss generieren und die Transaktion lohnt sich; anderenfalls ist der Akteur indifferent bzw im wahrscheinlichen Fall von Transaktionskosten würde er eine derartige Transaktion id ökonomischen Rationalität unterlassen.⁸³⁵

Da Marktpreise zwar nicht für Unternehmen als Gesamtheiten, aber va im Fall börsennotierter Gesellschaften für Unternehmensanteile vorliegen, wird in Marktpreismodellen der Unternehmenswert idR aus jenen Preisen abgeleitet, die für einzelne Anteile bezahlt werden. Der Schluss vom Anteilspreis auf den Wert des Unternehmens erfolgt durch die einfache Multiplikation des Anteilspreises mit der Zahl der Anteile. Dieser Gesamtwert wird auch als „**Markt- oder Börsekapitalisierung**“ eines Unternehmens bezeichnet.⁸³⁶

⁸³² Vgl Casey, BFuP 2006, 196.

⁸³³ Vgl Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 164.

⁸³⁴ Vgl Casey, BFuP 2006, 195.

⁸³⁵ Vgl Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 53; Hering, Unternehmensbewertung, 9.

⁸³⁶ Vgl Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 53.

„**Marktpreise**“ können über theoretische Modelle oder über empirische Verfahren gewonnen werden. **Theoretische Modelle** knüpfen am Kapitalmarkt idR über eine historische Analyse an und wollen Prozesse der Preisbildung, wie zB für die Bemessung von Risikoprämien und von Diskontierungsfaktoren, simulieren. Der Unternehmenswert ist ein „objektiver Marktwert“, der mittels eines **Gleichgewichtsmodells** mit sehr restriktiven Annahmen und Arbitrageprozessen fiktiv zustande kommt.⁸³⁷ Der vielerorts anzutreffenden Euphorie über derartige Modelle als Lösung für Bewertungsaufgaben ist prinzipiell entgegenzuhalten, dass auch ein als Grundlage dienender (Kapital-)Markt „nicht klüger sein kann als die einzelnen Wirtschaftssubjekte, die auf ihm agieren“⁸³⁸. **Empirische Verfahren** legen tatsächliche oder geschätzte Marktpreise zugrunde.⁸³⁹ Ausprägungen empirisch gewonnener Marktpreise sind der **Börsekurs** von Anteilen und der **Börsewert** von Unternehmen, tatsächliche Kaufpreise für Anteile an der zu bewertenden Gesellschaft, Preise für vergleichbare Unternehmen („Similiar Public Company Method“⁸⁴⁰, „Recent Acquisition Method“⁸⁴¹) und über Multiplikatoren gewonnene Marktpreise.⁸⁴²

Multiplikatoren, sog „(Market-)Multiples“, führen durch ihre multiplikative Verknüpfung mit (Erfolgs-)Kennzahlen des Bewertungsobjekts wie EBIT oder EBITDA schnell und direkt zu einem Unternehmenswert.⁸⁴³ Zentrale Probleme liegen in ihrer idR nicht nachvollziehbaren Bildung am Markt und in der Übertragbarkeit, vor dem Hintergrund individueller Verbundeffekte zu einem Hauptgesellschafter. Wenn überhaupt, dann erachten wir sie lediglich für eine erste und sehr grobe Plausibili-

⁸³⁷ Vgl Hering, Unternehmensbewertung, 153.

⁸³⁸ Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 91.

⁸³⁹ Vgl Matschke/Brösel, Unternehmensbewertung, 523.

⁸⁴⁰ Hierbei knüpft man bei der Bewertung eines nicht börsennotierten Unternehmens an den Börsekurs oder Börsewert eines vergleichbaren gelisteten Unternehmen an; vgl Mandl/Rabel in Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 78.

⁸⁴¹ Hierbei wird an M&A-Transaktionen mit vergleichbaren Unternehmen angeknüpft, so dass man auch von der „Transactional Method“ oder „Recent Acquisition Method“ spricht; vgl Dollinger, The fair squeeze-out compensation, 38; Mandl/Rabel in Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 78 ff. In der Bewertungsliteratur bezeichnet man die Orientierung an vergleichbaren Unternehmen als „Comparative Company Approach“; vgl Mandl/Rabel in Wagner, FS Loitsberger, 216 f.

⁸⁴² Vgl Ballwieser in Wagner, FS Loitsberger, 24 f; Ballwieser, Unternehmensbewertung, 215 f.

⁸⁴³ Vgl Mandl/Rabel in Wagner, FS Loitsberger, 217.

tatskontrolle von Unternehmenswerten für geeignet; eine Bewertung vermögen sie iA nicht zu ersetzen.⁸⁴⁴

2. Der Börsenkurs als kapitalmarkttheoretischer Gleichgewichtspreis

Im Modell der Kapitalmarkttheorie stimmen der Wert der Aktie und jener Preis oder Kurs, zu dem sie an der Börse⁸⁴⁵ gehandelt wird, stets überein. Der Börsenkurs einer Aktie (BK) des Unternehmens j (BK_j) stellt den heutigen Wert aller dem Eigentümer in der Zukunft aus der Aktie zufließenden erwarteten Zahlungen (E(z_{jt})) dar; derartige Zuflüsse sind va Dividenden, aber auch Sonderausschüttungen, Abfindungen und anteilige Liquidationserlöse; der Diskontierungsfaktor E(r_j) spiegelt die dem Risiko entsprechende Mindestrendite pro Periode wider.⁸⁴⁶

$$BK_j = \sum E(z_{jt}) \cdot (1 + E(r_j))^{-t} \text{ für } t = t_0 \text{ bis } \infty$$

Diese Sichtweise fußt auf der Vorstellung eines vollkommenen Kapitalmarktes, der ua dadurch gekennzeichnet ist, dass die einzelnen Marktakteure, dh die Kapitalanbieter und -nachfrager derart „unbedeutend“ sind, dass die auf die Höhe des Marktpreises keinen Einfluss haben. Auf dem Markt fallen ausschließlich Zinskosten und Zinserträge an, weitere Kosten wie Transaktionskosten oder Steuern gibt es nicht, es besteht ein einheitlicher Zinssatz für die Aufnahme und Anlage von Kapital, eine Differenzierung von Kapital in Eigen- und Fremdkapital oder nach Bonität ist nicht nötig, die Höhe des Marktzinses ist von der Laufzeit und vom Volumen der Finanzierung unabhängig und die Finanzierung ist beliebig teilbar.⁸⁴⁷

⁸⁴⁴ IdS zB auch *Dollinger*, The fair squeeze-out compensation, 40 u 51; *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 174.

⁸⁴⁵ Zum Begriff der Börse und börseähnlicher Einrichtungen vgl *Kalss* in *Aicher/Kalss/Oppitz*, Grundfragen des neuen Börserechts, 256 ff; *Oppitz* in *Aicher/Kalss/Oppitz*, Grundfragen des neuen Börserechts, 15 ff.

⁸⁴⁶ Vgl zB *Weber*, ZGR 2004, 281.

⁸⁴⁷ Zu diesen Merkmalen vgl zB *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 71.

Auf dem vollkommenen Kapitalmarkt gelten die zentralen Annahmen der Informationseffizienz und der Allokationseffizienz.⁸⁴⁸ Die **Informationseffizienz** betrifft den Umstand, dass der Börsenkurs die Gesamtheit der verfügbaren Informationen korrekt widerspiegelt.⁸⁴⁹ Der Börsenkurs ist das Ergebnis von Erwartungen über künftige Zahlungen. Normen zu einer umfassenden Börsepublizität⁸⁵⁰ sollen neue Informationen allen Kapitalmarktteilnehmern zugänglich machen, damit einen Funktionsschutz entfalten und eine effiziente Preisbildung gewährleisten.⁸⁵¹ Sobald neue Informationen entstehen, diffundieren sie schlagartig und der neue Börsenkurs repräsentiert sie korrekt. Ausgeschlossen sind mithin Gewinne aus unterschiedlichen Informationsständen der Marktteilnehmer.⁸⁵²

Die Zahlungen aus einer Aktie sind erwartete und damit unsichere Größen. Die Erwartungen der Marktteilnehmer können durchaus unterschiedlich sein. Aufgrund ihrer Vorstellungen stellen sie Angebote zum Kauf und Verkauf von Aktien. Der Marktmechanismus führt zu einem Ausgleich dieser Angebote, indem er den Gleichgewichtspreis oder **Gleichgewichts-Börsenkurs** bildet. Dieser „wahre Wert der Aktie“ repräsentiert die durchschnittlichen Erwartungen der Marktteilnehmer. Würde der Börsenkurs von diesem wahren Wert differieren, so würden dies Marktteilnehmer erkennen und eine durch den Börsenkurs unterbewertete Aktie kaufen bzw. eine überbewertete verkaufen; der Arbitrageprozess führt zum Gleichgewichtspreis, d.h. zu einem Börsenkurs, der genau dem wahren Wert entspricht.⁸⁵³

Die **Allokationseffizienz** betrifft den Umstand, dass Kapitalmarktteilnehmer mit denselben Informationen auch zu denselben Bewertungen gelangen. Sie verwenden dieselben Bewertungsmodelle und haben homogene Erwartungen in Bezug auf Er-

⁸⁴⁸ Vgl. Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 15 ff.

⁸⁴⁹ Vgl. Weber, ZGR 2004, 282.

⁸⁵⁰ Dies wird v.a. durch die Regel- und durch die anlassbezogene Publizität erreicht, die neben der Emissions- und Zulassungs- sowie der Beteiligungspublizität zur „börserechtlichen Publizität“ zählen; vgl. Altendorfer/Kalss/Oppitz in Aicher/Kalss/Oppitz, Grundfragen des neuen Börserechts, 125 ff.; auch Bitzyk/Oelkers, ÖBA 2009, 508 ff.

⁸⁵¹ Vgl. Enzinger in Aicher/Fina, FS Straube, 25 u. 33.

⁸⁵² Vgl. Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 92.

⁸⁵³ Vgl. Weber, ZGR 2004, 282.

wartungswerte, Standardabweichungen und Kovarianzen⁸⁵⁴. Auf dem Bewertungsmodell aufbauend treffen sie ihre Entscheidungen iSd ökonomischen Rationalität; hierbei sind zB auch individuelle Risikoneigungen bedeutend.⁸⁵⁵

Neue Informationen über ein Unternehmen, wie zB zu einem Geschäftsereignis, zu einem Schadenersatzprozess oder zu gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen, verändern die erwarteten Zahlungen aus einer Aktie und schlagen sich auf einem effizienten Kapitalmarkt in einer (sprunghaften) Veränderung des Börsenkurses nieder: ⁸⁵⁶ Beträgt der Börsenkurs bis zum Zeitpunkt t_0 € 50, erreicht den Markt die Information über den Durchbruch bei einem Forschungsprojekt des Unternehmens, so nimmt der Markt diese Nachricht in der Weise auf, dass sich die Erwartungen verändern und der Anteilswert steigt auf € 60. Der effiziente Markt zeigt unmittelbar für den Zeitpunkt t_0 einen **Sprung des Gleichgewichtskurses** von € 50 auf € 60. Die Kurserhöhung repräsentiert den Wert der neuen Information. In jedem Zeitpunkt repräsentiert der Gleichgewichtspreis den wahren Wert des Anteils auf der Grundlage der augenblicklich verfügbaren Informationen.

Für die Höhe des Börsenkurses sind neben den Erwartungen zum Unternehmen selbst auch solche zum gesamten Markt bedeutend. Die Entwicklung der Gesamtwirtschaft, also der Konjunktur, zeigt sich in der Performance des gesamten Aktienmarktes. Die sog „**Marktrisiko**prämie“, also der Überhang der erwarteten Rendite des gesamten Aktienmarktes ($E(r_m)$) über den risikolosen Zins (r_f)), wird in ein Verhältnis gesetzt zum Risiko desjenigen Unternehmens, dessen Anteile zu bewerten sind.⁸⁵⁷

Diese Verknüpfung zwischen Gesamtmarkt und Unternehmen wird über das „Capital Asset Pricing Model (CAPM)“ hergestellt. Das CAPM ist ein Kapitalmarktmodell,

⁸⁵⁴ Standardabweichungen und Kovarianzen sind va für die Bemessung von Risikoaufschlägen relevant.

⁸⁵⁵ Vgl *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 102.

⁸⁵⁶ Zu diesem Beispiel und der Interpretation vgl *Weber* in *Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber*, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 155.

⁸⁵⁷ Vgl *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 724 ff.

das die **Preisbildung** für risikobehaftete Finanztitel erklärt.⁸⁵⁸ Es dient der Ableitung hypothetischer Marktpreise für risikobehaftete Vermögenswerte, wobei im Zentrum der Handel von Anteilen eines Unternehmens an der Börse steht.⁸⁵⁹ Nach dem CAPM setzt sich die (erwartete) Rendite der Aktie eines Unternehmens aus zwei Komponenten zusammen: aus der Rendite einer risikofreien Kapitalanlage und aus einer **Risikoprämie**. Für die Bemessung dieses Aufschlags zur Risikoabgeltung wird auf die Beziehung zwischen der Unternehmensaktie (Rendite, Risiko) und dem Marktportfolio abgestellt, indem man die Frage formuliert, wie sich die Performance einer Unternehmensaktie im Verhältnis zur Rendite des gesamten Aktienmarktes entwickelt. Diese Relation wird auch als „systematisches Risiko“ einer Aktie bezeichnet. Der Anleger ist „Risikoträger“⁸⁶⁰ und nur die Abgeltung dieses Marktrisikos kann er verlangen,⁸⁶¹ denn das „unsystematische“, dh wertpapierspezifische Risiko kann er durch Portfoliobildung, also Diversifikation vermeiden.⁸⁶²

Dieses systematische Risiko repräsentiert der sog „**Beta-Faktor (β)**“ eines Unternehmens. Er ist ein Maß der Sensitivität und drückt die Reaktion des Kurses einer Unternehmensaktie auf schwankende Renditen des Marktportfolios aus.⁸⁶³ Mathematisch stellt er die Kovarianz der Rendite der Unternehmensaktie zur Marktrendite ($\text{cov}(r_j, r_m)$), normalisiert mit der Varianz der Rendite der Unternehmensaktie (var_j) dar.⁸⁶⁴

⁸⁵⁸ Zu den Grundlagen des CAPM, das bereits in den 60er Jahren des 20. Jahrhunderts entwickelt wurde, vgl *Lintner*, Review of Economics and Statistics 1965, 587; *Mossin*, Econometrica 1966, *Sharpe*, Journal of Finance 1964, 425; zum aktuellen Erkenntnisstand vgl zB *Fama/French*, Journal of Economic Perspectives 2004, 25.

⁸⁵⁹ Vgl *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 104.

⁸⁶⁰ Der Anleger ist Träger eines „wirtschaftlichen Risikos“, aber auch eines „Informationsrisikos“ idS, dass er seine Entscheidungen uU auch auf falsche Informationen (des realen Kapitalmarkts) stützt; er ist zwar gegen dieses Informationsrisiko durch Schadenersatzansprüche grundsätzlich geschützt, in der Konkurrenzsituation zu Gläubigeransprüchen wird er von der Wertung her allerdings eher der Gesellschaft zugerechnet; vgl *Rüffler* in *Aicher/Fina*, FS *Straube*, 127. Zur schwierigen Frage der Begründung derartiger Schadenersatzansprüche vgl *Enzinger* in *Aicher/Fina*, FS *Straube*, 21 ff; *Gruber*, JBl 2007, 16 ff u 90 ff.

⁸⁶¹ Vgl *Mandl/Rabel* in *Wagner*, FS *Loitlsberger*, 219.

⁸⁶² Zur Theorie der Portfoliobildung (Theory of Portfolio Selection) vgl insb von deren Begründer: *Markowitz*, Journal of Finance 1952, 77; *Markowitz*, Portfolio Selection.

⁸⁶³ Vgl *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 728.

⁸⁶⁴ Vgl *Weber* in *Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber*, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs 153.

$$\beta = \text{cov}(r_j, r_m) / \text{var}_j$$

Das Unternehmensrisiko ist umso höher, je stärker die Rendite einer Aktie im Vergleich zur Marktrendite schwankt. Ein $\beta > 1$ bedeutet, dass die Rendite der Unternehmensaktie stärker nach oben und nach unten schwankt als die Marktrendite. Die Risikoprämie für eine Aktie ist das Produkt aus dem Beta-Faktor des Unternehmens j (β_j) und dem Marktpreis des Risikos, der als Differenz zwischen der Marktrendite und der Rendite der risikolosen Anlage gemessen und als Marktrisikoprämie bezeichnet wird. Zusammen mit dem risikolosen Zins führt diese Risikoprämie zur erwarteten Aktienrendite bzw zu einer risikoadäquaten Renditeforderung an ein konkretes Unternehmen ($E(r_j)$):⁸⁶⁵

$$E(r_j) = r_f + \beta_j \cdot (E(r_m) - r_f)$$

In der Modellwelt des effizienten Kapitalmarktes sind die Renditen des Unternehmens und des Marktes *erwartete* Größen. Dank der Informationsannahme führt das Modell zu einem Gleichgewichtspreis, der alle verfügbaren Informationen und eine objektivierte Risikomessung enthält. Anzumerken ist schon hier, dass realiter diese Größen regelmäßig im Rahmen von *Vergangenheitsanalysen* gewonnen werden.⁸⁶⁶ Dh Zeitreihen mit Ist-Renditen für Unternehmensaktien und des gesamten Marktes verwendet man, um Beta-Faktoren und in der Folge risikoadäquate Mindestrenditen für Unternehmen zu errechnen. Diese aus einer Ex-post-Analyse gewonnenen Größen werden idR kritiklos in die Zukunft fortgeschrieben.⁸⁶⁷

Zum **Börsekurs** in der idealen Welt des effizienten Kapitalmarktes ist resümierend festzuhalten, dass er in jedem Zeitpunkt den wahren Wert der Aktie widerspiegelt; damit wird auch deutlich, dass jede Art eines durchschnittlichen Börsenkurses über einen Referenzzeitraum logisch falsch ist.⁸⁶⁸ Die Gewährung einer Abfindung zum

⁸⁶⁵ Vgl Weber, ZGR 2004, 283.

⁸⁶⁶ Vgl Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 745.

⁸⁶⁷ Vgl Dollinger, The fair squeeze-out compensation, 34.

⁸⁶⁸ Vgl Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 155.

Börsekurs des Anteils, der sich auf einem idealen Kapitalmarkt bildet, erfüllt den Grundsatz der **wirtschaftlich vollen Entschädigung**. Auf diesem Kapitalmarkt gilt die Annahme, dass kein Anteilseigner über „bedeutende“ Anteilspakete verfügt; der Marktmechanismus führt zu einem für jeden Anteil gültigen Gleichgewichtspreis. Damit erfüllt dieser Börsekurs auch den Grundsatz der **Gleichbehandlung**. Da der ideale Kapitalmarkt vollkommen transparent ist, steht der Gleichgewichtsbörsekurs auch im Einklang mit dem Grundsatz der **Nachprüfbarkeit**.

3. Der Börsekurs in der realen Welt unvollkommener Kapitalmärkte

a. Zum Übergang vom „idealen“ zum „realen“ Börsekurs

Die *Idealwelt* eines Kapitalmarktes führt zum Börsekurs als wahren Wert des Anteils, der „Kurs“ und der „Wert“ der Aktie werden hierin gleichgesetzt. Die zentrale Frage lautet, inwieweit der **reale Börsekurs**, der sich auf empirisch vorfindbaren Kapitalmärkten bildet, dem idealen Gleichgewichtspreis entspricht und welche weiteren, also über die Modellbetrachtung hinausgehenden Determinanten auf die Höhe des realen Börsenkurses wirken. Mithin sind zwei Problembereiche zu untersuchen:⁸⁶⁹

- Inwieweit erfüllen reale Kapitalmärkte die **Annahmen** der abstrakten Kapitalmarkttheorie?
- Welche in der Kapitalmarkttheorie nicht berücksichtigen **Determinanten** wirken auf realen Märkten?

Die realen Kapitalmärkte, va in der institutionalisierten Form der Börse, weisen nach hM ein hohes Maß an **Informationseffizienz** auf. Informationen werden durch den Kapitalmarkt schnell aufgegriffen und in ihm verarbeitet, dh „eingepreist“. Allerdings wird dem Kapitalmarkt eine nur eingeschränkte **Allokationseffizienz** zugestanden: Der Kapitalmarkt verarbeitet nicht nur fundamentale Informationen über Unternehmen zu deren wirtschaftlicher Entwicklung, also sog „marktexogene“ Da-

⁸⁶⁹ Zu diesen Fragen vgl zB *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 499; *Weber* in *Hüffner/Schmidt-Assmann/Weber*, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 155.

ten, sondern auch sog „marktendogene“ Faktoren, wie insb Erwartungen zur Reaktion anderer Marktteilnehmer.⁸⁷⁰ Derartige Effekte aus dem Zusammenwirken der Marktteilnehmer bedeuten, dass der sog „Fundamentalwert“, dh der ideale Preis, vom Börsenkurs abweichen kann; insofern kann der Börsenkurs als Wert verstanden werden, der in dem labilen Regelkreises um den Fundamentalwert des Anteils schwankt.⁸⁷¹

Die **Lücke** zwischen dem idealen Fundamentalwert und dem realen Börsenkurs, die aufgrund marktendogener Faktoren entsteht und die angesichts globaler Märkte größer wird,⁸⁷² eröffnet den Marktteilnehmern grundsätzlich Möglichkeiten der Arbitrage. Durch Gewinn versprechende Kauf- und Verkaufstransaktionen führen die Marktakteure den realen Börsenkurs an den Fundamentalwert heran.⁸⁷³ Was in der Modellwelt aufgrund der Annahmen zum Informationsstand und zur effizienten Informationsverarbeitung als selbstverständliche Tendenz des Marktes zum Gleichgewichtspreis hin gilt, erscheint auf realen Kapitalmärkten als große Hürde: Dort ist der Fundamentalwert als Orientierungsgröße für Anteilstransaktionen nicht bekannt. Die Marktteilnehmer haben unterschiedliche Informationsstände, verwenden unterschiedliche Bewertungsmodelle und kommen folglich zu unterschiedlichen Erwartungen auch hinsichtlich des Fundamentalwerts. Die Marktteilnehmer und Marktbeobachter können nach hM die Heftigkeit und die Dauer nicht erkennen, mit der der Börsenkurs vom (unbekannten) Fundamentalwert der Aktie nach oben oder nach unten ausschlägt.⁸⁷⁴

Zentrale Annahmen der Kapitalmarkttheorie, denen für den Gleichgewichtspreis große Bedeutung zukommt, sind realiter nicht erfüllt, wie zB:

⁸⁷⁰ Ein augenscheinliches Beispiel hierfür ist die Preisbildung für „Gold“: Es generiert selbst keine Zahlungsströme zum Eigentümer, der aktuelle Marktpreis wird ausschließlich über Erwartungen zur Höhe des künftigen Marktpreises gebildet und diese Erwartungen werden wiederum determiniert durch das Marktverhalten der anderen Akteure; vgl *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 92 Fn 331.

⁸⁷¹ Vgl *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 93; *Aschauer/Schiebel*, RWZ 2009, 309.

⁸⁷² Vgl *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 1057.

⁸⁷³ Vgl *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 93.

⁸⁷⁴ Vgl *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 154 ff.

- Die Annahme **homogener Erwartungen** zu den Renditen der Wertpapiere, die einer Normalverteilung folgen, lässt sich auf realen Märkten nicht aufrechterhalten. Dort haben Marktteilnehmer idR einen unterschiedlichen Informationsstand und sie kommen zu voneinander abweichenden Erwartungen zur Höhe und zeitlichen Verteilung der künftigen Überschüsse; Anleger haben realiter grundsätzlich **heterogene Erwartungen**.⁸⁷⁵
- Die Annahme „**unbedeutender**“ **Marktteilnehmer**, die durch ihre Transaktionen den Marktpreis nicht wirklich beeinflussen können, ist auf realen Märkten augenscheinlich nicht erfüllt. Denn es gibt **Paket-** und häufig sogar **Hauptaktionäre**, die mit einem börslichen Verkauf den Börsenkurs uU stark verändern können. Ferner ist das **Handelsvolumen** einzelner Aktien sehr unterschiedlich und zT ist der sog „Free Float“, also der tatsächlich verfügbare Teil der Aktien sehr gering.⁸⁷⁶ In solchen Situationen können einzelne Marktteilnehmer den Börsenkurs durch Kauf- und Verkaufstransaktionen uU massiv beeinflussen.
- Die Annahme des **friktionsfreien Kapitalmarktes** bedeutet, dass keine Transaktionskosten, wie zB Kosten für Marktinstitutionen oder Gebühren für Verkäufe und Käufe, und dass keine Steuern anfallen, die Überschüsse zB für Eigen- und Fremdkapital unterschiedlich behandeln. Schwerwiegende Konsequenzen für reale Kapitalmärkte sind unterschiedlich hohe Soll- und Habenzinssätze oder die notwendige Differenzierung zwischen Eigen- und Fremdkapitalfinanzierungen.

In unserem Kontext geht es nicht um eine umfassende Beurteilung des kapitalmarkttheoretischen Modells, die in der Literatur sehr unterschiedlich ausfällt: Das Modell wird seiner restriktiven Annahmen wegen als Bewertungsmodell für den Zweck abgelehnt, Entscheidungen von Kapitalanlegern zu fundieren.⁸⁷⁷ Zahlreiche Meinungen

⁸⁷⁵ Vgl. Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 109.

⁸⁷⁶ Vgl. Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 156.

⁸⁷⁷ Vgl. Hering, Investitionstheorie, 289 ff.; Matschke/Brösel, Unternehmensbewertung, 31.

streichen die Fähigkeit des Modells heraus, Risikoprämien und damit Kalkulationszinssätze marktorientiert zu ermitteln, selbst wenn eingestanden wird, dass auch dieser Risikoaufschlag nicht iSe Punktwerts, also exakt, sondern eher iSe Bandbreite möglicher Werte zu bestimmen sei.⁸⁷⁸ Gerade bei börsennotierten Gesellschaften stünden derart große Datenmengen zur Verfügung, dass auf deren Auswertung für die Risikoeinschätzung am Markt nicht verzichtet werden sollte.⁸⁷⁹ Der detaillierten Auseinandersetzung mit Risiko und der Einpreisung in Diskontierungsfaktoren kommt bei der Unternehmensbewertung zentrale Bedeutung, so dass das kapitalmarkttheoretische Modell hier wertvolle Einsichten liefern könne.⁸⁸⁰ Obendrein befinde man sich bei der Heranziehung des Modells in „guter internationaler Gesellschaft“.⁸⁸¹ In Bezug auf die restriktiven Modellannahmen wird auch konstatiert, dass erst die Abstraktion von der Realität die Konstruktion handhabbarer Modelle erlaube. Daraus seien zentrale Einsichtigen zum Preismechanismus, zum Risiko und zur Risikodiversifikation ableitbar.⁸⁸²

Im Normalfall eines *unvollkommenen* Kapitalmarktes wird der **Börsekurs** durch zentrale **Asymmetrien** und durch **Friktionen** – in einem kaum nachvollziehbaren Ausmaß – wesentlich beeinflusst:

- **Informationsasymmetrien** bedeuten, dass es besser und schlechter informierte Marktteilnehmer gibt und dass diese deswegen idR **heterogene** Erwartungen haben.⁸⁸³
- **Machtasymmetrien** bedeuten, dass das Handelsvolumen für den Preisbildungsprozess bedeutend ist und dass einzelne Marktteilnehmer aufgrund ihres **Pakets an Anteilen** oder ihrer Kapitalmacht in der Lage sind, den Marktpreis zu beeinflussen. Der Machtvorsprung von Marktteilnehmern kann dar-

⁸⁷⁸ Vgl zB *Kruschwitz*, Investitionsrechnung, 398.

⁸⁷⁹ Vgl *Ballwieser*, WPg 1995, 126; *Ballwieser*, Unternehmensbewertung, 99.

⁸⁸⁰ Vgl *Mandl/Rabel*, Methoden der Unternehmensbewertung, 309 f.

⁸⁸¹ Vgl *Drukarczyk/Schüler*, Unternehmensbewertung, 68.

⁸⁸² Vgl *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 111.

⁸⁸³ Die Informationsasymmetrie zwischen einem Großaktionär und den Minderheitsgesellschaftern kann zu einem Kursabschlag, zum sog. „Lemons Effect“ führen; vgl *Dollinger*, The fair squeeze-out compensation, 24 f.

über hinaus auch dazu genutzt werden, Informationsasymmetrie zu erzeugen oder zu verstärken.

- **Friktionen** des Kapitalmarktes betreffen Transaktionskosten zB für das Börse- und Bankenwesen sowie Steuern vom Ertrag und auch vom Vermögen. Damit steht der Marktmechanismus nicht mehr kostenlos zur Verfügung, Überschüsse unterliegen einer subjektiven Besteuerung, Handlungsalternativen zum Einsatz von Eigen- und Fremdkapital sind steuerlich bedingt unterschiedlich vorteilhaft etc.

b. Der Stichtagsbörsenkurs als Preis in einem Ereigniszeitpunkt

In der idealtypischen Welt der Kapitalmarkttheorie sind in jedem Zeitpunkt alle aktuell vorhandenen Informationen in den Gleichgewichts-Börsenkurs eingepreist und jede neue Information kann einem konkreten Ereigniszeitpunkt genau zugerechnet werden. Die Annahme, neue **Informationen** wären auf **Ereigniszeitpunkte** stets exakt zuordenbar, lässt sich realiter idR nicht aufrechterhalten.⁸⁸⁴

In Bezug auf einen **Gesellschafterausschluss** kommen mehrere Ereigniszeitpunkte für die Zurechnung der Kapitalmarktinformation in Frage, und zwar insb: der Tag erster Gerüchte, der Ac hoc-Mitteilung über die geplante Maßnahme, der Bekanntgabe einer Barabfindung, der Einladung zur HV, des Beschlusses der HV, der Eintragung ins Firmenbuch etc. Schwierig wird die Zurechnung va dann, wenn Ereigniszeitpunkte und Information nicht exakt spezifizierbar sind. Es ist iA schwer feststellbar, in welchem genauen Zeitpunkt etwa Gerüchte über einen bevorstehenden Gesellschafterausschluss das erste Mal auf dem Markt auftreten oder ob eine allgemeine Information zu gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen auch in der Weise gedeutet werden kann, dass ein Squeeze-out bevorsteht.

⁸⁸⁴ Vgl Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 158.

Die Möglichkeit der Zurechnung genau identifizierter Informationen auf genau definierte Ereigniszeitpunkte wird erstens durch einen kontinuierlichen Informationsfluss und zweitens durch Ereignisse gestört, die im zeitlichen Umfeld des Ereigniszeitpunktes geschehen und den Börsenkurs beeinflussen.⁸⁸⁵ Ein „**kontinuierlicher Informationsfluss**“ bedeutet, Informationen in Bezug auf ein Ereignis, wie zB zum Gesellschafterausschluss, gelangen über einen längeren Zeitraum verteilt auf den Kapitalmarkt. Ein Beispiel vermag das Problem zu veranschaulichen:⁸⁸⁶ Der Börsenkurs beträgt bis zum Ereigniszeitpunkt $t \in 50$, im Zeitraum zwischen den Zeitpunkten t und t_1 steigt er kontinuierlich auf 55, um im Zeitpunkt t_1 aufgrund der Ad hoc-Mitteilung zum Squeeze-out einen Sprung auf € 60 zu machen. Eine zentrale Frage zum Börsenkurs lautet, inwieweit in den Kursanstieg von € 50 auf € 55 schon (vage) Informationen zum Gesellschafterausschluss eingeflossen sind oder ob Informationen über das Unternehmen mit anderem Inhalt hierfür ausschlaggebend sind.

Es gilt, einer Information die **Verantwortung für die Kursänderung** zuzurechnen: Dies kann zB für die Behandlung von Synergieeffekten bei der Bemessung der Barabfindung von Bedeutung sein. Werden gesellschaftsrechtliche Maßnahmen bekannt, die wie ein Squeeze-out auch zu Synergien führen, so werden sie in den Börsenkurs eingepreist; der Kurssprung kann als Wert dieser Verbundeffekte interpretiert werden. Allerdings ist fraglich, ob hierbei vom Börsenkurs im Zeitpunkt t (€ 50) oder im Ereigniszeitpunkt t_1 vor der Bereitstellung der Information (€ 55) auszugehen ist. Demnach würde der Synergieeffekt in einen Fall € 10 und im anderen € 5 betragen.⁸⁸⁷

Deutlich wird daran auch, dass die Bildung eines Durchschnittskurses aus den Börsenkursen vor und nach Bereitstellung der Information (€ 50 oder € 55 einerseits und € 60 andererseits) weder den Gleichgewichts-Börsenkurs vor noch jenen nach Bekannt-

⁸⁸⁵ Zu diesen Störungen und Ausführungen vgl. *va Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs*, 158.

⁸⁸⁶ Zu diesem Beispiel vgl. *Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs*, 158.

⁸⁸⁷ Ob Synergien in die Abfindung an die auszuschließenden Minderheitsgesellschafter ganz, teilweise oder nicht einzubeziehen sind, interessiert an dieser Stelle (noch) nicht, denn hier geht es ausschließlich um deren Quantifizierung.

tgabe der Maßnahme widerspiegelt.⁸⁸⁸ Deshalb ist die Identifikation von **Information und Informationszeitpunkt** erforderlich. Als Informationen kommen hierbei vornehmlich in Frage die **Ad hoc-Mitteilung**, mit der bislang nicht publizierte bedeutende Informationen aus einem bestimmten Anlass,⁸⁸⁹ wie zB der Entscheidung über einen Squeeze-out, gegeben werden, und darüber hinaus auch Äußerungen von Organen der Gesellschaft, des Hauptgesellschafters und von Analysten, ferner Berichte in Wirtschafts- und anderen Medien etc. Der **Tag der HV** erscheint zwar generell als bedeutender Ereigniszeitpunkt, im Fall des Gesellschafterausschlusses wird er allerdings von untergeordneter Bedeutung sein. Denn aufgrund der Mehrheitsverhältnisse ist idR nicht daran zu zweifeln, dass der Beschluss auf der HV zustande kommt.⁸⁹⁰ Beschlüsse auf der HV sind iA nicht überraschend, schon mit der Einladung zur HV und deren Publizität stehen dem Kapitalmarkt kursrelevante Informationen zur Verfügung.⁸⁹¹ Der formale Beschluss der HV wäre zB beim Squeeze-out nur dann ein für den Börsenkurs relevanter Ereigniszeitpunkt, wenn auf der HV die angebotene Barabfindung erhöht wird.

Aus der modellhaften Sicht des Kapitalmarkts kommt ausschließlich ein **Stichtagskurs** in Frage, denn mit der Verfügbarkeit einer Information stellt sich unmittelbar ein neuer Gleichgewichtspreis ein. Der **ökonomisch korrekte Stichtag** jenes Börsenkurses, der als Grundlage für die Bemessung der Abfindung für auszuschließende Gesellschafter dienen soll, kann grundsätzlich vor oder nach der Information über die Absicht eines Squeeze-out liegen:

- „**vor Bekanntgabe**“ bedeutet keine Einpreisung von Erwartungen zur Maßnahme;
- „**nach Bekanntgabe**“ bedeutet die Einpreisung von Erwartungen zur Maßnahme.

⁸⁸⁸ Vgl Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 158.

⁸⁸⁹ Vgl Enzinger in Aicher/Fina, FS Straube, 26.

⁸⁹⁰ Für den diesbezüglich vergleichbaren Fall eines Unternehmensvertrages vgl Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 159.

⁸⁹¹ Vgl Weber, ZGR 2004, 286.

Die Bekanntgabe ändert die Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer und führt folglich zu einem neuen Gleichgewichtskurs. Dagegen ist der Börsenkurs *vor* der Ankündigung frei von Erwartungen, die durch die Mitteilung generiert werden. Inhaltlich entscheidend ist, welche Art von veränderten Erwartungen die Maßnahme auslöst. Wenn man davon ausgehen kann, dass ausschließlich **Verbundeffekte** durch die Bereinigung der Gesellschaftersphäre eingepreist werden, dann spiegelt der Anstieg des Börsenkurses durch die Bekanntgabe diese Verbundeffekte wider. Ob in der Folge der Börsenkurs vor oder nach Bekanntgabe maßgeblich ist, hängt von der Antwort auf die Frage nach der Einbeziehung derartiger Effekte ab: Soll der für die Abfindung maßgebliche Börsenkurs Synergien **enthalten**, so ist der Börsenkurs *nach* Bekanntgabe zu verwenden, soll er sie dagegen **nicht umfassen**, so ist der Börsenkurs *vor* Bekanntgabe maßgeblich. In den Börsenkurs nach Bekanntgabe des Squeeze-out eingepreiste Erwartungen können allerdings zB auch die **Höhe der erwarteten Barabfindung** betreffen.⁸⁹²

Beim Gesellschafterausschluss sind für die Bemessung der Barabfindung jene Verhältnisse der Gesellschaft zugrunde zu legen, wie sie im Zeitpunkt der HV bestehen; für die Beurteilung der Angemessenheit gilt der Tag der HV als Stichtag (§ 2 Abs 2 Satz 2 GesAusG).⁸⁹³ Fallen der maßgebliche Stichtag der Börsenkurses und der Bewertungsstichtag in Gestalt des Tags der HV nicht zusammen, weil zB Synergieeffekte und andere Erwartungen zur gesellschaftsrechtlichen Maßnahme wegen rechtlicher Wertungen nicht eingepreist sein sollen, so entsteht die Frage des Brückenschlags zwischen den beiden Stichtagen: Der Börsenkurs am **Stichtag** vor der Information, den man auf den Tag vor der Ad hoc-Mitteilung festlegen kann, ist hier auf die Verhältnisse am **Tag der HV** hochzurechnen. Das Börsesgeschehen zwischen Bekanntgabe und Bewertungsstichtag wird hierbei am sinnvollsten durch das Abstellen auf einen relevanten Börseindex berücksichtigt. Ein derartiger Index kann ein Branchenindex, der das Unternehmen umfasst, oder auch ein landesbezogener Börseindex sein.⁸⁹⁴

⁸⁹² Zu diesem Einfluss auf den Börsenkurs vgl Abschnitt V. F. 3. c.

⁸⁹³ Vgl auch § 320b oder § 305 dAktG.

⁸⁹⁴ Vgl zB Hüttemann, ZGR 2001, 462 ff; Weber, ZGR 2004, 287.

Ein **Beispiel** vermag dies zu veranschaulichen:⁸⁹⁵ Am Tag der Ad hoc-Mitteilung liegt der Börsenkurs bei € 100 und der maßgebliche Börseindex bei 2.200, der Börseindex steigt (fällt) bis zum Tag der HV auf 2.222 (2.178), so dass der für die Abfindung maßgebliche (fiktive) Börsenkurs durch die Rechnung „ $100 \cdot 2.222 / 2.000$ “ („ $100 \cdot 2.178 / 2.000$ “) hochgerechnet werden kann und € 110 (90) beträgt.

Die **Hochrechnung** zwischen Informations- und Bewertungsstichtag kann allerdings auch Bedenken bereiten. Die Verwendung eines Branchenindex ist dann problematisch, wenn die Gesellschaft einer Branche nicht eindeutig zurechenbar ist oder wenn in diese Zeitspanne kursrelevante Ereignisse im oder um das Unternehmen ohne einen Bezug zum Gesellschafterausschluss fallen.⁸⁹⁶

In einer **retrospektiven Analyse** des Kapitalmarktes kann nach einem oder mehreren Ereignissen gesucht werden, das oder die die Erwartungen der Marktteilnehmer veränderten und zu einem neuen Gleichgewichtskurs führten. Man versucht, vornehmlich signifikante Änderungen des Börsenkurses mit Informationen zu verbinden, die zeitgleich oder kurz davor für die Kapitalmarktteilnehmer zugänglich waren. Ausgewertet werden hierfür einerseits Kapitalmarktdaten und andererseits nimmt man Recherchen hinsichtlich Printmedien, Aktivitäten im Rahmen von Investor Relations, Pressekonferenzen etc vor.⁸⁹⁷

c. Die Zirkularität des Börsenkurses ab dem Informationstag

Das Ereignis der Information über einen Gesellschafterausschluss verändert die **erwarteten Zahlungen aus dem Anteil** und wird in den Börsenkurs eingepreist. Die Ankündigung des Squeeze-out muss allerdings noch keine Angabe über die voraussichtliche Höhe der Barabfindung enthalten, und zwar weder absolut als Geldbetrag

⁸⁹⁵ Zu einem derartigen Beispiel vgl *Weber*, ZGR 2004, 287.

⁸⁹⁶ Als Beispiel nennt *Weber*, ZGR 2004, 287 Fn 14, ein Bergbauunternehmen, das überraschend einen bedeutenden Rohstofffund macht.

⁸⁹⁷ Vgl *Weber*, ZGR 2004, 286.

noch relativ als Verhältnis zB zu einem Durchschnittskurs. Bereits vom Ereignis der **Erstankündigung** geht ein Effekt auf den Börsenkurs aus, wenngleich er nicht stets eine signifikante Veränderung bedeuten muss. Die **Höhe der Barabfindung** kann danach bekannt gegeben werden und muss spätestens mit der Einladung zur HV feststehen. Sowohl die Bekanntgabe ohne Abfindungsangebot als auch die spätere Information über die Abfindungshöhe ändern die erwarteten Zahlungen aus dem Anteil und folglich den Börsenkurs.⁸⁹⁸

Empirische Kapitalmarktanalysen zeigen, dass die **Information** über ein Abfindungsangebot oder ein Umtauschverhältnis bei Verschmelzungen die Unsicherheit der Kapitalmarktteilnehmer und in der Folge die Schwankungsbreite des Börsenkurses, dh seine „Volatilität“, erheblich vermindert.⁸⁹⁹ Der Börsenkurs einer Gesellschaft, für dessen Squeeze-out ein Abfindungsangebot – entweder vor der Einladung oder im Rahmen der Einladung zur HV - vorliegt, entwickelt sich auf das Niveau der Abfindung zu.⁹⁰⁰ Ist er geringfügig höher als die Abfindung, dann kann darin die Erwartung einzelner Kapitalmarktteilnehmer erkannt werden, dass im Rahmen der HV oder einer gerichtlichen Nachprüfung das Abfindungsangebot noch erhöht werden könnte.⁹⁰¹

Verändert sich der Börsenkurs mit dem Ereignis der Abfindungsinformation mehr oder weniger auf das Niveau dieser Abfindung, dann kann einem Börsenkurs ab diesem Informationsstichtag keine Maßgeblichkeit für die Bemessung der Barabfindung mehr zukommen. Anderenfalls besteht das **Problem der Zirkularität**: Der Börsenkurs orientiert sich am Abfindungsangebot und bewegt sich auf diesen Wert zu und gleichzeitig soll der Börsenkurs als Stichtags- oder als Durchschnittskurs uU bis zum Tag der HV für die endgültige Bemessung der Abfindung maßgeblich sein.

Das Abfindungsangebot ist **ab den Tag der Abfindungsinformation** in den **Stichtagsbörsenkurs** vollständig eingepreist. Wird ein **Durchschnittsbörsenkurs** für einen

⁸⁹⁸ Vgl *Bungert*, BB 2001, 1163 ff.

⁸⁹⁹ Vgl *Weber*, ZGR 2004, 288.

⁹⁰⁰ Zu einem praktischen Fall – „Constantia Packaging“ – vgl *Schneid*, Die Presse 22.7.2011, 19.

⁹⁰¹ Vgl *Pluskat*, NZG 2008, 366; idS auch schon *Drukarczyk*, AG 1973, S. 363.

Referenzzeitraum ermittelt, der auch eine Zeitspanne nach diesem Informationstag umfasst, so enthält er zumindest teilweise das Abfindungsangebot. In beiden Fällen (Stichtags- und Durchschnittsbörsekurs) liegt Zirkularität dann vor, wenn der Börsenkurs als maßgeblich für die Abfindungshöhe erachtet wird. Das Problem der Zirkularität hat zur Folge, dass einem Börsenkurs jedenfalls ab dem Tag der Abfindungsinformation keine Maßgeblichkeit für die Festlegung der endgültigen Abfindung und für die Beurteilung ihrer Angemessenheit zukommen kann. Abbildung 7 veranschaulicht das Problem der Zirkularität des Börsenkurses.

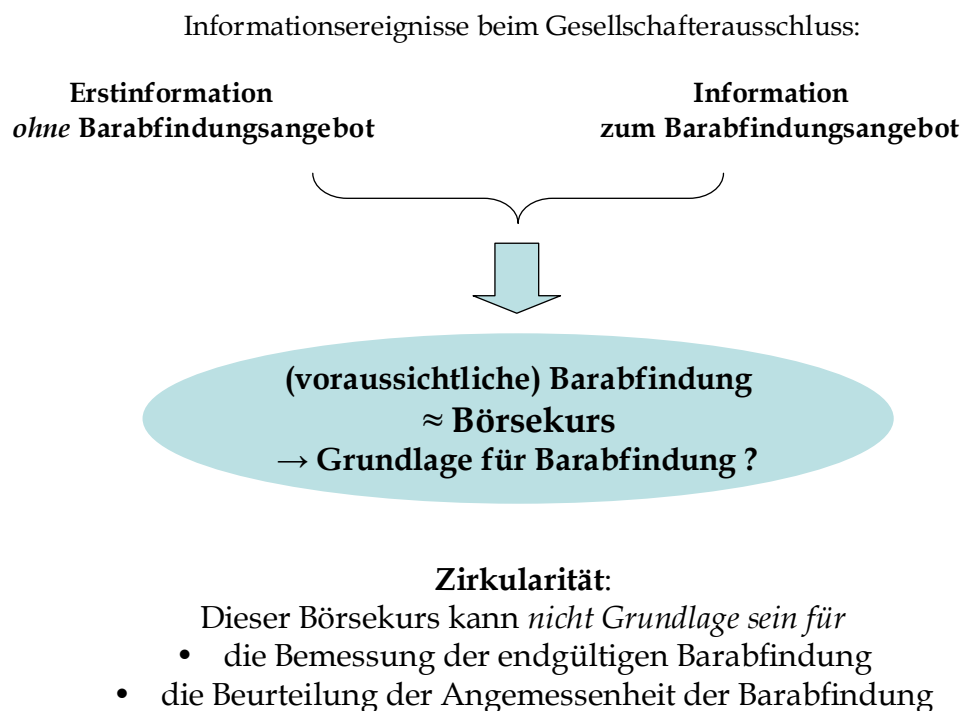


Abbildung 7: Die Zirkularität des Börsenkurses beim Gesellschafterausschluss

Erfolgt eine Erstinformation zum Gesellschafterausschluss ohne Barabfindungsangebot, so bilden die Kapitalmarktteilnehmer Erwartungen zur voraussichtlichen Höhe der Barabfindung in der Weise, dass auch erwartete **Verbundeffekte** zwischen der Gesellschaft und dem Hauptgesellschafter antizipiert werden. Vermutet man hohe positive Synergieeffekte, so werden die Kapitalmarktteilnehmer idR davon ausgehen, dass auch sie sich in der Barabfindung niederschlagen werden. Die Erwartun-

gen auf dem Kapitalmarkt betreffen somit sowohl die Höhe der Abfindung als auch die Höhe der (positiven) Synergieeffekte.

Wenn man von der Prämisse ausgeht, dass ein effizienter Kapitalmarkt vorliegt und folglich der Börsenkurs vor dem Ereignis der Erstinformation den wahren Wert der Aktie abbildet, dann und nur dann spiegelt die Veränderung des Börsenkurses ab dem Tag der Erstinformation die Höhe der erwarteten Synergien zum Hauptgesellschafter wider. Mit abnehmender Kapitalmarkteffizienz wird der Börsenkurs allerdings insb auch von Erwartungen zur Abfindungshöhe beeinflusst. Ab dem Ereignis der Information über die voraussichtliche Abfindungshöhe spielen die Verbundeffekte zum Hauptgesellschafter dagegen keine Rolle mehr, die Information über die Abfindung verdrängt die Frage der Verbundeffekte und der Börsenkurs nähert sich asymptotisch der voraussichtlichen Abfindung an.

d. Zufällige Kursschwankungen, Trend und Durchschnittsbildung

In der Modellwelt des Kapitalmarkts ist der Verlauf eines Börsenkurses ausschließlich vom Eintreffen neuer Informationen abhängig. Der Gleichgewichtspreis spiegelt in jedem Zeitpunkt alle verfügbaren Informationen wider. In der realen Welt der unvollkommenen Kapitalmärkte wird der Börsenkurs allerdings auch von bislang nicht erörterten Umständen und Parametern beeinflusst. Einfluss auf die Höhe des Börsenkurses entfalten auch:⁹⁰²

- „**Noise Trader**“, dh Kapitalmarktteilnehmer, die ohne eigene Informationen und Analysen Handel betreiben.⁹⁰³
- Kapitalmarktteilnehmer, die aus ihrer kurzfristigen **Liquiditätssteuerung** heraus Aktien verkaufen, um liquide Mittel zu erhalten, oder kaufen, um überschüssige liquide Mittel anzulegen.
- Kapitalmarktteilnehmer, die in ihrem **Portfolio** eine *konstante* Risikostruktur beibehalten wollen und angesichts von Verschiebungen der Risiken einzelner

⁹⁰² Vgl Weber, ZGR 2004, 290.

⁹⁰³ Vgl Dollinger, The fair squeeze-out compensation, 56.

Anlagen, die idR aus deren Kursentwicklungen abgeleitet werden, ihr Portfolio umschichten, dh Kauf- und Verkaufstransaktionen durchführen müssen;

- Kapitalmarktteilnehmer, die in ihrem **Portfolio** eine *veränderte* Risikostruktur anstreben und daher einzelne Aktien zu ihrem Portfolio kaufen oder einzelne daraus verkaufen müssen.

Derartige Handelsaktivitäten und ihr Einfluss auf den Börsenkurs beruhen nicht auf veränderten Erwartungen, denen neue Informationen zugrunde liegen. Durch diese Käufe und Verkäufe von Aktien kann sich der Börsenkurs vom wahren, dh kapitalmarkttheoretischen Wert entfernen. Falls auf dem Kapitalmarkt ausreichend solche Akteure vorhanden sind, die „fundamental“, also iSd Kapitalmarkttheorie ihre Entscheidungen treffen, würden diese derart bedingte Schwankungen des Börsenkurses erkennen und zu entsprechenden Transaktionen veranlasst werden; dieser Arbitrageprozess würde zum Gleichgewichtspreis zurückführen.

Auf realen Kapitalmärkten ist allerdings *erstens* fraglich, ob fundamental orientierte Kapitalmarktteilnehmer ausreichend vorhanden sind. Gerade beim Gesellschafterausschluss entfällt auf die Gesamtzahl der **Minderheitsgesellschafter** eine Beteiligung von höchstens 10 %. Minderheitsaktionäre können sich in ihren Entscheidungen idR nicht auf eigene Fundamentalanalysen stützen, da ihnen hierfür das Instrumentarium und die Ressourcen fehlen. Folglich treten Minderheitsgesellschafter vielfach als Noise Trader auf. Da sie meist keine institutionellen Anleger darstellen, spielen bei ihren Handelsaktivitäten idR auch Aspekte der kurzfristigen Liquiditätssteuerung eine bedeutende Rolle.

Zweitens setzt ein von fundamental orientierten Kapitalmarktteilnehmern getragener Arbitrageprozess einen adäquaten **Informationsstand** voraus. Je weniger der reale Kapitalmarkt informations- und alloktionseffizient ist, umso weniger verlässlich ist eine systemimmanente Entwicklung zum Gleichgewichtspreis. Der Arbitrageprozess tritt nicht ein, dauert sehr lange oder führt zu einem im Vergleich zum Idealzustand falschen Gleichgewichtspreis.

Auf realen Aktienmärkten wird der Anteil jener Händler, die nicht fundamental orientiert kaufen und verkaufen, für besonders hoch erachtet. Die aufgeführten Umstände des Noise Trading, des Handels aus Liquiditätsgründen und der Portfolioumschichtung beeinflussen die Börsenkurse tendenziell bei allen Aktien. Angesichts dieser Volatilität kann der Börsenkurs „nicht kritiklos herangezogen werden“⁹⁰⁴. Das Ausmaß dieser **zufälligen Schwankungen** des Börsenkurses ließe sich nur bei Kenntnis des wahren Werts quantifizieren; diese Information ist auf realen Kapitalmärkten jedoch meist nicht oder lediglich in Gestalt einer großen Bandbreite an Werten verfügbar.⁹⁰⁵

Das Problem der zufälligen Schwankungen des Börsenkurses (um einen mehr oder weniger unbekannten Gleichgewichtspreis) könnte man durch eine einfache **Durchschnittsbildung** der Börsenkurse über einen mehr oder weniger langen Zeitraum zu lösen versuchen. Das Argument für die Mittelung des Börsenkurses lautet, damit seine zufälligen Abweichungen vom Gleichgewichtspreis auszugleichen.⁹⁰⁶

Die Durchschnittsbildung verlangt die Festlegung eines **Referenzzeitraums**. Ob seine Länge mit einigen Tagen, Wochen, Monaten oder gar Jahren bemessen wird, dazu bestehen in Literatur wie Rsp sehr unterschiedliche Vorstellungen.⁹⁰⁷ Die Frage der Länge des Referenzzeitraums lässt sich nicht allgemeingültig beantworten, denn zu unterschiedlich sind die zufälligen Schwankungen und weitere kursrelevante Einflüsse.⁹⁰⁸ Unabhängig von der Frage der Länge des Referenzzeitraums liegt der Fokus im Folgenden auf der **Mittelung** bei Vorliegen eines Trends, ferner sind die Bedeutung unternehmensspezifischer und allgemeiner Informationen sowie der Lage des Referenzzeitraums zu untersuchen.

⁹⁰⁴ Krejci, Unternehmensrecht – mit Wertpapierrecht, 205.

⁹⁰⁵ Vgl Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 160.

⁹⁰⁶ Vgl Luttermann, RIW 2009, 10, der angesichts von Verzerrungen des Börsenkurses einen zwei- bis dreijährigen Referenzzeitraum für die Durchschnittsbildung vorschlägt. Dass mit einer Durchschnittsbildung auch Auswirkungen möglicher Manipulationen des Börsenkurses entgegengewirkt werden soll, wird im Kontext der Kursmanipulation bzw gezielten Beeinflussung erörtert werden.

⁹⁰⁷ Vgl zB Komp, Zweifelsfragen des aktienrechtlichen Abfindungsanspruchs, 385; Luttermann, RIW 2009, 10; Vetter, DB 2001, 1351.

⁹⁰⁸ Vgl Weber, ZGR 2004, 291.

Die Mittelung des Börsenkurses über einen bestimmten Zeitraum gleicht zufällige Kursschwankungen nur dann aus, wenn eine stationäre Zeitreihe, dh wenn weder ein positiver oder noch ein negativer **Trend des Börsenkurses** vorliegt. Ein Beispiel soll dies veranschaulichen:⁹⁰⁹

Der Gleichgewichtskurs einer **Aktie A** beträgt konstant € 100, folgt also keinem Trend. In fünf Zeitpunkten (t_1 bis t_5) beträgt der Börsenkurs der Aktie A (110; 105; 100; 90; 95); die zufälligen Kursschwankungen betragen (+10; +5; 0; -10; -5). Die Mittelung führt zum Gleichgewichtspreis von € 100 und gleicht die Zufallsschwankungen des Börsenkurses aus.

Der Gleichgewichtskurs einer **Aktie B** folgt dagegen einem positiven Trend. In den fünf Zeitpunkten (t_1 bis t_5) liegt ihr wahrer Wert bei (100; 105; 110; 115; 120). Die gleichen zufälligen Kursschwankungen wie bei Aktie A (+10; +5; 0; -10; -5) führen für die Aktie B zu den folgenden fünf tatsächlichen Börsenkursen (110; 110; 110; 105; 115). Der Durchschnitt dieser Börsenkurse beträgt € 110, der wahre Wert der Aktie B im Zeitpunkt t_5 liegt allerdings bei € 120.

Diese Überlegungen zu einem **Börsenkurs mit Trend** zeigen, dass der **durchschnittliche** Börsenkurs bei einem positiven oder negativen Trend den wahren Wert im Betrachtungszeitpunkt **verfehlt**. Dieser Betrachtungszeitpunkt liegt am Ende des Referenzzeitraumes, in unserem Beispiel in t_5 . Eine einfache Mittelung von Börsenkursen ist bei einer einem Trend folgenden Börsenkursentwicklung logisch falsch.⁹¹⁰

Statt der Bildung eines durchschnittlichen Börsenkurses über einen Referenzzeitraum wäre es korrekt, die tatsächlichen Börsenkurse um ihre zufälligen Schwankungen zu **bereinigen** und den Gleichgewichtsbörsenkurs im **maßgeblichen Zeitpunkt** zu wählen. Dh nicht ein Durchschnitts-, sondern ein **Tageskurs** führt zum relevanten Wert. Dieser Wert kann näherungsweise auch dadurch erreicht werden, dass man den Re-

⁹⁰⁹ Zu diesem Beispiel und den Schlussfolgerungen vgl *Weber*, ZGR 2004, 292; *Weber* in *Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber*, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 160.

⁹¹⁰ Vgl *Weber*, ZGR 2004, 292.

ferenzzeitraum eines Durchschnittskurses sehr kurz bemisst;⁹¹¹ allerdings liegt die Rechtfertigung eines längeren Durchrechnungszeitraums gerade in der angestrebten Elimination zufälliger Kursschwankungen, die bei einem sehr kurzen Zeitraum nicht immer gelänge.⁹¹² Mithin befindet man sich in einem Dilemma, denn beide Wege der Ermittlung eines maßgeblichen Börsenkurses werden nicht gleichzeitig den Problemen der zufälligen Schwankungen und des Trends gerecht:

- Wählt man den **Tageskurs** im maßgeblichen Zeitpunkt, so berücksichtigt man den wahrscheinlichen Fall eines Trends in der Börsenkursentwicklung korrekt, nimmt aber gleichzeitig das Problem eines durch zufällige Schwankungen verzerrten Börsenkurses in Kauf.
- Wählt man den **durchschnittlichen Börsenkurs** eines Referenzzeitraums, so werden zufällige Schwankungen des Börsenkurses grundsätzlich eliminiert, allerdings wird ein möglicher positiver (negativer) Trend nicht berücksichtigt und der Durchschnittskurs ist im Vergleich zum korrekten Kurs zu niedrig (zu hoch).

e. Durchschnittskurs: neue Informationen und die Antizipation von Ereignisinformationen

Stehen den Kapitalmarktteilnehmern im Referenzzeitraum eines durchschnittlichen Börsenkurses **neue Informationen zum Unternehmen** zur Verfügung, so schwächt die Mittelung die Wirkung der neuen Information tendenziell ab. Das Beispiel eines Unternehmens, das im Betrachtungszeitpunkt kurz vor der Insolvenz steht, kann dieses Resultat der Durchschnittsbildung veranschaulichen:⁹¹³ Am Beginn des Referenzzeitraums von zB drei Monaten beträgt der Börsenkurs € 61. Laufend eintreffende neue Informationen zur wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens lassen den

⁹¹¹ Vgl Weber, ZGR 2004, 293.

⁹¹² Vgl zB Aschauer/Schiebel, RWZ 2009, 310.

⁹¹³ Zu diesem Beispiel und den Schlussfolgerungen vgl Weber, ZGR 2004, 293.

Börsekurs am letzten Tag des Durchrechnungszeitraums auf € 1 sinken. Der durchschnittliche Börsekurs beträgt über diese drei Monate € 31, über die letzten zwei Monate € 21, über den letzten Monat € 11 und über die letzte Woche € 3,50.

Derartige neue Informationen über das Unternehmen sind anders als ein unternehmens- oder gesamtwirtschaftlicher Trend in der Kursentwicklung, der iA mittel- bis langfristig gilt. Diese Unternehmensinformationen beeinflussen den fundamentalen Börsekurs in kurzfristiger Sicht. Mit der Mittelung der Kurse wirken sich neue Unternehmensinformationen im Durchschnittskurs nur partiell aus, dh er weicht vom wahren Wert am Ende des Referenzzeitraums uU erheblich ab.

Am obigen Beispiel wird auch deutlich, dass ein durchschnittlicher Börsekurs die **Verwertungsmöglichkeiten** eines Minderheitsaktionärs in einem bestimmten Zeitpunkt **idR verzerrt** abbildet. Für eine Veräußerung ist stets der Tageskurs ausschlaggebend. Der durchschnittliche Börsekurs entspricht nur im Ausnahmefall dem Tageskurs eines fiktiven Verkaufs, er ist also idR niedriger (höher) als der fiktive Stichtagskurs für die Verwertung. Der Durchschnittskurs spiegelt die Verkaufsmöglichkeiten eines Minderheitsaktionärs und damit den Verkehrswert seiner Beteiligung iA nicht korrekt ab.⁹¹⁴

Vor diesem Hintergrund erscheint die in Literatur und Rsp zugrunde gelegte Verbindung zwischen **Verkehrswert** und durchschnittlichem Börsekurs problematisch.⁹¹⁵ Der Verkehrswert gilt als Untergrenze der Abfindung der Minderheitsgesellschafter, der Börsekurs wird als Spezialfall des Verkehrswerts angesehen und zur Elimination von Schwankungen und möglicher Manipulationen wird ein durchschnittlicher Börsekurs über einen Referenzzeitraum von zB drei Monaten vor der

⁹¹⁴ Vgl Weber, ZGR 2004, 293.

⁹¹⁵ Zu dieser Gleichsetzung vgl zB Luttermann, NZG 2007, 616.

beschließenden HV⁹¹⁶ oder vor dem Tag der Bekanntgabe der Maßnahme⁹¹⁷ zugrunde gelegt.⁹¹⁸

Im Kontext von Informationen über das Unternehmen sind auch **Dividenden und Sonderzahlungen**, die im Referenzzeitraum an die Aktionäre fließen, explizit zu berücksichtigen. Ein bewusst überzeichnetes Beispiel soll dies veranschaulichen:⁹¹⁹ Der Börsenkurs und der wahre Wert am Beginn des zweimonatigen Durchrechnungszeitraums betragen € 100, in der Mitte des Referenzzeitraums erfolgt eine Sonderausschüttung von € 50 pro Aktie, was zum neuen korrekten Börsenkurs in Höhe von € 50 führt, der bis zum Ende des Zeitraums konstant bleibt. Die einfache Mittelung würde einen Durchschnittskurs von € 75 ergeben, der allerdings die Sonderausschüttung übersieht und deshalb nicht korrekt ist. Vielmehr ist die im Referenzzeitraum liegende Sonderausschüttung dem gesunkenen Börsenkurs hinzuzurechnen, um zum wahren Wert der Aktie (€ 100) zu gelangen.

Neue Informationen zur allgemeinen Marktentwicklung betreffen nicht ein konkretes Unternehmen, sondern eine gesamte Branche oder die Volkswirtschaft. Ein markantes Beispiel bildet die Börsenkursentwicklung der „Dot Com“-Unternehmen um die Jahrtausendwende. Der schrittweise Niedergang der gesamten Branche kann anhand der OnVistAG, die am deutschen Neuen Markt notierte, exemplarisch veranschaulicht werden:⁹²⁰

Der **Branchenentwicklung** folgend fiel ihr Börsenkurs innerhalb eines Jahres vom Höchststand ca € 30 auf € 5,80 am Stichtag 26. Juni 2001. Bildet man für unterschiedlich lange Referenzzeiträume die durchschnittlichen Börsenkurse, so betragen sie auf Basis eines Jahres € 17,84, des letzten halben Jahres € 12,49, des letzten Quartals € 11,32 und des letzten Monats € 10,21. Vom Tageskurs am letzten Tag des Referenzzeitraums (€ 5,80) liegt jeder der Durchschnittskurse weit entfernt; obendrein erreich-

⁹¹⁶ Vgl BGH, 12.3.2001, II ZB 15/00.

⁹¹⁷ Vgl BGH, 19.7.2010, II ZB 18/09.

⁹¹⁸ Vgl VfGH, 28.9.2002, G286/01; VfSlg 16636/2002; im Detail: Abschnitt III. zur deutschen und österreichischen Rsp zur Maßgeblichkeit des (durchschnittlichen) Börsenkurses.

⁹¹⁹ Zu diesem Beispiel und den Schlussfolgerungen vgl Weber, ZGR 2004, 293.

⁹²⁰ Zu diesem Beispiel und den Schlussfolgerungen vgl Weber, ZGR 2004, 294.

te kein Tageskurs nach dem Referenzzeitraum auch nur annähernd die obigen Durchschnittskurse.

Neue Informationen über Branche oder Volkswirtschaft im Referenzzeitraum können den durchschnittlichen Börsenkurs wesentlich beeinflussen; auch hier spiegelt er die Verwertungsmöglichkeiten des Minderheitsgesellschafters am Ende des Referenzzeitraums nur im Ausnahmefall wider. Negative (positive) Informationen über Branche und Volkswirtschaft führen zu einem Durchschnittskurs, der über (unter) jenem Verkehrswert liegt, der im Betrachtungszeitpunkt, dh am letzten Tag des Referenzzeitraums gilt.

Neue Informationen über die **Gesamtwirtschaft** betreffen zB Konjunkturaussichten oder das allgemeine Zinsniveau; auch sie beeinflussen die Entwicklung der Börsenkurse. Das CAPM drückt mit dem Beta-Faktor die Sensitivität der erwarteten Rendite einer Aktie im Verhältnis zur erwarteten Rendite des gesamten Kapitalmarktes aus. Eine Änderung der allgemeinen Marktrendite beeinflusst – bei sonst unveränderten Parametern – die Aktienrendite eines konkreten Unternehmens; ein Beta-Faktor von genau 1 (> 1 , < 1) drückt einen gleich starken (stärkeren, schwächeren) Ausschlag des Börsenkurses dieses Unternehmens aus. Ohne jede neue Information über das Unternehmen kommt es zu einer Änderung, also zu einem Steigen oder Fallen seines Börsenkurses.⁹²¹

Bildet man einen durchschnittlichen Börsenkurs ohne Einbeziehung der **allgemeinen Marktentwicklung**, so verzerrt dies den Wert der einzelnen Aktie. Steigt (fällt) die Marktrendite im Referenzzeitraum, so zeigt der durchschnittliche Börsenkurs einen zu geringen (zu hohen) Wert der Aktie am letzten Tag des Referenzzeitraums, der den maßgeblichen Betrachtungszeitpunkt bildet. Beträgt der Börsenkurs einer Aktie am Beginn des Referenzzeitraums € 100 und entwickelt er sich ausschließlich wegen seiner Abhängigkeit vom Gesamtmarkt auf € 80 am Ende des Durchrechnungszeitraums, so entspricht der durchschnittliche Börsenkurs von € 90 nicht dem wahren

⁹²¹ Vgl Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 162.

Wert und nicht dem Verkehrswert im maßgeblichen Betrachtungszeitpunkt; Analoges gilt für den umgekehrten Fall.⁹²²

Der Börsenkurs einer Aktie verändert sich **während eines Handelstages** wegen eingehender Aufträge zum Verkauf und Kauf von Aktien laufend. Börsenkurse sind stets Momentaufnahmen und der Schlusskurs stellt jene zum Ende des Handelstages dar. Bei der Ermittlung eines durchschnittlichen Börsenkurses kann grundsätzlich auf den Durchschnittskurs eines Handelstages oder auf den Schlusskurs des Börsetages abgestellt werden.⁹²³

Von dieser Vereinfachung, dh der Verwendung des durchschnittlichen Tageskurses oder des Schlusskurses abgesehen, ist die **Höhe des Tagesumsatzes** mit einer Aktie nicht unbedeutend. Denn es macht einen Unterschied, ob Kursänderungen auf niedrige oder auf hohe Tagesumsätze zurückgehen. Tageskurse und Tagesumsätze sind parallel zu betrachten: Mit zunehmendem Umsatz werden Tageskurse immer bedeutender. Empirische Analysen zeigen zT stark schwankende Tagesumsätze. Durchschnittliche Börsenkurse, die ausschließlich auf Tageskurse ohne Umsatzgewichtung abstellen, weichen folglich uU erheblich von **umsatzgewichteten Durchschnittskursen** ab.⁹²⁴ Gerade vor und während eines Verfahrens zum Gesellschafterausschluss hält ein einziger Gesellschafter den weitaus größten Teil der Aktien. Geringe Tagesumsätze sind bei konzentriertem Eigentum der Normalfall und sie vermögen den Börsenkurs wesentlich zu beeinflussen.

Bislang galt die Annahme, jeder Information ließe sich ein genauer Ereigniszeitpunkt zuordnen. Realiter können allerdings Gerüchte am Kapitalmarkt *vor* einer Information wie der Ad hoc-Mitteilung auftreten.⁹²⁵ Diese **Antizipation von Ereignisinformationen** beeinflusst die Höhe des Börsenkurses. Aus Sicht der Kapitalmarkttheorie ist

⁹²² Vgl Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 162.

⁹²³ Vgl Weber, ZGR 2004, 298.

⁹²⁴ Zu einem Beispiel mit einer Gegenüberstellung derart ermittelter Durchschnittskurse vgl Weber, ZGR 2004, 294.

⁹²⁵ Zur Bedeutung von „Gerüchten“ im Vorfeld des Gesellschafterausschluss und zu ihrem möglichen Einfluss auf Börsenkurse vgl Dollinger, The fair squeeze-out compensation, 26.

die Analyse ihrer Bedeutung für den Börsenkurs außerordentlich schwierig bis unmöglich, denn zum einen fehlt es iA an einem genauen Ereigniszeitpunkt und zum anderen ist diese Art von Information im Modell nicht vorgesehen. Mithin ist unklar, wie Gerüchte auf Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer und auf Börsenkurse wirken können oder sollen.⁹²⁶

Im Kontext des **Gesellschafterausschlusses** ist vorstellbar, dass Kapitalmarktteilnehmer Ausschau nach Unternehmen halten, bei denen ein Gesellschafter - einschließlich der mit ihm verbundenen Unternehmen - eine sehr hohe Beteiligung hält, die nahe an, genau bei oder bereits über der für den Squeeze-out notwendigen Anteilsschwelle liegt. In einer derartigen Konstellation kann die Wahrscheinlichkeit eines Gesellschafterausschlusses sehr hoch sein; ggf lassen sich Indizien für einen bevorstehenden Ausschluss aus Handlungen des Hauptgesellschafters gewinnen. Auf einem nicht vollkommen informationseffizienten Kapitalmarkt stehen derartige Informationen nicht jedem zur Verfügung, so dass einzelne Kapitalmarktteilnehmer ihre vage Erwartung eines bevorstehenden Gesellschafterausschlusses für Handelsaktivitäten nutzen können. Diese Antizipation einer Ereignisinformation löst mithin Kursänderungen aus.⁹²⁷

Unser **Resümee** zur Bildung eines **durchschnittlichen Börsenkurses** über einen Referenzzeitraum vor dem maßgeblichen Betrachtungszeitpunkt lautet:

- Nur in einer stationären Situation, dh bei einem konstanten wahren Wert, ist ein Durchschnittskurs geeignet ist, zufällige Schwankungen im Zeitablauf auszugleichen.
- In allen anderen erörterten Konstellationen, dh bei Vorliegen eines Trends, bei neuen Informationen über das Unternehmen, über die Branche und über den Gesamtmarkt sowie bei der Antizipation von Ereignisinformationen ist er deshalb konzeptionell falsch, weil er weder den wahren Wert noch den Verkehrswert im Betrachtungszeitpunkt darstellt.

⁹²⁶ IdS vgl Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 162.

⁹²⁷ Vgl Daske/Bassemir/Fischer, zfbf 2010, 282

f. Die Einpreisung von Ereignisinformationen nach dem Ereigniszeitpunkt

In der Idealwelt des Kapitalmarkts werden neue Informationen im Ereigniszeitpunkt vollständig und korrekt in den neuen Gleichgewichtspreis verarbeitet, dh in den Börsenkurs eingepreist. Auf realen Kapitalmärkten können Ereignisinformationen zum einen verzögert und zum anderen zu stark oder zu schwach in den Börsenkurs eingehen.

Eine **verzögerte Verarbeitung** von Ereignisinformationen bedeutet, dass eine neue Information auf dem Markt nicht sofort zum neuen Gleichgewichtspreis führt, also korrekt eingepreist wird, sondern dass die Herausbildung des neuen korrekten Werts einen Zeitraum beansprucht. Beträgt zB der korrekte Börsenkurs bis zum Ereigniszeitpunkt t_0 € 100 und steht nun eine neue Information auf dem Markt zur Verfügung, so kann zunächst ein Teil dieser Information eingepreist werden und es erfolgt ein Kurssprung in t_0 auf € 110. Anschließend wird im Zeitraum zwischen t_0 und t_1 die Ereignisinformation kontinuierlich verarbeitet und der Börsenkurs steigt gleichmäßig bis zum neuen Gleichgewichtspreis von € 120. Erst in t_1 ist die Verarbeitung der Ereignisinformation abgeschlossen, sie benötigt also eine bestimmte Zeitspanne.⁹²⁸

Die verzögerte Verarbeitung von Ereignisinformationen wird idR den realen Normalfall darstellen. Trotz elektronischer Medien benötigt die Diffusion von neuen Informationen auf dem Kapitalmarkt eine gewisse Zeit, auch Analysten und Anleger benötigen realiter Zeit, um Informationen aus der unternehmerischen Rechnungslegung, aus Ad hoc-Mitteilungen usw aufzuarbeiten und in ihre Handelsaktivitäten einfließen zu lassen. Würde man zB für eine Abfindung von Minderheitsgesellschaften den Tageskurs nach Ad hoc-Mitteilung zum Gesellschafterausschluss in Höhe von € 110 aus dem obigen Beispiel verwenden, so würden die Minderheitsgesell-

⁹²⁸ Vgl Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 163.

schafter nicht den wahren Wert von € 120 erhalten, der sich aus der verzögerten Informationsverarbeitung ergibt.⁹²⁹

Die Einpreisung einer Ereignisinformation in den Börsenkurs kann nicht nur verzögert, sondern auch iSe **Über- oder Unterreaktion** erfolgen. Eine neue Information führt zu Verkaufs- und Kauftransaktionen der Kapitalmarktteilnehmer, der neue Börsenkurs löst uU weitere Handelsaktivitäten aus; die Meinungsbildung und der neue Gleichgewichtskurs brauchen einen gewissen Zeitraum. Ist die Kursänderung nach endgültiger Informationsverarbeitung größer als sie modelltheoretisch sein dürfte, so liegt eine Überreaktion vor,⁹³⁰ wird die neue Information dagegen zu schwach gewichtet, so vollführt der Markt eine Unterreaktion.⁹³¹

Dass neue Ereignisinformationen verzögert und obendrein zu stark oder zu schwach gewichtet werden, bedeutet, dass nicht nur die Kursänderung und der neue Gleichgewichtskurs am Tag der Ereignisinformation zu betrachten sind. Der Fokus ist vielmehr auch auf die Zeit nach dem Ereignistag zu richten. Ein Durchschnittskurs kann zwar zufällige Schwankungen, nicht aber eine Über- oder Unterreaktion des Kapitalmarktes ausgleichen.⁹³²

g. Die Liquidität des Kapitalmarktes (Marktenge)

Das Ausmaß der Reaktion des Börsenkurses sowohl auf neue Informationen als auch auf gewöhnliche Handelsaktivitäten hängt auch vom konkreten Handelsvolumen einer Aktie und der **Liquidität des Kapitalmarktes** ab.⁹³³ „Liquide“ ist ein Kapitalmarkt (in Bezug auf eine Aktie) dann, wenn auf ihm in jedem Zeitpunkt eine „größe-

⁹²⁹ Vgl. Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 163.

⁹³⁰ Vgl. Dollinger, The fair squeeze-out compensation, 27; Drukarczyk, AG 1973, 362.

⁹³¹ Vgl. Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 163.

⁹³² Vgl. Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 164.

⁹³³ Vgl. Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 185; Dollinger, The fair squeeze-out compensation, 21 ff.

re Menge“ an Aktien eines Unternehmens verkauft oder gekauft werden kann, ohne dass dies zu einem Kursabschlag oder Kurszuschlag führt.⁹³⁴ Ist der Kapitalmarkt nur eingeschränkt liquide, dann hängt die Entwicklung des Börsenkurses auch vom konkreten Handelsvolumen ab.⁹³⁵ Ein liquider Kapitalmarkt weist die folgenden Eigenschaften auf:⁹³⁶

- „**Markttiefe**“, dh zum Börsetageskurs gibt es weitere limitierte Aufträge auf Kauf oder Verkauf,
- „**Marktbreite**“, dh es liegt ein „hohes“ Volumen an Kauf- oder Verkaufsaufträgen vor;
- „**Sofortigkeit**“, dh der Markt absorbiert auch größere Aufträge ohne Verzögerung.

Im Kontext des Gesellschafterausschlusses kommt der Liquidität des Kapitalmarktes bzw der Aktie große Bedeutung zu: Wenn man einen Börsenkurs bei der Abfindungsbemessung für maßgeblich erachtet, dann soll er den **Verkehrswert** der Anteile widerspiegeln, also zeigen, welchen Erlös der Minderheitsgesellschafter bei einer **freien Entscheidung zur Desinvestition** der Aktie hätte erzielen können. Diese Betrachtung geht stillschweigend von der Annahme der Marktliquidität aus.

Auf einem realen Kapitalmarkt kann die Liquidität einer Aktie eingeschränkt sein. Der aktuelle Börsenkurs einer **Aktie C** von € 68 bedeutet nicht, dass Minderheitsgesellschafter ihre Anteile zu diesem Preis tatsächlich verkaufen können. Die Aussage eines Börsenkurses ist, dass am Tag seiner Festsetzung Angebot und Nachfrage zu diesem Preis führten. Liegt auf dem Markt ein zusätzliches Angebot oder eine zusätzliche Nachfrage vor, so vermag sich der Börsenkurs zu verändern. Am Folgetag könnten die folgenden Aufträge zum Kauf und Verkauf der Aktie C vorliegen:⁹³⁷

⁹³⁴ In der Kapitalmarkttheorie geht man davon aus, dass mit zunehmender Illiquidität des Marktes ein „Illiquiditätsabschlag“ („Illiquidity Discount“) eingepreist wird; vgl *Dollinger*, The fair squeeze-out compensation, 22; ferner schon *Drukarczyk*, AG 1973, 362.

⁹³⁵ Vgl *Weber* in *Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber*, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 167.

⁹³⁶ Vgl *Beckmann*, WPg 2004, 622.

⁹³⁷ Zu diesem Beispiel und den Schlussfolgerungen vgl *Weber* in *Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber*, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 167.

Kaufgebote Aktie C: 200 zu € 65, 500 zu € 66, 20 zu € 67;

Verkaufsgebote Aktie C: 1000 zu € 70, 300 zu € 69, 10 zu € 68.

Diese Kauf- und Verkaufsgebote zur Aktie C führen zu keinem Handel, denn das höchste Kaufgebot (€ 67) liegt unter dem niedrigsten Verkaufsgebot (€ 68). Ein Aktionär, der 20 Stück der Aktie C verkaufen möchte, muss einen Preis von € 67 (und damit im Vergleich zur Ausgangslage einen niedrigeren Erlös) akzeptieren; will derselbe Anleger eine größere Stückzahl der Aktie C verkaufen, so muss er einen weiteren Preisrückgang auf € 66 und € 65 hinnehmen.

Die Liquidität des Kapitalmarkts in Bezug auf eine konkrete Aktie hängt mit deren **Handelsvolumen** zusammen. Es gilt der allgemeine Zusammenhang: Je geringer der Umsatz, also die Zahl der gehandelten Aktien eines Unternehmens ist, umso schwächer ist die Liquidität ausgeprägt. Die Kapitalmarktforschung fokussiert nur insoweit auf das Problem der Liquidität, als sie eine Reihe von – uneinheitlichen – Liquiditätsmaßen anbietet.⁹³⁸ Zum Problem der Abhängigkeit des Börsenkurses von der Umsatzgröße trägt sie allerdings wenig bei; Einigkeit besteht insoweit, als die Entwicklung des Umsatzes einer konkreten Aktie durch Veränderungen des gesamten oder des Branchenaktienmarktes teilweise erklärbar ist.⁹³⁹ Auch in der Rsp sind relevante Kriterien „noch weitgehend ungeklärt“^{940, 941}

Mit sinkendem Handelsvolumen einer Aktie nimmt die Brauchbarkeit des Börsenkurses als deren **Verkehrswert** tendenziell ab.⁹⁴² Als pragmatische Antwort auf die Frage der Brauchbarkeit des Börsenkurses als Verkehrswert können **Mindestumsatzgrenzen** einer Aktie dienen: Überschreitet die Zahl der gehandelten Aktie die für sie definierte Umsatzuntergrenze, so gilt der Markt (in Bezug auf diese Aktie) als liquide. So wird zB in den USA eine Mindestumsatzgrenze in der folgenden Weise vorgeschlagen: Man ermittelt das durchschnittliche **wöchentliche Handelsvolumen** in

⁹³⁸ Vgl Gärtnner, Liquidität am deutschen Kapitalmarkt, 89 ff; auch schon zB Hasbrouck/Schwartz, Journal of Portfolio Management 1988, 10.

⁹³⁹ Vgl Weber, ZGR 2004, 298.

⁹⁴⁰ OLG Stuttgart, 14.2.2008, 20 W 9/06; AG 2008, 783.

⁹⁴¹ Vgl Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 1070.

⁹⁴² Vgl Thomas, Delisting und Aktienrecht, 72.

einem Zeitraum von mehreren Monaten vor dem relevanten Betrachtungszeitpunkt; ein Handelsvolumen pro Woche über 2 % der ausgegebenen Aktien gilt als starkes, über 1 % als substanzielles Indiz für Marktliquidität.⁹⁴³

Diese Mindestumsatzgrenze verlangt eine rege Handelstätigkeit und formuliert hohe Anforderungen an die Qualifikation des Marktes als liquide. Die Situation vor oder nach Ankündigung eines **Gesellschafterausschlusses** ist angesichts der Anteilsschwelle von 90 % durch eine extreme Anteilkonzentration beim Hauptgesellschafter gekennzeichnet. Ein wöchentliches Handelsvolumen von 1 oder 2 % der ausgegebenen Aktien erscheint uns bei Publikumsgesellschaften durchaus realistisch, beim vielfach vorliegenden Fall von Gesellschaften mit Kernaktionären uU möglich und in der Konstellation des Gesellschafterausschlusses erachten wir es allerdings für nahezu ausgeschlossen.

Diese Mindestumsatzgrenze stellt nicht auf einen absoluten Umsatzbetrag, sondern auf die Beziehung zwischen der Umsatzzahl und der Gesamtzahl der „outstanding Shares“ ab, sie ist also eine relative Grenze. In Erweiterung dieser Untergrenze könnte zusätzlich oder alternativ auch auf den sog „**Freefloat**“ abgestellt werden. Der Freefloat bildet den Anteil der frei handelbaren Aktien eines Unternehmens im Vergleich zur Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien ab; in diesem Ausmaß können Aktien von einem breiten Publikum erworben und verkauft werden. Offen bleibt allerdings, welche Mindestumsatzgrenze auf den Freefloat einer Gesellschaft verlangt wird, um von einem liquiden Markt sprechen zu können.⁹⁴⁴

Ein alternatives Vorgehen, das auf einen Handel an einer Mindest- oder „Vielzahl“⁹⁴⁵ an Tagen, wie zB der Hälfte der Handelstage, und damit auf den Ausweis von Geld-

⁹⁴³ Vgl *Weber*, ZGR 2004, 299. Für den deutschen Kapitalmarkt werden als quantitative Beschränkung zB Gesamtumsätze des letzten Jahres zwischen 3% und 5 % aller Aktien oder eine Umsatzmenge der betroffenen Aktien verlangt, der die Zahl der abfindungsberechtigten Aktien entspricht; vgl *Wilm*, NZG 2000, 238.

⁹⁴⁴ Vgl *Weber* in *Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber*, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 299.

⁹⁴⁵ Vgl OLG München, 11.7.2006, 31 Wx 041/05.

kursen in einem bestimmten Zeitraum basiert,⁹⁴⁶ erscheint uns problematisch. Denn hiermit wird in keiner Weise auf die Höhe des Umsatzes fokussiert, was allerdings für den Brückenschlag zwischen Börsenkurs und Verkehrswert unabdingbar ist.

Marktenge liegt mithin dann vor, wenn eine definierte Mindestumsatzgrenze nicht erreicht wird. Wann Marktenge genau vorliegt, dazu liefert die Kapitalmarktforschung bislang lediglich alternative Definitionen für Mindestumsatzgrößen. Derartige voneinander abweichende Kennzahlen vermögen nur einen Rahmen für die Beurteilung der Marktliquidität zu bieten. Letztlich ist eine **Analyse des Einzelfalls** nötig, um dem Kapitalmarkt in Bezug auf den Handel mit einer konkreten Aktie das Attribut „ausreichend liquide“ zusprechen zu können.⁹⁴⁷ Hierbei sind alle Transaktionen eines festzulegenden Zeitraums und ihre Auswirkungen auf die Höhe des Börsekurses zu untersuchen. Obendrein ist zu berücksichtigen, dass über einen „manipulativen Corner“ eine Marktenge auch bewusst herbeigeführt werden kann⁹⁴⁸. Besonders Augenmerk kann dabei auf den Erwerb und Verkauf eigener Anteile und auf deren Kurswirkungen gelegt werden. Gewinnt man die Erkenntnis, Transaktionen einer größerer Aktienzahl lösten Kurssprünge aus bzw könnten mit hoher Wahrscheinlichkeit zu solchen führen, so würde man von Marktenge sprechen.⁹⁴⁹

Die Probleme der Liquidität des Kapitalmarktes und damit der Marktenge sind auch im Kontext der folgenden Frage nach der **gezielten Beeinflussung** des Börsekurses⁹⁵⁰ aufzugreifen: Mit abnehmender Liquidität des Marktes nehmen die Möglichkeiten der gezielten Veränderung des Börsekurses tendenziell zu.⁹⁵¹ Nicht jede ge-

⁹⁴⁶ Vgl. *Großfeld*, *Recht der Unternehmensbewertung*, Rz 1072.

⁹⁴⁷ Vgl. *Großfeld*, *Recht der Unternehmensbewertung*, Rz 1073.

⁹⁴⁸ Dabei werden Leerverkäufer „gecornert“, dh in die Enge getrieben; sie müssen sich beim oder der Gruppe der Drahtzieher zu hohen Preisen eindecken; vgl. *Altendorfer* in *Aicher/Kalss/Oppitz*, *Grundfragen des Börserechts*, 221.

⁹⁴⁹ IdS vgl. *Weber* in *Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber*, *Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs*, 299.

⁹⁵⁰ Die „gezielte Beeinflussung von Börsenkursen“ ist so alt wie die Einrichtung der Börse selbst; zu einem historischen Abriss und berühmt gewordenen (alten und neueren) Fällen der Kursmanipulation vgl. *Altendorfer* in *Aicher/Kalss/Oppitz*, *Grundfragen des Börserechts*, 209 ff.

⁹⁵¹ Vgl. *Beckmann*, *WPg* 2004, 623; *Drukarczyk* in *Göbel/Heni*, *FS Scherrer*, 637; *Winner*, *JBl* 2007, 439.

zielte Beeinflussung des Börsenkurses ist als „**manipulativ**“ iSd Börserechts einzustufen.⁹⁵²

h. Die gezielte Beeinflussung des Börsenkurses durch den Hauptgesellschafter

Wenn Börsenkurse für die Bemessung der Barabfindung beim Gesellschafterausschluss maßgeblich sind, dann ist es für den Haupt- wie für die Minderheitsgesellschafter grundsätzlich ökonomisch rational, im Vorfeld der gesellschaftsrechtlichen Maßnahme eine gezielte Beeinflussung des Börsenkurses zu versuchen. Der Hauptgesellschafter ist an einer möglichst niedrigen Barabfindung an die Minderheitsgesellschafter interessiert und kann versuchen, den maßgeblichen Börsenkurs zu senken.⁹⁵³ Ansatzpunkte des Hauptgesellschafters zur gezielten Beeinflussung des Börsenkurses sind

- **Handelsaktivitäten** und
- eine **gezielte Informationspolitik**

im Vorfeld des Gesellschafterausschlusses.

Handelsaktivitäten für die gezielte Kursbeeinflussung zu nutzen, bedeutet, Kauf- bzw Verkaufsgebote für die Aktie des Unternehmens zu stellen. Der Hauptaktionär ist derjenige, der über den Zeitpunkt eines Squeeze-out entscheidet. Folglich kann er einen Gesellschafterausschluss auch in der Weise vorbereiten, dass er noch vor einer Ad hoc-Mitteilung durch den **gezielten Verkauf** die Kurse nach unten zu bewegen versucht. Derartige Transaktionen können durch den Hauptgesellschafter selbst oder durch Dritte, und zwar als tatsächliche oder fiktive Geschäfte realisiert werden; diese Geschäfte schließen Optionen auf den Verkauf von Aktien ein.

⁹⁵² Vgl. Altendorfer in Aicher/Kalss/Oppitz, Grundfragen des Börserechts, 217.

⁹⁵³ Die gezielte Beeinflussung der Börsenkurse nach unten wird als „Bear Manipulation“ bezeichnet; vgl. Altendorfer in Aicher/Kalss/Oppitz, Grundfragen des Börserechts, 213.

Auf Kapitalmarktgrößen wirken sich auch sog „Wash Sales“ und „Matched Orders“ aus.⁹⁵⁴ Im Fall von „**Wash Sales**“ sind Verkäufer und Käufer von Wertpapieren in wirtschaftlicher Sicht identisch. Um den Kurs zu beeinflussen, wird gleichzeitig ein Verkaufs- und Kaufauftrag für dieselbe Aktie zu denselben oder unterschiedlichen Preisen gegeben; es liegt ein Scheingeschäft vor. Um diese Konstruktion teilweise zu verdecken, werden „Strohleute“, verschiedene Banken und Konten zur Abwicklung und Serien von Geschäften eingesetzt. Mittels Wash Sales sollen das Handelsvolumen und ggf auch der Börsenkurs zielorientiert beeinflusst werden. Bei „**Matched Orders**“ treffen Verkäufer und Käufer einer Aktie die Vereinbarung, das Wertpapier innerhalb sehr kurzer Frist, zB in derselben oder in den beiden nächsten Wochen, zum selben Preis wieder zurückzukaufen. Die Absicht auch dieser Art von wirtschaftlichem Scheingeschäft liegt in der Beeinflussung des Handelsvolumens und in der Vortäuschung einer Marktliquidität.⁹⁵⁵

Derartige Maßnahmen des Hauptgesellschafters im Kontext des Squeeze-out gelten uU als „**Manipulation**“ iSd Insiderstatbestandes.⁹⁵⁶ Europarechtlich wurde mit der sog „Marktmissbrauchs-RL“⁹⁵⁷ und RL 2003/124/EG der Kommission⁹⁵⁸ die Grund-

⁹⁵⁴ Zu „Wash Sales“ und „Matched Sales“ und auch zu ihrer rechtlichen Wertung vgl *Altendorfer* in *Aicher/Kalss/Oppitz*, Grundfragen des Börserechts, 214 f; *Lenzen*, WM 2000, 1131; *Weber*, NZG 2000, 113 ff.

⁹⁵⁵ Vgl *Altendorfer* in *Aicher/Kalss/Oppitz*, Grundfragen des Börserechts, 215.

⁹⁵⁶ Zu einigen Fällen aus einer schier unüberschaubaren Zahl von Marktmanipulation(sversuchen) vgl erstens aus einem österreichischen und zweitens aus einem deutschen Medium:

oV, Insiderhandel: Razzien in 48 Büros und Wohnungen, *DiePresse.com* 24.9.2010; *oV*, Wien: großangelegter Betrug mit Pennystocks, *Die Presse*, 25.9.2010, 17; *oV*, Aktienhändler: Alle Verbrecher, *DiePresse.com* 12.11.2010; *oV*, FMA: Bewusstsein für Insider-Verstöße unterentwickelt, *DiePresse.com* 25.11.2010; *oV*, Insiderhandel an der Wall Street: Erster Verdächtiger in Haft, *Die Presse* 26.11.2010, 18; *oV*, FMA verstärkt Kampf gegen Geldwäsche: „Insiderhandel ist kein Kavaliersdelikt“, *Die Presse* 26.11.2010, 18; *oV*, VW-Fusion mit Porsche gefährdet, *Die Presse* 25.2.2011, 23; *Schneid*, Constantia Packaging: Kleinanleger wollen mehr, *Die Presse* 22.7.2010, 19; *Schneid*, AUA-Kauf könnte teurer werden, *Die Presse* 16.2.2011, 21.

Dohmen/Hawranek, Casino Porsche, *Der Spiegel* 47/2010, 88; *oV*, Banker sollen sich nach Potash-Angebot bereichert haben, *Spiegelonline* 25.8.2010; *oV*, Staatsanwälte knöpfen sich Anlagebetrüger vor, *Spiegelonline* 23.9.2010; *Pauly/Tietz*, Schwerwiegende Bedenken, *Der Spiegel* 47/2010, 93; *Pitzke*, Massenhafter US-Investmentbetrug: Im Land der willigen Opfer, *Spiegelonline* 7.12.2010; *Seith*, Vorwurf der Kursmanipulation: Anlegerschützer bangen um ihren guten Ruf, *Spiegelonline* 29.9.2010.

⁹⁵⁷ Richtlinie 2003/6EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch).

⁹⁵⁸ Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6EG; Richtlinie 2003/125EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6EG; Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur

lage dafür geschaffen, Marktmanipulationen und den Missbrauch von Insider-Informationen zu verhindern. Die Umsetzung der RL in das österreichische Recht führte zu einem deutlich verschärften Insiderrecht und einer erweiterten Ad hoc-Publizität.⁹⁵⁹ Die Frist für die Umsetzung endete am 12. Okt. 2004; die RV⁹⁶⁰ für ein Bundesgesetz zur Änderung des BörseG und des WAG passierte am 13. Okt. 2004 den NR und am 5. Nov. 2004 den BR; die neuen Bestimmungen, in deren Zentrum § 48b BörseG steht,⁹⁶¹ traten mit 1. Jan. 2005 in Kraft.⁹⁶²

Vor der Reform waren *va* Scheingeschäfte und das vorsätzliche Verbreiten von falschen Gerüchten verboten (§ 48 Abs 1 Z 2 BörseGaF). Mit der Novelle 2004 wurde der Tatbestand der Marktmanipulation umfassend erweitert und definiert. Generell geht es dabei um Handelsaktivitäten, von denen falsche oder irreführende Signale auf den Kapitalmarkt ausgehen.⁹⁶³ Beispiele für geschäftliche Handlungen, die den Tatbestand der Marktmanipulation erfüllen, sind:⁹⁶⁴

- Geschäfte, die den falschen Eindruck einer **Aktivität** erzeugen wie „Wash Sales“, „Improper Matched Orders“, „Painting the Tape“, „Pumping and Dumping“ oder „Advancing the Bid“.
- Geschäfte mit der Absicht einer **Verknappung** des Angebots wie „Cornering“ oder „Abusive Squeezes“.
- **Zeitspezifische** Geschäfte, die aufgrund ihres Zeitpunktes über das Angebot oder die Nachfrage im Zeitpunkt der Feststellung eines Markt- oder Börsepreises täuschen können wie „Marking the Close“.
- **Informationsmaßnahmen** wie „Scalping“, bei dem der Akteur *erstens* auf eigene Rechnung kauft, *zweitens* an andere eine Empfehlung zum Kauf gibt und

Durchführung der Richtlinie 2003/6EG; Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29. April 2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG.

⁹⁵⁹ Vgl auch *Enzinger*, Interessenkonflikt und Organpflichten, 26 f.

⁹⁶⁰ Vgl 546 BlgNR 20. GP.

⁹⁶¹ BG I 2004/127.

⁹⁶² In Deutschland wurde die Marktmissbrauchs-RL mit dem Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) vom 28. Okt. 2004 umgesetzt; BGBl 2004 I 56. In Bezug auf Marktmanipulationen zentral ist § 20a WpHG.

⁹⁶³ Zu einem Überblick über die BörseG-Nov 2004 vgl *Brandl/Hohensinner*, *ecolx* 2004, 983.

⁹⁶⁴ Zu diesen Beispielen vgl *Altendorfer* in *Aicher/Kalss/Oppitz*, Grundfragen des neuen Börserechts, 212 ff, sowie die Webseiten der Österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) www.fma.gv.at und der (deutschen) Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) www.bafin.de.

drittens aus den steigenden Kursen durch den Verkauf seiner Anteile Gewinne schöpft, oder „Pushing“ über das Verbreiten falscher Gerüchte, ferner das Aufstellen unrichtiger Behauptungen über wesentliche Tatsachen oder das Verschweigen wesentlicher Tatsachen.

Die **Marktmanipulation** stellt eine Verwaltungsübertretung dar (§ 48c BörseG), die von der FMA zu ahnden ist, auch die versuchte ist bereits strafbar. Zur Bestrafung des Missbrauchs von **Insiderinformationen** sind für die drei Begehungsarten nach BörseG Geld- und Freiheitsstrafen vorgesehen, zuständig für Verfahren wegen Insiderdelikten ist das Landesgericht für Strafsachen in Wien (§ 48h).

Schwierig kann die Klassifizierung von Markttransaktionen als „zulässige Marktpraxis“ iSv § 48a BörseG sein. Bei diesem „**Safe Harbour**“ handelt es sich um Gepflogenheiten, die auf dem Finanzmarkt nach vernünftigem Ermessen zu erwarten sind und die von der FMA durch VO gem § 48a Abs 3 anerkannt werden. Eine „zulässige Marktpraxis“ stellt demnach keine Marktmanipulation dar, sofern nicht falsche Gerüchte, Täuschungshandlungen etc im Spiel sind. Ein Beispiel betrifft „Kompensgeschäfte für Schuldverschreibungen“⁹⁶⁵, die der Kursbildung für Bewertungszwecke dienen. Im Hinblick auf Handelsaktivitäten im Vorfeld eines Squeeze-out kann der sog „**Leerverkaufsverbotsverordnung – LVV**“⁹⁶⁶, deren letzte Änderung Ende 2010 erfolgte,⁹⁶⁷ große Bedeutung zukommen, denn auch Leerverkäufe sind ein probates Mittel der gezielten Beeinflussung des Börsenkurses.⁹⁶⁸

Im Kontext des Gesellschafterausschlusses sind die Möglichkeiten des Hauptgesellschafters, durch Handelsaktivitäten außerhalb von manipulativen Geschäften den Börsenkurs zu beeinflussen, deshalb **sehr eingeschränkt**, weil er die für den Squeeze-

⁹⁶⁵ Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) über zulässige Marktpraktiken an österreichischen Finanzmärkten (Marktpraxisverordnung – MpV), BGBl II 1/2005.

⁹⁶⁶ Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) über befristete Verbote im Zusammenhang mit Leerverkäufen von bestimmten Finanzinstrumenten (2. Leerverkaufsverbotsverordnung – 2. LVV), BGBl II 412/2008.

⁹⁶⁷ BGBl II 362/2010.

⁹⁶⁸ Zu (gedeckten und ungedeckten) Leerverkäufen von Aktien vgl *Laurer*, ZfgK 2008, 980 ff.

out nötige Anteilsschwelle nicht unterschreiten darf.⁹⁶⁹ Das mögliche Volumen für einen Verkauf durch den Hauptgesellschafter wird iA nicht mehr als einige wenige Prozent der emittierten Aktien betragen. Verglichen mit Deutschland sind diese Möglichkeiten in Österreich dank der niedrigeren Anteilsschwelle von 90 % allerdings graduell eher nutzbar.

Die **Informationspolitik** als Handlungsfeld betrifft die Kommunikation auf dem Kapitalmarkt.⁹⁷⁰ Dem Hauptgesellschafter stehen zwei Strategien der Informationsvermittlung offen, um den Börsenkurs im Hinblick auf die Abfindungsbemessung tendenziell zu senken:

- **aktive Informationspolitik** mit den Unterformen
 - Zurückhalten positiver und Übertreiben negativer Informationen,
 - Erzeugen negativer Informationen (va durch Bilanzpolitik);
- **passive Informationspolitik.**

Das Ziel einer aktiven Informationspolitik des Hauptgesellschafters vor einem Squeeze-out liegt darin, die wirtschaftliche Entwicklung der Gesellschaft eher negativ darzustellen, die Erwartungen der anderen Kapitalmarktteilnehmer negativ einzufärben und damit den Börsenkurs und über dessen Maßgeblichkeit die Höhe der Abfindung zu senken.⁹⁷¹ Dank seiner sehr hohen Beteiligungsquote ist der Hauptaktionär idR in der Lage, auch auf die Kapitalmarktkommunikation der Gesellschaft in seinem Sinne einzuwirken. Darüber hinaus liegt es am Hauptgesellschafter, mögliche Verbundeffekte zur Gesellschaft zu kommunizieren.⁹⁷²

Aktive Informationspolitik bedeutet, dass der Hauptgesellschafter (bzw das Squeeze-out-Unternehmen) positive Informationen eher zurückhält⁹⁷³ und negative Informa-

⁹⁶⁹ Vgl Beckmann, WPg 2004, 624.

⁹⁷⁰ Vgl Bushee/Core/Guay/Hamm, Journal of Accounting Research 2010, 1 ff; Güttler, zfbf 2005, 237 ff.

⁹⁷¹ Vgl Böcking in Richter et al., FS Drukarczyk, 85.

⁹⁷² Vgl Drukarczyk in Göbel/Heni, FS Scherrer, 635.

⁹⁷³ ZB zeigt eine empirische Untersuchung für einen österreichischen Squeeze-out, dass die Gesellschaft nur vier Monate nach dem realisierten Ausschluss den Eingang eines Auftrags über € 70 Millionen, der bei einem Jahresumsatz von € 250 Millionen einen Großauftrag darstellt, öffentlich mitteilte; vgl Dollinger, The fair squeeze-out compensation, 61.

tionen eher übertreibt, also eine **tendenziöse Offenlegung** realisiert,⁹⁷⁴ und dass er darüber hinaus Nachrichten **negativ kommentiert**.⁹⁷⁵ **Pressemitteilungen** von Unternehmen gelten heute als die wichtigste Grundlage für die Bildung von Erwartungen auf dem Kapitalmarkt, mithin sind sie das zentrale Instrument für den Hauptaktionär, Erwartungen zur Gesellschaft zielorientiert zu beeinflussen.⁹⁷⁶

Ob und in welcher Weise sich das **Publizitätsverhalten** von Unternehmen im Vorfeld von Ereignissen signifikant verändert, versucht man in der empirischen Kapitalmarktforschung zu eruieren. Das zugrunde liegende Szenario liegt vielfach im Ereignis „**Kapitalerhöhung**“, für das man untersucht, inwieweit positiv gestimmte Pressemitteilungen im Vorfeld zunehmen, um letztlich einen hohen Emissionspreis zu erzielen.⁹⁷⁷ Ein anderes untersuchtes Szenario betrifft Verhandlungen über managerbezogene **Aktienoptionen**, in deren Vorfeld für Manager Anreize zu einer pessimistischen Informationspolitik bestehen, dh Anreize zum Zurückhalten guter und zum Übertreiben schlechter Nachrichten sowie zum negativen Kommentieren. Ziel ist die Verringerung des Börsenkurses und damit des Ausgabepreises der Optionen.⁹⁷⁸

Zum Szenario des **Squeeze-out** wurde kürzlich eine umfangreiche Studie zum deutschen Kapitalmarkt für 212 Squeeze-out-Unternehmen veröffentlicht. Die Forschungshypothese lautet, dass im Vorfeld eines Gesellschafterausschlusses versucht wird, die Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer durch Pressemitteilungen negativ zu beeinflussen, um auf diese Weise den Börsenkurs, die Marktbewertung des Unternehmens und letztlich die Abfindung zu reduzieren.⁹⁷⁹ Die Analyse erstreckt sich auf einen Zeitraum von 18 Monaten vor bis sechs Monate nach der Ad hoc-Mitteilung des jeweiligen Ausschlussverfahrens. Mehrere tausend Pressemitteilungen

⁹⁷⁴ Vgl zB Ahlers, Verschmelzung deutscher börsennotierter Kapitalgesellschaften, 75; Hecker/Kaserer, BFuJ 2003, 154; Helmig/Kemper, DBW 2002, 523.

⁹⁷⁵ Vgl zB Ahlers, Verschmelzung deutscher börsennotierter Kapitalgesellschaften, 75; Bungert, BB 2001, 1166; Helmig/Kemper, DBW 2002, 523; Ullrich, Abfindung und Börsenkurs, 160; Weiss, Ausschluss von Minderheitsaktionären, 75.

⁹⁷⁶ Vgl Bushee/Core/Guay/Hamm, Journal of Accounting Research 2010, 2; Güttler, zfbf 2005, 238 f., Kothari/Shu/Wysocki, Journal of Accounting Research 2009, 246.

⁹⁷⁷ Vgl zB Lang/Lundholm, Contemporary Accounting Research 2000, 631.

⁹⁷⁸ Vgl Aboody/Kaznik, Journal of Accounting and Economics 2000, 73; Yermack, Journal of Finance 1997, 449.

⁹⁷⁹ Vgl Daske/Bassemir/Fischer, zfbf 2010, 260.

gen für die 212 Squeeze-out-Unternehmen und für 141 Unternehmen der Kontrollgruppe wurden den Kategorien „pessimistisch“, „neutral“ und „optimistisch“ durch ein Expertengremium zugeordnet. Der Fokus lag auf der Veränderung des beobachtbaren Publizitätsverhaltens zum einen relativ zu einer Vorperiode und zum anderen relativ zu der Kontrollgruppe.

Zentrale Ergebnisse zur **Informationspolitik**, die Squeeze-out-Unternehmen im Vorfeld der Maßnahme mittels Pressemitteilungen realisieren, sind:⁹⁸⁰

- der Anteil der optimistischen Statements brich ein halbes Jahr vor dem Squeeze-out drastisch ein;
- der Anteil der pessimistischen Statements verdoppelt sich im Halbjahr vor dem Squeeze-out;
- nach der Ankündigung pendelt sich das Verhältnis zwischen optimistischen und pessimistischen Statements wieder auf das durchschnittliche Maß ein.

Insgesamt ist zu erkennen, dass Squeeze-out-Unternehmen ihre Pressearbeit im Hinblick auf das bevorstehende Ereignis substanziell verändern; positive Statements werden zurückgehalten und durch pessimistische Mitteilungen substituiert. **Pressemitteilungen** werden vor dem Squeeze-out offensichtlich **gezielt und massiv genutzt**, um im Rahmen einer **aktiven** Informationspolitik die Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer negativ zu beeinflussen.

Ein nicht unbeträchtlicher Teil der Squeeze-out-Unternehmen, nämlich knapp mehr als ein Viertel, reduziert seine Pressestatements im Vorfeld der Maßnahme auf null. Diese Unternehmen betreiben eine **passive** Informationspolitik und veröffentlichen keine Mitteilungen mehr.

Im Hinblick auf die Maßgeblichkeit von Börsenkursen für die Abfindungsbemessung interessiert vornehmlich, in welcher Weise eine geänderte Informationspolitik in der **Empirie** auf Erwartungen und Kursentwicklung wirkt. Grundsätzlich ist bemerkenswert, dass Kapitalmärkte auf die Veröffentlichung von Pressemitteilungen iA

⁹⁸⁰ Vgl. Daske/Bassemir/Fischer, zfbf 2010, 271 ff.

messbar reagieren; **Aktienkursreaktionen** treten durchschnittlich bei 70 % aller Pressemitteilungen ein.⁹⁸¹

Die Kapitalmarktforschung zeigt, dass eine **aktive Informationspolitik** von Squeeze-out-Unternehmen tatsächlich geeignet ist, die Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer in der gewünschten Art zu beeinflussen. Bei diesen Unternehmen tritt am Ereignistag der Ad hoc-Mitteilung zum Gesellschafterausschluss eine Kurserhöhung von 7 % bis 10 % ein; die Kapitalmarktteilnehmer bewerten ihren Informationsstand nicht vollkommen neu. Bei Squeeze-out-Unternehmen mit einer **passiven Informationspolitik**, die eine starke Informationsasymmetrie erzeugt, ist dieser Kurssprung deutlich größer; die Kapitalmarktteilnehmer bewerten ihren Informationsstand neu und es kommt zu einem signifikanten Ankündigungseffekt.⁹⁸² Der allein auf Pressemitteilungen zurechenbare Kurseffekt wird realiter durch andere Faktoren deutlich überlagert, wie zB durch eine Abfindungsspekulation auf Seiten der Minderheitsgesellschafter.⁹⁸³

Bewertungsrelevante Informationen können den Kapitalmarktteilnehmern nicht nur vom Unternehmen selbst, sondern grundsätzlich auch von **Informationsintermediären**, wie zB von Finanzanalysten, Ratingagenturen oder auch der Wirtschaftspresse, zur Verfügung gestellt werden. Im Fall von Squeeze-out-Unternehmen zeigt allerdings die Empirie, dass kaum Alternativen zur Informationsquelle Unternehmen bestehen, denn Gesellschaften mit konzentrierter Eigentümerstruktur werden idR nur durch sehr wenige Analysten abgedeckt;⁹⁸⁴ bspw finden sich in der Analysedatenbank IBES⁹⁸⁵ praktisch keine Squeeze-out-Kandidaten.

Zur (aktiven) Informationspolitik zählt auch die Pflichtpublizität *va* mittels der externen Rechnungslegung. Im Rahmen einer „**Bilanzpolitik**“ werden die vom Nor-

⁹⁸¹ Vgl Daske/Bassemir/Fischer, zfbf 2010, 280.

⁹⁸² Vgl Daske/Bassemir/Fischer, zfbf 2010, 279.

⁹⁸³ Zur Vorgehensweise bei der Zurechnung von Kurseffekten vgl Armstrong/Barth/Jagolinzer/Riedl, Accounting Review 2010, 31.

⁹⁸⁴ Vgl Lang/Lins/Miller, Journal of Accounting Research 2004, 589 ff.

⁹⁸⁵ „IBES“ steht für „Institutional Brokers' Estimate System“ und ist eine Spezialdatenbank, in der Aktienanalysen zu mehr als 18.000 in 60 Ländern gelisteten Aktien und historische Gewinndaten zu etwa 30.000 Unternehmen gesammelt und bereitgehalten werden.

menwerk gegebenen Gestaltungs- und Ermessungsspielräume zum Ansatz, zur Bewertung und zum Ausweis im Jahres- oder auch Quartalsabschluss zielorientiert genutzt.⁹⁸⁶ Das Ziel liegt insb in der Veröffentlichung eines erhöhten oder verminderten Ergebnisses, um damit die Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer und letztlich die Börsenkurse in der gewünschten Weise zu beeinflussen.⁹⁸⁷

Die empirische Kapitalmarktforschung beschäftigt sich zB mit der Bilanzpolitik im Vorfeld der Börseneinführung von Aktien (IPO, Initial Public Offering)⁹⁸⁸ und der Kapitalerhöhung (SEO, Seasoned Equity Offering)⁹⁸⁹, um herauszufinden, inwieweit Maßnahmen der Bilanzpolitik die ausgewiesenen Ergebnisse erhöhen. Im **Vorfeld eines Gesellschafterausschlusses** ist zu erwarten, dass tendenziell eine die publizierten Ergebnisse verringernde Bilanzpolitik betrieben wird. Hierzu wurde kürzlich die Hypothese empirisch geprüft, ob bei Squeeze-out-Unternehmen mittels Bilanzpolitik versucht wird, im letzten Abschluss vor der Ad hoc-Mitteilung das Ergebnis zu senken.⁹⁹⁰

Die statistischen Analysen zur Bilanzpolitik geben keinen Hinweis auf eine nachhaltige Bilanzpolitik von Squeeze-out-Unternehmen im Vorfeld der Maßnahme, verglichen mit Unternehmen einer Kontrollgruppe. Das betrifft deren Entwicklung des Ergebnisses in Bilanz und GuV-Rechnung ebenso wie jene des Cash Flows der betrieblichen Tätigkeit oder des Free Cash Flows in der Kapitalflussrechnung. Auch eine Differenzierung der Squeeze-out-Unternehmen nach der Dauer der Kontrolle durch den Hauptgesellschafter, wobei man mit zunehmender Dauer von einer Institutionalisierung des Durchgriffs des Mehrheitsaktionärs auch in Bezug auf die Rechnungslegung des Zielunternehmens ausgeht, zeigt keine signifikante Änderung der Bilanzpolitik in der Periode vor dem Gesellschafterausschluss.⁹⁹¹

⁹⁸⁶ Hierbei geht es nicht nur um eine zielorientierte Gestaltung der „Bilanz“, sondern auch der anderen Teile des Jahresabschlusses wie der Gewinn- und Verlust- oder der Kapitalflussrechnung, so dass der allgemein verwendete Ausdruck „Bilanzpolitik“ weit zu interpretieren und iSe „Jahresabschlusspolitik“ zu verstehen ist.

⁹⁸⁷ Vgl Drukarczyk in Göbel/Heni, FS Scherrer, 641.

⁹⁸⁸ Vgl zB Ball/Shivakumar, Journal of Accounting and Economics 2008, 324 ff.

⁹⁸⁹ Vgl zB Shivakumar, Journal of Accounting and Economics 2000, 339 ff.

⁹⁹⁰ Vgl Daske/Bassemir/Fischer, zfbf 2010, 259.

⁹⁹¹ Vgl Daske/Bassemir/Fischer, zfbf 2010, 265 ff.

i. Die gezielte Beeinflussung des Börsenkurses durch Minderheitsgesellschafter

Wenn Börsenkurse im Vorfeld des Squeeze-out maßgeblich für die Höhe der Abfindung sind, dann ist es für Minderheitsgesellschafter ökonomisch rational, durch **Handelsaktivitäten** den Börsenkurs auf ein höheres Niveau zu treiben.⁹⁹² Durch Kaufangebote können sie versuchen, den Börsenkurs zu steigern. Effektiv ist dieses Vorgehen dann, wenn das derart motivierte Handelsvolumen für die gezielte Kursbeeinflussung ausreicht.⁹⁹³ Im Fall von Squeeze-out-Unternehmen besteht eine äußerst hohe Anteilskonzentration und das Handelsvolumen der Aktien ist iA klein, so dass eine Kursmanipulation durch Minderheitsgesellschafter Erfolg versprechend ist.⁹⁹⁴

Die Situation der Minderheitsgesellschafter vor dem Gesellschafterausschluss schafft eine „**implizite Koalition**“⁹⁹⁵ zur Erhöhung des Börsenkurses. Eine für die Abfindung maßgebliche Kurssteigerung kommt allen Minderheitsgesellschaftern zugute, sie geht zu Lasten des Hauptaktionärs.

Voraussetzung für diese gezielte Kursbeeinflussung durch die ökonomisch begründete implizite Koalition der Minderheitsgesellschafter ist allerdings, dass sie die Absicht des Hauptgesellschafters zum Squeeze-out zeitnah **antizipieren**. Der Hauptaktionär ist zu einem Gesellschafterausschluss nicht verpflichtet, ihm obliegt die Entscheidung, ob und wann er diese gesellschaftsrechtliche Maßnahme setzt. Insofern ist die Antizipation dieser Maßnahme für Minderheitsgesellschafter stark spekulativer Natur.

⁹⁹² Die gezielte Beeinflussung der Börsenkurse nach *oben* wird als „Bull Manipulation“ bezeichnet; vgl. Altendorfer in Aicher/Kalss/Oppitz, Grundfragen des Börserechts, 213

⁹⁹³ Vgl. Beckmann, WPg 204, 624.

⁹⁹⁴ Vgl. Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 164.

⁹⁹⁵ Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 164.

Steht der Hauptgesellschafter kurz vor dem Erreichen der für den Squeeze-out nötigen Anteilsschwelle, dann hat er idR großes Interesse am Kauf weiterer Anteile. Erkennen Minderheitsgesellschafter diese Situation, so stehen sie vor der Entscheidung, Kaufgebote und damit aktuelle Börsenkurse zu akzeptieren oder aber bewusst noch nicht zu verkaufen, um den Börsenkurs, einen späteren Verkäuferlös bzw eine mögliche Abfindung zu steigern. Diese **Abfindungsspekulation** durch Minderheitsgesellschafter treibt den Börsenkurs tendenziell in die Höhe.⁹⁹⁶ Nach Erreichen der Anteilsschwelle für den Squeeze-out besteht für den Hauptaktionär nicht mehr die Notwendigkeit, weitere Anteile zu erwerben. Handelsaktivitäten von (aktuellen und potenziellen) Minderheitsgesellschaftern geschehen dann va innerhalb dieser Gruppe. Gründe für Verkaufsgebote können zB sein: Einzelne Minderheitsgesellschafter wissen nicht von der Antizipation des Gesellschafterausschlusses; sie halten den Squeeze-out für unwahrscheinlich und die Aktie für überbewertet; die Aufrechterhaltung der persönlichen Liquidität zwingt zum Verkauf von Anteilen.

In Bezug auf die Abfindungsspekulation ist auch zu beachten, dass Kapitalmarktteilnehmer **Gerüchte** über einen bevorstehenden Squeeze-out möglicherweise bewusst streuen, um Handelaktivitäten auszulösen und Spekulationsgewinne zu erzielen. Genährt werden derartige Gerüchte auch durch **Listen von Unternehmen**, die aufgrund der Anteilskonzentration als Squeeze-out-Kandidaten gelten können und die in der Fachpresse, wie zB in der „Börsen-Zeitung“, im „Capital Finance Magazin“ oder im „Manager-Magazin“, veröffentlicht werden. Die Spekulation über Squeeze-out-Unternehmen kann ferner genährt werden durch elektronische Plattformen wie „wertpapier.de“ oder „wallstreet-online.de“, durch Datenbanken zu Unternehmen mit Gesellschaftern und ihren Beteiligungsquoten oder auch durch öffentlich zugängliche Unterlagen zu Erwerbs- und Übernahmeangeboten, in denen die Möglichkeit eines Gesellschafterausschlusses vielfach in Aussicht gestellt wird.⁹⁹⁷

Darüber hinaus gibt es nicht wenige **professionelle Kapitalmarktteilnehmer**, die auf die Identifikation und die Investition in zukünftige Squeeze-out-Unternehmen spe-

⁹⁹⁶ Vgl Dollinger, The fair squeeze-out compensation, 26 f.

⁹⁹⁷ Vgl Daske/Bassemir/Fischer, zfbf 2010, 282.

zialisiert sind. Sie nutzen sowohl vorliegende Informationen zu möglichen Ausschlussfällen als auch ihre eigene idR tiefgehende Marktkennntnis, also einen Informationsvorsprung, um bewusst in Anteile derartiger Gesellschaften in der Hoffnung zu investieren, über steigende und für die Abfindung maßgebliche Börsenkurse schnelle und hohe Gewinne zu erzielen;⁹⁹⁸ mittlerweile spricht man von einem „**lukrativen Geschäft mit Squeeze-outs**“⁹⁹⁹.

Beispiele derartiger professioneller Investoren sind „Falkenstein Nebenwerte AG“, „Greiff Capital Management AG“, „Scherzer & Co. AG“, „SCI AG“, „Shareholder Value Beteiligungen AG“, „Solventis Wertpapierhandels GmbH“ oder die „Spezialwerte AG“; zB publizierte die „Scherzer & Co. AG“ am 31. Juli 2008, dass sie im Fall der Hypo-Vereinsbank AG im Zeitraum, der mit einem Anteilsbesitz der Unicredito von 93,3 % begann und der bis zum Tag vor der Ad hoc-Mitteilung zum Squeeze-out reichte, ihre Anteilsposition im Hinblick auf eine Abfindung bewusst aufbaute.¹⁰⁰⁰ Im Mission Statement eines derartigen Investors heißt es: „Durch die Anlage in Nebenwerte und gezielte Investments in Sondersituationen erstreben wir risikoadjustierte Überrenditen mit geringer Marktkorrelation. Dazu greifen wir auf langjährige Erfahrung beispielsweise in Squeeze-out-Situationen zurück.“¹⁰⁰¹

Diese **bewusste Investition in Minderheitsanteile** von potenziellen Squeeze-out-Unternehmen erfordert eine genaue Marktkennntnis und nutzt vielfach auch Kontakte zum Umfeld dieser Gesellschaften. So beschreibt ein Investor seine Tätigkeit wie folgt: „Will ein Großaktionär alle übrigen Anteile, muss er seine Mitaktionäre abfinden. In der Regel winkt dabei weit mehr als der vorherige Börsenkurs. Informationen im Vorfeld sind Geld wert. Hier setzt die Spezialwerte AG mit ihren guten Kontakten auf ein schnelles Agieren zum Wohle der Anteilseigner an“.¹⁰⁰²

⁹⁹⁸ Vgl. Dollinger, The fair squeeze-out compensation, 63 f.

⁹⁹⁹ Daske/Bassemir/Fischer, zfbf 2010, 282 Fn 57.

¹⁰⁰⁰ Vgl. Daske/Bassemir/Fischer, zfbf 2010, 282, Fn 56.

¹⁰⁰¹ Vgl. Mission Statement der „Shareholder Value Beteiligungen AG“, elektronisch abrufbar unter: www.shareholdervalue.de.

¹⁰⁰² Vgl. Spezialwerte AG, elektronisch abrufbar unter: www.spezialwerte.de.

Börsekurse für Aktien von Unternehmen mit einem Hauptaktionär, der eine Beteiligungsquote in der Nähe der Squeeze-out-Anteilsschwelle hält, sind folglich durch Handelsaktivitäten von aktuellen und neuen Minderheitsgesellschaftern idR stark verzerrt. Aktuelle Minderheitsaktionäre können ihre Beteiligung ausbauen, weitere können in die Aktie des vermeintlichen Squeeze-out-Unternehmens neu investieren. Auf diese Weise treiben die Minderheitsgesellschafter den **Börsekurs in die Höhe**. Die Börsenkursentwicklung im Vorfeld des Gesellschafterausschlusses spiegelt hier nicht fundamentale Informationen zur wirtschaftlichen Entwicklung, sondern die **Spekulation** auf die Zahlung einer Barabfindung wider.¹⁰⁰³

Das Ausmaß einer gezielten Kursbeeinflussung durch aktuelle und neue Minderheitsgesellschafter ist iA schwer nachvollziehbar. Ansatzpunkte können die Umsatzentwicklung einer Aktie oder die Analyse des Börsenkurses im Vergleich zu einem Branchen- oder Gesamtindex sein. Aber selbst wenn Manipulation ausscheidet und eine Sonderentwicklung des Börsenkurses evident wird, muss sie nicht notwendigerweise auf Spekulation zurückgehen,¹⁰⁰⁴ sondern kann ihre Ursache auch in einer unternehmensspezifischen wirtschaftlichen Entwicklung haben. Nur wenn diese eindeutig nicht vorliegt, der Kapitalmarkt also keine neuen Informationen erhalten und eingepreist hat, verbleibt Spekulation als erklärende Variable.¹⁰⁰⁵ Letztlich kann nur eine uU aufwendige **Analyse im Einzelfall** zeigen, worin mögliche Gründe für die Entwicklung des Börsenkurses eines Squeeze-out-Unternehmens liegen.¹⁰⁰⁶

¹⁰⁰³ Vgl. Daske/Bassemir/Fischer, zfbf 2010, 282.

¹⁰⁰⁴ „Manipulation“ und „Spekulation“ sind zu differenzieren: „Spekulation“ will kurzfristige Preisänderungen ausnützen, ihr Gewinn kann als Risikoprämie für das Handeln unter Unsicherheit verstanden werden und es ist nicht die Absicht der Spekulation, das Kursniveau durch die Geschäfte zu beeinflussen. „Manipulation“ will kurzfristige Preisänderungen herbeiführen, sie zielt auf eine Steuerung der Kursentwicklung; vgl. Altendorfer in Aicher/Kalss/Oppitz, Grundfragen des Börsenrechts, 217.

¹⁰⁰⁵ Vgl. Weber in Hüffer/Schmidt-Assmann/Weber, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 165.

¹⁰⁰⁶ Derartige Gutachten zu Börsenkursen verteuern und verlängern Ausschlussverfahren; vgl. zB OLG Düsseldorf, 13.3.2008, 26 W 8/07; OLG Stuttgart, 14.2.2008, 20 W 9/06.

4. Synergien im Börsenkurs und im Unternehmenswert

a. Börsenkurs und Wert pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses:

Minderheitsabschlag und Kontrollprämie

Unabhängig von der Klassifikation des Kapitalmarktes als ideal, als stark oder als schwach informations- und alloktionseffizient, besteht Frage nach der Berücksichtigung von Synergiepotenzialen und -effekten im Börsenkurs. Diese Frage ist in der Struktur des Aktienmarkts und des Börsenkurses angelegt.

Der Börsenkurs gilt insofern als subjektiver Wert, als er alle künftigen Flüsse an Geld (und an anderen geldwerten Vorteilen) von der Gesellschaft zum Aktionär und ggf auch umgekehrt widerspiegelt. Während die Gesellschaft als Quelle und Ziel von Zu- und Abflüssen eindeutig vorliegt, bereitet die Identifikation „des“ Anteilseigners Probleme. Läge nur ein einziger Aktionär vor, so kann sich mangels Handelsaktivitäten kein Börsenkurs bilden. Besteht eine Mehrzahl von Aktionären, die Handel mit den Aktien der Gesellschaft treiben, liegen also Kauf- und Verkaufsgebote vor, so bildet sich ein Börsenkurs. Dieser Börsenkurs gilt nicht mehr als subjektiver Wert für einen einzelnen, konkreten Aktionär.

Der Börsenkurs stellt den Preis einer Aktie im Marktgleichgewicht dar. Er ist der Preis *einer* Aktie, dh einer isoliert gehandelten Aktie. Der Aktienmarkt ist der Markt für die einzelne Aktie iSd kleinsten Anteils am Eigenkapital einer Gesellschaft. Die einzelne Aktie bietet diesem Aktionär de facto keine Einfluss- und kaum Kontrollmöglichkeiten auf das Unternehmen iSd Erzielung von Verbundwirkungen zwischen der Gesellschaft und ihm.¹⁰⁰⁷ Die Aktie, für die ein Börsenkurs gebildet wird, gehört mithin keinem Paket von Aktien an. Erst ein Aktienpaket eröffnet dem Aktionär die grundsätzliche Möglichkeit der Erzielung von Synergien. Der Börsenkurs preist also keine Verbundeffekte zwischen Gesellschaft und Aktionär ein.

¹⁰⁰⁷ Vgl Aschauer/Schiebel, RWZ 2009, 309; auch schon Drukarczyk, AG 1973, 361, wonach der Börsenkurs den Erwartungen einer „einflusslosen Minderheit“ entspreche.

Im Kontext von Börsenkursen und Unternehmensbewertung sind drei Wertkonzeptionen zu unterscheiden:

- Der **Börsenkurs** als Preis für die einzelne Aktie ohne Zugehörigkeit zu einem Paket.
- Der **Börsenswert** oder die Börsekapitalisierung eines Unternehmens als Produkt aus Börsenkurs und Zahl der emittierten Aktien.
- Der **Unternehmenswert**, der mittels einer Bewertung der künftigen Überschüsse des Unternehmens aus der Perspektive eines typisierten Gesellschafters abgebildet wird.

Der Hochrechnung des Börsenkurses auf den **Börsenswert des Unternehmens**¹⁰⁰⁸ übersieht den Umstand, dass mit zunehmender Beteiligungsquote die Einflussmöglichkeiten des Aktionärs und damit auch die möglichen Verbundeffekte steigen.¹⁰⁰⁹ Der oder die Eigenkapitalgeber tragen das unternehmerische Risiko iSe eines schwankenden und uU sogar negativen Entgelts für das bereitgestellte Kapital. Daher überträgt ihnen die Wirtschaftsverfassung auch den maßgeblichen Einfluss auf das wirtschaftliche Geschehen des Unternehmens. Paketgesellschafter haben nicht nur das Recht, sondern sie tragen die gesellschaftsrechtliche Pflicht, für eine gedeihliche Entwicklung der Gesellschaft zu sorgen.¹⁰¹⁰ Das Konzept des Börsewerts oder der Börsekapitalisierung, das sich auf die einfache Hochrechnung des Börsenkurses stützt, ist **nicht haltbar**, und zwar

- ökonomisch nicht haltbar wegen möglicher Verbundeffekte und
- gesellschaftsrechtlich nicht haltbar wegen der Verantwortung der Gesellschafter für die Gesellschaft.

¹⁰⁰⁸ Demnach spiegle sich im Börsenkurs der Marktwert des Unternehmens (!) wider; vgl. *Luttermann* ZIP 1999, 49; Börsenkurse seien der „Inbegriff der Bewertung des Unternehmens (!!), Anmerkung des Verfassers) bei der börsennotierten Aktiengesellschaft“; *Luttermann*, NZG 2007, 616. Nach diesem Konzept sei die Ausnahme „Kursmanipulation“ sorgfältig zu prüfen, jene der „Markteng“ würde sogar „für“ und nicht „gegen“ Börsenkurse sprechen, denn sie klassifiziere eine Aktie als „begehr“, wenngleich als Referenzzeitraum für den Durchschnittskurs ein Zeitraum vorgeschlagen wird, der ein Geschäftsjahr überschreitet; vgl. *Luttermann*, NZG 2007, 616 f.

¹⁰⁰⁹ Vgl. *Aschauer/Schiebel*, RWZ 2009, 309; *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 184, auch Rz 309 ff; *Maier*, *ecolex* 2011, 133.

¹⁰¹⁰ Vgl. Abschnitt IV. C. 1.

Dass der Börsenwert nicht als Unternehmenswert gelten kann, wird am Beispiel einer Squeeze-out-Gesellschaft besonders deutlich. Der Hauptgesellschafter hält zumindest 90 % der Anteile, der Börsenkurs spiegelt den Handel mit Aktien innerhalb eines massiv beschränkten Handelspotenzials wider. Selbst wenn der Markt in Bezug auf diese Aktie liquide ist, so repräsentiert der Börsenkurs lediglich den Wert einer Aktie für einen Gesellschafter, der eine *einzelne* Aktie hält. Für die wirtschaftliche Entwicklung der Gesellschaft ist vornehmlich der Hauptgesellschafter verantwortlich und hierfür verfügt er über die notwendigen Einflussmöglichkeiten.

Der Börsenwert eines Unternehmens enthält nicht den **Wert der Kontrolle**, den der Hauptgesellschafter realisieren kann.¹⁰¹¹ Dieser Mehrwert besteht iW darin, dass er va die **strategische Orientierung** der Gesellschaft bestimmt und **positive Verbundwirkungen** zB aus der Kooperation im Beschaffungs-, Produktions-, Absatz- oder Finanzbereich realisieren kann.

Das Konzept eines Unternehmenswerts, das sich auf die Abbildung der künftigen Überschüsse aus der Perspektive der „**Gemeinschaft aller Gesellschafter**“ stützt, berücksichtigt dagegen auch Verbund- oder Synergiewirkungen zwischen der Gesellschaft und va dem Hauptgesellschafter:

- **Verbundeffekte bei der Gesellschaft** sind in ihren künftigen Überschüssen enthalten;
- **Verbundeffekte beim Hauptgesellschafter** dem Unternehmenswert der Gesellschaft hinzuzurechnen.

Die Einbeziehung von Verbundwirkungen in den Unternehmenswert verlangt eine Unterscheidung zwischen Synergiepotenzialen und Synergieeffekten.¹⁰¹² Ein „**Synergiepotenzial**“ bedeutet die Möglichkeit, aus einem Zusammenwirken besondere Effekte zu erzielen. Erst die Realisation des Synergiepotenzials führt zu „**Synergieeffekten**“ iSv Wirkungen, die tatsächlich eintreten. Dieses „Heben von Verbundeffekten“ wird im Kontext von Unternehmensübernahmen als zentrale Aufgabe der „In-

¹⁰¹¹ Vgl. Dollinger, The fair squeeze-out compensation, 29.

¹⁰¹² Vgl. Köppen, Synergiebewertung im Vorfeld von Unternehmenszusammenschlüssen, 134 ff.

tegration“ gesehen.¹⁰¹³ Zwischen dem Potenzial und dem Effekt liegt mithin der Prozess der Synergierrealisation.¹⁰¹⁴ Inwieweit das Potenzial in Effekte transformiert wird, hängt vornehmlich von den Managementfähigkeiten der beteiligten Partner ab.

Das Potenzial und die Effekte eines Verbunds werden durch die **individuelle Kombination** zwischen zwei oder mehr Unternehmen bestimmt.¹⁰¹⁵ Sie sind spezifisch für eine bestimmte Unternehmensverbindung, ihre Bewertung kann daher nicht generell, sondern nur für eine konkrete Verknüpfung erfolgen. Geht man von einer definierten Gesellschaft aus, so kann die Verbindung zwischen der Gesellschaft und einem konkreten Gesellschafter in dem einen Fall mit hohen positiven Synergieeffekten einhergehen, weil man zB beim Vertriebssystem zusammenarbeiten und dadurch Kosten auf beiden Seiten im Vergleich zu getrennten Systemen einsparen kann. Die Verbindung derselben Gesellschaft mit einem anderen Gesellschafter ist dagegen dann ohne Mehrwert, wenn aus der Verbindung keine ökonomischen Vorteile (für ihn oder die Gesellschaft) entstehen.

Der **Börsekurs**, der eine Mehrzahl von Aktienhandel treibenden Gesellschaftern voraussetzt, geht von dem **einzelnen Anteil ohne Einflussmöglichkeit** aus. Schon dieser Umstand verbietet den Schluss vom Börsekurs auf einen Unternehmenswert aus dem Blickwinkel *aller* Gesellschafter. Selbst wenn man von diesem Ausschlussgrund absähe, können der Börsekurs und der Börsewert des Unternehmens **Verbundeffekte auf Seiten der Gesellschafter** deshalb **nicht abbilden**, weil es hierfür der Betrachtung einer konkreten Verbindung zwischen der Gesellschaft und einem (oder mehreren) Gesellschafter(n) bedarf. Diese Abbildung ist keine Frage des allgemeinen Gleichgewichts zwischen Kauf- und Verkaufsgeboten für eine Aktie, sondern der individuellen Planung, Analyse und Prognose einer Verbindung und ihrer wirtschaftlichen Wirkungen auf beiden Seiten.

¹⁰¹³ Zum Integrations- und Synergiemanagement bei Unternehmensübernahmen vgl. *Burger/Ulbrich/Ahlemeyer, Beteiligungscontrolling*, 233 ff.

¹⁰¹⁴ Vgl. zB *Weber/Roventa, ZfCM* 2006, 280; *Schuh/Rosier, ZfCM* 2006, 287.

¹⁰¹⁵ Vgl. *Weiland, Synergieeffekte bei der Abfindung außenstehender Gesellschafter*, 32.

Konzeptionell gehen Börsenkurs bzw Börsenswert einerseits und die Unternehmensbewertung andererseits mit der **Einpreisung von Synergien** unterschiedlich um:

- Der **Börsenkurs** bzw **Börsenswert** enthält selbst dann, wenn er auf einem Kapitalmarkt mit hoher Effizienz gebildet wird, nur jene Verbundwirkungen, die die Gesellschaft durch die Verbindung zu maßgeblichen Gesellschaftern bei sich selbst erzielen kann. Er bildet allerdings nicht auch jene Synergieeffekte ab, die bei diesen Gesellschaftern – va beim Hauptgesellschafter im Fall von Squeeze-out-Unternehmen - entstehen.
- Ein **Unternehmenswert** enthält jedenfalls jene Verbundwirkungen, die bei der Gesellschaft selbst anfallen, indem sie in die künftigen Überschüsse eingehen. Ob auch Verbundwirkungen bei maßgeblichen Gesellschaftern zu berücksichtigen sind, hängt von der Konzeption des Unternehmenswerts ab:
 - Der **subjektive Entscheidungswert** enthält auch die beim Bewertungssubjekt anfallenden Verbundwirkungen.
 - Der **objektivierte Unternehmenswert** stellt auf einen typisierten Anteilseigner ab und bezieht idR lediglich unechte, nicht aber auch echte Synergieeffekte – bei Gesellschaft und Gesellschaftern – ein.
 - Der **Unternehmenswert für den Gesellschafterausschluss** ist den rechtlichen Wertungen entsprechend aus der Perspektive der Gemeinschaft aller Gesellschafter abzuleiten und enthält folglich auch die va beim Hauptgesellschafter anfallenden Synergieeffekte.

Der Unternehmenswert für den Gesellschafterausschluss steht der Gemeinschaft aller Aktionäre zu. Bricht man ihn auf den einzelnen Anteil herunter, so kommt man zu jenem „**Wert pro Anteil**“, der dem Normzweck des Squeeze-out und seinen Wertungen entspricht. Aus dem Blickwinkel der Synergien enthält er anteilig auch jene Verbundwirkungen, die va beim Hauptgesellschafter entstehen. In den Wert pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses ist mithin der Wert der Kontrolle eingepreist. Die

Verbindung zwischen diesem Wert pro Anteil und dem Börsenkurs kann man über den Minderheitsabschlag¹⁰¹⁶ und über die Kontrollprämie bauen:

- Zieht man vom Wert pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses den **Minderheitsabschlag** ab, so kommt man zum Börsenkurs.
- Addiert man zum Börsenkurs die **Kontrollprämie** oder den **Kontrollaufschlag**, so gelangt man zum Wert pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses.

Abbildung 8 veranschaulicht die Verbindung zwischen dem Wert pro Anteil für den Gesellschafterausschluss und dem Börsenkurs.

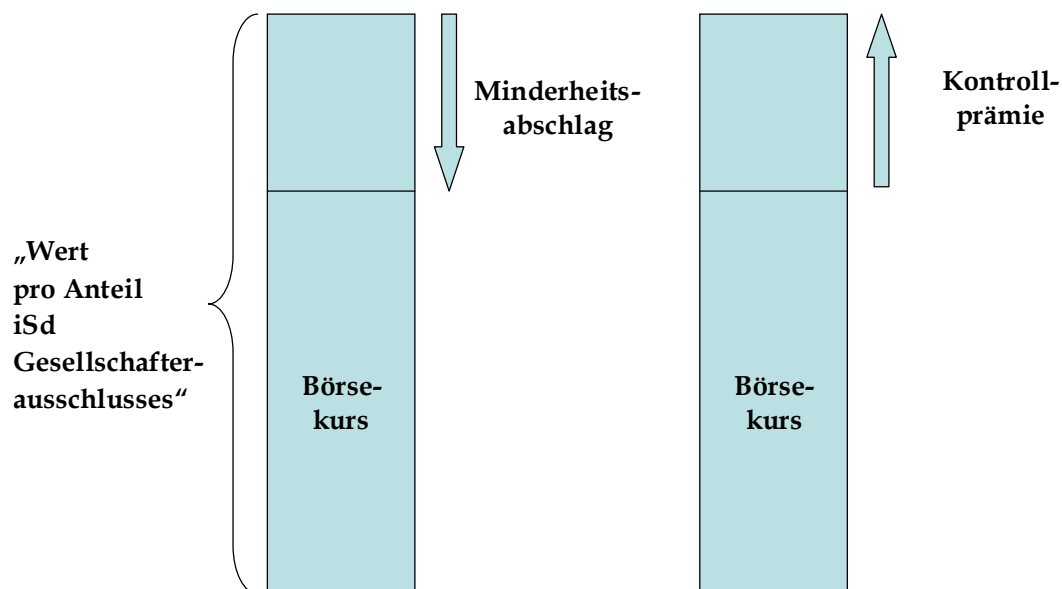


Abbildung 8: Minderheitsabschlag und Kontrollprämie

Will man die Ermittlung des Werts pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses vermeiden und direkt auf den Börsenkurs abstellen, so bedarf es der **Kenntnis des richtigen Kontrollaufschlages**. Da der Wert der Kontrolle allerdings keine generalisierbare, sondern eine nur für die konkrete Unternehmensverbindung geltende Größe darstellt, ist ein Abstellen auf empirisch beobachtbare Aufschläge äußerst problematisch. Für die korrekte Bemessung des Kontrollaufschlages muss man den Unter-

¹⁰¹⁶ Zum Minderheitsabschlag im Börsenkurs vgl zB *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 182 ff; *Aschauer/Schiebel*, RWZ 2009, 308 ff; *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 818 ff; *Winner*, JBl 2007, 439.

nehmenswert und den Wert pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses ableiten. Sobald man diesen Wert kennt, ist der Kontrollaufschlag aus der Gegenüberstellung mit dem Börsenkurs zwar evident, den Börsenkurs als maßgebliche Größe für die Wertermittlung und Abfindungsbemessung braucht man in dieser Situation allerdings nicht mehr. Darin liegt uE das Dilemma der Berücksichtigung von Börsenkursen für die Abfindungsbemessung beim Squeeze-out.

b. Unechte und echte Synergien im Wert pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses

Synergien als positive und negative Verbundeffekte entstehen aus dem Zusammenwirken von zwei Teilen und bedeuten, dass sich die Gesamtleistungsfähigkeit von der Summe der Teilgrößen unterscheidet. Im Fall positiver Synergieeffekte ist sie höher, im Fall negativer ist sie niedriger.¹⁰¹⁷ Synergieeffekte können nach unterschiedlichen Kriterien differenziert werden, wie zB nach betrieblichen Funktionen in F&E-, Beschaffungs-, Produktions-, Absatz-, Personal- und Finanzsynergien, nach ihrem zeitlichen Wirksamwerden in sofort oder später wirksame, nach ihrer Stetigkeit und Häufigkeit in permanente und singuläre sowie in regelmäßige und unregelmäßige, nach ihren Ergebniswirkungen in Aufwands- und Ertragssynergien sowie nach dem Kooperationspartner, mit dem sie realisierbar sind, in echte unechte Synergien.¹⁰¹⁸

„Echte Synergieeffekte“ sind Verbundeffekte, die sich ausschließlich mit einem bestimmten Kooperationspartner realisieren lassen, die also für die konkrete Verbindung spezifisch sind.¹⁰¹⁹ Das kann zB an der Ergänzung der Produktportfolios liegen, die in der Folge etwa eine spezifische Kooperation bei Funktionen wie Vertrieb oder Kundendienst erlaubt. Auch Wirkungen einer neuen strategischen Ausrichtung,

¹⁰¹⁷ Vgl zB Angermayer-Michler/Oser in Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 979.

¹⁰¹⁸ Zu dieser Differenzierung vgl im Detail zB Franke, Synergien in Rechtsprechung und Rechnungslegung, 6 ff; Ossadnik, Aufteilung von Synergieeffekten, 7 ff. Eine alternative Differenzierung besteht in Verbundeffekten I, die zB aus Verrechnungspreisen resultieren, in Verbundeffekten II, die aus einer funktionalen Zusammenarbeit zB im Vertrieb entstehen, und in Verbundeffekten III iSv Trennungseffekten; vgl Böcking in Ballweiser et al, FS Moxter, 1424 ff.

¹⁰¹⁹ Vgl Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 258 mwN.

die ein Gesellschafter durchsetzen kann und die nur mit ihm als Partner umsetzbar ist, gelten als echte Synergien. „**Unechte Synergieeffekte**“ sind nicht nur mit einem, sondern grundsätzlich mit einer Vielzahl von Kooperationspartnern realisierbar; sie sind also unabhängig vom konkreten Kooperationspartner.¹⁰²⁰ Beispiele sind die Ausnutzung von Größeneffekten oder die Einrichtung eines Cash-Management-Systems.¹⁰²¹ Als unechte Synergien haben in der Praxis insb steuerliche Verlustvorträge eine große Bedeutung erlangt.¹⁰²² Als unechte Synergien gelten auch Trennungseffekte des Gesellschafterausschlusses wie der Entfall von Kosten zB für Unternehmenspublizität oder für aufwendige HV und die Vereinfachung von Entscheidungsstrukturen.

Während in den **subjektiven** Unternehmenswert beide Kategorien von Synergien eingehen, sollen beim **objektivierten** Unternehmenswert nur unechte Synergien berücksichtigt werden. Das betrifft zum einen Trennungseffekte und zum anderen Verbesserungsmaßnahmen bei der Gesellschaft, die im Interesse der Nachprüfbarkeit bereits in Umsetzung oder zumindest in einem fortgeschrittenen Stadium der Planung sich befinden.¹⁰²³ Der Unternehmenswert für den **Gesellschafterausschluss** verlangt nicht nur die Einbeziehung der **unechten** Synergien, sondern auch die Einpreisung jener **echten** Synergien, die durch den Haupt- und dann Alleingesellschafter als Kooperationspartner bislang noch nicht umgesetzt wurden, für die allerdings offen gelegte und nachvollziehbare Planungen vorliegen.

Neben der Differenzierung der Synergien nach dem Kooperationspartner in echte und unechte erscheint uns auch jene nach dem **Ort des Anfalls** wesentlich: Synergien können bei der Gesellschaft selbst und/oder beim Hauptgesellschafter entstehen und deren/dessen Überschüsse verändern. Für den Unternehmenswert iSd Gesellschafterausschlusses bedeutet das:

- **Unechte Synergien bei der Gesellschaft** wie Trennungseffekte oder Rationalisierungen, die uU schon eingeleitet sind.

¹⁰²⁰ Vgl. *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz 285 mwN.

¹⁰²¹ Vgl. *IDW*, WP-Handbuch 2008, Tz A 83.

¹⁰²² Vgl. *Angermayer-Michler/Oser in Peemöller*, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 980.

¹⁰²³ Vgl. *IDW*, WP-Handbuch 2008, Tz A 84.

- **Echte Synergien bei der Gesellschaft** wie die verstärkte Zusammenarbeit in Funktionsbereichen, (weitere) Maßnahmen des Kostenmanagements oder eine neue strategische Orientierung sind wichtige Parameter des künftigen Unternehmenskonzepts, das als Grundlage der Bewertung gilt.
- **Unechte Synergien beim Hauptgesellschafter** durch den Ausschluss können zB im Entfall besonderer Aufwendungen für die Pflege der Beziehungen zu den Minderheitsgesellschaftern bestehen, die er bislang in Kauf nahm; hier liegen Aufwandssynergien vor.
- **Echte Synergien beim Hauptgesellschafter** sind insb solche Aufwands- und Ertragssynergien in verschiedenen Funktionsbereichen, die bislang schon anfallen und die in der Zukunft zusätzlich entstehen werden.

In die erwarteten Überschüsse der Gesellschaft sind auch deren unechte und echte Synergien einzuplanen; die unechten und echten Synergien beim Hauptgesellschafter sind zu einem Barwert zu verdichten und dem Unternehmenswert der Gesellschaft hinzuzurechnen. Im Interesse der **Nachprüfbarkeit** sind sowohl in der Gesellschaft als auch beim Hauptgesellschafter adäquate Unterlagen zu Synergieeffekten abzuleiten und jedenfalls dem Prüfer des gemeinsamen Berichts vorzulegen.

Der Weg zum **Wert pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses** umfasst mithin die folgenden drei Schritte:

- Erstens ist eine Bewertung der Gesellschaft unter Einbeziehung der bei ihr entstehenden unechten und echten Synergieeffekte erforderlich.
- Zweitens sind ergänzend die unechten und echten **Synergieeffekte** beim Haupt- und später Alleingesellschafter als Barwert abzuleiten und dem Unternehmenswert der Gesellschaft hinzuzurechnen. Das führt zum „**Unternehmenswert iSd Gesellschafterausschlusses**“.
- Drittens ist dieser Unternehmenswert auf den einzelnen Anteil herunter zu brechen. Das führt zum „**Wert pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses**“.

Für die quantitative Bewertung von Synergien liegen heute anerkannte Bewertungsmethoden vor. Diese Vorgehensweisen erfordern eine Untersuchung der Vor-

aussetzungen für die Hebung von Synergien, eine Prognose der Aufwands-, Ertrags- und Cash Flow-Wirkungen, wobei das besondere Augenmerk den Einflussgrößen der Synergieeffekte gilt, und eine Analyse der Eintrittswahrscheinlichkeit für die Synergierrealisation in einer für Bewertungsadressaten nachvollziehbaren Art und Weise.¹⁰²⁴

Die Grundsätze der wirtschaftlich vollen Entschädigung und der umfassenden Gleichbehandlung aller Gesellschafter führen zum obigen „Wert pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses“. Dieser lässt die Minderheitsgesellschafter an den unechten und echten Synergien bei Gesellschaft und Hauptgesellschafter anteilig partizipieren.

5. Zur Eignung von Börsenkursen als Normwert für die Abfindungsbemessung beim Gesellschafterausschluss

Der Börsenkurs (als Stichtags- oder als Durchschnittskurs) ist dann als Normwert für die Abfindungsbemessung beim Gesellschafterausschluss geeignet, wenn er die maßgeblichen rechtlichen Wertungen erfüllt. Mithin ist er an den Grundsätzen der **wirtschaftlich vollen Entschädigung**, der umfassenden **Gleichbehandlung**, die eine Bewertung aus der Perspektive der Gemeinschaft aller Anteilseigner und mithin auch eine Gleichverteilung der Kontrollprämie erfordert, und der **Nachprüfbarkeit** zu messen.

Der **ideale Börsenkurs** eines informations- und alloktionseffizienten Kapitalmarkts stellt einen Gleichgewichtskurs dar. Er spiegelt in jedem Zeitpunkt den heutigen Wert aller dem Anteilseigner in der Zukunft aus der Aktie zufließenden erwarteten Zahlungen wider. Im Gleichgewicht stimmen dieser einzige Marktpreis und die subjektiven Entscheidungswerte überein. Da der ideale Börsenkurs in jedem Augenblick den wahren Wert der Aktie abbildet, ist jede Art von Durchschnittskurs zB für eine Abfindung logisch falsch. Der ideale Börsenkurs erfüllt die Grundsätze der wirtschaft-

¹⁰²⁴ Vgl. zB Angermayer-Michler/Oser in Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung 984 ff; Köppen, Synergieermittlung im Vorfeld von Unternehmenszusammenschlüssen, 136 ff.

lich vollen Entschädigung und der Gleichbehandlung, wobei zu betonen ist, dass auf dem idealen Kapitalmarkt annahmegemäß jeder Kapitalmarktteilnehmer „sehr klein“, dh ohne Einfluss auf den Börsenkurs und die Gesellschaft ist und dass mithin keine Synergien aus der Verbindung zwischen Gesellschaft und einzelnen Aktionären entstehen können. Der Grundsatz der Nachprüfbarkeit ist hier durch die Annahme der vollkommenen Transparenz des Börsehandels erfüllt.

Realiter sind zentrale Annahmen des idealen Kapitalmarkts deshalb nicht erfüllt, weil va Informations- und Machtasymmetrien zwischen Kapitalmarktteilnehmern bestehen. Auf dem **realen Kapitalmarkt** sind zB Gewinne durch Informationsvorsprünge, die Kursbeeinflussung durch Marktaktivitäten, die Erzielung von Synergieeffekten etc möglich. Ferner bestehen auf realen Märkten idR Friktionen wie Transaktionskosten oder Steuern.

Grundsätzlich geht man von der Annahme aus, dass neue Informationen auf dem Kapitalmarkt am Informationstag vollständig und korrekt in den Börsenkurs eingepreist werden. **Inhalt und Zeitpunkt der Information** sind zu identifizieren und folglich kann nur der Börsenkurs vor oder im Ereigniszeitpunkt, an dem zB die Ad hoc-Mitteilung zum Gesellschafterausschluss erfolgt, und nicht ein Durchschnittskurs über einen Referenzzeitraum in Frage kommen. Probleme kann allerdings ein kontinuierlicher Informationsfluss bereiten, wie zB zunächst die Ad hoc-Mitteilung, später die Bekanntgabe der voraussichtlichen Abfindung usw.

Ein zentrales konzeptionelles Problem bildet die **Zirkularität des Börsekurses**: Nach Bekanntgabe des Abfindungsangebots pendelt sich der Börsenkurs auf die oder knapp über der Höhe der publizierten Abfindung ein. Dieser neue Kurs, uU als Durchschnittskurs gar bis zum Tag der HV, kann nicht gleichzeitig die Basis für die Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung sein.

Ein **durchschnittlicher Börsenkurs** über einen definierten Referenzzeitraum, der sinnvollerweise *vor* der Bekanntgabe des Gesellschafterausschlusses liegt, kann **zufällige Schwankungen** des Börsekurses, die zB durch Noise Trader verursacht werden,

ausgleichen. Sobald allerdings im Durchrechnungszeitraum ein **Trend** vorliegt oder **neue Informationen** zum Unternehmen, zur Branche oder zur Gesamtwirtschaft auf den Markt gelangen, ist der Durchschnittskurs konzeptionell falsch. Das Analoge gilt für die in der Modellwelt nicht vorgesehene **Antizipation von Ereignisinformationen**, die insb beim Squeeze-out beobachtbar ist. Der Durchschnittskurs ist lediglich in einer stationären Situation konzeptionell korrekt.

Voraussetzung für die Gleichsetzung von **Börsekurs und Verkehrswert** ist die Annahme der **Liquidität des Kapitalmarktes** in Bezug auf die Aktie der Gesellschaft. Sobald **Marktenge** besteht, spiegelt der Börsekurs nicht mehr den bei einer freien Desinvestitionsentscheidung erzielbaren Erlös wider. Ob Marktenge vorliegt, hängt vom **Handelsvolumen** der betrachteten Aktie ab. Mindestumsätze für die Klassifikation eines Marktes als liquide werden in der Situation des Gesellschafterausschlusses wegen der massiven Anteilskonzentration beim Hauptgesellschafter iA weit verfehlt.

Mit der Frage der Marktliquidität eng verknüpft ist die jene der **Manipulierbarkeit** des Börsekurses. Der **Hauptgesellschafter** vermag den Börsekurs durch eigene Handelsaktivitäten und insbes durch seine Informationspolitik im Vorfeld des Squeeze-out, indem er positive Informationen zurückhält und negative übertreibt, indem er Ereignisse negativ kommentiert oder indem er über die Bilanzpolitik eher negative Ergebnissignale sendet, gezielt zu beeinflussen (ohne den Tatbestand der Marktmanipulation nach § 48c BörseG zu erfüllen). **Minderheitsgesellschafter** können im Vorfeld des Gesellschafterausschlusses eine implizite Koalition zur Kurssteigerung bilden. Diese **Abfindungsspekulation** stützt sich vielfach auf veröffentlichte Listen von Squeeze-out-Kandidaten, auf professionelle Analysen und auf Squeeze-out-Fondsgesellschaften, die Investments in Gesellschaften mit einem wahrscheinlichen Squeeze-out bewusst suchen und eingehen.

Die Kapitalmarktforschung zu Squeeze-out-Unternehmen zeigt die empirische Bedeutung dieser Strategien der Kursbeeinflussung durch Haupt- und Minderheitsgesellschafter. Im Ergebnis kann nicht gesagt werden, wie weit sich der Börsekurs (als

Stichtags- oder Durchschnittskurs) durch die genannten schwerwiegenden Probleme von seinem theoretischen Gleichgewichtspreis entfernt.

Unabhängig von der Effizienz des konkreten Kapitalmarktes haftet dem Börsenkurs das konzeptionelle **Problem der Synergien** an. Dem Börsenkurs liegt die Annahme zugrunde, der einzelne Aktionär habe keine Einflussmöglichkeiten und aus der Verbindung der Gesellschaft zum Aktionär könnten keine Verbundeffekte auf beiden Seiten entstehen. Realiter bestehen **Aktienpakete**, die die Möglichkeit der Einflussnahme und der Hebung von Synergieeffekten bieten. Diese unechten und echten Synergien können bei der Gesellschaft und beim kontrollierenden Aktionär anfallen.

Der Unternehmenswert für den rechtlichen Bewertungsanlass Gesellschafterausschluss ist dem umfassenden Gleichbehandlungsgrundsatz folgend aus der Sicht der „Gemeinschaft aller Anteilseigner“ zu ermitteln. Synergien bei der Gesellschaft sind in die Überschüsse einzupreisen, jene beim Hauptgesellschafter als Barwert zu addieren. Dieser Unternehmenswert für die Gemeinschaft aller Gesellschafter ist auf die einzelne Aktie herunter zu brechen, um zum „**Wert pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses**“ zu kommen.

Vom Wert pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses gelangt man zum Börsenkurs durch einen **Minderheitsabschlag**, vom Börsenkurs kommt man zu diesem Wert durch die **Kontrollprämie** oder den **Kontrollaufschlag**. Da man angesichts der Einzelfallabhängigkeit der Synergien nicht mit *pauschalen* Zuschlägen¹⁰²⁵ arbeiten kann, muss man den Wert pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses kennen, um vom Börsenkurs auf den maßgeblichen Wert hochrechnen zu können. Dann kann der Börsenkurs allerdings nichts mehr zur Problemlösung beitragen.¹⁰²⁶ Darin liegt das „Di-

¹⁰²⁵ Die empirische Forschung zu Gesellschafterausschlüssen zeigt, dass derartige Zuschläge, die sog. „Squeeze-out-Premiums“, eine sehr große Bandbreite aufweisen und dass sie folglich keinen Schluss auf einen anzuwendenden pauschalen Aufschlag zulassen; bspw. wird ein Intervall von 12 bis nahezu 50 % ausgewiesen; vgl. Dollinger, The fair squeeze-out compensation, 60 f.

¹⁰²⁶ Zum selben Ergebnis kommen auch Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 187; Aschauer/Schiebel, RWZ 2009, 311. In einer Replik auf Aschauer/Schiebel, RWZ 2009, 308 ff; fordert Maier, ecoloX 2011, 133, den Börsenkurs (bzw. Börsenwert) wenigstens für einen „Vergleich“ mit einem Ertragswert beim Gesellschafterausschluss zu verwenden.

lemma des Börsekurses“ im Kontext der Festlegung einer angemessenen Gesellschafterabfindung.

Der **Börsekurs** erfüllt die Grundsätze der **wirtschaftlich vollen Entschädigung** und der umfassenden **Gleichbehandlung** deshalb nicht, weil er *erstens* wegen des Minderheitsabschlags hierfür konzeptionell nicht in der Lage ist und weil er *zweitens* auf realen Kapitalmärkten vornehmlich durch Informations- und Machtasymmetrie zwischen Kapitalmarktteilnehmern, durch zufällige Schwankungen, durch Über- und Unterreaktionen, durch Zirkularität, durch Marktengpässe und schließlich durch die gezielte Beeinflussbarkeit durch Haupt- und Minderheitsgesellschafter massiv verzerrt sein kann. Folglich erlaubt er Börsekurs keine verlässliche Aussage zum „Wert pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses“. Eine aufwendige Analyse im Einzelfall vermag zwar uU Anhaltspunkte für die Quantifizierung der Verzerrung zu bieten, das konzeptionelle Problem der Synergien kann selbst sie nicht lösen.

Den Grundsatz der **Nachprüfbarkeit** erfüllt der Börsekurs zwar insoweit, als er veröffentlicht wird und auf diese Weise intersubjektiv nachvollziehbar vorliegt. Das Nachprüfbarkeitspostulat geht allerdings weiter und fokussiert auch auf sein **Zustandekommen**. Hierfür bedarf es insb der Offenlegung aller Handelsaktivitäten einschließlich der dahinter stehenden Transaktionspartner. Dieses Maß an Transparenz ist iA nicht erreichbar. Der Grundsatz der Nachprüfbarkeit ist vornehmlich auf die Minderheitsgesellschafter ausgerichtet. Ohne eine detaillierte Einzelfallanalyse und ihre Offenlegung gegenüber den Minderheitsgesellschaftern ist für diese idR nicht nachprüfbar, wie der uU maßgebliche Börsekurs zustande kam. Eine derartige Analyse zum Börsekurs ist aufwendig und untergräbt das letzte verbleibende Argument für den Börsekurs, dass seine Maßgeblichkeit im Vergleich zur Unternehmensbewertung Kosten spare¹⁰²⁷.

¹⁰²⁷ Vgl. Luttermann, ZIP 1999, 52; auch die jüngere Rsp verweist (noch) auf das Argument der Verfahrensökonomie: vgl. zB LG Köln, 24.7.2009, 2 O 10/08.

Der **Börsekurs** (als Stichtags- oder als Durchschnittskurs) erfüllt *nicht* die rechtlichen Wertungen zum Squeeze-out und ist folglich als Normwert für den Gesellschafterausschluss **ungeeignet**.

VI. Zusammenfassung

In diesem Abschnitt werden zentrale Ergebnisse unserer Untersuchung skizziert, und zwar *erstens* zu Entwicklungslinien der (deutschen und österreichischen) Rsp zur angemessenen Barabfindung beim Gesellschafterausschluss mit dem Fokus „Börsekurse“, *zweitens* zu den verfassungsmäßigen und weiteren Grundsätzen der Festlegung einer angemessenen Abfindung und *drittens* zur normorientierten Anteilsbewertung unter besonderer Berücksichtigung von Börsenkursen als Normwert. Aus dieser Untersuchung schließen wir, ob Börsenkurse realer Kapitalmärkte für die Bemessung der Barabfindung beim Squeeze-out maßgeblich sein können.

Im sog „Feldmühle-Urteil“¹⁰²⁸ entschied das BVerfG 1962, dass der Gesellschafterausschluss unter der Bedingung einer „wirtschaftlich vollen Entschädigung“ mit dem GG vereinbar sei. Der BGH legte 1967 fest, dass für die Festlegung dieser Abfindung jedenfalls eine Unternehmensbewertung und das Herunterbrechen des Unternehmenswerts auf den einzelnen Anteil nötig seien; Börsenkurse könnten ihrer Unwägbarkeiten wegen nicht maßgeblich sein.¹⁰²⁹ Der sog „DAT/Altana-Beschluss“¹⁰³⁰ des BVerfG brachte 1999 die radikale Wende in Bezug auf die Maßgeblichkeit von Börsenkursen; sie seien als Untergrenze der Abfindung zu berücksichtigen.

Einschlägige **Grundsätze** der deutschen Rsp zur Abfindung beim Gesellschafterausschluss - mit besonderem Augenmerk auf Börsenkursen - sind:

- Grundsatz der wirtschaftlich vollen Entschädigung,
- Grundsatz des Verkehrswerts als Untergrenze,
- Grundsatz des Börsekurses als Spezialfall des Verkehrswerts,
- Ausnahmetatbestände zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen in Gestalt von „Marktengende“ und „Kursmanipulation“,
- Grundsatz der Methodenfreiheit der Unternehmensbewertung.

¹⁰²⁸ Vgl BVerfG, 7.8.1962, 1 BvL 16/60; BVerfGE 14, 263; NJW 1962, 1667.

¹⁰²⁹ Vgl BGH, 30.3.1967, II ZR 141/64; AG 1967, 264.

¹⁰³⁰ Vgl BVerfG, 27.4.1999, 1 BvR 1613/94; DB 1999, 1693; NZG 1999, 931; WPg 1999, 780.

Der BGH entschied 2001 zur Maßgeblichkeit, dass ein durchschnittlicher **Börsekurs** der letzten drei Monate vor der HV als **Untergrenze der Abfindung** heranzuziehen und dass der Börsekurs über Marktenge und Kursmanipulation hinaus auch bei „außergewöhnlichen Tagesausschlägen“ und „sprunghaften Entwicklungen“ nicht (oder nicht unkorrigiert) zu berücksichtigen sei.¹⁰³¹ Diese Öffnung der Rsp zum Kapitalmarkt wurde zT euphorisch begrüßt.¹⁰³² Im Juli 2010 legte der BGH den dreimonatigen Referenzzeitraum auf drei Monate vor der Bekanntgabe der Ausschlussmaßnahme (und nicht vor der HV) fest.¹⁰³³

Ein zentrales Argument für die Anknüpfung an Börsenkursen bei der Festlegung der angemessenen Abfindung liegt in der **Verfahrensökonomie**: Die Maßgeblichkeit erspare aufwendige Gutachten und beschleunige Verfahren.¹⁰³⁴ Die jüngste Vergangenheit zeigt allerdings, dass zT aufwendige Gutachten über das einigermaßen effiziente Funktionieren des Kapitalmarkts und über die (Nicht-)Realisation eines Ausnahmetatbestands zur Maßgeblichkeit erstellt werden.¹⁰³⁵ Es besteht ein hohes Maß an Unsicherheit und Unwägbarkeiten bei der Berücksichtigung von Börsenkursen als Wertuntergrenze; hohe Kosten für Gutachten über Börsenkurse lassen das Argument der Verfahrensökonomie ins Leere gehen.

Österreichische Rsp zur Maßgeblichkeit von Börsenkursen gibt es bislang kaum. Gem den Materialien zum GesAusG soll die allfällige Berücksichtigung von Börsenkursen der Rsp überlassen bleiben.¹⁰³⁶ Zwei einschlägige Entscheidungen des OGH¹⁰³⁷ und VfGH¹⁰³⁸ – jeweils mit Verweisen auf die deutsche Rsp – betreffen die zwangsweise Einziehung von Partizipationskapital. Bei nicht börsenotierten Partizipationsscheinen wurde gem BWG für die Abfindung auf den durchschnittlichen Börsekurs der letzten 20 Tage vor der beschließenden HV abgestellt und eine gerichtliche Überprü-

¹⁰³¹ Vgl BGH, 12.3.2001, II ZB 15/00; BGHZ 147, 108; DB 2001, 963.

¹⁰³² Vgl zB Luttermann, ZIP 2001, 869.

¹⁰³³ Vgl BGH, 19.7.2010, II ZB 18/09.

¹⁰³⁴ Vgl Luttermann, ZIP 1999, 52; auch die jüngere Rsp verweist (noch) auf das Argument der Verfahrensökonomie: vgl zB LG Köln, 24.7.2009, 2 O 10/08.

¹⁰³⁵ Vgl OLG Düsseldorf, 13.3.2008, 26 W 8/07; OLG Stuttgart, 14.2.2008, 20 W 9/06.

¹⁰³⁶ Vgl ErlRV 1334 BlgNR 22. GP, 28.

¹⁰³⁷ Vgl OGH, 5.7.2001, 6Ob99/01d.

¹⁰³⁸ Vgl VfGH, 28.9.2002, G286/01; VfSlg 16636/2002.

fung der Angemessenheit war nicht vorgesehen; mit der Entscheidung des VfGH steht der Rechtsbehelf der gerichtlichen Überprüfung der Abfindung nun generell zur Verfügung. In Bezug auf die Maßgeblichkeit von Börsenkursen gilt, dass sie als **Indiz** für den Verkehrswert anzusehen seien, dass sie eine vereinfachte Bewertung erlaubten, eine ausschließliche Maßgeblichkeit von Börsenkursen ohne gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit sei allerdings nicht zu rechtfertigen. Den uneingeschränkten Zugang zum Überprüfungsverfahren betonte der VfGH auch 2005.¹⁰³⁹

Auch die „österreichische Bewertungsregel“ stellt auf die wirtschaftlich volle Entschädigung ab, ein durchschnittlicher Börsenkurs eines längeren Referenzzeitraums bildet idR die **Untergrenze**. In Bezug auf den Durchrechnungszeitraum wird auch die Heranziehung der übernahmerechtlichen Parallelwertung, auf den durchschnittlichen umsatzgewichteten Börsenkurs der letzten sechs Monate vor Bekanntgabe abzustellen (§ 26 Abs 1 Satz 3 ÜbG), empfohlen.¹⁰⁴⁰ Die Frage der Ausnahmetatbestände zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses bleibt offen.

Probleme der einschlägigen (deutschen und österreichischen) Rsp betreffen die Fragen, ob Markteng und/oder Kursmanipulation vorliegen und ob ein davon unberührter, also (grundsätzlich) maßgeblicher Börsenkurs durch außergewöhnliche Tagesausschläge oder sprunghafte Entwicklungen derart verfälscht ist, dass er zu korrigieren oder uU nicht mehr maßgeblich ist. Antworten darauf geben umfangreiche Gutachten zu Börsenkursen und zum Unternehmenswert. Warum soll man an Börsenkursen anknüpfen, wenn für die Prüfung ihrer Validität ohnehin eine Unternehmensbewertung nötig ist?

In den **USA** wird auf Basis der bundesrechtlichen und bundesstaatlichen Gesellschaftsrechtsstatuten sowie der richterlichen Rechtsfortbildung eine Abfindung dann für angemessen erachtet, wenn sie die auszuschließenden Minderheitsaktionäre gegenüber der Situation vor der Transaktion nicht schlechter stellt. Zentrale Wertmaßstäbe für Unternehmensanteile beim Squeeze-out sind der „Fair Market Value“ und

¹⁰³⁹ Vgl VfGH, 16.6.2005, G 129/04.

¹⁰⁴⁰ Vgl Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 239.

der „Fair Value“. Beim „**Fair Market Value**“ stellt man auf einen effizienten, offenen und aktiven Kapitalmarkt ab; der **Börsekurs** wird grundsätzlich als Fair Market Value gesehen. Der „**Fair Value**“ ist im Fall einer dominierten Situation wie dem Gesellschafterausschluss relevant, er verlangt eine Unternehmensbewertung.¹⁰⁴¹

Zwei Aspekte erscheinen uns wichtig. *Erstens*: Als Bewertungszeitpunkt gilt zB in Delaware, dem beliebtesten Inkorporationsstaat der USA, der Tag vor der Ankündigung des Squeeze-out, so dass **Synergien** aus der Ausschlussmaßnahme selbst nicht wertrelevant sind. *Zweitens*: Wenn man bei der Bewertung dennoch von Börsenkursen ausgehen will, dann sind die eingepreisten Abschläge für fehlende Einflussmöglichkeiten und für die Illiquidität des Marktes, dh die „Discounts for Lack of Control and for Lack of Marketability“, durch zT massive Aufschläge rückgängig zu machen. Zwischen dem Fair Market Value in Gestalt von Börsenkursen und dem Fair Value steht va der **Kontrollprämienaufschlag**. Börsenkurse ohne diesen Aufschlag sind weder direkt maßgeblich noch eine Untergrenze der Abfindung.

In Bezug auf den **Schutz von Anteilseigentum** betont der VfGH¹⁰⁴², dass ein Eingriff in das Eigentum durch das öffentliche Interesse zu rechtfertigen sei, dass die Maßnahme den Kriterien der Adäquanz und Verhältnismäßigkeit zu entsprechen habe, dass eine angemessene Abfindung zu leisten und dass der Rechtsbehelf der gerichtlichen Überprüfung einer Abfindung vorzusehen sei.

Das öffentliche Interesse des Gesellschafterausschlusses besteht in der Förderung flexibler Unternehmens- und Kontrollstrukturen sowie in der Hebung von Synergieeffekten durch den Hauptgesellschafter. Diese Sichtweise wird durch den Umstand untermauert, dass der Ausschluss nicht leichtfertig erfolgen kann, sondern eine hohe Anteilsschwelle (90 % in Österreich, 95 % in Deutschland) und das Halten diese Anteile durch *einen* Gesellschafter oder innerhalb *eines* Konzerns voraussetzt.

¹⁰⁴¹ Vgl Abschnitt II. D. 3. d.

¹⁰⁴² Vgl VfGH, 16.6.2005, G 129/04; dieses Erk erging im Kontext der nicht Verhältnis wahrenenden Spaltung; *Winner*, GesRZ-SH 2006, 10.

Der Schutz der Interessen der auszuschließenden Minderheitsgesellschafter verlangt eine **angemessene Abfindung**. Es ist eine **wirtschaftlich volle Entschädigung**, dh der vollständige Ersatz aller Vermögensnachteile aus dem Ausschluss zu gewähren; die „**angemessene Abfindung**“ ist idS zu verstehen. Die wirtschaftlich volle Entschädigung soll den Gegenwartswert der Beteiligung widerspiegeln, mit ihr sollen die auszuschließenden Minderheitsaktionäre auch in der Zukunft jene Vermögensvorteile erhalten, die sie ohne die gesellschaftsrechtliche Maßnahme bekommen hätten. Mithin sind bei der Festlegung der Barabfindung die „stillen Reserven“ und der „innere Geschäftswert“ zu berücksichtigen. Als wirksamer Rechtsbehelf gegen den Missbrauch wirtschaftlicher Macht stehen in Österreich das „Gremialverfahren“ und in Deutschland das „Spruchstellenverfahren“ zur gerichtlichen Überprüfung der angebotenen Abfindung zur Verfügung.

Eine **Treupflicht** iSe Pflicht zur Rücksichtnahme und Loyalität besteht vertikal zwischen den Gesellschaftern und der Gesellschaft und horizontal zwischen den Gesellschaftern. Die vertikale Treuepflicht wird in Österreich dogmatisch vornehmlich aus der **Satzung** und hierbei aus der Verpflichtung der Gesellschafter abgeleitet, den festgelegten **Verbandszweck** gemeinsam zu verfolgen. Die horizontale Treuepflicht resultiert dogmatisch unmittelbar aus der Satzung sowie aus den Sonderrechtsbeziehungen, die zwischen den Gesellschaftern bestehen. In Deutschland wird die vertikale und horizontale Treuepflicht dagegen dogmatisch anders eingeordnet: Die Treuepflicht wird nach hM als **richterrechtliche Generalklausel** gesehen.

Mit dem **aktienrechtlichen Grundsatz der Gleichbehandlung** gem § 47a AktG wurde im Zuge der Umsetzung der Kapital-RL¹⁰⁴³ schon davor geltendes Recht als Gesetz ausgedrückt, dh der Gleichbehandlungsgrundsatz galt auch schon davor als anerkanntes Prinzip des Gesellschaftsrechts. Es finden sich verwandte Regelungen in anderen Gesetzen, wie zB in § 83 Abs 1 BörseG mit der Verpflichtung an Emittenten, alle ihrer Aktionäre in Bezug auf ihre Rechte aus dem Aktienbesitz gleich zu behandeln, oder in § 3 Z1 ÜbG mit der Verpflichtung, alle Inhaber von Beteiligungspapieren, soweit sie sich in gleichen Verhältnissen befinden, gleich zu behandeln.

¹⁰⁴³ Richtlinie 77/91/EWG des Rates vom 13. Dez. 1976, ABl L 26/1 vom 31. Jan. 1977.

Der Gleichbehandlungsgrundsatz betrifft insb die **Hauptrechte der Aktionäre**, dh das Recht auf Stimme, auf Gewinnbeteiligung, das Bezugsrecht, das Recht auf Beteiligung am Liquidationserlös, und kommt in der Abstufung nach der Kapitalbeteiligung zum Ausdruck. Es gilt daher „**Gleichheit der Aktien, nicht der Aktionäre**“^{1044, 1045} Der Grundsatz der Gleichbehandlung ist formal wie materiell zu realisieren.

Die **aktienrechtliche Gleichbehandlung** bedeutet: Über die **Totalperiode**, also die gesamte Lebensdauer eines Unternehmens, fließen jedem einzelnen Anteil die **gleichen vermögenswerten Vorteile** (Gewinnausschüttungen, Wertsteigerungen, Liquidationserlös) von der AG zu, unabhängig davon, ob die Aktie zu einem Paket gehört oder nicht. Mithin besteht ein „**gleicher Vermögensanspruch pro Anteil**“.

Die Ausprägungen des **aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes**, der die AG bzw die Organe der AG gegenüber den Aktionären bindet, zeigen, *wie* diese Gemeinschaft der Gesellschafter funktionieren soll, und bietet eine Analogiebasis für den Squeeze-out. Die horizontale Treuepflicht der Aktionäre ist gem dieser Gleichbehandlung zu interpretieren. Ein unfreiwillig ausscheidendes Mitglied hat einen Anspruch auf Abfindung iSe **quotalen Anteilswerts**, der sich aus einem Gesamtwert nach Maßgabe seines Kapitalanteils ergibt und der nicht durch Ab- oder auch Zuschläge verfälscht wird.

Ferner dient der **übernahmerechtliche Grundsatz der Gleichbehandlung** als Analogiebasis für den Gesellschafterausschluss. Dort wird der zeitliche Anwendungsbereich der Gleichbehandlung – bei allen Angebotsarten – auf Nacherwerbe während der folgenden 9 Monate und auf Parallelerwerbe sowie – bei Pflichtangeboten und bei freiwilligen Angeboten zur Kontrollerlangung darüber hinaus – auf Vorerwerbe der letzten 12 Monate erstreckt. Die **zeitliche Ausdehnung der Gleichbehandlung**

¹⁰⁴⁴ *Bungeroth* in MünchKomm AktG, § 53a Rz 11.

¹⁰⁴⁵ Eine Ausnahme vom Maßstab der Kapitalbeteiligung besteht bei Rechten, wo eine derartige Abstufung keinen Sinn macht, wie zB beim Teilnahme-, Rede- oder Auskunftsrecht in der HV, beim Recht auf Anfechtung etc.

führt dazu, dass die einzelnen Angebotsadressaten unabhängig von der Höhe ihres Anteils an Paketzuschlägen gleichmäßig partizipieren. Diese Gleichverteilung der Kontrollprämie führt zu einem „**gleichen Wert pro Anteil**“.

Der **Grundsatz der Gleichbehandlung im Gesellschafterausschlussrecht** bedeutet eine gleiche Abfindung pro Anteil und beim Ausschluss nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot gem § 7 GesAusG die Weitergabe der höchsten Gegenleistung des Übernahmeangebots an alle Minderheitsgesellschafter. Dieser zeitlich erstreckte Anwendungsbereich führt zur Maßgeblichkeit von **Vorerwerben** der letzten 12 Monate, insb von Paketerwerben mit der Gleichverteilung der Kontrollprämie, von Parallelerwerben und von „Nacherwerben“ iSe erhöhten Abfindung im Nachprüfungsverfahren mit der Wirkung erga omnes.

Das Konzept des „gleichen Werts pro Anteil“ ergibt eine „**angemessene Barabfindung**“ beim Gesellschafterausschluss, die auf der **gleichmäßigen Partizipation** am Gesamtvermögen der Gesellschaft durch die gemeinschaftlich verbundenen Aktionäre basiert.

Der **Grundsatz der Nachprüfbarkeit** ist auf die Detaillierung und Offenlegung jener Informationen gerichtet, auf die sich die Ermittlung des Anteilswerts und die Festlegung der angemessenen Abfindung stützen. Das Nachprüfbarkeitspostulat bedeutet die Pflicht für die **Berichtsersteller**, detaillierte und nachvollziehbare Berichte – einschließlich allfälliger abweichender Meinungen – vorzulegen, und für die **Berichtsadressaten** das Recht auf Empfang überprüfbarer Berichte. Dies ist auch im Hinblick auf das gerichtliche Überprüfungsverfahren von Bedeutung. Die Nachprüfbarkeit betrifft Dokumentationen zu **Vergangenheitsgrößen**, zu denen zB auch Börsenkurse einschließlich der zugehörigen Tagesumsätze zählen, und **Prognosen**, deren Informationsgrundlage und Bewertungsverfahren nachvollziehbar darzustellen und offen zu legen sind. Dem Grundsatz der Nachprüfbarkeit dienen auch die (physische bzw elektronische) Auflagepflicht und die Zurverfügungstellung von Unterlagen im Vorfeld der HV, die Erläuterungspflicht für den Hauptgesellschafter und das Auskunftsrecht der Aktionäre in der HV.

Die Anteilsbewertung beim Gesellschafterausschluss ist ein **gesetzlicher Bewertungsanlass**, der die Einhaltung der folgenden Grundsätze erfordert:

- Grundsatz der **wirtschaftlich vollen Entschädigung**,
- Grundsatz der **umfassenden Gleichbehandlung** aus der Perspektive der „Gemeinschaft der Gesellschafter“ und
- Grundsatz der **Nachprüfbarkeit**.

Der Normwert kann indirekt oder direkt gefunden werden: Der **Unternehmensgesamtwert** für Eigen- und Fremdkapitalgeber besteht im Barwert der künftigen Free Cash Flows oder in der Summe aus dem aktuell investierten Kapital und dem Barwert der künftigen Übergewinne. Durch Abzug des Fremdkapitals gelangt man zum **indirekt** ermittelten **Unternehmenswert**; **direkt** kann er insb durch den Barwert der künftigen Gewinnausschüttungen ausgedrückt werden. Mittels der Division des Unternehmenswerts durch die Zahl der Anteile entsteht der **indirekt** ermittelte **Wert pro Anteil**; **direkt** ist dieser via durch den **Börsekurs** zu bestimmen.

Als mögliche „Normwerte iSd Gesellschafterausschlusses“ werden untersucht:

- der **subjektive Entscheidungswert** iSe eines Ertragswerts und in Gestalt der Spezialfälle Liquidationswert und Schieds- oder Arbitriumswert,
- der **objektivierte Wert** ohne Parteienbezug,
- der **typisierte Wert** und
- der **Börsekurs**.

Der „**subjektive Entscheidungswert**“ ist ein zukunftsorientierter Wert - für das Gesamtunternehmen, für sein Eigenkapital oder unmittelbar für den einzelnen Anteil - aus der Perspektive eines konkreten Bewertungssubjekts. Er spiegelt den **Grenzwert** iSe Preisobergrenze beim Kauf und iSe Preisuntergrenze beim Verkauf wider. Als „Ertragswert“ stellt er auf künftige Überschüsse aus der wirtschaftlichen Tätigkeit der Gesellschaft und als „Liquidationswert“ auf den voraussichtlichen Erlös aus der Veräußerung von Unternehmen(steilen) ab. Der Schieds- oder Arbitriumswert führt

zu einem Wert im positiven Einigungsbereich zwischen Preisunter- und Preisobergrenze bzw zum subjektiven Entscheidungswert der dominierten Partei.

Zur Frage „**Subjektiver Entscheidungswert des Minderheitsgesellschafters** als Normwert beim Gesellschafterausschluss?“ ist festzuhalten: Dieser Anteilswert erfüllt den Grundsatz der **wirtschaftlich vollen Entschädigung**. Seine Subjektorientierung widerspricht dem Grundsatz der **Nachprüfbarkeit**, im Fall einer Vielzahl von zT unbekannten Minderheitsgesellschaftern bereitet die Subjektorientierung obendrein massive praktische Probleme. Dieser Anteilswert verletzt den Grundsatz der **Gleichbehandlung**, und zwar einerseits der Gleichbehandlung innerhalb der Gruppe der Minderheitsgesellschaftler im Fall einer Abfindung zum *jeweiligen* Entscheidungswert und andererseits der Gleichbehandlung zwischen dem Haupt- und den Minderheitsgesellschaftlern wegen der Nichtberücksichtigung von Synergien des Hauptgesellschafters im Entscheidungswert der Minderheitsgesellschaftler. Dieser subjektive Entscheidungswert kann uE **nicht als Normwert** beim Squeeze-out gelten.

Der **Schieds- oder Arbitriumswert** als Normwert erfordert die Ermittlung der subjektiven Entscheidungswerte des Hauptgesellschafters und des bzw der Minderheitsgesellschaftler. Seine Festlegung setzt allerdings das Vorliegen eines positiven Einigungsbereichs voraus, was bei Existenz einer Vielzahl von Minderheitsgesellschaftern eher unwahrscheinlich ist. Der Schieds- oder Arbitriumswert ist für eine wirtschaftlich volle Entschädigung grundsätzlich geeignet, er erfüllt über die Einbeziehung der Kontrollprämie beim subjektiven Wert des Hauptgesellschafters den Grundsatz der Gleichbehandlung, verstößt aber ebenso wie der subjektive Entscheidungswert wegen der schwerwiegenden Probleme bei der Ermittlung eines Einigungsbereichs gegen den Grundsatz der Nachprüfbarkeit.

Die „**Typisierung**“ eines Werts drückt aus, bei bestimmten individuellen Bewertungsfaktoren die **Subjektorientierung** zu überwinden und auf **typische Verhältnisse** abzustellen. Der Grund kann, muss aber nicht in Informationsdefiziten liegen. Die „**Objektivierung**“ eines Werts bedeutet, in die Bewertung nur solche (subjektiven oder typisierten) Größen einzubeziehen, die für den Bewertenden keinen oder einen

nur geringen **Beurteilungsspielraum** bieten; mit ihr soll der Ermessensspielraum bei Einflussgrößen begrenzt werden.

Beim **objektivierten Unternehmenswert** und **Wert pro Anteil** wird von individuellen Parametern eines Bewertungssubjekts weitgehend abstrahiert und auf den „typischen (Minderheits-)Gesellschafter“ abgestellt. Diese Typisierung geht so weit, dass auch auf beschaffbare objektive Informationen über Subjekte zu Gunsten typischer Verhältnisse verzichtet wird. Diesem Wertkonzept steht ua die zentrale Einsicht entgegen, dass bei gesetzlichen Bewertungsanlässen der Normzweck und die rechtlichen Wertungen nicht ausgeklammert bleiben können. Dieses Wertkonzept bietet allerdings wertvolle methodische Grundlagen.

Jener Unternehmens- oder Anteilswert, der für den typisierten Gesellschafter für den gesetzlichen Bewertungsanlass des Squeeze-out zu ermitteln ist, kann als „**typusbezogener Normwert**“ bezeichnet werden. Damit wird erstens betont, dass der Wert **rechtsgeprägt** ist, und zweitens, dass er auf den **typisierten Gesellschafter** beim Squeeze-out abstellt. Dieser Typus ist weder der konkrete Haupt- noch ein einzelner oder durchschnittlicher Minderheitsgesellschafter.

Das Bewertungssubjekt ist vielmehr die **Gesellschaftergemeinschaft**. Es ist der **Unternehmenswert** aus der Perspektive der „Gemeinschaft aller Gesellschafter“ zu ermitteln; er enthält auch jene Synergieeffekte, die beim Hauptgesellschafter aus der Verbindung zur Gesellschaft anfallen. Der Unternehmenswert der Gemeinschaft ist auf den einzelnen Anteil herunter zu brechen, um zum **typusbezogenen Wert pro Anteil** zu kommen. Einer direkten Ermittlung des Anteilswerts steht die rechtliche Wertung der Gleichverteilung der Kontrollprämie entgegen.

Dieser typisierte Wert pro Anteil erfüllt die Grundsätze der **wirtschaftlich vollen Entschädigung** und der **Gleichbehandlung** aller Anteilseigner. Er sichert die Verteilung der Kontrollprämie auf alle Gesellschafter. Der typisierte Gesellschafter ist nicht ein typischer Minderheitsgesellschafter, sondern ein Teil der Gesellschaftergemeinschaft und insofern **eine Fiktion**. Hinsichtlich des Grundsatzes der **Nachprüfbarkeit**

ist eine umfassende Offenlegung der wertrelevanten Parameter nötig. Daher sind die zentralen Annahmen und Ausprägungen der maßgeblichen Variablen im Ausschlussverfahren transparent zu machen, zu kommunizieren und ggf zu erläutern.

Der **typisierte Wert pro Anteil**, der aus der Perspektive der Gemeinschaft aller Anteilseigner für den typischen Gesellschafter entwickelt wird, erfüllt **alle** für den **Normwert** beim Gesellschafterausschluss maßgeblichen rechtlichen Maßstäbe.

Der **ideale Börsenkurs** eines informations- und alloktionseffizienten Kapitalmarkts stellt einen Gleichgewichtspreis dar. Er spiegelt in jedem Zeitpunkt den Barwert der künftigen Überschüsse aus der Aktie wider. Der ideale Kurs erfüllt die Grundsätze der wirtschaftlich vollen Entschädigung und der Gleichbehandlung. Zu beachten ist, dass auf dem idealen Kapitalmarkt *jeder* Kapitalmarktteilnehmer „sehr klein“, dh ohne Einfluss auf den Börsenkurs und die Gesellschaft ist, und dass mithin keine Synergien entstehen können. Die Annahme der vollkommenen Transparenz des Börsengeschehens macht den Kurs nachprüfbar.

Zentrale Annahmen des idealen Kapitalmarkts sind **realiter** va wegen Informations- und Machtasymmetrien zwischen Kapitalmarktteilnehmern und Marktfriktionen wie Transaktionskosten oder Steuern nicht erfüllt. Auf diese Weise werden zB Gewinne durch Informationsvorsprünge, die Kursbeeinflussung durch Marktaktivitäten, die Erzielung von Synergieeffekten etc möglich.

Ein wichtiges konzeptionelles Problem betrifft die **Zirkularität des Börsekurses**: Nach Bekanntgabe des Abfindungsangebots pendelt sich der Börsenkurs auf die oder knapp über der Höhe der publizierten Abfindung ein. Dieser neue Börsenkurs kann nicht gleichzeitig die Basis für die Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung darstellen.

Wenn man davon ausgehen kann, dass der Kapitalmarkt neue Informationen am Tag der Bekanntgabe vollständig und korrekt in den Börsenkurs einpreist, so ist stets ein **Stichtagskurs** maßgeblich. Folglich ist zu entscheiden zwischen dem Börsenkurs *vor*

oder *im* Ereigniszeitpunkt, in dem zB die Ad hoc-Mitteilung zum Gesellschafterausschluss erfolgt. Benötigt der Kapitalmarkt für die Einpreisung neuer Informationen „längere Zeit“ oder liegt ein kontinuierlicher Informationsfluss vor, so kann ein späterer Tageskurs erwogen werden.

Ein **durchschnittlicher Börsenkurs** über einen Referenzzeitraum, der angesichts des Problems der Zirkularität sinnvollerweise *vor* der Bekanntgabe des Gesellschafterausschlusses liegt, vermag **zufällige Schwankungen** des Börsenkurses, die zB durch Noise Trader verursacht werden, auszugleichen. Der Durchschnittskurs setzt eine stationäre Situation voraus und ist in den folgenden Fällen **konzeptionell falsch**:

- Der Börsenkurs folgt im Durchrechnungszeitraum einem **Trend**.
- **Neue Informationen** über das Unternehmen, die Branche oder die Gesamtwirtschaft gelangen auf den Markt.
- Es kommt zur – in der Modellwelt nicht vorgesehenen – **Antizipation von Ereignisinformationen**, wie dies im Fall von Squeeze-outs vielfach geschieht.

Der Börsenkurs entspricht nur dann dem **Verkehrswert** eines Anteils, wenn der Kapitalmarkt in Bezug auf die Aktie der Gesellschaft **liquide** ist. Diese Liquidität des Kapitalmarktes hängt vom **Handelsvolumen** der Aktie ab. Mindestumsätze für die Klassifikation eines Marktes als liquide werden in der Situation des Gesellschafterausschlusses, die durch eine massive Anteilskonzentration beim Hauptaktionär gekennzeichnet ist, iA weit verfehlt. Folglich ist vom Regelfall der **Marktenge** auszugehen, so dass der Börsenkurs den bei einer freien Desinvestitionsentscheidung erzielbaren Erlös nicht mehr wiedergibt.

Mit den Fragen der Liquidität und der Marktenge eng verknüpft ist die Möglichkeit, **Börsenkurse** gezielt zu **beeinflussen**, ohne gleichzeitig den Manipulationstatbestand des § 48c BörseG zu erfüllen. Der **Hauptaktionär** vermag den Börsenkurs im Vorfeld des Gesellschafterausschlusses gezielt zu beeinflussen

- durch eigene Handelsaktivitäten,
- durch eine Reserven bildende Bilanzpolitik und

- insbes durch seine Informationspolitik, indem er positive Informationen zurückhält und negative übertreibt.

Auf Seiten der **Minderheitsgesellschafter** kann im Vorfeld des Ausschlusses eine implizite Koalition zur Kurssteigerung entstehen. Die **Abfindungsspekulation** kommt zB durch publizierte Listen von Squeeze-out-Kandidaten, durch professionelle Analysen und durch Fondsgesellschaften in Gang, die Investitionen in Gesellschaften mit einem wahrscheinlichen Squeeze-out bewusst suchen und eingehen.

Die empirische Kapitalmarktforschung zeigt die **sehr hohe praktische Relevanz** dieser Strategien sowohl beim Hauptaktionär als auch bei Minderheitsgesellschaftern. In welchem Ausmaß sich ein realer Börsenkurs – in Gestalt eines Stichtags- oder Durchschnittskurses – vom theoretischen Gleichgewichtspreis nach oben oder nach unten entfernt, kann angesichts der genannten schwerwiegenden Probleme nicht gesagt werden.

Abgesehen von diesen gravierenden Schwierigkeiten ist die Frage zu stellen, wie der Börsenkurs mit **Synergien** konzeptionell umgeht: Der Börsenkurs basiert auf der Prämisse, der einzelne Aktionär habe keine Einflussmöglichkeiten und folglich könnten keine Synergieeffekte aus der Verbindung zwischen der Gesellschaft und den Aktionären - auf beiden Seiten - entstehen. Der Börsenkurs ist der Preis für *einzelne* Aktien, also ohne Zugehörigkeit zu einem Paket. Realiter liegen sogar idR Aktienpakete vor, die die Möglichkeit der Kontrolle und der Realisation von unechten und echten Synergien bei Gesellschaft und Paketaktionären bieten.

Der Unternehmens- und der Anteilswert beim rechtlichen Bewertungsanlass Gesellschafterausschluss sind aus der Perspektive der „Gemeinschaft aller Gesellschafter“ und daher einschließlich Synergien zu bestimmen. Synergien bei der Gesellschaft werden in deren Überschüsse eingeplant, jene va beim Hauptgesellschafter als Barwert addiert. Nur dieses Vorgehen führt zum „**Wert pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses**“. Der **Börsenkurs** unterscheidet sich *konzeptionell* von diesem Normwert:

- Vom „Wert pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses“ zum Börsenkurs kommt man durch den „**Minderheitsabschlag**“.
- Vom Börsenkurs zum „Wert pro Anteil iSd Gesellschafterausschlusses“ gelangt man durch den „**Kontrollaufschlag**“ oder die „**Kontrollprämie**“.

Die Quantifizierung des Ab- bzw Aufschlags setzt die Kenntnis des Normwerts *und* des Börsenkurses voraus; pauschale Zuschläge zum Börsenkurs sind wegen der Einzelfallabhängigkeit von Synergien nicht problemadäquat. Sobald allerdings der Normwert des Anteils vorliegt, erübrigt sich die Anknüpfung am Börsenkurs. Darin liegt das „**Dilemma des Börsenkurses**“ bei der Festlegung einer angemessenen Gesellschafterabfindung.

Der Börsenkurs erfüllt **nicht** die Grundsätze der **wirtschaftlich vollen Entschädigung** und der **Gleichbehandlung**: *Erstens* ist der (ideale wie reale) Börsenkurs **konzeptionell** nicht in der Lage, eine wirtschaftlich volle Entschädigung für den typisierten Aktionär aus der Sicht der „Gemeinschaft aller Gesellschafter“ wegen fehlender **Synergien** abzubilden. *Zweitens* weist der reale Börsenkurs **Verzerrungen** (nach oben oder nach unten) in einer unentwirrbaren Weise auf, so dass er **weder als Abfindung noch als Untergrenze** einer Abfindung geeignet ist; Ursachen hierfür sind:

- Informations- und Machtasymmetrien zwischen Kapitalmarktteilnehmern,
- zufällige Schwankungen, ausgelöst insb durch Noise Trader,
- Über- und Unterreaktionen,
- die Zirkularität nach Bekanntgabe der angebotenen Abfindung,
- die Marktenge oder Marktilliquidität,
- die gezielte Beeinflussung durch Aktionäre.

Börsenkurse werden veröffentlicht und sind insofern intersubjektiv nachvollziehbar, womit sie prima facie dem Grundsatz der **Nachprüfbarkeit** entsprechen. Erweitert man den Fokus der Nachprüfbarkeit allerdings auf ihr **Zustandekommen** und sollen Minderheitsgesellschafter, an die sich dieser Grundsatz richtet, uU maßgebliche Börsenkurse nachprüfen können, so sind va alle Handelsaktivitäten und die dahinter ste-

henden Akteure offen zu legen. Dieses Maß an Transparenz ist iA nicht erreichbar. Nur eine aufwendige Einzelfallanalyse kann hier ggf helfen, was allerdings das letzte verbleibende Argument für die Maßgeblichkeit von Börsenkursen, sie seien kostengünstiger als Unternehmensbewertungen, ad absurdum führt.

Börsenkurse erfüllen nicht die **rechtlichen Wertungen** beim gesetzlichen Bewertungsanlass Gesellschafterausschluss und sind folglich sowohl als Normwert für die Festlegung einer angemessenen Barabfindung als auch als Untergrenze einer Abfindung **ungeeignet**. Abbildung 9 fasst die Ergebnisse zum Normwert beim Gesellschafterausschluss zusammen.

rechtliche Wertungen Anteilswerte	„wirtschaftlich volle Entschädigung“	„umfassende Gleichbehandlung der Gesellschafter“	„Nachprüfbarkeit“
subjektiver Entscheidungswert	+	-	-
Schieds- oder Arbitriumswert	+	+	-
typisierter Anteilswert	+	+	+
Börsenkurs	-	-	+/-

Abbildung 9:

Die Eignung von Anteilswerten als Normwert beim Gesellschafterausschluss

(„+“: Kriterium wird erfüllt, „-“: Kriterium wird nicht erfüllt)

Abstract

Im Mittelpunkt des zwangsweisen Ausschlusses von Minderheitsgesellschaftern, des sog „Squeeze-out“ oder „Freeze-out“, steht das GesAusG. Demnach kann der Hauptgesellschafter (einer AG oder GmbH), der eine Beteiligung von mindestens 90 % hält, die Übertragung der Anteile der Minderheitsgesellschafter verlangen. Eine Kernfrage des Verfahrens liegt in der Bemessung der angemessenen Barabfindung.

Die Rsp (in Deutschland und Österreich) lehnte bis zur Jahrtausendwende die Maßgeblichkeit von Börsenkursen für die Abfindungsbemessung ab. Seit der zT euphorisch begrüßten Öffnung der Rsp zu Börsenkursen – va als Abfindungsuntergrenze – bestehen große Probleme im Umgang mit Marktenge, Manipulation, sprunghaften Entwicklungen usw. Ging man ursprünglich von der Beschleunigung des Verfahrens und der Einsparung von Kosten aus, so führen aufwendige Gutachten zur (Un-)Tauglichkeit von Börsenkursen zur fatalen Situation, zusätzlich zu einer Unternehmensbewertung Gutachten zur Eignung von Börsenkursen zu benötigen. In den USA ist nicht ein „Fair Market Value“ wie ein Börsenkurs, auch nicht als Untergrenze, sondern der „Fair Value“ der Anteile maßgebend.

Der Gesellschafterausschluss ist ein gesetzlicher Bewertungsanlass; sein Normzweck und seine rechtlichen Wertungen stehen im Mittelpunkt. Zentrale Grundsätze sind die wirtschaftlich volle Entschädigung, die umfassende Gleichbehandlung und die Nachprüfbarkeit. Als Normwerte kommen in Frage: Subjektive Entscheidungswerte, die an der Gleichbehandlung und Nachprüfbarkeit, Schieds- oder Arbitriumswerte, die an der Nachprüfbarkeit scheitern, der typisierte Anteilswert, der uE alle Anforderungen erfüllt, und Börsenkurse, die keine wirtschaftlich volle Abfindung, keine umfassende Gleichbehandlung und eine lediglich eingeschränkte Nachprüfbarkeit gewährleisten. Börsenkurse weisen unentwirrbare Verzerrungen und konzeptionelle Schwächen auf; Gründe hierfür sind: Informations- und Machtasymmetrien, zufällige Schwankungen, Über- und Unterreaktionen, ihre Zirkularität, die Marktenge, die gezielte Beeinflussbarkeit und die unzureichende Synergieeinbeziehung.

Kurzlebenslauf

Univ.-Prof. Dr. Anton Burger

Persönliche Informationen:

Geboren am 9. Sept. 1962,
österreichischer Staatsbürger,
verheiratet, drei Kinder.

Beruflicher Werdegang:

1981	Reifeprüfung in Tulln
1986	Abschluss des Studiums der Betriebswirtschaft an der WU Wien (Mag. et Dr. rer.soc.oec.)
1991	Habilitation für Betriebswirtschaftslehre an der (damaligen) SOWI-Fakultät der Universität Wien
1991	Gastdozent an der Universität Bielefeld
1991 – 1992	Professor an der Universität zu Köln
1992 – 1993	Professor an der Universität Münster
Seit 1993	Inhaber des Lehrstuhls für ABWL und Unternehmensrechnung an der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt
Ferner:	Vortragender an der Donau-Universität Krems und an der Technischen Universität Wien

Wien, im März 2011