



Univ.-Prof. Dr. Klaus Rabel, WP/StB, CVA • Graz

Börsenkurse und Angemessenheit des Umtauschverhältnisses bei Verschmelzungen

» RWZ 2020/69

Nach der Rechtsprechung in Deutschland ist es bei der Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften unter bestimmten Voraussetzungen zulässig, das Umtauschverhältnis allein aus dem Verhältnis der Börsenkurse abzuleiten. Der Beitrag geht der Frage nach, inwieweit diese Ansicht auf Österreich übertragen werden kann.

1. Einleitung

Gerwald Mandl hat die Lehre der Unternehmensbewertung in Österreich geprägt. Neben der theoretischen Fundierung war ihm die Weiterentwicklung des Bewertungsstandards KFS/BW 1 ein großes Anliegen. Er leitete die Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung von ihrer Gründung im Jahr 2006 bis in das Jahr 2018. In dieser Zeit gelangen mit der Neufassung des Fachgutachtens KFS/BW 1 im Jahr 2014 sowie einer Reihe von begleitenden Empfehlungen zu Einzelfragen bedeutsame Modernisierungen, die auch in Deutschland große Anerkennung fanden. Dabei legte *Gerwald Mandl* stets Wert darauf, der Praxis in der ohnedies hoch komplexen Materie der Unternehmensbewertung Möglichkeiten der Vereinfachung zu eröffnen, etwa durch die Option auf den Verzicht auf die Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuerwirkungen bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften und die korrespondierende Option auf Ansatz einer fiktiven KSt bei der Bewertung von Einzelunternehmen und Personengesellschaften.¹

Gerwald Mandl hat sich auch mehrfach mit Fragen der rechtsgeprägten Unternehmensbewertung auseinandergesetzt und zur Bewertung bei gesellschaftsrechtlichen, erbrechtlichen und steuerrechtlichen Anlässen sowie zur zweckadäquaten Auswahl von Bewertungsverfahren Stellung bezogen.² Der vorliegende Beitrag knüpft daran an und befasst sich mit der Frage, welche Bedeutung den Börsenkursen von zu verschmelzenden Gesell-

schaften im Rahmen der Beurteilung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses zukommt. Ausgehend von einer Darstellung der Rechtslage in Österreich wird im Zuge einer Analyse der deutschen Rechtsprechung und deren Übertragbarkeit auf Österreich zwischen zwei Problemebenen unterschieden: Zum einen wird untersucht, ob bzw. unter welchen Voraussetzungen es zulässig ist, das Umtauschverhältnis allein aus den Börsenkursen abzuleiten. Hier stellt sich insb die Frage, inwieweit einer ertragsorientierten Bewertung mithilfe eines Ertragswert- oder DCF-Verfahrens der Vorrang gegenüber einer marktorientierten Ableitung des Werts der Aktien auf Basis von Börsenkursen einzuräumen ist. Zum anderen wird untersucht, inwieweit Börsenkurse im Rahmen der Festlegung des Umtauschverhältnisses als Wertuntergrenze zu berücksichtigen sind.

2. Aktienrechtliche Vorgaben für die Methodenwahl

Nach § 220 Abs 2 Z 3 AktG hat der Verschmelzungsvertrag das Umtauschverhältnis der Aktien und ggf die Höhe der baren Zahlungen festzulegen. Die Angemessenheit des Umtauschverhältnisses ist gem § 220b Abs 4 AktG vom Verschmelzungsprüfer zu beurteilen. Er hat in seinem Prüfbericht „insbesondere anzugeben,

1. nach welchen Methoden das vorgeschlagene Umtauschverhältnis ermittelt worden ist;
2. aus welchen Gründen die Anwendung dieser Methoden angemessen ist;
3. welches Umtauschverhältnis sich bei der Anwendung verschiedener Methoden, sofern mehrere angewendet worden sind, jeweils ergeben würde; zugleich ist dazu Stellung zu nehmen, welche Gewichtung diesen Methoden bei der Bestimmung des Umtauschverhältnisses beigemessen wurde, und darauf hinzuweisen, ob und welche besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung aufgetreten sind“.³

Das Umtauschverhältnis gibt an, wie viele Aktien an der übernehmenden Gesellschaft im Austausch für eine oder mehrere Aktien an der übertragenden Gesellschaft gewährt werden, und ergibt sich aus dem Verhältnis der Unternehmenswerte der über-

¹ Siehe dazu KFS/BW 1 Rz 84 und 86 sowie *Mandl/Rabel*, Persönliche Steuern in der Unternehmensbewertung nach dem Standard KFS BW1, in *Seicht* (Hrsg), Jahrbuch für Controlling und Rechnungswesen 2011 (2011) 21 ff.

² Siehe dazu etwa *Mandl/Rabel*, Der objektivierte Unternehmenswert im Lichte einer normorientierten Bewertung, in *FS Rückle* (2006) 45 ff; *Mandl/Rabel*, Objektivierte Unternehmenswert und Verkehrswert bei Umgründungen, in *Bert/Mandl/Mandl/Ruppe* (Hrsg), Von der Gründung bis zur Liquidation (2003) 99 ff; *Mandl/Rabel*, Zweckadäquate Auswahl von Verfahren zur Unternehmensbewertung, *RWZ* 1997, 350 ff; *Mandl/Rabel*, Unternehmensbewertung und Pflichtteilsbemessung – Zur Relevanz von Finanzierungs- und Ertragsteuerwirkungen, in *FS Loitsberger* (1991) 447 ff.

³ Zur historischen Entwicklung sowie zu den Vorgaben in Art 10 der EU-Verschmelzungsrichtlinie 211/35/EU, ABl L 2011/110, 1, siehe *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung (2017) 30 ff. Der Wortlaut des Art 10 der EU-Verschmelzungsrichtlinie wurde nahezu unverändert in Art 96 der Richtlinie (EU) 2017/1132 über bestimmte Aspekte des Gesellschaftsrechts, ABl L 169/46, übernommen.

tragenden und der übernehmenden Gesellschaft, jeweils aufgeteilt auf die ausgegebenen Aktien.⁴ Unterschiedliche Methoden zur Ermittlung des Umtauschverhältnisses können nur auf unterschiedliche Methoden zur Ermittlung der jeweiligen Werte je Aktie zurückgehen. Der Gesetzeswortlaut geht offensichtlich von einer Pluralität anwendbarer Bewertungsmethoden aus. Aus § 220b Abs 4 Z 3 AktG ergibt sich, dass sowohl die Anwendung nur einer Methode als auch die gleichzeitige Anwendung mehrerer Methoden zulässig sind.⁵

In der österreichischen Lehre wird einhellig die Auffassung vertreten, dass das Gesetz keine bestimmte Bewertungsmethode vorschreibt.⁶ Das Spektrum denk möglicher Methoden zur Ermittlung der Werte je Aktie ist äußerst breit. Es umfasst zunächst alle Methoden der *Unternehmensbewertung*, somit ertragsorientierte Verfahren (wie Ertragswert- und DCF-Verfahren) ebenso wie Vergleichsverfahren (wie Multiplikatorverfahren), Einzelbewertungsverfahren (wie das Substanzwertverfahren) oder Mischverfahren.⁷ Bei börsennotierten Unternehmen ist es darüber hinaus denkbar, auf eine Unternehmensbewertung zu verzichten und den Wert der Aktien unmittelbar aus deren Marktpreisen, somit aus deren *Börsenkursen*, abzuleiten.

Einschränkungen des Grundsatzes der Methodenfreiheit ergeben sich allerdings aus dem Angemessenheitsgebot gem § 220b Abs 4 Z 2 AktG: Die Anwendung der ausgewählten Methode(n) muss „angemessen“ sein und so die Festlegung eines angemessenen Umtauschverhältnisses iSv § 225c AktG sicherstellen.⁸ Nähere Determinierungen zum Begriff der Angemessenheit lassen sich dem AktG jedoch nicht entnehmen. Sie werden – wie im Folgenden gezeigt wird – aus verfassungsrechtlichen Erwägungen abgeleitet.

3. Voller wirtschaftlicher Ausgleich

Die hM⁹ sieht die Wertäquivalenz zwischen den Anteilen an der übertragenden Gesellschaft und den als Gegenleistung gewährten Anteilen an der übernehmenden Gesellschaft als zentralen Bestandteil der Angemessenheit. Wird diese Wertäquivalenz im Wesentlichen erreicht, ist sichergestellt, dass Aktionäre durch die Verschmelzung nicht entreichert werden. Im Hinblick darauf,

dass das Angemessenheitsgebot in Österreich und Deutschland übereinstimmt,¹⁰ wird dies auch auf die vom deutschen BVerfG für das Umtauschverhältnis erhobene Forderung des vollen wirtschaftlichen Wertausgleichs gestützt.¹¹ Diese Forderung steht in Einklang mit der Rechtsprechung des VfGH, der im Fall der Verschmelzung eine Vermögensverschiebung von den Aktionären der übernehmenden Gesellschaft zu den Aktionären der übertragenden Gesellschaft aufgrund eines nicht wertäquivalenten Umtauschverhältnisses als unzulässigen Eingriff in das Eigentum der Aktionäre eingestuft hat.¹²

Von zentraler Bedeutung ist daher die Frage, durch welche Methoden die Wertäquivalenz bei der Ermittlung des Umtauschverhältnisses erreicht werden kann. Höchstgerichtliche Rechtsprechung dazu liegt in Österreich nicht vor. In Deutschland erfordert der volle wirtschaftliche Wertausgleich bei börsennotierten Gesellschaften seit der *DAT/Altana*-Entscheidung des BVerfG grundsätzlich die Unterscheidung von zwei Bewertungsperspektiven, und zwar

- die vom Gesamtunternehmenswert ausgehende Ermittlung des Werts der Aktien als *quotaler Unternehmenswert* sowie
- die Ermittlung des Werts der Aktien als *Deinvestitionswert*, der bei einer freien Deinvestitionsentscheidung an der Börse zu erlangen gewesen wäre.¹³

Während die ältere Rechtsprechung in Deutschland die volle Kompensation insb in Barabfindungsfällen allein in Form des quotalen Unternehmenswerts bestimmte, ist der aus dem Börsenkurs abzuleitende Deinvestitionswert der Aktie seit der *DAT/Altana*-Entscheidung des BVerfG im Jahr 1999 unter bestimmten Voraussetzungen als Wertuntergrenze zu berücksichtigen.¹⁴ Das vom BGH auf dieser Grundlage entwickelte Meistbegünstigungsprinzip, wonach die Abfindung nach dem höheren der beiden Werte zu bemessen ist,¹⁵ erachtete der BVerfG allerdings in der Folge als verfassungsrechtlich nicht geboten.¹⁶ Seither zeigen sowohl der BGH als auch die deutschen Instan-

⁴ *Kalss*, Verschmelzung Spaltung Umwandlung² (2010) A § 220 AktG Rz 19.

⁵ Vgl *Bachl*, GesRZ 2000, 11.

⁶ Vgl *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht (2008) 404; *Bertl* in *Bertl et al*, Sonderbilanzen bei Umgründungen (2008) 58; *Kalss*, Verschmelzung Spaltung Umwandlung² A § 220 AktG Rz 21; *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung 286 f; *Ludwig/Hirschler*, Bilanzierung und Prüfung von Umgründungen³ (2018) Rz 5.24; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III⁶ § 220 Rz 11.

⁷ Zu einem Überblick über Verfahren der Unternehmensbewertung siehe *Mandl/Rabel*, Unternehmensbewertung – Eine praxisorientierte Einführung (1997) 28 ff.

⁸ Nach *Bachl*, GesRZ 2000, 8, ist die Prüfung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses nicht als Ergebnisprüfung, sondern als Methodenprüfung zu verstehen.

⁹ Vgl *Koppensteiner*, JBl 2003, 709; *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht 404; *Kalss*, Verschmelzung Spaltung Umwandlung² A § 220 AktG Rz 20; *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung 40 ff; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III⁶ § 220 Rz 9.

¹⁰ Vgl *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung 32, unter Verweis auf BVerfG 27. 4. 1999, 1 BvR 1613/94 (*DAT/Altana*), sowie zahlreiche nachfolgende Urteile des BVerfG.

¹¹ *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung 44 f.

¹² VfGH 21. 9. 2011, G 175/10 VfSlg 19486, unter Verweis auf VfGH 16. 6. 2005, G 129/04 ua VfSlg 17.584, und VfGH 28. 9. 2002, G 286/01 VfSlg 16.636.

¹³ Vgl *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² (2019) § 18 Rz 18.35; *Knoll* in *Petersen/Zwirner*, Handbuch Unternehmensbewertung² (2017) 560.

¹⁴ Vgl *Großfeld/Egger/Tönnnes*, Recht der Unternehmensbewertung⁸ (2016) Rz 1225; *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18 Rz 18.41. Zur Entwicklung der deutschen Rechtsprechung siehe auch *Burger*, Börsenkurse und angemessene Abfindung (2012) 83 ff.

¹⁵ BGH 12. 3. 2001, II ZB 15/00 (*DAT/Altana*). Siehe dazu auch *Großfeld/Egger/Tönnnes*, Recht der Unternehmensbewertung⁸ Rz 1226; *Knoll* in *Petersen/Zwirner*, Handbuch Unternehmensbewertung² 563 ff; *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18 Rz 18.67 ff.

¹⁶ BVerfG 26. 4. 2011, 1 BvR 2658/10 (Telekom/T-Online); 16. 5. 2012, 1 BvR 96/09 ua (Deutsche Hypothekenbank); *Großfeld/Egger/Tönnnes*, Recht der Unternehmensbewertung⁸ Rz 1227; *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18 Rz 18.68.

zengerichte die Tendenz, nicht mehr am Meistbegünstigungsprinzip festzuhalten.¹⁷

Übertragen auf die Verschmelzung bedeutet dies, dass das Umtauschverhältnis grundsätzlich aus dem Verhältnis der quotalen Unternehmenswerte abzuleiten ist. Gleichzeitig ist aber zu prüfen, inwieweit der Deinvestitionswert zu beachten ist. Im Folgenden wird untersucht, nach welchen Methoden der quotale Unternehmenswert bei der Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften nach der deutschen Rechtsprechung zu ermitteln ist und inwieweit sich diese Grundsätze auf Österreich übertragen lassen. Danach wird auf die Bedeutung des Deinvestitionswerts für das Umtauschverhältnis eingegangen.

4. Quotaler Unternehmenswert

4.1. Deutschland

4.1.1. Bundesverfassungsgericht

Unter dem quotalen Anteil am Gesamtunternehmenswert wird der Betrag verstanden, der auf die einzelne Aktie entfallen würde, wenn die Gesellschaft in der Weise liquidiert würde, dass sie das von ihr getragene Unternehmen in seiner Gesamtheit veräußert und den Erlös unter die Gesellschafter verteilt (sog. „Liquidationshypothese“).¹⁸ Wenngleich der quotale Unternehmenswert einen „Fundamentalwert“ aus der Perspektive eines langfristig investierenden Aktionärs darstellt,¹⁹ der aus betriebswirtschaftlicher Sicht dem Barwert der erwarteten *Flows to Equity* entspricht, besteht nach der Rechtsprechung des BVerfG kein Zwang zur Anwendung einer ertragsorientierten Bewertungsmethode. Das BVerfG betont vielmehr in stRsp, dass das Grundgesetz keine bestimmte Methode zur Ermittlung des Werts von Unternehmensanteilen vorschreibe (*Grundsatz der Methodenfreiheit*).²⁰ In der Entscheidung *Daimler/Chrysler*, die zur Verschmelzung nicht verbundener Gesellschaften erging, hat das BVerfG festgehalten, dass das Grundgesetz weder eine bestimmte Methode der Unternehmensbewertung noch bestimmte Prognoseverfahren zur Einschätzung künftiger Erträge vorschreibe.²¹

Aus verfassungsrechtlicher Sicht erhebt das BVerfG jedoch Anforderungen an die *Auswahl* der Bewertungsmethode, bei der bestimmte Mindeststandards einzuhalten sind.²² Gefordert

wird eine sorgfältige Begründung der methodischen Auswahlentscheidung, wobei gewährleistet sein muss, dass sie zur Anwendung einer im gegebenen Fall geeigneten, aussagekräftigen Methode führt. Eine kumulative Anwendung aller zur Verfügung stehenden Bewertungsmethoden ist dabei nicht notwendig.²³ Wenngleich die Frage nach der geeigneten Bewertungsmethode als Teil der Tatsachenfeststellung betrachtet wird, die nach den Erkenntnissen der wirtschaftswissenschaftlichen und betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und Bewertungspraxis zu beurteilen ist, stellt es nach der Judikatur des BGH eine Rechtsfrage dar, ob die gewählte Bewertungsmethode den gesetzlichen Bewertungszielen widerspricht.²⁴ Demnach ist es eine Rechtsfrage, welche Methode in einem spezifischen Bewertungsfall zweckadäquat ist, um das gegebene Bewertungsziel des vollen wirtschaftlichen Ausgleichs zu erreichen.²⁵

Nach dieser Maßgabe wurde die Zulässigkeit der Ermittlung des quotalen Unternehmenswerts mithilfe der in der Praxis dominierenden Ertragswertmethode vom BVerfG bejaht.²⁶ Zur Verschmelzung nicht verbundener Gesellschaften hat das BVerfG in der Entscheidung *Wüstenrot und Württembergische* festgehalten, dass die im entscheidungsgegenständlichen Fall angewandte Ertragswertmethode verfassungsrechtlich unbedenklich sei, aber nicht etwa zwingend vorgegeben. Von den Zivilgerichten werden auch die DCF-Verfahren als ebenfalls ertragsorientierte Bewertungsverfahren als zweckadäquat angesehen.²⁷

Allerdings erachtete es das BVerfG in der Entscheidung *Telekom/T-Online* im Jahr 2011 als zulässig, die Ertragswertmethode als ungeeignet zu verwerfen und stattdessen die Unternehmenswerte der an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger allein anhand ihrer Börsenwerte zu schätzen.²⁸ Dem war eine richtungsweisende Entscheidung des OLG Frankfurt vorausgegangen, in der dem Börsenwert unter bestimmten Voraussetzungen Überlegenheit gegenüber dem Ertragswert bei der Schätzung des Unternehmenswerts attestiert wurde, wobei dies insb bei Gesellschaften in Betracht komme, deren Aktien in einen bedeutenden Aktienindex aufgenommen seien und in einem hochliquiden Markt gehandelt werden.²⁹

Auch in der Entscheidung *Deutsche Hypothekenbank* hat das BVerfG die Orientierung allein am Börsenkurs akzeptiert und die Feststellung des Oberlandesgerichts für nachvollziehbar erachtet, wonach die Ertragswertmethode, die vornehmlich auf die künftig ausschüttbaren Ertragsüberschüsse abstelle und daher mit naturgemäß unsicheren Prognosen arbeiten müsse, keine richtigeren Ergebnisse zeitige als der „Markttest“.³⁰ Als Voraus-

¹⁷ Siehe dazu näher den Überblick bei *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18.70 ff; *Großfeld/Egger/Tönnies*, Recht der Unternehmensbewertung⁸ Rz 1227 ff; *Mollnhuber*, GesRZ 2020, 261.

¹⁸ *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18 Rz 18.36.

¹⁹ *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18 Rz 18.38.

²⁰ So etwa BVerfG 30. 5. 2007, 1 BvR 1267/06, 1 BvR 1280/06 (*Wüstenrot und Württembergische*); 24. 5. 2012, 1 BvR 3221/10 (*Daimler/Chrysler*); 16. 5. 2012, 1 BvR 96/09 ua (*Deutsche Hypothekenbank*); 26. 4. 2011, 1 BvR 2658/10 (*Telekom/T-Online*).

²¹ BVerfG 24. 5. 2012, 1 BvR 3221/10 (*Daimler/Chrysler*).

²² BVerfG 26. 4. 2011, 1 BvR 2658/10 (*Telekom/T-Online*); *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18 Rz 18.40.

²³ BVerfG 16. 5. 2012, 1 BvR 96/09 ua (*Deutsche Hypothekenbank*); *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18 Rz 18.40.

²⁴ BGH 29. 9. 2015, II ZB 23/14; 12. 1. 2016, II ZB 25/14.

²⁵ AA *Mollnhuber*, GesRZ 2020, 261.

²⁶ BVerfG 30. 5. 2007, 1 BvR 1267/06, 1 BvR 1280/06 (*Wüstenrot und Württembergische*).

²⁷ OLG Frankfurt 8. 9. 2016, 21 W 36/15, Rn 30.

²⁸ BVerfG 26. 4. 2011, 1 BvR 2658/10 (*Telekom/T-Online*).

²⁹ OLG Frankfurt 3. 9. 2010, 5 W 57/09.

³⁰ BVerfG 16. 5. 2012, 1 BvR 96/09 ua (*Deutsche Hypothekenbank*).



setzung für eine solche Orientierung allein am Börsenkurs sei im Rahmen der sorgfältigen Begründung der Auswahlentscheidung insb darzulegen, dass keine offensichtlichen Marktstörungen bestanden. Nach der Entscheidung *Telekom/T-Online* ist in diesem Zusammenhang zu untersuchen, ob Marktenge im Handel der Aktien bestand, Anzeichen für eine gezielte Kurspflege in Ansehung der geplanten Strukturmaßnahme vorlagen oder eine unzureichende Information des Marktes wegen eines Verstoßes gegen Mitteilungspflichten.³¹

Nach Ansicht des BVerfG sind daher die Zivilgerichte in Deutschland in der Methodenwahl zur Ermittlung des quotalen Unternehmenswerts als Basis für das Umtauschverhältnis grundsätzlich frei, solange die methodische Auswahlentscheidung sorgfältig begründet wird.³² Dies kann zur Anwendung einer ertragsorientierten Bewertungsmethode führen, aber auch zur marktorientierten Bestimmung des „Fundamentalwerts“ auf der Grundlage der Börsenkapitalisierung. Die Freiheit in der Methodenwahl beruht auf der Einsicht, dass sämtliche für die Schätzung zur Verfügung stehenden Methoden in hohem Maße unvollkommen sind.³³ Da es nicht möglich sei, stichtagsbezogen einen einzigen richtigen Wert eines Unternehmens zu bestimmen, sind die Zivilgerichte auch berechtigt, Bandbreiten von Bewertungsergebnissen zu akzeptieren.³⁴

4.1.2. Zivilgerichte

Vor diesem Hintergrund hat der deutsche BGH in seiner jüngeren Judikatur zu Barabfindungen den Börsenwert unter bestimmten Voraussetzungen gegenüber einer ertragsorientierten Unternehmensbewertung im Wesentlichen als gleichwertig angesehen.³⁵ Die Berücksichtigung des Börsenwerts beruhte dabei nach Ansicht des BGH auf der Annahme, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs niederschläge.³⁶ Der BGH erachtete damit den Börsenwert als allein maßgeblich, wenn vom Vorliegen einer effektiven Informationsbewertung durch den Markt ausgegangen werden könne.³⁷

Auf dieser Grundlage haben deutsche Spruchgerichte in der Folge in Barabfindungsfällen zum Teil die Schätzung des Unternehmenswert anhand der Börsenkapitalisierung einer ertragsorientierten Bewertung vorgezogen.³⁸ In Beschlüssen im Jahr 2019 haben die Landgerichte Frankfurt³⁹ und Stuttgart⁴⁰ ausführlich dargelegt, warum eine gerichtliche Überprüfung des (ggf höheren) Ertragswerts entbehrlich sei, wenn es aussagekräftige Börsenkurse gebe. Zum Teil wurde aber auch der Ertragswertmethode der Vorzug gegenüber dem Börsenwert eingeräumt. Das OLG Düsseldorf schied eine Heranziehung des Börsenkurses ua mit der Begründung aus, dass eine effektive Informationsbewertung durch den Markt aufgrund der Kursentwicklung nicht sicher festgestellt werden konnte.⁴¹ Auch das OLG München⁴² räumte in mehreren Beschlüssen zu Squeeze-Out-Fällen mit nur geringem Streubesitz dem Ertragswertverfahren den Vorzug ein, etwa weil die Antragsgegnerin bereits vor Beginn des relevanten Drei-Monats-Zeitraums über 96 % der Aktien gehalten und ein aussagekräftiger Aktienhandel dementsprechend nicht mehr stattgefunden habe, sodass im konkreten Fall durchgreifende Bedenken daran bestanden, dass der Börsenwert die Ertragskraft des Unternehmens tatsächlich zutreffend widerspiegle.⁴³

Im juristischen Schrifttum wurde die verstärkte Heranziehung der Börsenkapitalisierung zur Ableitung des „wahren“ Unternehmenswerts durch die Rechtsprechung geteilt aufgenommen.⁴⁴ Vor allem aus betriebswirtschaftlicher Sicht wurden erhebliche Einwendungen gegen eine Gleichsetzung von Börsenkapitalisierung und Unternehmenswert vorgetragen.⁴⁵ Dabei wurde auch darauf hingewiesen, dass das Kriterium der effektiven Informationsbewertung vor allem bei solchen Gesellschaften kritisch hinterfragt werden müsse, deren Aktien aufgrund eines relativ geringen Streubesitzanteils nur in eingeschränktem Umfang gehandelt werden.⁴⁶

Nach der deutschen Rechtsprechung sind bei der Heranziehung von Börsenkursen weitere Ausschlusskriterien zu beachten, die sich insb auf Marktenge, fehlenden Handel sowie Kursanomalien und Marktverzerrungen beziehen und durch die Zivilgerichte seit der *DAT/Altana*-Entscheidung des BVerfG entwickelt

³¹ BVerfG 26. 4. 2011, 1 BvR 2658/10 (*Telekom/T-Online*); *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18 Rz 18.40.

³² *Großfeld/Egger/Tönnies*, Recht der Unternehmensbewertung⁸ Rz 1230; *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18 Rz 18.63.

³³ *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18 Rz 18.63.

³⁴ BVerfG 24. 5. 2012, 1 BvR 3221/10 (*Daimler/Chrysler*).

³⁵ Vgl *Großfeld/Egger/Tönnies*, Recht der Unternehmensbewertung⁸ Rz 1244, unter Verweis auf BGH 12. 1. 2016, II ZB 25/15; *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18 Rz 18.71.

³⁶ BGH 12. 1. 2016, II ZB 25/15, unter Verweis auf BGH 12. 3. 2001, II ZB 15/00.

³⁷ BGH 12. 1. 2016, II ZB 25/14; *Großfeld/Egger/Tönnies*, Recht der Unternehmensbewertung⁸ Rz 1245; *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18 Rz 18.71. Siehe dazu näher unten Abschnitt 6.2.

³⁸ Siehe dazu LG Stuttgart 3. 4. 2018, 31 O 138/15, sowie in der Folge OLG Stuttgart 26. 6. 2019 (allerdings bei einem unter dem Börsenwert liegenden Ertragswert); LG Stuttgart 8. 5. 2019, 31 O 25/13; LG Frankfurt 27. 6. 2019, 3-05 O 38/18.

³⁹ LG Frankfurt 27. 6. 2019, 3-05 O 38/18.

⁴⁰ LG Stuttgart 8. 5. 2019, 31 O 25/13.

⁴¹ OLG Düsseldorf 15. 12. 2016, I-26 W 25/12.

⁴² OLG München 11. 7. 2019, 31 Wx 213/17 (Free Float von knapp 1 %); 2. 9. 2019, 31 Wx 358/16 (Mehrheitsbesitz von rund 96,6 %); 6. 8. 2019, 31 Wx 340/17 (Mehrheitsbesitz von über 96 %).

⁴³ OLG München 6. 8. 2019, 31 Wx 340/17. Ähnlich OLG München 11. 7. 2019

⁴⁴ Befürwortend etwa *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18 Rz 18.73; kritisch etwa *Großfeld/Egger/Tönnies*, Recht der Unternehmensbewertung⁸ Rz 1279 ff.

⁴⁵ So etwa *Franken/Schulte/Luksch*, BWP 2012, 28 ff; *Ruthardt/Hachmeister*, WPG 2016, 411 ff; *Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner*, WPG 2018, 819; *Ruthardt/Popp*, AG 2020, 243 ff.

⁴⁶ *IDW*, WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung (2018) Kapitel C Tz 35; *Ruthardt/Popp*, AG 2020, 243.

wurden.⁴⁷ Zu beachten ist auch, dass nicht der Stichtags-Börsenkurs heranzuziehen ist, sondern auf einen nach Umsatz gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs, der nach der *Stollwerck*-Entscheidung des BGH⁴⁸ grundsätzlich für eine dreimonatige Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln ist.⁴⁹

Bei Verschmelzungen stellt sich darüber hinaus die Frage, ob die Unternehmenswerte der zu verschmelzenden Gesellschaften zwingend nach derselben Methode zu ermitteln sind. Von den deutschen Instanzengerichten wird die Methodengleichheit durchwegs verlangt, in der deutschen Literatur ist dieser Grundsatz hingegen umstritten.⁵⁰

4.1.3. Ergebnis

Im Ergebnis lässt die jüngere Rechtsprechung in Deutschland unter bestimmten Voraussetzungen auch eine ausschließliche Orientierung des Umtauschverhältnisses an den Börsenkursen zu. Die Aussagekraft und die Tauglichkeit einer solchen „markt-orientierten Bewertung“ unterliegen aber der fachrichterlichen Prüfung und Würdigung. Sie hängen letztlich davon ab, ob die Börsenkapitalisierung als Wertindikator für das Gesamtunternehmen im Einzelfall geeignet erscheint. Dies setzt voraus, dass keine offensichtlichen Marktstörungen durch Marktmenge, Kursmanipulationen oder Verstöße gegen Mitteilungspflichten bestehen und von einer effektiven Informationsbewertung durch den Markt ausgegangen werden kann. Im Rahmen der sorgfältig zu begründenden Methodenauswahl sind konsequenterweise aber auch die Aussagekraft und die Tauglichkeit einer ertragsorientierten Bewertung für den Einzelfall zu würdigen.

4.2. Österreich

4.2.1. Verfassungsgerichtshof

Anders als in Deutschland existiert in Österreich keine höchstgerichtliche Rechtsprechung zur Frage der Zulässigkeit der Orientierung des Umtauschverhältnisses an der Börsenkursrelation. Im Jahr 2002 hat allerdings der VfGH⁵¹ die in § 102a Abs 4 BWG verankerte Regelung, die die Bemessung der Barabfindung für eingezogene börsennotierte Partizipationsscheine ausschließlich an den durchschnittlichen Börsenkurs der letzten 20 Börsentage vor der Beschlussfassung über die Einziehung knüpfte, ohne eine gerichtliche Überprüfungsmöglichkeit einzuräumen, als verfassungswidrig aufgehoben. Nach Ansicht des VfGH stellte diese Regelung nicht sicher, dass eine Abfindung gewährt wird, die nicht deutlich unter jenem Wert liegt, der auf Basis einer (er-

tragsorientierten) Unternehmensbewertung als angemessen anzusehen wäre. Hinzu kam die nach Ansicht des VfGH unsachliche Schlechterstellung gegenüber Inhabern nicht börsennotierter Partizipationsscheine, denen § 102a Abs 4 BWG eine angemessene Barabfindung nach Maßgabe des UmwG zugestanden hatte. Allerdings räumte auch der VfGH einer ertragsorientierten Bewertung keineswegs eine generelle Überlegenheit gegenüber einer marktorientierten Bewertung auf Basis von Börsenkursen ein, sondern sah – abhängig von den Umständen des Einzelfalls – Anwendungsbereiche und Schwächen für beide Methoden. Auf Basis einer Analyse der damaligen Rechtsprechung und Lehre in Deutschland zur Angemessenheit von Barabfindungen stellte der VfGH im Jahr 2002 Folgendes fest:⁵²

„Nach dem derzeitigen Erkenntnisstand gibt es somit keine eindeutige und generelle Antwort auf die Frage, ob nun der ‚Markt‘ oder der Sachverständige zuverlässiger bewerte [...]. Der Verfassungsgerichtshof schließt daraus zunächst, dass beide Methoden der Wertermittlung ihre Anwendungsbereiche, aber auch ihre Schwächen haben und dass je nach Bewertungsziel und Bewertungssituation die Heranziehung der einen oder der anderen Methode gerechtfertigt, geboten oder auch ausgeschlossen sein kann.“

Der VfGH stellte in weiterer Folge sogar fest, dass gegen eine gesetzliche Regelung, die zur Bemessung des Abfindungsanspruchs bei börsennotierten Partizipationsscheinen aus auf der Hand liegenden Vereinfachungsgründen auf den Börsenkurs abstellt, schon deswegen nichts einzuwenden sei, weil der Börsenkurs jedenfalls aus der Sicht der Partizipanten ein Indiz für den Verkehrswert der Beteiligung – und damit für eine angemessene Abfindung – darstelle. Entscheidende Bedenken erweckte aus der Sicht des VfGH jedoch die Anknüpfung an den durchschnittlichen Börsenkurs nur der letzten 20 Tage vor der Beschlussfassung, die – in Zusammenschau mit der fehlenden Überprüfungsmöglichkeit der Angemessenheit der Abfindung – die realistische Möglichkeit eröffnete, dass eine unangemessen niedrige Abfindung gewährt wird.

Die Position des VfGH deckt sich im Grundsatz mit jener des BVerfG: Einer ertragsorientierten Bewertung wird kein genereller Vorrang gegenüber einer marktorientierten Wertableitung aus der Börsenkapitalisierung eingeräumt. Gegen die Heranziehung des Börsenkurses ist nichts einzuwenden, wenn davon ausgegangen werden kann, dass er den „wahren“ Wert der Beteiligung weitgehend reflektiert.

Offenbar im Lichte des damals vom BGH vertretenen Meistbegünstigungsprinzips⁵³ wurde aus dem Erkenntnis des VfGH ableitet, die Abfindung zum Börsenkurs sei verfassungsrechtlich nur dann als legitim anzuerkennen, wenn der Ertragswert keinen, zumindest keinen deutlich höheren Abfindungswert ergibt.⁵⁴ *Szep*⁵⁵ hat dies auf die Verschmelzung übertragen und da-

⁴⁷ Siehe dazu näher unten Abschnitt 6.

⁴⁸ BGH 19. 7. 2010, II ZB 18/09.

⁴⁹ Vgl. *Mollnhuber*, *GesRZ* 2020, 258 f. Zu weiterhin umstrittenen Detailfragen siehe *Großfeld/Egger/Tönnies*, *Recht der Unternehmensbewertung*⁸ Rz 1255 ff; *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, *Rechtshandbuch Unternehmensbewertung*² § 18 Rz 18.81.

⁵⁰ Siehe dazu *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, *Rechtshandbuch Unternehmensbewertung*² § 18 Rz 18.81.

⁵¹ VfGH 28. 9. 2002, VfSlg 16636. Siehe dazu auch OGH 5. 7. 2001, 6 Ob 99/01d.

⁵² VfGH 28. 9. 2002, VfSlg 16636.

⁵³ Siehe dazu oben Abschnitt 3.

⁵⁴ Vgl. *Koppensteiner*, *JBI* 2003, 711; *Winner*, *JBI* 2007, 438. So auch OLG Wien 1. 10. 2020, 6 R 78/20i, 6 R 92/20y, 6.1.2.

⁵⁵ *Szep* in *Artmann/Karollus*, *AktG III*⁶ § 220 Rz 11. So bereits *Außerlechner* in *Kranebitter/Maier*, *Unternehmensbewertung für Praktiker*³ (2017) 245.

raus gefolgert, dass der Börsenkurs für das Umtauschverhältnis nur herangezogen werden könne, wenn sich nicht aufgrund einer (ertragsorientierten) Unternehmensbewertung ein höherer Wert ergebe. Nicht nur aufgrund der Abkehr der jüngeren deutschen Rechtsprechung vom Meistbegünstigungsprinzip⁵⁶ ist dem mE jedenfalls nicht in dieser Allgemeinheit zu folgen. Auch wenn der VfGH von einer Unangemessenheit der Abfindung bei einem „deutlich“ unter dem Ertragswert liegenden Börsenwert sprach, brachte er klar zum Ausdruck, dass es im Hinblick auf die Methodenwahl nicht vordergründig auf die Höhe des jeweils errechneten Bewertungsergebnisses ankommen kann, sondern auf die Zuverlässigkeit und die Tauglichkeit der angewandten Methode für das konkrete Bewertungsziel in der spezifischen Bewertungssituation.⁵⁷ Aus diesem Grund erscheint es auf Basis des zitierten Erkenntnisses des VfGH geboten, auch einen unter dem Ertragswert liegenden Börsenwert dann als maßgeblich zu erachten, wenn seine Aussagekraft im spezifischen Fall höher einzuschätzen ist. Einem höheren Ertragswert kommt daher kein genereller Vorrang vor dem Börsenkurs zu, sondern nur unter der Voraussetzung, dass die ertragsorientierte Bewertung im spezifischen Fall als zuverlässiger und tauglicher für die Schätzung des Unternehmenswerts anzusehen ist. Dies steht im Einklang mit der deutschen Rechtsprechung,⁵⁸ die – wie gezeigt – besondere Anforderungen an die Auswahl der für den konkreten Anlassfall tauglichen Methode erhebt. In diesem Sinne hat *Winner* eine Verpflichtung zur Überprüfung des Börsenkurses durch eine ertragsorientierte Unternehmensbewertung für Konzentrationsverschmelzungen verneint, wenn die Aktien in hochliquiden Märkten gehandelt werden.⁵⁹

4.2.2. Zivilgerichte und Lehre

Im Einklang mit der deutschen Rechtsprechung stellt es nach Ansicht des OGH ein Problem der Betriebswirtschaftslehre dar, die richtige Bewertungsmethode zu ermitteln, doch muss das gesamte System der vom Gericht gestellten Aufgabe adäquat sein.⁶⁰ Welche Bewertungsgrundsätze vom Sachverständigen angewendet werden, ist vom Tatrichter grundsätzlich frei zu würdigen.⁶¹ Eine Rechtsfrage liegt nach der Rechtsprechung hier allerdings vor, wenn eine grundsätzlich inadäquate Methode angewandt wurde.⁶²

Aus dem Umstand, dass die einschlägigen Standards der Bewertungspraxis in Österreich (KFS/BW 1) und Deutschland (IDW

S 1) auf Basis der Erkenntnisse der modernen Betriebswirtschaftslehre der Ertragswert- bzw. DCF-Methode bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte den Vorrang einräumen, wird für die Prüfung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses geschlossen, dass bei Anwendung dieser Methoden keine nähere Untersuchung ihrer Eignung zu erfolgen habe.⁶³ Dabei bleibt aber unbeachtet, dass sich diese Standards mit der Frage der Tauglichkeit und Aussagekraft von Börsenkursen zur (unmittelbaren) Ableitung des Unternehmenswerts schon deshalb gar nicht oder nur am Rande auseinandersetzen,⁶⁴ weil Vorgaben für die ertragsorientierte Bewertung im Vordergrund stehen und Börsenkurse als Preise eingestuft werden, die grundsätzlich nur der Plausibilitätsbeurteilung dienen.⁶⁵ Auf Basis der Rechtsprechung des VfGH ist daher *Mollnhuber* zuzustimmen, der aus dem Primat der ertragsorientierten Verfahren in der Bewertungspraxis kein „Methodenmonopol“ für die Festlegung des Umtauschverhältnisses ableiten will, sondern auch andere Verfahren bei Anerkennung in Wissenschaft und Praxis gleichermaßen für vertretbar hält, wobei über die Vertretbarkeit das Gericht im Rahmen der freien Beweiswürdigung entscheide.⁶⁶

In der älteren österreichischen Lehre wurde der ertragsorientierten Bewertung der Vorrang bei der Ermittlung des Umtauschverhältnisses eingeräumt, während Börsenkursen überwiegend bestenfalls die Bedeutung von Anhaltspunkten zugemessen wurde.⁶⁷ Dies wird zum Teil auch noch von der jüngeren Lehre – allerdings ohne Bezugnahme auf die jüngere Rechtsprechung in Deutschland – vertreten.⁶⁸ Neben den Erkenntnissen der modernen Betriebswirtschaftslehre wird der Vorrang der ertragsorientierten Bewertung auf eine Entscheidung des OGH aus dem Jahr 1980 zur Frage des Bezugsrechtsausschlusses bei einer Kapitalerhöhung⁶⁹ gestützt. In dieser Entscheidung vertrat der OGH, die Bewertung sei zukunftsbezogen und daher vorrangig auf Basis der Ertragswertmethode vorzunehmen. Aus dieser Entscheidung, die fast 20 Jahre vor der für die Bedeutung von Börsenkursen richtungsweisenden *DAT/Altana*-Entscheidung des deutschen BVerfG ergangen ist, lässt sich aber gerade für die hier interessierende Frage der Relevanz von Börsenkursen für die Ableitung des Umtauschverhältnisses nichts gewinnen. Der OGH hat im Jahr 1980 zwar ausgesprochen, dass in der Betriebswirtschaftslehre zum damaligen Zeitpunkt Einigkeit darüber bestanden habe, dass der Ertragswert bei der Bewertung leben-

⁵⁶ Siehe dazu näher *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18.68 ff.

⁵⁷ In diesem Sinne auch *Burger*, Börsenkurse und angemessene Abfindung 117.

⁵⁸ Vgl. *Mollnhuber*, GesRZ 2020, 258.

⁵⁹ *Winner* in *Artmann/Rüffler/Torggler*, Unternehmensbewertung im Gesellschaftsrecht (2014) 65, sieht in derartigen Fällen lediglich das Erfordernis einer „Grobprüfung“ des Börsenkurses anhand der internen Planungsrechnung, räumt aber ein, dass in Österreich nur bei wenigen Gesellschaften eine ausreichend hohe Liquidität vorliegen dürfte.

⁶⁰ OGH 16. 12. 1980, 5 Ob 649/80 SZ 53/172; 25. 9. 2003, 2 Ob 189/01k.

⁶¹ OGH 25. 9. 2003, 2 Ob 189/01k.

⁶² OGH 8. 10. 2015, 16 Ok 9/15; OLG Wien 1. 10. 2020, 6 R 78/20i, 6 R 92/20y.

⁶³ Vgl. *Bertl* in *Bertl et al*, Sonderbilanzen bei Umgründungen 58 f; *Ludwig/Hirscher*, Bilanzierung und Prüfung von Umgründungen³ Rz 5.24.

⁶⁴ Der Standard KFS/BW 1 enthält dazu keine Hinweise. Im Standard IDW S 1 wird in Rz 15 auf besondere Einflüsse eingegangen, die sich möglicherweise auf die Börsenpreisbildung ausgewirkt haben.

⁶⁵ Vgl. KFS/BW 1 Rz 16; IDW S 1 Rz 142. Zur möglichen Relevanz des Börsenkurses als Wertuntergrenze siehe KFS/BW 1 Rz 150 sowie IDW S 1 Rz 18.

⁶⁶ Vgl. *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung 288 f.

⁶⁷ Siehe dazu den Überblick bei *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht 482.

⁶⁸ Vgl. *Kalss*, Verschmelzung Spaltung Umwandlung² A § 220 AktG Rz 21 und 23; *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG II² (2012) § 220 Rz 15 f; *Ludwig/Hirscher*, Bilanzierung und Prüfung von Umgründungen³ Rz 5.24; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III⁶ § 220 Rz 11.

⁶⁹ OGH 16. 12. 1980, 5 Ob 649/80 SZ 53/172.

der Unternehmen eine mehr oder weniger wichtige, wenn nicht überhaupt die entscheidende Rolle spielen, weil sich Käufer und Verkäufer mit ihren Preisvorstellungen wesentlich an dem zu erwartenden Nutzen zu orientieren pflegen. Die darauf aufbauende Feststellung des OGH, die allgemeine Grundlage der Unternehmensbewertung sei demnach der Ertragswert und nicht der Substanzwert, reflektiert aber auch das Spektrum an Bewertungsmethoden, die das Gericht gegeneinander abgewogen hat. Aussagen zur Bedeutung von Börsenkursen finden sich in dieser Entscheidung schon deshalb nicht, weil es um eine Kapitalerhöhung bei einer nicht börsennotierten Gesellschaft in der Rechtsform einer GmbH ging. Der Entscheidung des OGH ist daher zwar zu entnehmen, dass aufgrund betriebswirtschaftlicher Erkenntnisse dem Ertragswert der Vorrang gegenüber dem Substanzwert einzuräumen ist.⁷⁰ Ihr kann aber nicht entnommen werden, dass der Ertragswert auch stets der Börsenkapitalisierung vorzuziehen wäre.

Auch im Lichte der Entwicklung der Rechtsprechung in Deutschland bejaht der überwiegende Teil der jüngeren österreichischen Lehre die grundsätzliche Relevanz von Börsenkursen für das Umtauschverhältnis, wenngleich die Tauglichkeit von Börsenkursen zur Ableitung des Umtauschverhältnisses unterschiedlich eingeschätzt wird. So erachtete *Winner* die Heranziehung des Börsenkurses zur Ermittlung des Umtauschverhältnisses bei liquiden Märkten bereits im Jahr 2008 als zulässig, wenn sich die Mehrheit des Grundkapitals im Streubesitz befindet und keine Ansatzpunkte dafür bestehen, dass eine ertragsorientierte Bewertung völlig abweichende Ergebnisse bringen würde.⁷¹ In diesem Sinne vertrat *Winner* in der Folge, dass Konzentrationsverschmelzungen zu den Börsenkursen vorgenommen werden können, wenn es keine Indikatoren dafür gebe, dass der „tatsächliche Unternehmenswert“ höher liege. Als solche Indikatoren seien jedenfalls Marktenge oder geringe Liquidität anzusehen, allenfalls auch eine höhere ertragsorientierte Bewertung, wobei eine solche aber nicht zwingend zu erfolgen habe, wenn die Aktien in hochliquiden Märkten gehandelt werden.⁷² *Koppensteiner* erachtete die Heranziehung von Börsenkursen bei der Konzentrationsverschmelzung als zulässig, wenn die Börsenkursrelation in etwa dem Verhältnis der Unternehmenswerte entspricht, was für den Fall hochliquider Märkte anzunehmen sei.⁷³

In seiner Monografie zum Umtauschverhältnis bei der Verschmelzung bejahte *Mollnhuber*⁷⁴ die Tauglichkeit des Börsenkurses vor dem Hintergrund der jüngeren Rechtsprechung in Deutschland zwar, wenn ideale Marktbedingungen vorliegen, verneinte sie aber letztlich mit der Begründung, dass die realen

Märkte in Deutschland und Österreich aufgrund fehlender Markteffizienz zentrale Annahmen der Kapitalmarkttheorie nicht erfüllten. Der Börsenwert sei bei der gegenwärtigen Marktverfassung ungeeignet, die Ausführungen des BGH aus dem Jahr 1967 und die ablehnende Haltung des OGH gegenüber Börsenkursen nach wie vor berechtigt.⁷⁵ Für die Barabfindung beim Gesellschafterausschluss, bei dem dem Marktpreis nach der gesetzgeberischen Intention eine hohe Bedeutung zukomme, trat *Mollnhuber* hingegen jüngst dafür ein, einen ohnehin vorhandenen Börsenkurs zunächst auf seine Aussagekraft im Hinblick auf den objektivierten Unternehmenswert zu prüfen und erst bei festgestellten Marktdefiziten eine ersatzweise fundamentalanalytische Bewertung vorzunehmen.⁷⁶

Im Ergebnis erachtet die jüngere österreichische Lehre die Heranziehung von Börsenkursen insb bei Konzentrationsverschmelzungen überwiegend dann für zulässig, wenn daraus – in Übereinstimmung mit der Rechtsprechung in Deutschland und dem Gebot der Wertäquivalenz – eine ausreichend verlässliche Schätzung des Unternehmenswerts ableitbar ist. Auch die als Indizien für die Aussagekraft von Börsenkursen angesprochenen Kriterien wie Marktenge, Liquidität und Markteffizienz finden sich in der deutschen Rechtsprechung wieder. Auf sie wird in Abschnitt 6. näher eingegangen.

Abweichend von der deutschen Rechtsprechung stellt die österreichische Lehre für die Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses in Analogie zu § 26 ÜbG auf eine sechsmonatige Referenzperiode ab.⁷⁷ Die Forderung nach Anwendung der gleichen Methode(n) zur Ermittlung der Unternehmenswerte der zu verschmelzenden Gesellschaften wird von der österreichischen Lehre im Grundsatz einhellig befürwortet.⁷⁸ Zum Teil wird es als zulässig erachtet, in begründeten Fällen unterschiedliche Methoden anzuwenden.⁷⁹

5. Deininvestitionswert als Untergrenze

5.1. Konzernverschmelzung

Nach der Rechtsprechung des BVerfG zu Konzernverschmelzungen bildet der Börsenwert bei der Bestimmung des Umtauschverhältnisses die Untergrenze für die Bewertung des abhängi-

⁷⁰ Zur nach wie vor gegebenen Irrelevanz des Substanzwerts für das Umtauschverhältnis siehe *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung 388 f.

⁷¹ *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht 486 f.

⁷² *Winner* in *Artmann/Rüffler/Torggler*, Unternehmensbewertung im Gesellschaftsrecht 65.

⁷³ *Koppensteiner* in FS Hügel (2016) 229, unter Bezugnahme auf OLG Frankfurt 3. 9. 2010, 5 W 57/09.

⁷⁴ *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung 421 ff.

⁷⁵ *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung 422 f, unter Verweis auf BGH 30. 3. 1967, II ZR 141/64, sowie OGH 20. 1. 2009, 4 Ob 188/08p (Mein European Land) Rz 4.1.2.(b), und 9. 3. 1999, 4 Ob 353/98k. In den zitierten Entscheidungen, die nicht zum Gesellschaftsrecht ergingen, hat der OGH aber lediglich ausgesprochen, dass der Börsenkurs nicht dem tatsächlichen Wert des Unternehmens entsprechen müsse und auch durch andere Faktoren beeinflusst sein könne. Siehe dazu auch *Aschauer/Schiebel*, RWZ 2009, 310.

⁷⁶ *Mollnhuber*, GesRZ 2020, 262 f.

⁷⁷ Vgl *Mollnhuber*, GesRZ 2020, 259.

⁷⁸ Vgl *Koppensteiner*, JBl 2003, 711; *Bertl* in *Bertl et al*, Sonderbilanzen bei Umgründungen 59; *Ludwig/Hirschler*, Bilanzierung und Prüfung von Umgründungen³ Rz 5.28.

⁷⁹ So *Ludwig/Hirschler*, Bilanzierung und Prüfung von Umgründungen³ Rz 5.28, für den Fall gänzlich unterschiedlicher Branchen, für die unterschiedliche anerkannte Bewertungsmethoden bestehen.



gen Unternehmens, nicht jedoch des herrschenden Unternehmens.⁸⁰ Demnach ist es zulässig, die Obergesellschaft mit einem über dem Börsenwert liegenden Ertragswert zu bewerten, auch wenn die Untergesellschaft zu einem über dem Ertragswert liegenden Börsenwert bewertet wird. Diese asymmetrische Berücksichtigung des Deinvestitionsgedankens kollidiert allerdings mit dem – vom BVerfG nicht bestätigten – Grundsatz der Methodengleichheit⁸¹ und führt zu dem aus ökonomischer Sicht problematischen Ergebnis, dass der Börsenwert der den Minderheitsaktionären gewährten Aktien der herrschenden Gesellschaft unter jenem der eingetauschten Aktien der abhängigen Gesellschaft liegen kann.⁸² In der österreichischen Lehre wird der (asymmetrische) Deinvestitionsschutz bei der Konzernverschmelzung überwiegend befürwortet.⁸³

5.2. Konzentrationsverschmelzung

Das BVerfG hat in der *Daimler/Chrysler*-Entscheidung⁸⁴ die *DAT/Altana*-Grundsätze auch auf den Fall der Konzentrationsverschmelzung („merger of equals“) übertragen, wenngleich es dabei nur auf das Prinzip der vollen Kompensation und das der gerichtlichen Kontrolle Bezug nahm.⁸⁵ Aufgrund des fehlenden Interessengegensatzes wird die Anwendung des Deinvestitionsgedankens auf den *merger of equals* jedoch in der Lehre sowohl in Deutschland⁸⁶ als auch in Österreich⁸⁷ abgelehnt.

6. Anforderungen an Börsenkurse

Zur Frage, unter welchen Voraussetzungen Börsenkursen keine ausreichende Aussagekraft für den Deinvestitionswert bzw für den quotalen Unternehmenswert zukommt, liegen mehrere Entscheidungen aus der Rechtsprechung in Deutschland vor, auf die im Folgenden näher eingegangen wird.

6.1. Börsenkurs als Wertuntergrenze

Die Anforderungen, die in der deutschen Rechtsprechung an den Börsenkurs als Deinvestitionswert gestellt werden, wurden vor allem zu Barabfindungsfällen entwickelt und sind relativ gering. Denn für den Desinvestitionswert kommt es nicht darauf an, ob der Börsenkurs den „wahren“ Unternehmenswert widerspiegelt, sondern nur darauf, ob der individuelle Aktionär einen Verkauf an der Börse zu diesem Kurs tatsächlich hätte durchführen können.⁸⁸ Nicht erforderlich ist hingegen, dass es der Gesamtheit der außenstehenden Aktionäre möglich gewesen wäre, ihre Aktien zum Stichtag oder in einem überschaubaren Zeitraum zum festgestellten Börsenkurs zu verkaufen.⁸⁹ Unmaßgeblich ist auch, ob vom Vorliegen einer effektiven Informationsbewertung durch den Markt ausgegangen werden konnte.⁹⁰

Vor diesem Hintergrund wird der Börsenkurs nur in Ausnahmefällen als untauglich für die Ableitung des Deinvestitionswerts erachtet. Dies wird insb bei Vorliegen von Marktengem, fehlendem Handel oder Anzeichen für eine Manipulation des Börsenkurses angenommen.⁹¹ In der Praxis wird in diesem Zusammenhang häufig auf die Kriterien für das Vorliegen einer Marktengem § 5 Abs 4 dWpÜG-AngVO zurückgegriffen.⁹² Demzufolge liegt eine Marktengem vor, wenn während des in Deutschland relevanten Drei-Monats-Zeitraums an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt wurden und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abweichen. Da das österreichische ÜbG keine Kriterien für das Vorliegen einer Marktengem normiert, hat die Übernahmekommission in der *Rs A. Porr AG* das Vorliegen von Illiquidität bzw Marktengem unter Übernahme der Wertungen des § 5 Abs 4 dWpÜG-AngVO untersucht, um die Eignung des durchschnittlichen Börsenkurses als Preisuntergrenze gem § 26 Abs 1 ÜbG zu beurteilen.⁹³

6.2. Marktorientierte Bestimmung des quotalen Unternehmenswerts

Soll der Börsenkurs nicht als bloßer Deinvestitionswert herangezogen werden, sondern unmittelbar zur Schätzung des „wahren“ quotalen Unternehmenswerts, sind an die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und damit an die Aussagekraft des Börsenkurses wesentlich höhere Anforderungen zu stellen.

Wie oben dargelegt hat der BGH im Jahr 2016 als zentrales Kriterium für eine Ableitung des Unternehmenswerts aus dem Bör-

⁸⁰ BVerfG 20. 12. 2020, 1 BvR 2323/07 (Kuka); 26. 4. 2011, 1 BvR 2658/10 (Telekom/T-Online).

⁸¹ Ausführlich zu dieser Problematik *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18.94 ff.

⁸² Zur Kritik siehe *Knoll* in *Petersen/Zwirner*, Handbuch Unternehmensbewertung² 565 f.

⁸³ Vgl *Kalss*, Verschmelzung Spaltung Umwandlung² § 220 AktG Rz 23; *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung 146 ff; *Szep* in *Artmann/Karollus*, AktG III⁶ § 220 AktG Rz 11; aA *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht 486 f; *ders* in *Artmann/Rüffler/Torgler*, Unternehmensbewertung im Gesellschaftsrecht 64 f.

⁸⁴ BVerfG 24. 5. 2012, 1 BvR 3221/10 (Daimler/Chrysler).

⁸⁵ *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18.60, weisen darauf hin, dass der Verweis auf den Deinvestitionswert möglicherweise deshalb fehlt, weil die Berücksichtigung des Börsenkurses des übertragenden Rechtsträgers nicht zu einem für dessen Aktionäre günstigeren Umtauschverhältnis geführt hätte.

⁸⁶ Vgl *Großfeld/Egger/Tönnies*, Recht der Unternehmensbewertung⁸ Rz 1238; *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18.62.

⁸⁷ Vgl *Koppensteiner* in *FS Hügel* 231; *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung 148.

⁸⁸ OLG Frankfurt 1. 3. 2016, 21 W 22/13; *Franken/Schulte/Luusch*, BWP 2012, 31.

⁸⁹ OLG Stuttgart 14. 2. 2008, 20 W 9/08.

⁹⁰ Vgl *Ruthardt/Popp*, AG 2020, 244.

⁹¹ Zur kasuistischen Rechtsprechung der Zivilgerichte siehe *Großfeld/Egger/Tönnies*, Recht der Unternehmensbewertung⁸ Rz 1260 ff; *Adolff/Häller* in *Fleischer/Hüttemann*, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung² § 18 Rz 18.82 ff.

⁹² Vgl *IDW*, WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung Kapitel C Tz 51 f.

⁹³ GZ 2012/1/4-24 „Porr“, www.takeover.at. Siehe dazu ausführlich *Obradovic*, GesRZ 2018, 4 ff.

senkurs gefordert, dass von einer effektiven Informationsbewertung durch den Markt ausgegangen werden kann.⁹⁴ Bei Vorliegen der sog. *mittelstrengen Informationseffizienz* ging der BGH allerdings von der alleinigen Maßgeblichkeit des Börsenkurses aus.⁹⁵ Mittelstrenge Informationseffizienz liegt nach *Fama*⁹⁶ vor, wenn der Marktpreis alle öffentlich zugänglichen Informationen berücksichtigt. Dazu zählen auch Informationen, die sich aus vergangenen Kursbewegungen gewinnen lassen, Informationen aus offengelegten Jahresabschlüssen, sonstigen Unternehmenspublikationen oder Analystenschätzungen. Anders als für die strenge Informationseffizienz wird eine Kenntnis der nicht öffentlich zugänglichen („Insider“-)Informationen nicht unterstellt.⁹⁷

Zur Ableitung des quotalen Unternehmenswerts ist es nach Ansicht des OLG Frankfurt auch erforderlich, dass der Börsenkurs hinreichend aussagekräftig für die Bestimmung des *Unternehmensrisikos*, somit für die Ableitung des Betafaktors ist.⁹⁸ Als Voraussetzungen dafür, dass der Börsenkurs das Unternehmensrisiko reflektiert, wird in der Judikatur neben dem Fehlen von Kursanomalien, Strukturbrüchen und marktverzerrenden Einflüssen auch auf die statistische Signifikanz des Betafaktors und – in jüngerer Zeit verstärkt – auf eine hinreichende Liquidität der Aktie abgestellt.⁹⁹ Im Folgenden wird auf einzelne Konkretisierungen der beiden zuletzt genannten Ausschlusskriterien durch die Judikatur näher eingegangen.

Das OLG Stuttgart äußerte an der statistischen Signifikanz von Betafaktoren bei einem Bestimmtheitsmaß (R^2) von 0,051 und einem Wert für den t-Test von 1,69 erhebliche Zweifel.¹⁰⁰ Das OLG Karlsruhe stufte ein Bestimmtheitsmaß von 0,004 und einen t-Wert von 1,64 als Indikatoren für eine geringe statistische Güte des Betafaktors ein.¹⁰¹ Das OLG Frankfurt verneinte die statistische Signifikanz von Betafaktoren, da das Bestimmtheitsmaß für alle untersuchten Zeiträume zwischen einem und fünf Jahren auf wöchentlicher Basis nur Werte zwischen 0,00 und 0,01 aufwies.¹⁰² Das OLG Hamburg qualifizierte den Betafaktor bei einem Bestimmtheitsmaß zwischen 0,00 und 0,05 als stochastisch nicht aussagefähigen Wert.¹⁰³ Das OLG Düsseldorf stufte im Jahr 2016 ein Bestimmtheitsmaß von 0,036¹⁰⁴ und im Jahr 2019 ein solches von 0,00¹⁰⁵ als nicht verwertbar ein.

Auch wenn sich aus der Rechtsprechung keine einheitlichen, allgemein anerkannten Schwellenwerte für die statistische Signifikanz von Betafaktoren ableiten lassen, erfolgt in einzelnen Entscheidungen hinsichtlich des t-Tests unter Verweis auf *Zimmermann*¹⁰⁶ eine Orientierung an jenem Wert, der sich für ein Konfidenzintervall von 95 % errechnet.¹⁰⁷ Für das Bestimmtheitsmaß wird darauf hingewiesen, dass nach *Knoll/Erhardt/Bohnet*¹⁰⁸ in der Bewertungspraxis unterschiedliche Maße gefordert werden, wobei Forderungen von 0,15 und 0,50 aus einzelnen Gutachten in Spruchverfahren zitiert werden.¹⁰⁹ Da Bestimmtheitsmaße von über 0,50 nur in wenigen Fällen erreicht werden,¹¹⁰ erscheint jedenfalls die zweite Forderung nicht realitätsgerecht.¹¹¹

Zur Beurteilung der Liquidität einer Aktie wird in der Rechtsprechung ua auf die Geld-Brief-Spanne (relativer Bid-Ask-Spread), den Free Float (Streubesitzanteil), das Handelsvolumen (Stückzahl gehandelter Aktien in einem bestimmten Zeitraum), die Handelsquote (Verhältnis zwischen Handelsvolumen und emittierten Aktien), den Handelsumsatz sowie die Anzahl der Handelstage im Referenzzeitraum abgestellt.¹¹² Das OLG Stuttgart hat die Liquidität einer Aktie, deren durchschnittliches tägliches Handelsvolumen nur rund 0,018 % des gesamten Aktienbestandes betrug, als unzureichend für die Ableitung eines Betafaktors aus deren historischen Renditen eingestuft.¹¹³ Nach Ansicht des LG München liegt die Obergrenze für den relativen Bid-Ask-Spread im Hinblick auf die Liquidität einer Aktie bei 1,25 %. Oberhalb dieser Grenze reagiere der Kurs des Unternehmens zu träge auf Kapitalmarktinformationen, da die Transaktionskosten durch den hohen Bid-Ask-Spread zu hoch seien.¹¹⁴ Das OLG Frankfurt erachtete im Jahr 2016 einen unternehmens-eigenen Betafaktor bei einem Bid-Ask-Spread von 2,37 %, einem durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen von 6.283 Aktien und einem durchschnittlichen Handelsumsatz von 113.244 € für nicht aussagekräftig¹¹⁵ und hegte im Jahr 2017 bei einer deutlich über 2,0 % liegenden Geld-Brief-Spanne erhebliche Zweifel an der Liquidität einer Aktie.¹¹⁶ Im Jahr 2019 schloss sich das OLG Frankfurt dem Sachverständigen an, der eine hinreichende Liquidität für die Ableitung unverzerrter Betafaktoren verneinte,

94 BGH 12. 1. 2016, II ZB 25/14. Siehe dazu auch *Großfeld/Egger/Tönnies*, *Recht der Unternehmensbewertung*⁸ Rz 1244; *Adolff/Häller in Fleischer/Hüttemann*, *Rechtshandbuch Unternehmensbewertung*² § 18 Rz 18.71.

95 *Großfeld/Egger/Tönnies*, *Recht der Unternehmensbewertung*⁸ Rz 1245.

96 *Fama*, JoF 1970, 383 ff. Siehe dazu auch *Adolff*, *Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft* (2007) 93 ff; *Großfeld/Egger/Tönnies*, *Recht der Unternehmensbewertung*⁸ Rz 814.

97 Vgl. *Ewert/Wagenhofer*, *Externe Unternehmensrechnung*⁸ (2015) 96; *Großfeld/Egger/Tönnies*, *Recht der Unternehmensbewertung*⁸ Rz 814.

98 OLG Frankfurt 5. 12. 2013, 21 W 36/12 (*Hoechst*); 17. 1. 2017, 21 W 37/12; 26. 1. 2017, 21 W 75/15. So auch *Ruthardt/Popp*, AG 2020, 245.

99 Vgl. *Ruthardt/Popp*, AG 2020, 329.

100 OLG Stuttgart 18. 12. 2009, 20 W 2/08.

101 OLG Karlsruhe 15. 11. 2012, 12 W 66/06.

102 OLG Frankfurt 5. 3. 2012, 21 W 11/11.

103 OLG Hamburg 28. 6. 2018, 13 W 66/17.

104 OLG Düsseldorf 25. 5. 2016, 26 W 2/15.

105 OLG Düsseldorf 10. 4. 2019, 26 W 6/17.

106 Vgl. *Zimmermann*, *Schätzung und Prognose von Betawerten* (1997) 70.

107 OLG Stuttgart 18. 12. 2009, 20 W 2/08; OLG Karlsruhe 15. 11. 2012, 12 W 66/06.

108 *Knoll/Erhardt/Bohnet*, CFOaktuell 2007, 211.

109 OLG Stuttgart 18. 12. 2009, 20 W 2/08; OLG Karlsruhe 15. 11. 2012, 12 W 66/06.

110 Siehe dazu die Erhebungsergebnisse bei *Franken/Schulte/Brunner/Dörschell*, *Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung* (2018) 53 ff.

111 Zur Kritik an der Verwerfung von Betafaktoren auf Basis des Bestimmtheitsmaßes und des t-Tests siehe *Franken/Schulte/Brunner/Dörschell*, *Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung* 433 f.

112 Vgl. *Ruthardt/Popp*, AG 2020, 329. Zur Aussagekraft von Liquiditätskennzahlen siehe *Creutzmann*, BWP 2012, 56 ff.

113 OLG Stuttgart 17. 10. 2011, 20 W 7/11.

114 LG München 30. 6. 2017, 5 HK 13182/15.

115 OLG Frankfurt 29. 1. 2016, 21 W 70/15.

116 OLG Frankfurt 26. 1. 2017, 21 W 75/15; ähnlich bereits 17. 1. 2017, 21 W 37/12.



wenn die Geld-Brief-Spanne größer als 1,25 % und der Handelsumsatz kleiner als 115.000 € seien und im Durchschnitt weniger als 45 Transaktionen pro Tag feststellbar waren.¹¹⁷ Das OLG Düsseldorf erachtete den unternehmenseigenen Betafaktor bei einer Geld-Brief-Spanne von 1,88 % und einem durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen von nur rund 0,0021 % des gesamten Aktienbestandes als nicht aussagekräftig und wies darauf hin, dass die Validität der originären Betafaktoren bei konzernierten Unternehmen regelmäßig eingeschränkt sei.¹¹⁸

Generell ist zu beachten, dass sich bislang ein überlegenes Messkonzept für die Liquidität einer Aktie weder in der Theorie noch in der Praxis herausgebildet hat, sodass keine allgemein anerkannten Schwellenwerte für die Liquiditätskriterien existieren.¹¹⁹ Die Untersuchung der Liquiditätskriterien sollte daher stets mit einer Analyse der Kursentwicklung in Bezug auf Strukturbrüche oder verzerrende Ereignisse einhergehen.¹²⁰

Insgesamt ist festzuhalten, dass weder für die Beurteilung einer effektiven Informationsbewertung durch den Markt noch für die Reflexion des Unternehmensrisikos in den Börsenkursen allgemein anerkannte Kriterien und Schwellenwerte vorliegen. Die von der deutschen Rechtsprechung angeführten Kriterien für die Aussagekraft von Börsenkursen decken sich jedoch dem Grunde nach mit jenen Anforderungen, die – wie oben dargelegt – von der jüngeren österreichischen Lehre erhoben werden.

7. Würdigung

Auf Basis des von der Rechtsprechung in Deutschland und Österreich geprägten Grundsatzes der Methodenfreiheit ergibt sich, dass das Umtauschverhältnis auf Basis solcher Bewertungsmethoden abzuleiten ist, die für den spezifischen Einzelfall auf der Grundlage einer sorgfältigen Prüfung und Würdigung als aussagekräftig und tauglich zur Ableitung des „wahren“ Unternehmenswerts einzustufen sind. Dabei kommen grundsätzlich sowohl ertragsorientierte Bewertungsmethoden (wie Ertragswert- oder DCF-Verfahren) als auch eine marktorientierte Wertableitung auf Basis von Börsenkursen infrage. Die angewandte Methode muss jedoch sicherstellen, dass es zu einem vollen wirtschaftlichen Ausgleich für die Beeinträchtigung der vermögensrechtlichen Stellung der Aktionäre kommt. Ob es zulässig ist, das Umtauschverhältnis allein aus den Börsenkursen der zu verschmelzenden Gesellschaften abzuleiten, hängt nach den Ergebnissen der hier durchgeführten Analyse auch in Österreich davon ab, ob diese Vorgangsweise im spezifischen Fall als zumindest gleich zuverlässig und tauglich für die Schätzung des Unternehmenswerts anzusehen ist wie eine ertragsorientierte Bewertung.

Da eine ertragsorientierte Bewertung die Festlegung zahlreicher Bewertungsparameter auf Basis von Schätzungen erfordert, ist sie grundsätzlich nicht frei von Unschärfen.¹²¹ Die Frage, ob ihre Aussagekraft als eingeschränkt anzusehen ist, kann aber nur anhand der konkreten Umstände der spezifischen Bewertungssituation beurteilt werden. Die Aussagekraft einer ertragsorientierten Bewertung kann insb dann eingeschränkt sein, wenn die Ertrags Erwartungen mit überdurchschnittlich hoher Unsicherheit behaftet sind, wie etwa bei jungen High-Tech-Unternehmen¹²² oder Biotechnologieunternehmen während der Entwicklungsphase.¹²³ Gleiches kann gelten, wenn die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells des Unternehmens in hohem Maße durch disruptive Entwicklungen bedroht ist.

Die Anforderungen, die in der deutschen Rechtsprechung an die Aussagekraft und Tauglichkeit von Börsenkursen zur Ableitung des „wahren“ quotalen Unternehmenswerts gestellt werden, sind ungleich höher als jene, die für die Heranziehung des Börsenkurses als Deinvestitionswert gelten. Neben einer effektiven Informationsbewertung durch den Markt wird gefordert, dass der Börsenkurs hinreichend aussagekräftig für die Bestimmung des Unternehmensrisikos, somit für die Ableitung des Betafaktors, ist. Dies setzt neben dem Fehlen von Kursanomalien und marktverzerrenden Einflüssen insb auch eine hinreichende Liquidität der Aktie voraus.

In Übereinstimmung mit der jüngeren österreichischen Lehre¹²⁴ ist davon auszugehen, dass diese Anforderungen bei *Konzernverschmelzungen* mit einem typischerweise geringen Streubesitzanteil der Untergesellschaft häufig nicht erfüllt sind. Bei beherrschten Gesellschaften ist im Hinblick auf mögliche Informationsasymmetrien zugunsten des Mehrheitsaktionärs gleichermaßen das Vorliegen einer effektiven Informationsbewertung durch den Markt zu bezweifeln.¹²⁵ Denn vom Vorliegen eines informationseffizienten Marktes wird umso eher ausgegangen werden können, wenn – neben einem liquiden Handel und einer schnellen und einfachen Verbreitung von öffentlich zugänglichen Informationen über die Gesellschaft am Markt – die Aktien der Gesellschaft von einem breiten Aktionärskreis gehalten werden und es keinen kontrollierenden Aktionär gibt.¹²⁶ Hingegen kommt bei *Konzentrationsverschmelzungen* mit einem breiten Aktionärskreis und einem hinreichend liquiden Aktienhandel eine Ableitung des Umtauschverhältnisses allein aus dem Verhältnis der Börsenkurse auf Basis der deutschen Rechtsprechung in Betracht.

¹²¹ Vgl. *Mollnhuber*, GesRZ 2020, 262.

¹²² Siehe dazu etwa *Maehrlé/Friedrich/Jaslowitzer*, FB 2005, 834 ff.

¹²³ Siehe dazu etwa *Maier* in *Kranebitter/Maier*, Unternehmensbewertung für Praktiker³ (2017) 359 ff.

¹²⁴ Siehe dazu oben Abschnitt 4.2.2.

¹²⁵ Vgl. *IDW*, WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung Kapitel C Tz 35.

¹²⁶ Vgl. *Ruthardt/Popp*, AG 2020, 246, unter Verweis auf einen Beschluss des Supreme Court of Delaware, *Dell, Inc. v. Magnetar Global*, vom 14. 12. 2017.

¹¹⁷ OLG Frankfurt 20. 11. 2019, 21 W 77/14.

¹¹⁸ OLG Düsseldorf 22. 3. 2018, 26 W 20/14.

¹¹⁹ Vgl. *Ruthardt/Popp*, AG 2020, 329. So zB OLG München 20. 3. 2019, 31 Wx 185/17.

¹²⁰ Vgl. *Ruthardt/Popp*, AG 2020, 329.

Im Ergebnis ist zu konstatieren, dass auch in Österreich ein – wenngleich vermutlich nicht allzu breiter – Anwendungsbereich für die Ableitung von Umtauschverhältnissen allein aus Börsenkursen gegeben ist. Im Hinblick auf den von der deutschen Rechtsprechung in den letzten 20 Jahren vollzogenen Meinungsumschwung zur Relevanz von Börsenkursen im Rahmen der Bewertung von Unternehmen ist die Betriebswirtschaftslehre gefordert, die Beurteilungskriterien für die Aussagekraft und Tauglichkeit von Börsenkursen zu verfeinern und dafür geeignete Messkonzepte weiterzuentwickeln. Wie die Entwicklung gerade der jüngeren Rechtsprechung in Deutschland eindrucksvoll zeigt, vermag offenkundig der Hinweis auf zahlreiche Einflussfaktoren, die verzerrend auf den Börsenkurs wirken können, eine Überlegenheit der ertragsorientierten Bewertung nicht zu belegen. In einer sukzessiven Herabstufung der Anforderungen an die Aussagekraft von Börsenkursen aus verfahrensökonomischen Gründen läge aber jedenfalls der falsche Weg. Stattdessen sind fundierte Beurteilungskriterien vonnöten, anhand derer die Tauglichkeit der Börsenkapitalisierung einerseits und der er-

tragsorientierten Bewertung andererseits in der jeweils konkreten Bewertungssituation eingestuft werden können. Nur so kann sichergestellt werden, dass das von der Rechtsprechung geprägte Ziel des vollen wirtschaftlichen Ausgleichs erreicht wird.



Der Autor:

Univ.-Prof. Dr. Klaus Rabel ist Inhaber des Lehrstuhls für Unternehmensbewertung und wertorientierte Unternehmensführung an der Karl-Franzens-Universität Graz, Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, CVA (EACVA) und geschäftsführender Gesellschafter der Rabel & Partner GmbH Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft, Graz. Er ist stv. Vorsitzender des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer, Leiter der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung sowie Autor zahlreicher Fachpublikationen zur Unternehmensbewertung und zum Umgründungssteuerrecht.

✉ klaus.rabel@rabelpartner.at

🌐 lesen.lexisnexus.at/autor/Rabel/Klaus

Foto: Atelier Jungwirth

Handbuch zum Rechnungslegungsgesetz



Das Handbuch zum Rechnungslegungsgesetz ermöglicht Ihnen in umfangreicher Kommentierung

- vertiefte Einblicke in die Vorschriften zur Rechnungslegung einschließlich des Konzernabschlusses für Wissenschaft und Praxis
- umfassendes Wissen über die Regelungen der Jahresabschlussprüfung und der Publizitätsvorschriften.

Die Herausgeber:

o. Univ.-Prof. Mag. Dr. Romuald Bertl
em. o. Univ.-Prof. Mag. Dr. Dieter Mandl

Loseblattwerk inkl. 23. Auflage
Einzelpreis € 487,-
Abopreis € 390,-
Best.-Nr. 25099022G
ISBN 978-3-7007-7420-4



Weil Vorsprung entscheidet.

JETZT BESTELLEN!

E-Mail: kundenservice@lexisnexus.at | Tel.: +43-1-534 52-0

Ab 40 Euro Bestellwert versandkostenfrei innerhalb von Österreich unter shop.lexisnexus.at