www.juve-verlag.at

Jänner | Februar | 2021

JUVE

MAGAZIN FÜR WIRTSCHAFTSJURISTEN IN ÖSTERREICH

Rankings & Analysen:

Kärnten
Niederösterreich und Burgenland
Oberösterreich
Salzburg
Steiermark
Tirol und Vorarlberg

Zwischen Tradition und Moderne

Nationaler Überblick: Im Kanzleimarkt zeigen sich Verschiebungen. Unter den Bundesländern sticht Oberösterreich mit besonderer Dynamik hervor.

Umtauschverhältnis bei Verschmelzungen

Ersetzt der Börsenkurs die Unternehmensbewertung?

Univ.-Prof. Dr. Klaus Rabel ist Gründungspartner bei Rabel_Partner und Universitätsprofessor für Unternehmensbewertung und wertorientierte Unternehmensführung an der Karl-Franzens-Universität Graz. Er leitet die Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer und ist als Gerichtssachverständiger für Unternehmensbewertungen tätig.

StB Mag. Markus Pellet ist Partner und Geschäftsführer bei Rabel_Partner. Sein beruflicher Schwerpunkt liegt seit mehr als 12 Jahren in den Bereichen Unternehmensbewertung und M&A-Transaktionen. Daneben ist er als Lektor an Hochschulen tätig und hält regelmäßig Vorträge zur Unternehmensbewertung.

Bei der Verschmelzung börsennotierter Gesellschaften stellt sich die Frage, ob das Umtauschverhältnis allein aus dem Verhältnis der Börsenkurse abgeleitet werden kann, oder ob zwingend eine Unternehmensbewertung der zu verschmelzenden Gesellschaften mit Hilfe eines Ertragswert- oder Discounted Cashflow-Verfahrens vorzunehmen ist. Die jüngere Rechtsprechung in Deutschland stellt vermehrt auf den Börsenkurs ab.

Zunehmende Relevanz des Börsenkurses in Deutschland

Während in Österreich nach wie vor große Skepsis gegenüber einer Orientierung an der Börsenkapitalisierung besteht, hat die deutsche Rechtsprechung in den beiden letzten Jahrzehnten einen bemerkenswerten Meinungsumschwung hin zur zunehmenden Relevanz von ***Börsenkursen*** bei Barabfindungen und für das Umtauschverhältnis bei Verschmelzungen vollzogen. Seit der DAT/Altana-Entscheidung des deutschen BVerfG im Jahr 1999 (27.04.99, 1 BvR 1613/94) ist der aus dem Börsenkurs abzuleitende ***Deinvestitionswert*** der Aktie unter bestimmten Voraussetzungen als Wertuntergrenze zu berücksichtigen. Ausgehend vom Grundsatz, dass verfassungsrechtlich keine bestimmte Methode zur Ermittlung des Werts von Unternehmensanteilen vorgeschrieben sei, lässt das BVerfG aber unter bestimmten Voraussetzungen die unmittelbare Ableitung des Unternehmenswerts aus der Börsenkapitalisierung zu. Ob eine ertragsorientierte Bewertung geboten ist oder ob auch eine marktorientierte Bestimmung des Fundamentalwerts auf Basis der Börsenkurse in Frage kommt, hängt von der Tauglichkeit und Aussagekraft dieser Methoden im gegebenen Fall ab. Diese Position deckt sich mit jener des österreichischen VfGH, der im Erk vom 28.09.02, VfSlg 16636, festhielt, dass es keine eindeutige und generelle Antwort auf die Frage gebe, ob der Markt oder der Sachverständige zuverlässiger bewerte. Er schloss daraus, 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 könne.

Auch wenn das deutsche BVerfG die Tauglichkeit der ***Ertragswertmethode*** in mehreren Fällen bestätigte, erachtete es in der Entscheidung Telekom/T-Online im Jahr 2011 (26.04.11, 1 BvR 2658/10) als zulässig, die Ertragswertmethode als ungeeignet zu verwerfen und stattdessen die Unternehmenswerte der an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger allein anhand ihrer Börsenwerte zu schätzen. Auch der deutsche BGH hat in seiner jüngeren Judikatur zu Barabfindungen den Börsenwert unter bestimm-

Stichworte

Börsenkurs

Deinvestitionswert

Ertragswertmethode

Unternehmensbewertung

Unternehmensrisiko

Rabel_Partner

ten Voraussetzungen gegenüber einer ertragsorientierten ***Unternehmensbewertung*** im Wesentlichen als gleichwertig angesehen (BGH 12.01.16, II ZB 25/15).

Anforderungen an Börsenkurse

Die für die Heranziehung des Börsenkurses zur Ableitung des Deinvestitionswerts zu beachtenden Ausschlusskriterien sind relativ gering und beziehen sich insbesondere auf Marktenge, fehlenden Handel sowie Kursanomalien und Marktverzerrungen. Abgestellt wird nicht auf den Stichtags-Börsenkurs, sondern in der Regel auf einen gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs einer mehrmonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme.

Soll der Börsenkurs nicht als bloßer Deinvestitionswert herangezogen werden, sondern unmittelbar zur Schätzung des wahren Unternehmenswerts, sind an die Aussagekraft des Börsenkurses wesentlich höhere Anforderungen zu stellen. Nach der deutschen Judikatur wird dafür zunächst das Vorliegen der sog. mittelstrengen Informationseffizienz gefordert. Dieses Kriterium ist erfüllt, wenn der Börsenkurs alle öffentlich zugänglichen Informationen widerspiegelt. Darüber hinaus muss der Börsenkurs hinreichend aussagekräftig für die Bestimmung des ***Unternehmensrisikos***, somit für die Ableitung des Betafaktors sein. Dabei wird auch auf die statistische Signifikanz des Betafaktors und – in jüngerer Zeit verstärkt – auf eine hinreichende Liquidität der Aktie abgestellt. Zur Beurteilung der Liquidität der Aktie wird u.a. auf den relativer Bid-Ask-Spread, den Free Float, das Handelsvolumen, die Handelsquote, den Handelsumsatz sowie die Anzahl der Handelstage im Referenzzeitraum abgestellt.

Anwendungsbereich in Österreich

Aus dem von der Rechtsprechung in Deutschland und Österreich geprägten Grundsatz der Methodenfreiheit folgt, dass das Umtauschverhältnis im Einzelfall 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 Bewertung auf Basis von Börsenkursen in Frage. Die hohen Anforderungen an die Aussagekraft von Börsenkursen werden allerdings in der Praxis bei Konzernverschmelzungen mit einem typischerweise geringen Streubesitzanteil der Untergesellschaft häufig nicht erfüllt sein. Bei beherrschten Gesellschaften ist im Hinblick auf mögliche Informationsasymmetrien zugunsten des Mehrheitsaktionärs auch das Vorliegen einer effektiven Informationsbewertung durch den Markt zu bezweifeln. 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. Die umfassende Analyse der Aussagekraft und Tauglichkeit des Börsenkurses zur Reflexion des Unternehmenswerts ist dabei unabdingbar. ■

RABEL_PARTNER GMBH

Rabel_Partner sind Wirtschaftsprüfer und Steuerberater mit Beratungsschwerpunkten in den Bereichen Unternehmensbewertung, Umgründungen, M&A, Restrukturierungen, Konzernsteuerrecht und internationales Steuerrecht. An den Standorten in Graz, Wien, Klagenfurt und Linz betreuen mehr als 120 Mitarbeiter Privatkunden und Unternehmen aus allen Wirtschaftsbereichen.

Rabel & Partner GmbH
Wirtschaftsprüfungs- und
Steuerberatungsgesellschaft
8010 Graz, Hallerschloßstraße 1
T + 43 316 3171-0
office@rabelpartner.at
www.rabelpartner.at