

# Rechtliche Rahmenbedingungen für die Unternehmensbewertung in Österreich

## Zwischen Klarheits- und Komplexitätsfalle

HEINRICH FOGLAR-DEINHARDSTEIN\*

Der vorliegende Beitrag beruht auf einem Vortrag, den der Verfasser auf Einladung durch WP/StB Univ.-Prof. Mag. Dr. Klaus Rabel am 14.11.2023 beim Forum Unternehmensbewertung in Wien gehalten hat.<sup>1</sup>

### I. Psychologisierende Einleitung: Zur Seelenverwandtschaft zwischen Unternehmensbewertern und Juristen

„Bewertung eines Unternehmens ist eine ungenaue Wissenschaft. Man muss zukünftige Erträge auf den Bewertungsstichtag abzinsen; man hat hier eine Multiplikation mit zwei Unbekannten, nämlich zukünftige Erträge und einen Kapitalisierungszinssatz, den man auch nur schätzen kann. Unternehmensbewertung ist daher sehr fehleranfällig, zumindest angreif- und diskutierbar.“<sup>2</sup>

„Daher kann man davon ausgehen, dass mehrere Experten, die (unabhängig voneinander) den Verkehrswert eines Unternehmens ermitteln, zu unterschiedlichen Ergebnissen gelangen. ... Freilich kann der im Verfahren beigezogene Sachverständige einen Verkehrswert des Unternehmens ermitteln. Andere Sachverständige könnten mit anderen Methoden andere Werte ermitteln, die nicht mit geringerem Recht die Qualifikation Verkehrswerte verdienen. In diesem Sinn ist die Ermittlung des Verkehrswerts ein mit Unsicherheit behafteter Vorgang.“<sup>3</sup>

Diese Worte aus den Federn prominenter Unternehmens- und Gesellschaftsrechtsprofessoren stehen exemplarisch für die skeptische Sicht vieler Juristen auf die Unternehmensbewertung. Aus anekdotischer Evidenz kann berichtet werden, dass den Unternehmensbewertern sowohl übermäßige Simplifizierung als auch übermäßige Verkomplizierung zugeschrieben wird. Mit dem Vorwurf der Simplifizierung ist gemeint, dass angesichts der übergroßen Menge an Faktoren, die in die Rechenmodelle einfließen, nahezu jedes Bewertungsergebnis gerechtfertigt werden könne.<sup>4</sup> Und der Vorwurf der

zu großen Komplexität zielt dahin, dass mit der übergroßen Menge an Rechenfaktoren ein überkomplexes Bollwerk geschaffen werde (über-komplex, dh komplizierter, als es der Bedeutung der Sache eigentlich entspräche), sodass die Aufklärungsmühe (und daher gegebenenfalls auch die Nachprüfungsmühe) in keinem vernünftigen Verhältnis zum Aufklärungsergebnis mehr stehe(n).

Besonders spitze juristische Zungen werfen den Unternehmensbewertern gar „Scheingenauigkeit“<sup>5</sup> eine „valuation lottery“<sup>6</sup> oder Hellschere durch Blick in die Glaskugel vor.

Wäre ich Anwalt der Unternehmensbewerter, würde ich zu ihrer Verteidigung die Psychologie zu Hilfe rufen und vorbringen, dass gerade der Vorwurf der „Scheingenauigkeit“ unschwer als Projektion enttarnt werden könne. Unter Projektion wird in der Psychologie die Verlagerung und Zuschreibung eines eigenen Inhalts auf Dritte verstanden; im konkreten Fall bestünde die Projektion in der harten Beurteilung anderer (der Bewertungsgutachter), die in Wirklichkeit an der Wurzel eine ebenso kristallklare wie gnadenlose Selbstbeschreibung der Juristen ist.<sup>7</sup>

Wenn wir Juristen nämlich in einer Kunst den Bewertungsgutachtern wirklich leicht das Wasser reichen können, dann in jener der „Scheingenauigkeit“<sup>8</sup> wie jedes Gesetz, jeder Vertrag, jedes Rechtsgutachten, jedes Urteil zeigt. Um juristische Formulierungen in ihrer – zumindest scheinbaren – scharfkantigen Präzision zu kreieren, zu legitimieren oder auszulegen, wird abstrahiert, objektiviert, vereinfacht, mit dem

\* Mag. Heinrich Foglar-Deinhardstein, LL.M. ist Partner einer Rechtsanwaltskanzlei in Wien und schwerpunktmäßig mit Gesellschafts- und Stiftungsrecht, (internationalen) Umstrukturierungen und M&A befasst.

<sup>1</sup> Für wichtige Hinweise danke ich RA assoz. Univ.-Prof. Dr. Sebastian Bergmann, LL.M., MBA, RA Dr. Andreas Foglar-Deinhardstein und RA Dr. Stephan Foglar-Deinhardstein.

<sup>2</sup> Ruffler, „Alles, und sei es noch so wertvoll“: Das Gesetz des Marktes – das Gesetz als Marktplatz, in *Bezemek*, „Vor dem Gesetz“ (2019) 155 (157).

<sup>3</sup> Harrer, Bewertungsprobleme im Gesellschaftsrecht, GES 2022, 327 (330 f); vgl auch Wasmann, Neuere Rechtsprechung zur Kompensation bei Strukturmaßnahmen und Gesetzesvorhaben sind sich einig: Es ist der Börsenkurs! AG 2023, 810 (813): „Der Verfasser wagt die Prognose, dass es niemals zwei Bewerter geben wird, die völlig unabhängig voneinander bei einer Bewertung im Milliardenbereich centgenau zum selben Ertragsergebnis gelangen.“; ähnlich zu Liegenschaftsbewertungen RIS-Justiz RS0020068: „Bei vereinbarter Schätzung ist der Preis zwar hinreichend bestimmt, wenn eine Sache aber keinen einigermaßen festen Verkehrswert hat und das Schätzungsergebnis stark von der Auswahl des Schätzmannes abhängen kann, muß zur Vereinbarung der Schätzung auch die Bestimmung des Schätzmannes hinzutreten.“

<sup>4</sup> Der wahre Kern dieser Kritik besteht darin, dass die Wahrscheinlichkeit einer zukünftigen Entwicklung zwar mathematisch dargestellt, aber naturgemäß weder mathematisch noch statistisch exakt festgestellt werden kann; vgl Lukas/Geroldinger, Scheingenauigkeit von Gutachten, in FS 100 Jahre Hauptverband der Gerichtssachverständigen (2012) 361 (369).

<sup>5</sup> *Haberer*, Rechtsfragen der Anwendung des neuen Fachgutachtens zur Unternehmensbewertung, GesRZ 2016, 95; *Spitzer*, Der Sachverständigenbeweis im österreichischen Zivilprozess, ZZP 131 (2018), 25 (34 ff und 51); LG Frankfurt am Main 13.3.2009, 3-5 O 57/06, NZG 2009, 553: „Die Ertragswertmethode gibt zwar ein (komplexes) mathematisches Modell vor, doch wird hier angesichts der Ungenauigkeiten und des wissenschaftlichen Streits zu den einzelnen Abzinsungsparametern mit einer Scheingenauigkeit gearbeitet ...“; vgl auch *Luttermann*, Zur Rechtspraxis internationaler Unternehmensbewertung bei der Publikums-Aktiengesellschaft, NZG 2007, 611 (614): „Scheinrationalität“.

<sup>6</sup> Vgl *Hasselbach/Stepper*, Entwicklung des Übernahmerechts 2022, BB 2023, 515 (518); *Nutz/Petermair*, Aktuelle Entwicklungen im Übernahmerecht, WBI 2024, 1 (9).

<sup>7</sup> Vgl *Fleischer*, Die Barabfindung außenstehender Aktionäre nach den §§ 305 und 320b AktG: Stand-alone-Prinzip oder Verbundberücksichtigungsprinzip? ZGR 1997, 368 (383): „Die Prognose- und Informationsprobleme werden von juristischer Seite häufig überzeichnet.“; psychologisierend auch das von *Fleischer* (Rechtsfragen der Unternehmensbewertung bei geschlossenen Kapitalgesellschaften, ZIP 2012, 1633 [1641 FN 138]; *ders*, Unternehmensbewertung bei aktienrechtlichen Abfindungsansprüchen: Bestandsaufnahme und Reformperspektiven im Lichte der Rechtsvergleichung, AG 2014, 97 [97 FN 1]) zitierte Wort von *Druey*: „Der Jurist mit seiner tiefsitzenden Verachtung – oder einfach Verdrängung – alles Quantitativen ...“

<sup>8</sup> Unter „Scheingenauigkeit“ kann bloß scheinbare Präzision (insb durch suggestive Detaillierung) verstanden werden, wobei die behauptete Genauigkeit in Wirklichkeit mit den angewendeten Methoden gar nicht erzielbar ist.

Schutzzweck, der Zweckmäßigkeit und der wirtschaftlichen Betrachtungsweise argumentiert, mit Hypothesen, Typisierungen und Maßfiguren zu Werk gegangen, vom Kleinen aufs Große und vom Großen aufs Kleine geschlossen sowie mit Fiktionen, Annahmen, Indizien, Bescheinigungen, Erstein-schätzungen, Vorbehalten, Ausnahmen und Gegenausnahmen, Bedingungen, Schätzungen, Ermessensspielräumen, Einschränkungen und unbestimmten Begriffen operiert, dass es nur so eine Freude ist. Und das ist – zumal aus dem Mund eines Juristen – gar keine Kritik an der Juristerei, sondern gehört mE zu ihrem Wesenskern und ist entscheidender Teil ihres Erfolgs seit Jahrhunderten, ja Jahrtausenden.<sup>9</sup>

Auch und gerade in Bewertungsfragen agieren Juristen gerne ungenau und situationselastisch, so etwa wenn – um ein praktisch besonders bedeutsames Beispiel zu nennen – die Firmenbuchpraxis im Umgründungsrecht seit Jahr und Tag den positiven Verkehrswert einer umgründungsbeteiligten Gesellschaft (der zum Zeitpunkt des Wirksamwerdens der Umgründung gegeben sein muss) ausgerechnet durch einen schnellen Blick auf die Buchwerte, die noch dazu der Bilanz auf den in der Vergangenheit liegenden Umgründungsstichtag entnommen werden, plausibilisiert. „Insgesamt ergibt sich eine gewisse Unschärfe daraus, dass das Firmenbuchgericht seine Plausibilitätsprüfung des positiven Verkehrswerts idR anhand der Buchwerte zum Stichtag der Schlussbilanz (der im Zeitpunkt der Firmenbuchanmeldung bis zu neun Monate zurückliegen kann) durchführt, während maßgeblich eigentlich der Verkehrswert zum Tag der Firmenbuchanmeldung bzw der –eintragung ist.“<sup>10</sup>

Zusammengefasst: Das Spannungsfeld zwischen Klarheits- und Komplexitätsfälle stellt sich für den Juristen gleichermaßen dramatisch wie für den Unternehmensbewerter, ist aber auch für beide wohl überhaupt erst der Grund ihrer Existenz.<sup>11</sup>

## II. Gründe für die starke Nachfrage nach Unternehmensbewertungen

Insgesamt erscheint mir daher die Skepsis der Juristen im Hinblick auf die bekrittelte Un- oder Scheingenauigkeit der Unternehmensbewertung nicht wirklich weiterzuführen. Natürlich muss man sich im Klaren sein, dass seriöse Unternehmensbewertungen keine Punktlandungen liefern, sondern solche einwertigen Festlegungen (Punktwerte), die manchmal wirtschaftlich, bilanziell, rechtlich oder steuerlich erforderlich sind, nur mit einer Bandbreite untermauern oder – sofern der Punktwert außerhalb der Bandbreite<sup>12</sup> liegt – widerlegen können.<sup>13</sup> Unbestreitbar ist aber sowohl in der

betriebswirtschaftlichen als auch in der juristischen Praxis ein hoher Bedarf an Unternehmensbewertungen gegeben. Diese Nachfrage ergibt sich schlicht daraus, dass es für Unternehmen bekanntlich keine Preislisten und auch sonst keine leicht nachvollziehbaren Informationen über aktuelle Verkehrswerte<sup>14</sup> gibt.<sup>15</sup> Sowohl Betriebswirte als auch Juristen sind daher auf Bewertungsinstrumente angewiesen, mit deren Hilfe man sich im Bedarfsfall der Ermittlung eines angemessenen Preises für ein Unternehmen annähern kann.

Der ideale Ansatzpunkt für die Preisfindung wäre natürlich nicht eine fundamentalanalytische Unternehmensbewertung, sondern ein real, redlich und verbindlich angebotener (und finanzierter) Preis für genau das zu bewertende Unternehmen. Erfahrungsgemäß können nämlich auch Bewertungsgutachten anerkannter Experten – nicht nur bei Unternehmensbewertungen, sondern auch bei Bewertungen von Liegenschaften, Immaterialgüterrechten, Kunstwerken usw – durch reale Marktpreise widerlegt werden. Daher geht die Wertbestätigung am Markt durch reale Transaktionen unter fremden Dritten im redlichen Geschäftsverkehr aus der näheren Vergangenheit der gutachtlichen Wertermittlung grundsätzlich vor.<sup>16</sup> Das

Rubner, NJW-Spezial 2019, 687 (688): „Auch wenn am Ende der durchgeführten Unternehmensbewertung ein ‚cent-genauer‘ Betrag steht, darf hieraus nicht der Schluss gezogen werden, dass es sich dabei tatsächlich um den mittels exakter Wissenschaft berechneten einzig wahren Verkehrswert des Unternehmens handelt. Den einen exakten, einzig richtigen Unternehmenswert gibt es nicht, sondern eine Bandbreite methodisch korrekt ermittelter Werte.“

<sup>14</sup> Als „Verkehrswert“ kann der Wert bezeichnet werden, der durch Verkauf des (Gesamt-)Unternehmens erzielbar ist; vgl OGH 25.11.2020, 6 Ob 96/20s, GesRZ 2021, 151 (Haberer); Leupold in U. Torggler, UGB<sup>3</sup> (2019) §§ 137, 138 Rz 10; Harrer, GES 2022, 327; BGH 20.3.1995, II ZR 205/94, BGHZ 129, 136. Den einen Verkehrswert eines Unternehmens gibt es nicht; vgl Harrer, GES 2022, 327; vgl auch die steuerliche Veräußerungsfiktion bei Ermittlung des Verkehrswerts, der daher den bei der Veräußerung im Wirtschaftsverkehr erzielbaren Preis unter der Annahme der Fortführung der Einheit durch den Erwerber darstellt; vgl Schweighart, Der objektivierte Unternehmenswert auf dem Prüfstand der Bewertungspraxis und Theorie, in FS Bertl (2021) 1107 (1113).

<sup>15</sup> Krejci, Unternehmenswert und laesio enormis, in FS Binder (2010) 781 (784): „Es gibt keinen ‚Markt‘ für Unternehmen, der den üblichen Vorstellungen konkurrierender Angebote und Nachfragen von vergleichbaren Sachen, die in ausreichender Anzahl vorhanden sind, entspräche. Zum einen besteht idR keine Mehr- oder gar Vielzahl gleicher Unternehmen, die auf einem Markt in Konkurrenz zueinander angeboten würden. Überhaupt pflegen Unternehmen grundsätzlich nicht der Allgemeinheit angeboten zu werden.“; vgl auch W. Jud, Privatrechtliche Grundlagen und Voraussetzungen des Firmenwertes (good will) und seine Berücksichtigung in der Unternehmensbewertung, in Egger/Jud/Lechner/Wünsch, Unternehmensbewertung (1981) 147 (190); Aschauer, Unternehmensbewertung bei erbrechtlichen Bewertungsanlässen, in Artmann/Rüffler/U. Torggler, Gesellschaftsrecht und Erbrecht (2016) 69 (75); Schweighart, Objektivierter Unternehmenswert, 1117.

<sup>16</sup> Vgl skeptisch referierend Ruthardt/M. Popp, Unternehmensbewertung im Spiegel der Rechtsprechung, AG 2022, 347 (355 ff); ausdrücklich § 13 Abs 2 Satz 2 BewG; § 11 Abs 2 dBewG; BFH 1.9.2016, VI R 16/15, AG 2017, 75; AFRAC-Stellungnahme 24: Beteiligungsbewertung (UGB) (März 2018), Rz 13, online abrufbar unter [https://www.afrac.at/wp-content/uploads/AFRAC-Stellungnahme\\_24\\_Beteiligungsbewertung\\_Maerz\\_2018.pdf](https://www.afrac.at/wp-content/uploads/AFRAC-Stellungnahme_24_Beteiligungsbewertung_Maerz_2018.pdf); „Falls ein verbindliches Kaufangebot für die Beteiligung vorliegt, ist anstelle des objektivierten Unternehmenswerts grundsätzlich der Angebotspreis der Beteiligungsbewertung zugrunde zu legen.“; AFRAC-Stellungnahme 24: Beteiligungsbewertung (UGB) (Dezember 2022), Erläuterung zu Rz 15, online abrufbar unter [https://www.afrac.at/wp-content/uploads/AFRAC-Stellungnahme-24\\_Beteiligungsbewertung-UGB-Dez\\_2022.pdf](https://www.afrac.at/wp-content/uploads/AFRAC-Stellungnahme-24_Beteiligungsbewertung-UGB-Dez_2022.pdf); „Liegt ein verbindliches Kaufangebot für die Beteiligung vor, ist der darin enthaltene Angebotspreis als beizulegender Wert der Beteiligung anzusetzen, außer der Angebotspreis ist offensichtlich so niedrig, dass das Unternehmen dieses Angebot nicht annehmen würde.“; LG Köln 24.7.2009, 82 O 10/08, AG 2009, 835: „Ein Marktpreis ist jeder Schätzung des Marktwertes durch Sachverständige überlegen. Es handelt sich um einen realisierten Wert, in den alle maßgeblichen Markt Aspekte einfließen, und nicht um einen theoretischen Laborwert ...“; siehe auch Reithofer, Liegenschaftsbewertung, in P. Barth/U. Pesendorfer, Praxishandbuch des neuen Erbrechts (2016) 287 (292 f); Karollus, Einlagenrückgewähr und verdeckte Gewinnausschüttung im Gesellschaftsrecht, in Brandl/Karollus/Kirchmayr/Leitner, Handbuch Verdeckte Gewinnausschüttung<sup>3</sup> (2021) 1 (87 FN 503); Landskron in Rieder/Potyka, EU-UmgrG (2023) § 12 Rz 6, § 30 Rz 9 und § 52 Rz 6; zur Rspr des Supreme Court of Delaware zur Bewertung anhand von Transaktionspreisen aus Transaktionen, die at arm's length, dh frei von Zwängen, zwischen gleichberechtigten und hinreichend informierten Parteien sowie frei von Interessenkollisionen, abgelaufen sind, Ruthardt/M. Popp, AG 2020, 246 f. Fleischer (Abfindungsbemessung gem. § 728 BGB nach der Reform des Personengesellschaftsrechts, GmbHR 2023, 1005 [1014]) billigt zu, dass konkrete Kaufangebote „für den betreffenden oder vergleichbare Gesellschaftsanteile ein belastbares Bewertungsindiz darstellen“.

<sup>9</sup> IdS implizit auch Spitzer, ZZP 131 (2018), 51: „Irgendwo beginnt der Kaffeesatz, aber die Kaffeesatzleserei ist nicht Aufgabe des Sachverständigen. Dafür gibt es den Richter, der mit den notwendigen rechtlichen Vorgaben ausgerüstet ist.“

<sup>10</sup> Aburumieh/Adensamer/H. Foglar-Deinhardstein, Praxisleitfaden Verschmelzung (2015) Kap VII.A Rz 16.

<sup>11</sup> Zu bedenken ist außerdem, dass es das Gesetz selbst sein kann, das „die gerichtliche Festlegung eines Wertes mit einer Genauigkeit fordert, die aus wissenschaftlicher Sicht (jedenfalls gegenwärtig) nicht möglich ist“ (Lukas/Geroldinger, Scheingenauigkeit, 364), und damit Sachverständige und Gerichte erst in die Scheingenauigkeit treibt.

<sup>12</sup> Allenfalls zuzüglich einer Erheblichkeitsgrenze; siehe Pkt VI.3.3.1.

<sup>13</sup> Vgl Zottl/Pendl, Die Überprüfung der Barabfindung, GesRZ 2019, 216 (222); Klingelhöfer/Follert, Zur Bestimmung der Angemessenheit der Barabfindung beim Squeeze-Out gem § 1 GesAusG aus Sicht der Investitionstheorie, in FS Bertl (2021) 1065 (1078 f); Ruthardt/M. Popp, Unternehmensbewertung im Spiegel der Rechtsprechung, AG 2020, 240 (248); allgemein Lukas/Geroldinger, Scheingenauigkeit, 377: Punktlandung als „Trugbild einer genauen Ausmessung“; vgl auch Leuering/

deutsche BewG würde sich daher etwa in seinem § 11 Abs 2 für die Ermittlung des gemeinen Werts von nicht börsenotierten Kapitalgesellschaften primär die Ableitung aus „Verkäufen unter fremden Dritten ..., die weniger als ein Jahr zurückliegen“, wünschen. So weit, so einleuchtend.

Problematisch daran ist nicht etwa das Prinzip, sondern der Umstand, dass ein Unternehmen schon grundsätzlich sehr selten veräußert wird, noch seltener zweimal hintereinander und noch viel seltener zweimal hintereinander im Abstand von weniger als einem Jahr.<sup>17</sup> Auch § 11 dBewG muss daher anerkennen, dass Unternehmensbewertungen unvermeidlich sind, wenn keine realen Transaktionen unter fremden Dritten aus der näheren Vergangenheit vorliegen.<sup>18</sup>

Auch aus zivilrechtlicher Sicht wird allgemein betont, dass die Ermittlung eines Marktpreises insb dann leicht möglich sei, wenn es eine Vielzahl von Kaufabschlüssen zu gleichartigen Gegenständen gibt, aus denen sich ein Durchschnittswert ableiten lässt.<sup>19</sup> Bei unverletzlichen Gegenständen und nicht marktgängigen Einzelstücken sei hingegen meist nur ein Schätzwert ermittelbar, der eine Approximation, freilich tunlichst auf Basis objektiverer, dh einer Nachprüfung zugänglicher Faktoren, darstellt.<sup>20</sup>

### III. Anlässe für eine Preisfindung durch Unternehmensbewertung

Der praktische Anlass für eine solche Preisfindung durch Unternehmensbewertung<sup>21</sup> kann schlicht ein klassischer Unternehmensverkauf sein.<sup>22</sup> Aus juristischer Sicht stellt sich die Notwendigkeit aber insb bei vom Gesetz ermöglichten sog dominierten Transaktionen, also immer dann, wenn ein Anteilseigner auch gegen seinen Willen durch Mehrheitsbeschluss eine Veränderung seiner Eigentumsverhältnisse dulden muss,<sup>23</sup> insb gegen seinen Willen 1.) aus der Gesellschaft ausgeschlossen (gesellschafts- oder übernahmerechtlicher Squeeze-out gem GesAusG oder umgründungsbedingter Squeeze-out im Zuge einer Umwandlung gem § 2 Abs 2 Z 3, Abs 3 Z 3 und 4 sowie § 5 Abs 1 UmwG oder Vermögens-

übertragung gem §§ 235 und 236 AktG) oder 2.) zur Teilnahme an einer Umgründung verhalten werden kann. Bei Umgründungen sind Bewertungen insb<sup>24</sup> dann erforderlich, wenn 1.) eine Anteilsgewähr oder -auskehr stattfindet, weil dann das Umtauschverhältnis und die Höhe allenfalls notwendiger barer Zuzahlungen zu ermitteln sind, oder 2.) das Gesetz den Minderheitsgesellschaftern das Recht auf Austritt durch Rückgabe ihrer Anteile gegen Barabfindung zubilligt (gesellschaftsrechtlicher Sell-out).<sup>25</sup>

Ein solcher Sell-out muss bei folgenden Umgründungen für die dissentierenden Anteilseigner der übertragenden bzw umzuwandelnden Gesellschaft ermöglicht werden:<sup>26</sup>

- nicht verhältnismäßige oder rechtsformübergreifende Spaltung (§§ 9 und 11 SpaltG);
- rechtsformübergreifende Verschmelzung (§ 234b AktG) und mE auch grenzüberschreitende Export-Dreiecksverschmelzung;<sup>27</sup>
- grenzüberschreitende Export-Umwandlung (Sitzverlegung) (§ 17 EU-UmgrG);
- grenzüberschreitende Export-Verschmelzung (§ 40 EU-UmgrG);
- grenzüberschreitende Export-Spaltung (§ 57 EU-UmgrG);
- rechtsformwechselnde (identitätswahrende) Umwandlung (§§ 244 und 253 AktG; § 26 FlexKapGG);
- grenzüberschreitende Sitzverlegung einer SE oder grenzüberschreitende Export-Verschmelzung zur Gründung einer SE (§§ 6, 12, 13, 17 und 21 SEG);
- Vermögensübertragung auf den Hauptaktionär (§ 237 AktG).

Immer gilt das Prinzip, dass dominierte Strukturänderungen zwar unter Umständen gegen den Willen, aber nicht auf Kosten der Minderheit möglich sein sollen.<sup>28</sup>

### IV. Kein durchreguliertes Bewertungsregime im Gesellschafts- und Umgründungsrecht

Man könnte theoretisch erwarten, dass bei Anlässen für eine Unternehmensbewertung und insb bei Bewertungen iZm den vorstehend schon erwähnten dominierten Transaktionen die Bewertungsregeln durch entsprechende gesellschafts- und umgründungsrechtliche Anordnungen in strikt durchregulierter Weise vorgegeben wären.<sup>29</sup> Dies ist aber bekanntlich nicht der Fall, was ganz dem privatrechtlichen und fragmentarischen Charakter des Gesellschaftsrechts entspricht.

Fragmentarisch ist das Gesellschaftsrecht insofern, als es bei Weitem nicht lückenlos alle von ihm erfassten Sachverhalte normativ durchdringt.<sup>30</sup> Vielmehr beschränkt es sich auf eine relativ geringe Normierungsdichte<sup>31</sup> und öffnet noch

<sup>17</sup> Für ein prominentes Gegenbeispiel einer zweimal im Abstand weniger Monate übernommenen börsenotierten Gesellschaft *H. Foglar-Deinhardstein/Trettnak*, Überholender Kontrollwechsel im Zuge eines Aktienerwerbs zu Sanierungszwecken, *GesRZ* 2015, 99 (100 f); generell skeptisch *Schweighart*, Objektiver Unternehmenswert, 1117: „Wäre ein Marktpreis für Unternehmen verfügbar, wäre das Instrument der Unternehmensbewertung obsolet.“

<sup>18</sup> Möglich wäre naturgemäß die Durchführung eines Bieterverfahrens mit Einholung verbindlicher Kaufangebote; allgemein zur Relevanz von Bieterwettbewerb, Bewertungsgutachten und Vergleichsangeboten Dritter für die Ermittlung des Verkehrswerts *Karollus*, Einlagenrückgewähr, 85 und 91; *H. Foglar-Deinhardstein* in *H. Foglar-Deinhardstein/Aburumieh/Hoffenscher-Summer*, *GmbHG*<sup>2</sup> (in Druck) § 82 Rz 90.

<sup>19</sup> *J. W. Flume*, Marktaustausch (2019) 72 und 159; vgl allgemein *Aicher* in *Rummel/Lukas*, *ABGB*<sup>4</sup>, § 1054 Rz 19; *Verschraegen* in *Kletečka/Schauer*, *ABGB-ON*<sup>1,08</sup>, § 1054 Rz 26.

<sup>20</sup> *J. W. Flume*, Marktaustausch, 72 f, 159 und 183; *ders*, Austauschverträge in volatilen Märkten, *JBl* 2020, 502 (518); vgl allgemein *Aicher* in *Rummel/Lukas*, *ABGB*<sup>4</sup>, § 1054 Rz 23; *Verschraegen* in *Kletečka/Schauer*, *ABGB-ON*<sup>1,08</sup>, § 1054 Rz 31.

<sup>21</sup> Das Fachgutachten *KFS/BW 1* (siehe FN 70) nennt vielfältige Beispiele für Bewertungsanlässe; vgl *KFS/BW 1*, Rz 14; vgl auch *Fleischer*, *AG* 2014, 98; *V. Gass/F. Wirth*, Wertkonzepte und Wertbegriffe bei rechtsgeprägten, rechnungslegungsbezogenen und steuerlichen Unternehmensbewertungen, in *FS Bertl* (2021) 1055 (1056); *Patloch-Kofler/Keskin*, Managementplanung und erwartungstreue Planung in der Unternehmensbewertung, *RWZ* 2023, 331 (331 f).

<sup>22</sup> *Haberer*, Zur Rolle des Wirtschaftsprüfers im Gesellschaftsrecht, *GesRZ* 2019, 294 (307); *V. Gass/F. Wirth*, Wertkonzepte, 1056; *Haberer/Purtscher*, Wirtschaftliche und rechtliche Fragen der Unternehmensbewertung, in *Althuber/Schopper*, *Handbuch Unternehmenskauf & Due Diligence I*<sup>2</sup> (2015) 163 (165 und 192 ff).

<sup>23</sup> *Klingelhöfer/Follert*, Bestimmung der Angemessenheit, 1068 und 1071; *Haberer/Purtscher*, Unternehmensbewertung, 193 und 197; *Winner*, Bewertungsprobleme bei Umgründungen, in *Artmann/Rüffler/U. Torggler*, Unternehmensbewertung und Gesellschaftsrecht (2014) 57 (57 f).

<sup>24</sup> Wenn bei einer Umgründung eine Bewertung aus Sicht des Kapitalaufbringungsrechts (Sachgründungs- oder Sacheinlageprüfung, spaltungsrechtliche Restvermögensprüfung) oder des Kapitalerhaltungsrechts (Bestätigung des positiven Verkehrswerts) benötigt wird, wird häufig keine umfassende Unternehmensbewertung erforderlich sein.

<sup>25</sup> *Haberer*, *GesRZ* 2019, 307; *Haberer/Purtscher*, Unternehmensbewertung, 195 ff; *Winner*, Bewertungsprobleme, 58.

<sup>26</sup> Vgl *H. Foglar-Deinhardstein/Feldscher* in *Adensamer/Mitterecker*, *Gesellschafterstreit* (2021) Rz 11/54 und 11/236 ff.

<sup>27</sup> Zur Barabfindung beim *triangular merger* *H. Foglar-Deinhardstein*, Anmerkungen zum (grenzüberschreitenden) *Triangular Merger*, *GesRZ* 2012, 326 (331).

<sup>28</sup> *Doralt*, Zur Entwicklung eines österreichischen Konzernrechts, *ZGR* 1991, 252 (258).

<sup>29</sup> Ein Beispiel für eine genaue gesetzliche Anweisung über eine Wertermittlung ist etwa § 16 Abs 3 MRG (Berechnung des Lagezuschlags).

<sup>30</sup> Vgl *Schnorbus*, Analogieverbot und Rechtsfortbildung im Umwandlungsrecht, *DB* 2001, 1654; *Mülbert*, Einheit der Methodenlehre? *AcP* 214 (2014), 188 (217 f, 287 und 292); *Fleischer*, *GmbHR* 2023, 1010.

<sup>31</sup> *Mülbert*, *AcP* 214 (2014), 217 f, 287 und 292.

innerhalb des schmalen Normenbestands immer wieder normative Freiräume, so etwa durch die Business Judgment Rule, die für die Haftungsfreistellung der Organwalter bei unternehmerischen, dh nicht (strikt) rechtlich gebundenen Entscheidungen die Art der Entscheidungsfindung genügen lässt, während der Inhalt der Entscheidung den Organen der Gesellschaft überlassen bleibt.<sup>32</sup> Schon ganz allgemein gesprochen sind die Organe in weiten Bereichen keinen starren rechtlichen Pflichten, sondern nur, aber immerhin dem Interesse der Gesellschaft und dem Wohl des von ihr betriebenen Unternehmens verpflichtet,<sup>33</sup> wobei unter dem Wohl des Unternehmens typischerweise das Erzielen von Erträgen (noch allgemeiner gesprochen: das Tätigwerden am Markt) ohne Gefährdung der Zielsetzung des langfristigen Fortbestands verstanden wird.<sup>34</sup> Auch zum weiten Feld der Unternehmensfinanzierung trifft das Gesellschaftsrecht – neben den allgemeinen Regeln der Kapitalaufbringung, der Kapitalerhaltung und des Eigenkapitalersatzes – nur punktuelle und äußerst rudimentäre Anordnungen. Selbst im strengen Kapitalerhaltungsrecht lässt das Gesellschaftsrecht durchaus Spielräume offen: Maßnahmen, die *per se* als verdeckte Einlagenrückgewähr zu qualifizieren wären, können nämlich betrieblich gerechtfertigt sein, durch angemessene Ausgleichsmaßnahmen legitimiert werden oder sogar unter gewissen Umständen durch geeigneten Ausgleich *ex post* saniert (geheilt)<sup>35</sup> werden. Es ist eben nicht Aufgabe des Gesellschaftsrechts, die vielfältige unternehmerische Wirklichkeit in einem Normendickicht zu ersticken.<sup>36</sup>

Wenn im Gesellschafts- und Umgründungsrecht ein zwin- gender Bewertungsanlass behandelt wird, gibt das Gesetz daher keine strikten Bewertungsregeln vor, sondern verlangt etwa

- im Verschmelzungsrecht eine wirtschaftliche Erläuterung und Begründung des Umtauschverhältnisses der Aktien und der Höhe der baren Zuzahlungen und einer allfälligen Barabfindung unter Hinweis auf „besondere Schwierig-

keiten bei der Bewertung der Unternehmen“ (§§ 220a und 234b AktG), wobei das Umtauschverhältnis, die baren Zuzahlungen und eine allfällige Barabfindung nach angemessenen Methoden zu ermitteln (§ 220b Abs 4 und § 234b Abs 2 AktG) und angemessen festzulegen sind (§ 220b Abs 4, § 225c Abs 1 sowie § 234b Abs 2, 3 und 5 AktG),<sup>37</sup> oder

- im Squeeze-out-Recht die Festlegung und Gewährung einer angemessenen Barabfindung (§§ 1 bis 3 und §§ 5 bis 7 GesAusG).

Bei der Verschmelzung gingen die Gesetzesverfasser – wie schon aus der Anordnung in § 220b Abs 4 AktG zur Anwendung „angemessener Methoden“ hervorgeht – davon aus, dass die Festlegung des Umtauschverhältnisses und der Höhe von baren Zuzahlungen und Barabfindung idR auf Grundlage einer Unternehmensbewertung des Vermögens der an der Verschmelzung beteiligten Gesellschaften geschieht. Selbiges gilt für das Squeeze-out-Recht, wo § 3 Abs 1 GesAusG – wie schon §§ 220a und 234b AktG – auf „besondere Schwierigkeiten bei der Bewertung der Unternehmen“ abstellt, § 3 Abs 2 GesAusG auf § 220b Abs 4 AktG verweist und § 3 Abs 5 Z 3 GesAusG ausdrücklich auf „allfällige Gutachten, auf denen die Beurteilung der Angemessenheit beruht“, Bezug nimmt.

## V. Was ist eine „angemessene“ Abfindung?

### 1. Abgeltung des vollen wirtschaftlichen Werts

In der Entscheidung vom 25.11.2020, 6 Ob 96/20s, hat sich der OGH ausführlich mit der Frage beschäftigt, was denn nun eigentlich unter einer „angemessenen“ Abfindung zu verstehen ist, und kam nach Analyse der einschlägigen Bestimmungen im ABGB und UGB zum Schluss, dass es dabei um die Abgeltung des vollen wirtschaftlichen Werts der Anteilsrechte durch volle Abbildung des objektiven (gemeint wohl: objektivierten)<sup>38</sup> Verkehrswerts geht.<sup>39</sup> Diese Interpretation liegt schon deswegen nahe, weil – wie erwähnt – bei dominierten Transaktionen auch gegen den Willen des einzelnen Anteilseigners in seine Mitgliedschaft eingegriffen werden kann; vor diesem Hintergrund soll dem Anteilseigner naturgemäß ein möglichst vollwertiger wirtschaftlicher Ausgleich zustehen.<sup>40</sup>

In der genannten OGH-Entscheidung wird auch die Frage diskutiert, ob für die Ermittlung der Angemessenheit zwischen zwangsweisem und freiwilligem Ausscheiden, also zwischen Squeeze-out und umgründungsbedingtem Sell-out, zu unterscheiden ist. Dies wäre nicht unlogisch, weil der zwangsweise ausgeschlossene Anteilseigner schutzwürdiger erscheint als der freiwillig austretende, der ja immerhin die Wahl hat, ob er in der Gesellschaft bleibt oder seine Beteiligung liquidiert.<sup>41</sup> Der 6. Senat hält aber fest, dass das Gesetz in beiden Konstellationen unterschiedslos auf die Angemessenheit abstellt, und

<sup>32</sup> Näher H. Foglar-Deinhardstein, Schwere Kost – Neues zur verbotenen Einlagenrückgewähr bei der verdeckten Kapitalgesellschaft und zur Abschlussprüferhaftung, GES 2021, 159 (169 ff); Mitterecker, Organhaftung bei unklarer Rechtslage: Braucht es eine Legal Judgment Rule? GesRZ 2022, 14; Ruhmannseder in Ruhmannseder/Wess, Handbuch Corporate Compliance (2022) Rz 1.17 ff; Eckert/Madari in Ruhmannseder/Wess, Corporate Compliance, Rz 3.24 ff; Told/Warto, Die Leitung des Unternehmens: Zur Sorgfaltspflicht der Geschäftsführer und Vorstandsmitglieder, in Harrer/Neumayr/Told, Organhaftung (2022) 3 (36 ff und 74).

<sup>33</sup> Told, Die Gesellschaft zwischen Gesellschafterinteresse und einem etwaig davon losgelösten Eigeninteresse, in FS Koppensteiner (2016) 339 (346 f); ähnlich Reich-Rohrwig in Artmann/Karollus, AktG<sup>6</sup> (2019) § 70 Rz 91.

<sup>34</sup> Ch. Nowotny, Unternehmerische Entscheidung und Organhaftung, in FS Koppensteiner (2016) 193 (195); vgl auch Winner in Kalss/Frotz/Schörghofer, Handbuch für den Vorstand (2017) § 41 Rz 31; Feltl/Told in Gruber/Harrer, GmbHG<sup>2</sup> (2018) § 25 Rz 36; Reich-Rohrwig in Straube/Ratka/Rauter, GmbHG, § 25 Rz 22.

<sup>35</sup> Zur Sanierung (Heilung) einer verbotenen Einlagenrückgewähr OGH 13.12.2016, 3 Ob 167/16d; 28.3.2018, 6 Ob 128/17t, GesRZ 2018, 242 (Ch. Nowotny) = GES 2018, 237 (Fantur); dazu Michtner, Aufrechnung durch Gesellschaft von unberechtigt bezogenen Gehältern mit Gewinnen zulässig, GES 2018, 233; Aburumieh/H. Foglar-Deinhardstein, Die verdeckte Kapitalgesellschaft – eine unendliche Geschichte, GES 2019, 3; OGH 24.10.2019, 6 Ob 184/19f; 25.11.2020, 6 Ob 226/20h; 18.2.2021, 6 Ob 207/20 i, GesRZ 2021, 252 (Artmann) = RWZ 2021/37 (Wenger); dazu Fantur, Bilanzierung von Rückgewähransprüchen aus verbotener Einlagenrückgewähr, GES 2021, 57; H. Foglar-Deinhardstein, GES 2021, 159 ff; Gaggl, Zum Periodenverschiebungsproblem bei Einbringung im Unternehmensverbund – gleichzeitig eine Besprechung von OGH 6 Ob 207/20i, WBl 2021, 611; OLG Innsbruck 27.4.2023, 3 R 26/23g; H. Foglar-Deinhardstein in H. Foglar-Deinhardstein, Verdeckte Gewinnausschüttung (2020) Rz 1/197.

<sup>36</sup> Vgl U. Torggler, Rechtssicherheit und Einzelfallgerechtigkeit im Wirtschaftsprivatrecht, JBl 2011, 762 (765): „Für den Gesetzgeber folgt aus dem Gesagten zunächst, dass er sich mit zwingendem Recht im Unternehmensrecht zurückhalten, dispositives Recht nur unter Einhaltung besonderer Qualitätsstandards schaffen und im Übrigen den Beteiligten die Regelung ihrer Verhältnisse überlassen soll“; siehe FN 188.

<sup>37</sup> Aburumieh/Adensamer/H. Foglar-Deinhardstein, Verschmelzung, Kap V.A Rz 32.

<sup>38</sup> Zum Unterschied zwischen objektivem und objektiviertem Unternehmenswert Schweighart, Objektivierter Unternehmenswert, 1109 und 1119; zur hA, dass bei rechtlich dominierten Bewertungsanlässen ein Gleichklang zwischen objektiviertem Unternehmenswert und Verkehrswert besteht, Schweighart, Objektivierter Unternehmenswert, 1115.

<sup>39</sup> Ebenso V. Gass/F. Wirth, Wertkonzepte, 1057 f; Klingelhöfer/Follert, Bestimmung der Angemessenheit, 1069; Fleischer, GmbHR 2023, 1011 und 1018.

<sup>40</sup> H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2013, 166.

<sup>41</sup> So Winner, Bewertungsprobleme, 66 und 75 f; ähnlich Ruthardt/M. Popp, AG 2020, 248; Ruiz de Vargas, Börsenwert: Alleinige Maßgeblichkeit oder nur Wertuntergrenze? (Teil II), NZG 2021, 1056 (1058).

folgt daraus, dass der Anteilseigner weder beim Ausschluss noch beim Austritt einen wirtschaftlichen Nachteil erleiden soll und ihm daher in beiden Szenarien der objektive (gemeint wohl: objektivierte) Verkehrswert zu ersetzen ist.

**2. Abfindung des quotalen Unternehmenswerts**

**2.1. Warum (zumindest) bei der AG die indirekte Anteilsbewertung rechtlich maßgeblich ist**

Wenn eine Abfindung den Wert der Gesellschaft, der anteilig auf die jeweilige Beteiligungsquote des Abfindungsberechtigten entfällt, widerspiegeln soll, so ist bei der Bewertung der Gesellschaft nicht auf den Wert der Anteile als eigenständige Wirtschaftsgüter, sondern auf den Unternehmenswert abzustellen.<sup>42</sup> Rechnerisch kommt es bei dieser abgeleiteten (indirekten) Anteilsbewertung zu einem zweistufigen Verfahren: Im ersten Schritt ist der Gesamtwert des Unternehmens der Gesellschaft zu ermitteln; dieser errechnet sich als (auf den Bewertungsstichtag abgezinst) Kapitalwert der zukünftigen finanziellen Nutzenzuflüsse, die aus dem Unternehmen (bei Berücksichtigung des Zusammenwirkens der einzelnen Vermögenswerte abzüglich der Schulden) zu erwarten sind. Im zweiten Schritt muss dieser Unternehmenswert quotale auf die von den auszuschließenden Gesellschaftern gehaltenen Anteile aufgeteilt werden.<sup>43</sup>

Diese Vorgangsweise kann grundsätzlich auch auf Gesellschaften angewendet werden, die selbst gar nicht Trägerinnen eines Unternehmens sind, solange es eine unternehmerische Einheit, dh eine selbständig führbare wirtschaftliche Einheit, gibt, zu der sich ein Bezug herstellen lässt: Im exemplarischen Fall einer Holding-Gesellschaft ohne eigene operative Tätigkeit, die sich auf die Verwaltung einer Beteiligung an einem Unternehmen beschränkt, hat die Bewertung die Holding und die Beteiligung gemeinsam zu umfassen, wobei die Holding als reiner Kostenfaktor vom Unternehmenswert abzuziehen ist.<sup>44</sup>

Gerade mit Blick auf die GmbH wird diskutiert, ob für Geschäftsanteile nicht – abweichend von der Bewertung von AG-Beteiligungen – eine direkte Anteilsbewertung zielführender sein könnte, weil das GmbH-Recht in weit größerem Ausmaß privatautonome Gestaltungen der Beteiligung zulässt als das Aktienrecht.<sup>45</sup> Bei einer direkten Anteilsbewertung würde der Wert des gesamten Unternehmens außer Betracht bleiben; herangezogen würde direkt der individuelle Kapitalwert jener finanziellen Zuflüsse, mit deren Erhalt der konkrete Anteilseigner rechnen kann.<sup>46</sup> Dabei könnten sich aufgrund der Individualisierung der Berechnung naturgemäß sowohl ein hoher praktischer Bewertungsaufwand als auch komplizierte Fragen im Hinblick auf die Verwirklichung des gesellschaftsrechtlichen Gleichbehandlungsgebots stellen.<sup>47</sup>

Für AGs war die indirekte Anteilsbewertung aber auch in der juristischen Literatur schon lange unstrittig<sup>48</sup> und der OGH hat sich ebenfalls dahin gehend festgelegt, dass sich bei AGs die angemessene Barabfindung grundsätzlich nach dem anteiligen Unternehmenswert des Anteilsberechtigten bemisst. Dies wurde vom Höchstgericht mit dem verfassungsrechtlichen Gebot des Ausgleichs für den Verlust der Beteiligung begründet.<sup>49</sup>

Die Maßgeblichkeit der indirekten Anteilsbewertung wird ebenso durch verschiedene gesellschaftsrechtliche Regelungen bestätigt. § 137 Abs 2 UGB und die Parallelvorschrift des § 1203 Abs 2 ABGB bestimmen: „Dem ausscheidenden Gesellschafter ist in Geld auszusahlen, was er bei der Auseinandersetzung erhielte, wenn die Gesellschaft zur Zeit seines Ausscheidens aufgelöst worden wäre. Der Wert des Gesellschaftsvermögens ist, soweit erforderlich, durch Schätzung zu ermitteln.“ Diese gesetzliche Liquidationshypothese, gemäß der der ausscheidende Gesellschafter mit dem gedachten Verkaufspreis im Ausmaß seiner Beteiligungsquote abzufinden ist, deutet in Richtung der indirekten und spricht gegen die direkte Anteilsbewertung.<sup>50</sup>

Die indirekte Methode wird weiters dadurch untermauert, dass im GmbH-Recht und im Aktienrecht – wenn auch dispositiv – die Verteilung von Bilanzgewinn und Liquidationsüberschuss nach dem Schlüssel der (eingezahlten) Stammeinlagen bzw der Anteile am Grundkapital vorgesehen ist (§ 82 Abs 2 und § 91 Abs 3 GmbHG; §§ 53 und 212 AktG), sodass nach dem Bild des Gesetzes insb Stimmrechte und Einflussmöglichkeit außer Betracht bleiben und eine quotale Verteilung der Unternehmensüberschüsse erfolgt.<sup>51</sup>

Freilich kann die mittelbare Anteilsbewertung bei der Zuweisung des Unternehmenswerts auf den einzelnen Anteil –

<sup>42</sup> *Aburumieh/Adensamer/H. Foglar-Deinhardstein*, Verschmelzung, Kap V.A Rz 33.  
<sup>43</sup> *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup> (2021) § 2 GesAusG Rz 12 und 28; *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out (2006) Rz 205 und 209; *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht (2007) 461; *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis und Unternehmensbewertung bei der Verschmelzung (2017) 59 und 549; *Hügel/Aschauer*, Pflichtteilsrecht und Unternehmensbewertung bei der Gründung von Unternehmensstiftungen, in *P. Barth/U. Pesendorfer*, Praxishandbuch des neuen Erbrechts (2016) 227 (270 f und 274 f); *Fleischer*, GmbHR 2023, 1012.  
<sup>44</sup> Vgl *Hügel/Aschauer*, Pflichtteilsrecht, 269.  
<sup>45</sup> Vgl *Winner*, Wert und Preis, 481 f; *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 207.  
<sup>46</sup> Vgl *Hügel/Aschauer*, Pflichtteilsrecht, 274; *Fleischer*, GmbHR 2023, 1012.  
<sup>47</sup> *H. Foglar-Deinhardstein*, NZ 2018, 216.

<sup>48</sup> Vgl *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup>, § 2 GesAusG Rz 12 und 28; *dies*, Europarechtliche und verfassungsrechtliche Rahmenbedingungen für das Umwandlungsrecht, JBl 1995, 420 (437); *Aschauer/Schiebel*, Zur Rolle des Börsenkurses beim Gesellschafterausschluss, RWZ 2009, 308; *Winner*, Wert und Preis, 419 ff und 461; *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss (2009) 141 und 163; *Ramesohl*, Aktieneigentum, „wahrer Wert“ und Börsenkurs (2007) 141; *Fleischer*, AG 2014, 99 und 109; *Aburumieh/Adensamer/H. Foglar-Deinhardstein*, Verschmelzung, Kap V.A Rz 33; *H. Foglar-Deinhardstein/Molitoris/Hartig*, Angemessene Barabfindung beim Squeeze-out: Jagd nach einer Chimäre? GesRZ 2020, 43 (43 FN 9); *Zottl/Pendl*, GesRZ 2019, 222; *H. Foglar-Deinhardstein*, NZ 2018, 216 f; wohl auch *Rüffler*, Rechtlicher Rahmen der Unternehmensbewertung, in *Artmann/Rüffler/U. Torggler*, Unternehmensbewertung und Gesellschaftsrecht (2014) 43 (53); zum Verschmelzungsrecht *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis, 59 ff; vgl auch *Koch*, AktG<sup>17</sup> (2023) § 305 Rz 23 und 51 sowie § 327b Rz 5.  
<sup>49</sup> OGH 12.5.2021, 6 Ob 246/20z, GesRZ 2021, 241 (*H. Foglar-Deinhardstein/Aichinger* und *Vanovac/Löffler*) = ZFR 2021/244 (*Hubcheva*); dazu *Rüffler*, Zur Verzinsung der Barabfindung und zugesprochenerbarer Zuzahlungen gemäß § 6 GesAusG, GesRZ 2021, 209; vgl auch OGH 6.8.2021, 6 Ob 113/21; dazu *H. Foglar-Deinhardstein/Feldscher*, Leben mit der Unschärfe – OGH entlastet das Nachprüfungsverfahren, NZ 2022, 165; sehr kritisch zur Praxis der Abfindung auf Basis von Unternehmensbewertungen *L. Knoll/E. Wenger*, Unterwertige Minderheitenabfindungen: ein Kollateralschaden! Aufsichtsrat aktuell 5/2016, 19.  
<sup>50</sup> Vgl OGH 25.11.2020, 6 Ob 96/20s; *Fleischer*, Unternehmensbewertung und Bewertungsabschlüsse beim Ausscheiden aus einer geschlossenen Kapitalgesellschaft, in *Kalss/Fleischer/Vogt*, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht in Deutschland, Österreich und der Schweiz 2013 (2014) 137 (147 f); *Ruthardt/M. Popp*, AG 2020, 247; *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 13, 15 ff, 18 f und 164 ff; *Rüffler*, Unternehmensbewertung, 46, 51 ff und 54 f; *Zottl/Pendl*, GesRZ 2019, 222; *Haberer/Purtscher*, Unternehmensbewertung, 196; *Koppensteiner/Auer* in *Straube/Ratka/Rauter*, UGB I<sup>4</sup>, § 138 Rz 12; differenzierend *Aschauer*, Die rechtsgeprägte Unternehmensbewertung – Anpassungsnotwendigkeiten des objektivierten Unternehmenswerts, in *Bertl/Eberhartinger/Egger/Hirschler/Kalss/Lang/Nowotny/Riegler/Rust/Schuch/Staringer*, Wertmaßstäbe (2019) 71 (75 f); vgl auch die steuerliche Veräußerungsfiktion bei der Ermittlung des Verkehrswerts, der daher den bei der Veräußerung im Wirtschaftsverkehr erzielbaren Preis unter der Annahme der Fortführung der Einheit durch den Erwerber darstellt; dazu *Schweighart*, Objektivierter Unternehmenswert, 1113; zur Streichung der Liquidationshypothese aus dem BGB *Fleischer*, GmbHR 2023, 1005 ff.  
<sup>51</sup> Vgl *Winner*, Wert und Preis, 422; *Fleischer*, ZIP 2012, 1636; *ders*, Unternehmensbewertung, 147 f.

zumindest rechnerisch – sowohl die Berücksichtigung von Sonderrechten als auch die Differenzierung nach Anteilsgattungen grundsätzlich ebenso wie die unmittelbare Anteilsbewertung bewältigen; der gesamte Unternehmenswert muss diesfalls bei der indirekten Anteilsbewertung differenziert, nämlich durch Zu- und Abschläge gewichtet, auf die unterschiedlich gestalteten Anteile aufgeteilt werden.<sup>52</sup> ZB haben stimmrechtslose Vorzugsaktien idR einen niedrigeren Wert als Stammaktien.<sup>53</sup> Dass eine derartige Differenzierung nach Ausgestaltung der Anteile nicht nur rechnerisch möglich, sondern auch gesetzlich geboten ist, erschließt sich aus § 2 Abs 1 GesAusG, der in seinem letzten Satz ausdrücklich anordnet: „Werden Sonderrechte entzogen, so ist dies bei der Festlegung der Abfindung zu berücksichtigen.“<sup>54</sup>

## 2.2. Einpreisung von Schadenersatzansprüchen bei der indirekten Anteilsbewertung?

Der OGH hat in der Entscheidung vom 29.8.2019, 6 Ob 197/18s,<sup>55</sup> *obiter* ausgesprochen, dass auch Schadenersatzansprüche der Gesellschaft, insb solche gegen ihre eigenen Organe, im Wege der indirekten Anteilsbewertung zu einer Erhöhung der Barabfindung führen und daher im Verfahren zur Überprüfung der Barabfindung eine Rolle spielen können. Tatsächlich sind offene und realisierbare Schadenersatzansprüche, seien sie gegen aktuelle oder ehemalige Organwalter oder Anteilseigner oder gegen Dritte gerichtet, grundsätzlich einer Veräußerung zugänglich und daher bewertungstechnisch dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen zuzuordnen.<sup>56</sup>

Aus praktischer Sicht wurde wohl nicht zu Unrecht Skepsis gegenüber der Prüfung schwebender Ersatzansprüche bei einer Unternehmensbewertung oder im Nachprüfungsverfahren<sup>57</sup> angemeldet.<sup>58</sup> Der jeweilige Bewertungsgutachter müsste sich grundsätzlich ein klares Bild sowohl von der rechtlichen Existenz als auch von der Werthaltigkeit der Schadenersatzansprüche, jeweils zum Bewertungsstichtag, machen. Es liegt nahe, dass eine solche Analyse idR den Rahmen einer Unternehmensbewertung, aber auch eines Nachprüfungsverfahrens sprengen würde. In der deutschen Rspr wurde daher bereits festgehalten, dass nur solche Schadenersatzansprüche zwingend in die Bewertung einfließen müssen, die vom Schuldner nicht bestritten oder durch ein Gericht rechtskräftig festgestellt worden und darüber hinaus auch einbringlich sind.<sup>59</sup>

<sup>52</sup> *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup>, § 2 GesAusG Rz 20 f; *Hügel/Aschauer*, Pflichtteilsrecht, 277 f und 286; *Winner*, Wert und Preis, 480 f; *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 206 und 208; *Ramesohl*, Aktieneigentum, 143; *H. Foglar-Deinhardstein*, NZ 2018, 216 f; *H. Foglar-Deinhardstein/Feldscher* in *Adensamer/Mitterecker*, Gesellschafterstreit, Rz 11/152; zu Abschlägen wegen gesellschaftsvertraglicher Besonderheiten *Krejci*, Unternehmenswert, 784 f; aA zum deutschen Recht (quotale Bewertung nach Liquidations- und Ergebnisverteilungsschlüssel ohne Berücksichtigung disquotaler Stimmrechte) *Fleischer*, GmbHR 2023, 1017 und 1019.

<sup>53</sup> *Strimitzer*, Der Wert der Geschäftsführung und des Gesellschaftereinflusses, *UnternehmerCircle* 2016, 9 (11); *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 206; *Edelmann*, Preisfragen im Übernahmerecht, *GesRZ* 2016, 19 (24); *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup>, § 234b AktG Rz 35 und § 2 GesAusG Rz 22; *Ch. Nowotny*, Zur Bewertung von Stamm- und Vorzugsaktien, *RdW* 2002, 138; *Winner*, Wert und Preis, 481; vgl auch *ÜbK* 15. 1.2001, 2000/2/6-81.

<sup>54</sup> Vgl *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup>, § 234b AktG Rz 34 und § 2 GesAusG Rz 19 ff.

<sup>55</sup> *GesRZ* 2019, 435 (*Diregger*) = *EvBl-LS* 2020/11 (*Rohrer*); dazu *R. Rastegar*, Anhängige Gesellschafterprozesse bei Squeeze-Out & Co., *GES* 2020, 369.

<sup>56</sup> *Zottl/Pendl*, *GesRZ* 2019, 224.

<sup>57</sup> Zum Nachprüfungsverfahren siehe Pkt VI.3.

<sup>58</sup> *Zottl/Pendl*, *GesRZ* 2019, 224.

<sup>59</sup> Nachweise bei *Zottl/Pendl*, *GesRZ* 2019, 225.

## VI. Rechtlicher und gerichtlicher Rahmen für Bewertungsgutachten

### 1. Fachgerechte Ermittlung des Unternehmenswerts bei dominierten Transaktionen

Bei dominierten Transaktionen, die das Gesetz für AGs vorsieht,<sup>60</sup> ist also die indirekte Anteilsbewertung zur Ermittlung der Angemessenheit von Umtauschverhältnis, barer Zuzahlung und Barabfindung anzuwenden.

Aus rechtlicher Sicht muss freilich nicht jede Unternehmensbewertung bei dominierten Transaktionen durch einen externen sachverständigen Gutachter erfolgen. Dies spiegelt sich auch im Wortlaut des § 3 Abs 5 Z 3 GesAusG wider, der nur verlangt, dass „allfällige“ Gutachten, auf denen die Beurteilung der Angemessenheit beruht, offengelegt werden. Es besteht somit beim Squeeze-out keine prinzipielle Verpflichtung zur Einholung solcher Bewertungsgutachten durch den Hauptgesellschafter oder die Gesellschaft.<sup>61</sup> Vielmehr liegt die Entscheidung darüber im unternehmerischen Ermessen und damit in der Sorgfaltpflicht der Geschäftsführung.<sup>62</sup>

Die Einholung eines externen Gutachtens ist insb dann nicht geboten, wenn der notwendige Sachverstand ohnedies unternehmensintern vorliegt<sup>63</sup> und die Bewertung durch unternehmensinterne Fachleute erstellt werden kann. So wurde etwa beim Squeeze-out der Austrian Airlines 2010<sup>64</sup> die Bewertung des Unternehmens, auf der die Ermittlung der Barabfindung beruhte, nur unternehmensintern ohne Beziehung eines externen Sachverständigen durchgeführt. Der gem § 3 Abs 2 GesAusG gerichtlich bestellte Sachverständige bestätigte die Angemessenheit der Barabfindung ohne jeglichen Verweis auf eine externe Bewertung und unter ausdrücklicher Berufung auf diese interne Unternehmensbewertung sowie auf die bei den Austrian Airlines durchgeführte interne Analyse des Markt- und Wettbewerbsumfelds.

Wie erwähnt, gestattet das Gesetz diese Vorgangsweise, die daher nicht zu beanstanden ist. Naturgemäß sind bei rechtsgeprägten Bewertungen aber auch unternehmensintern erstellte Bewertungen genauso auf ihre Normzweckadäquanz<sup>65</sup> abzuklopfen.

Übrigens ist nach der Rspr zur Ermittlung einer kapitalerhaltungsrechtlich adäquaten Gegenleistung bei Fehlen von Marktpreisen „jedenfalls eine fachgerechte Bewertung nach anerkannten Bewertungsmethoden notwendig“,<sup>66</sup> wobei sich die Organe der Gesellschaft im Rahmen eines vertretbaren unternehmerischen Ermessens halten müssen. Auch daraus folgt aber mE nicht die zwingende Notwendigkeit eines externen Bewertungsgutachtens.

<sup>60</sup> Siehe Pkt III.

<sup>61</sup> Vgl OGH 23.4.2020, 6 Ob 56/20h, *GesRZ* 2020, 356 (*H. Foglar-Deinhardstein*) = *ZFR* 2020/222 (*A. Gassner*).

<sup>62</sup> *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup>, § 3 GesAusG Rz 35; vgl auch *Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, *AktG*<sup>6</sup>, § 84 Rz 192.

<sup>63</sup> *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup>, § 3 GesAusG Rz 35; vgl allgemein *Reich-Rohrwig/Cl. Grossmayer/K. Grossmayer/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, *AktG*<sup>6</sup>, § 84 Rz 192; *Rauter*, Gutachten „mit kurzen Beinen“, *GRAU* 2023, 41 (44).

<sup>64</sup> *HG* Wien 3.2.2010, 71 Fr 935/10g; vgl auch OGH 11.10.2010, 6 Ob 186/10m; 31.1.2013, 6 Ob 210/12v, *GesRZ* 2013, 162 (*H. Foglar-Deinhardstein*).

<sup>65</sup> Siehe Pkt VI.3.2.

<sup>66</sup> OGH 17.1.2018, 6 Ob 199/17h, *GesRZ* 2018, 179 (*Durstberger*) = *ecolex* 2018/188 (*Kapsch*); dazu *Zehentmayer*, Limitiertes Vorkaufsrecht als verbotene Einlagenrückgewähr, *ZFR* 2018, 218; *Chladek/L. Graf/Seeber*, Einlagenrückgewähr durch Einräumung eines Vorkaufsrechts an eine zukünftige Gesellschafterin, *GesRZ* 2018, 221.

Auch außerhalb dominierter Transaktionen als Bewertungsanlässen können unternehmensintern erstellte Bewertungen verschiedensten Zwecken dienen und werden natürlich oft ohne Einhaltung strenger fundamentalanalytischer Methoden erstellt. Aus rechtlicher Sicht ist die jeweilige Zulässigkeit anhand des Einzelfalles zu beurteilen.

Unabhängig davon stellt sich bei sog Praktikermethoden für Wertfindungen natürlich immer – nicht weniger als bei fundamentalanalytischen Bewertungen – die Frage der Treffsicherheit und (vorgelagert) die Frage, ob sie überhaupt denklogisch und methodisch zu korrekten Ergebnissen führen.

So hat zB Schwetzler unlängst auf Schwächen der bei *Venture-capital*-Unternehmen üblichen *Post-money*-Bewertung hingewiesen, die daraus resultieren, dass bei dieser Bewertungsmethode zumeist die Sonderrechte der Investoren ignoriert und daher die Anteile der Gründer schlicht überbewertet werden.<sup>67</sup> So manches Unicorn ist daher wohl wirklich ein Fabelwesen.

**2. Die (externe) Unternehmensbewertung als eine Aufgabe der Wirtschaftstreuhand**

Gem § 2 Abs 1 Z 6 und § 3 Abs 2 Z 7 WTBG 2017 gehört die „Erstattung von Sachverständigengutachten ... auf jenen Gebieten, zu deren fachmännischer Beurteilung Kenntnisse des Rechnungswesens oder der Betriebswirtschaftslehre erforderlich sind“, zu den Tätigkeiten der Wirtschaftstreuhand. Wirtschaftstreuhand sind gem § 71 Abs 1 und § 72 Abs 2 WTBG 2017 iVm § 2 Abs 1 WT-AARL 2017-KSW<sup>68</sup> verpflichtet, im Geschäftsverkehr mit Auftraggebern bei übernommenen Angelegenheiten und Aufgaben die anerkannten fachlichen Regeln, insb die Fachgutachten der Kammer der Wirtschaftstreuhand, zu beachten.

Erstellt also ein Wirtschaftstreuhand ein Gutachten über die Bewertung eines Unternehmens, ist er an die einschlägigen Fachgutachten gebunden.<sup>69</sup> Die berufsständische Auffassung über die ordnungsgemäße Durchführung von Unternehmensbewertungen ist bekanntlich im Fachgutachten KFS/BW 1<sup>70</sup> niedergelegt. Das Fachgutachten KFS/BW 1 ist selbst keine Rechtsvorschrift, aber – wie erwähnt – bei der Unternehmensbewertung durch Wirtschaftstreuhand zu beachten. Soweit freilich das Gesetz zwingende Vorgaben für die aus einem spezifischen Anlass durchzuführende Unternehmensbewertung enthält, gingen diese im Falle eines Widerspruchs naturgemäß den fachgutachtlichen Regeln vor.<sup>71</sup> Bei dominierten Transaktionen gilt nämlich der Primat des Rechts.<sup>72</sup>

So bestimmt etwa, um ein simples Beispiel zu nennen, § 2 Abs 1 Satz 2 GesAusG, dass „der Tag der Beschlussfassung durch die Gesellschafterversammlung ... als Stichtag für die Feststellung der Angemessenheit [gilt].“ Dieser Vorgabe könnte sich das Fachgutachten KFS/BW 1 nicht entgegenstellen und tut es ja selbstverständlich auch gar nicht. Auch die Festlegung durch den OGH, dass der anzusetzende Unternehmenswert grundsätzlich nicht unter dem Liquidationswert liegen darf, weil dies jener Betrag ist, der anlässlich der Verwertung mindestens erzielt werden könnte,<sup>73</sup> hätte Vorrang vor dem Fachgutachten KFS/BW 1, ist aber ohnedies mit ihm kompatibel. Wie erwähnt, erschließt sich aus § 2 Abs 1 GesAusG, dass Sonderrechte und Anteilsgattungen bei der Festlegung der Abfindung – durch Zu- und Abschläge – zu berücksichtigen sind.<sup>74</sup> Das gilt mE nicht nur für Vermögens-, sondern auch für Stimmrechte. Das Fachgutachten KFS/BW 1 anerkennt dies immerhin teilweise, wenn es sagt: „Einer unterschiedlichen Ausstattung von Unternehmensanteilen mit Vermögensrechten (zB Vorzugsaktien) ist allerdings bei der Bewertung Rechnung zu tragen.“<sup>75</sup>

Die privatrechtliche Vereinbarung über die Anwendung bestimmter Bewertungsmethoden und Berechnungsverfahren geht ebenfalls dem Fachgutachten KFS/BW 1 vor, soweit diese Vereinbarung in den Gutachtauftrag einfließt und der Vereinbarung keine zwingenden rechtlichen Regeln und Bewertungsziele entgegenstehen.

Entgegen einem landläufigen Missverständnis gibt das Fachgutachten KFS/BW 1 generell keine sklavisch einzuhaltenden Methoden vor, sondern enthält verschiedene elastische Öffnungsklauseln.<sup>76</sup> Grundsätzlich wird im Fachgutachten KFS/BW 1 zwischen drei Bewertungszwecken unterschieden: dem objektivierten Unternehmenswert, dem subjektiven Unternehmenswert und dem Schiedswert. Der objektivierter und der subjektive Unternehmenswert sollen mittels eines Diskontierungsverfahrens ermittelt werden, wobei das Ergebnis anhand von Transaktionspreisen, eines allfälligen Börsenkurses oder anhand eines Multiplikatorverfahrens zu plausibilisieren ist.<sup>77</sup> Nicht im Fachgutachten KFS/BW 1 vorgesehen ist, dass das Bewertungsergebnis originär anhand des Börsenwerts oder eines Multiplikatorverfahrens ermittelt wird.<sup>78</sup> Ausdrücklich hält das Fachgutachten KFS/BW 1 aber fest: „Die Auswahl und Anwendung einer bestimmten Methode sowie Abweichungen von den vorgegebenen Grundsätzen liegen in der alleinigen Entscheidung und Verantwortung des Wirtschaftstreuhanders.“<sup>79</sup> Weiters führt das Fachgutachten KFS/BW 1 aus: „Da mit einem Bewertungsanlass unterschiedliche Bewertungszwecke verbunden sein können, ist die Aufgabenstellung für die Unternehmensbewertung allein aus dem mit der Bewertung verbundenen Zweck abzuleiten. Dieser bestimmt die Vorgangsweise bei der Unternehmensbewertung, insbesondere die Auswahl des geeigneten Bewertungsverfahrens und die Annahmen hinsichtlich Planung und Diskontierung der künftigen finanziellen Überschüsse.“<sup>80</sup>

<sup>67</sup> Schwetzler, Zur (Fehl-)Bewertung von Wachstumsunternehmen, RWZ 2023, 163.  
<sup>68</sup> Verordnung der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer über die Allgemeine Richtlinie über die Ausübung der Wirtschaftstreuhandberufe der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer (WT-AARL 2017-KSW), online abrufbar unter <https://ksw.or.at/berufsrecht/grundlagen-des-berufsrechts>; vgl Ladler, Soft Law und Sorgfaltspflichten (2023) 3, 27, 38, 47 und 250.  
<sup>69</sup> Vgl Rabel, International Valuation Standards (IVS) im Vergleich mit dem Fachgutachten KFS/BW 1 zur Unternehmensbewertung, in FS Bertl (2021) 1095 (1099).  
<sup>70</sup> Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhand zur Unternehmensbewertung vom 26.3.2014, online abrufbar unter [https://old.ksw.or.at/PortalData/1/Resourcen/fachgutachten/KFSBW1\\_15052014\\_RF.pdf](https://old.ksw.or.at/PortalData/1/Resourcen/fachgutachten/KFSBW1_15052014_RF.pdf).  
<sup>71</sup> KFS/BW 1, Rz 16; vgl auch OGH 28.8.2014, 6 Ob 105/14f; Ladler, Soft Law, 253; Haberer, GesRZ 2016, 96 und 98 f; Fleischer, AG 2014, 97 ff; vorläufige Auflistung von bindenden rechtlichen Vorgaben bei Fleischer, AG 2014, 109; ders, Unternehmensbewertung zwischen Tat- und Rechtsfrage, AG 2016, 185 (191 und 198); V. Gass/F. Wirth, Wertkonzepte, 1058; Lauber in Fleischer/Hüttemann, Rechts-handbuch Unternehmensbewertung<sup>2</sup> (2019) Rz 34.37.  
<sup>72</sup> Ruiz de Vargas, Börsenwert: Alleinige Maßgeblichkeit oder nur Wertuntergrenze? (Teil I), NZG 2021, 1001 (1002); ders, NZG 2021, 1062; Fleischer, AG 2016, 190.

<sup>73</sup> OGH 27.2.2013, 6 Ob 25/12p, GesRZ 2013, 224 (Spranz).  
<sup>74</sup> Siehe Pkt V.2.1.  
<sup>75</sup> KFS/BW 1, Rz 149 (Hervorhebung hinzugefügt).  
<sup>76</sup> Vgl Klingelhöfer/Follert, Bestimmung der Angemessenheit, 1073; Haberer/Purtscher, Unternehmensbewertung, 166.  
<sup>77</sup> V. Gass/F. Wirth, Wertkonzepte, 1056; Rabel, International Valuation Standards, 1105.  
<sup>78</sup> Rabel, International Valuation Standards, 1105.  
<sup>79</sup> KFS/BW 1, Rz 3; vgl Ladler, Soft Law, 252.  
<sup>80</sup> KFS/BW 1, Rz 22.

Strenger klingt freilich die Empfehlung KFS/BW 1 E 5,<sup>81</sup> in der es im Hinblick auf die häufige Nachfrage nach vereinfachten Wertfindungen heißt: „Für Unternehmensbewertungen, die auf gesetzlicher Grundlage erstellt werden, wie insbesondere dem Gesellschafts-, Unternehmens-, Steuer oder Erbrecht, ist i.d.R. das Fachgutachten Unternehmensbewertung KFS/BW 1 zu beachten, weshalb vereinfachte Wertfindungen für diese Bewertungsanlässe nicht geeignet sind.“<sup>82</sup>

Im Ergebnis wäre ein Bewertungsgutachten, das ein Wirtschaftstreuhand für eine dominierte Transaktion als Bewertungsanlass ohne Durchführung eines Diskontierungsverfahrens erstellen würde, angesichts des aktuellen Fachgutachtens KFS/BW 1 für den Gutachter mit einem beträchtlichen Haftungsrisiko verbunden.<sup>83</sup>

### 3. Gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit

#### 3.1. Gegenstand und Zweck des Nachprüfungsverfahrens

Bei dominierten Transaktionen sieht das Gesetz ein eigenes Nachprüfungsverfahren vor, das von betroffenen Minderheitsgesellschaftern zur Überprüfung der Angemessenheit von Umtauschverhältnis, baren Zuzahlungen oder Barabfindung eingeleitet werden kann. Die Regelungen zu einem solchen außerstreitigen Nachprüfungsverfahren entstammen dem AktG; dort ist dieses Verfahren im Verschmelzungsrecht vorgesehen, damit nach Wirksamwerden einer Verschmelzung die Angemessenheit überprüft werden kann. Durch entsprechende Verweise in den jeweils anwendbaren Gesetzen steht das Überprüfungsverfahren insb auch für mit der aktienrechtlichen Verschmelzung verwandte Vorgänge (GmbH-rechtliche Verschmelzung, grenzüberschreitende Verschmelzung, Spaltung), für den umgründungsbedingten Gesellschafterausschluss sowie für den Squeeze-out gem GesAusG und für den umgründungsbedingten Gesellschafteraustritt (Sell-out) zur Verfügung. Beim Squeeze-out gem GesAusG zielt das Nachprüfungsverfahren auf die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung.

In allen genannten Anwendungsfällen bewirkt das Überprüfungsverfahren ein System des *Ex-post*-Anteilseignerschutzes: Das Nachprüfungsverfahren kann erst nach Wirksamwerden der Transaktion beantragt werden und der für dieses Verfahren reservierte Prüfungsgegenstand, also die Überprüfung der Angemessenheit der jeweiligen Gegenleistung im Hinblick auf die Bewertung der in die Transaktion einbezogenen Gesellschaftsanteile bzw der auf diese Anteile entfallenden anteiligen Unternehmenswerte, ist gesetzlich als Grundlage einer Anfechtungsklage ausgeschlossen. Weder Minderheitsanteilseigner noch Firmenbuchgericht können somit das Wirksamwerden der jeweiligen Transaktion allein wegen einer allenfalls fehlerhaften Bewertung blockieren; umgekehrt kann sich das nachgelagerte Überprüfungsverfahren ganz auf die Bewertungsfragen konzentrieren, während die Durchführung der jeweiligen Transaktion in diesem Ver-

fahren nicht mehr zur Debatte steht.<sup>84</sup> Die große Mehrheit der Nachprüfungsverfahren wird iZm Squeeze-outs gem GesAusG eingeleitet.

IdR befasst das im Nachprüfungsverfahren zuständige Gericht mit der Angemessenheitsprüfung zunächst das Gremium gem § 225g AktG. Dieses Gremium, das ursprünglich zur Überprüfung von Umtauschverhältnissen bei Verschmelzungen geschaffen wurde, ist in der Praxis hauptsächlich mit der Überprüfung von Barabfindungen bei Squeeze-outs beschäftigt.

In mehreren Überprüfungsverfahren zeigte sich, dass – anders als bei der sonst zu befürchtenden Überlänge solcher Verfahren, die mehr als 15 Jahre dauern können<sup>85</sup> – die Gerichte immer dann zu einem recht zügigen Abschluss kommen konnten, wenn das Verfahren noch vor Einholung eines Gutachtens durch Vergleich beendet werden konnte oder das Gremium von der Möglichkeit gem § 225g AktG aF Gebrauch machte und – nach gescheitertem Versuch der Schlichtung des Streits durch Vergleich (§ 225h AktG aF) – selbst, sei es mit oder sogar ohne Einbindung eines externen Subgutachters, ein Gutachten zur Angemessenheit der Barabfindung erstattete.<sup>86</sup> Durch ein solches Gremialgutachten wurde offenbar für die befassten Gerichte der Boden gut aufbereitet, um rasch und qualitativ über die Angemessenheit der Barabfindung entscheiden zu können.

Sofern Nachprüfungsverfahren in die Überlänge entgleiten, hat dies mE hauptsächlich drei Gründe: 1.) Holt das Gremium für die Nachprüfung ein Bewertungsgutachten durch einen externen Sachverständigen ein, ist eine solche Begutachtung idR sehr zeitaufwendig. Das Gremium wäre zwar nach alter Rechtslage auch noch selbst zur Erstattung eines Gutachtens legitimiert gewesen, hat diese Kompetenz aber höchst selten genutzt, was daran gelegen sein dürfte, dass das Gesetz die Vergütungsansprüche der Mitglieder des Gremiums in § 225m Abs 6 AktG viel zu niedrig angesetzt hatte. 2.) Das Verfahrenskostenrisiko im Nachprüfungsverfahren lastet zu großen Teilen auf den Schultern der Antragsgegnerin; für das Agieren der Antragsteller im Verfahren greift also keine Kostenrisikobremse.<sup>87</sup> 3.) Die Überprüfungsverfahren werden oftmals von sog *professional raiders* (räuberischen Aktionären, Aktionärspiraten) dominiert, zumal jeder Anteilseigner – unabhängig von Beteiligungsausmaß,

<sup>81</sup> Hinweise der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung des Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Wirtschaftstreuhand zur Erstellung von vereinfachten Wertfindungen vom 24.1.2017, online abrufbar unter [https://old.ksw.or.at/Portal/Data/1/Resources/fachgutachten/KFSBW1\\_E5.pdf](https://old.ksw.or.at/Portal/Data/1/Resources/fachgutachten/KFSBW1_E5.pdf); vgl *Rabel*, International Valuation Standards, 1098.

<sup>82</sup> KFS/BW 1 E 5, Rz 4.

<sup>83</sup> Vgl *Rabel*, International Valuation Standards, 1098 und 1105; *Ladler*, Soft Law, 253 ff.

<sup>84</sup> OGH 12.5.2021, 6 Ob 246/20z; zum rechtsökonomischen Zweck der Trennung von Anfechtungs- und Nachprüfungsverfahren *H. Foglar-Deinhardstein*, Ein neuer Ernstlichkeitsfilter beim Squeeze-out, GES 2018, 14 (15); vgl auch *Eckert*, Internationales Gesellschaftsrecht (2010) 475.

<sup>85</sup> Exemplarisch zu nennen ist das noch immer laufende Überprüfungsverfahren zum Squeeze-out der Bank Austria, der bereits 2008 ins Firmenbuch eingetragen wurde; vgl dazu OGH 10.7.2008, 6 Nc 9/08p; 18.2.2010, 6 Ob 221/09g, GesRZ 2010, 228 (*Ofner*) = EvBl 2010/92 (*Garber*); 11.9.2015, 6 Ob 164/15h; 27.9.2016, 6 Ob 31/16a, GesRZ 2017, 54 (*H. Foglar-Deinhardstein*); 27.9.2016, 6 Ob 32/16y; 18.4.2023, 6 Ob 71/22t, GesRZ 2023, 328 (*H. Foglar-Deinhardstein*) = EvBl 2023/229 (*Hartlieb*).

<sup>86</sup> Zu solchen verhältnismäßig rasch geführten Überprüfungsverfahren siehe nur zum Squeeze-out der BWT OGH 2.2.2022, 6 Ob 148/21i, GesRZ 2022, 236 (*Deutsch*) = ZFR 2022/169 (*Kraus*); *H. Foglar-Deinhardstein*, Wo und wie die angemessene Squeeze-out-Barabfindung durchzusetzen ist, *ecolex* 2022, 377; zur Umwandlung der Aurea Software OGH 6.8.2021, 6 Ob 113/21t; zum Squeeze-out der biolitec HG Wien 9.6.2021, 74 Fr 2598/18w; zur grenzüberschreitenden Verschmelzung der RHI Magnesita HG Wien 7.5.2021, 75 Fr 17990/17d; zum Squeeze-out der BEKO Holding OGH 12.5.2021, 6 Ob 246/20z; zum Squeeze-out der Miba OGH 24.10.2019, 6 Ob 138/19s, GesRZ 2020, 150 (*Zollner*); dazu *H. Foglar-Deinhardstein/Molitoris/Hartig*, GesRZ 2020, 43 ff; zum Squeeze-out der Glock OGH 26.4.2018, 6 Ob 228/17y, GesRZ 2018, 253 (*Hartlieb*) = NZ 2018/73 (*H. Foglar-Deinhardstein*) = ZfS 2018, 73 (*K. Oberndorfer*); zum Squeeze-out der Christ Water Technology LG Wels 9.4.2013, 34 Fr 1079/10b.

<sup>87</sup> Zu den beiden ersten Gründen *H. Foglar-Deinhardstein/Molitoris/Hartig*, GesRZ 2020, 44.



Zeitpunkt des Erwerbs der Beteiligung und Dauer des Haltens seiner Beteiligung – einen Überprüfungsantrag stellen und/oder am Überprüfungsverfahren teilnehmen kann.<sup>88</sup> Diesen Aktionärspiraten ist an einer zügigen Erledigung des Verfahrens nichts gelegen.<sup>89</sup> Gerade fundamentalanalytische Bewertungsgutachten mit der Fülle des in ihnen verarbeiteten Zahlenmaterials sowie mit den methodisch notwendigen Vereinfachungen bieten die ideale Angriffsfläche für Aktionärspiraten, die gerne Gegengutachten oder noch lieber Stellungnahmen zu punktuellen Bewertungsthemen ins Verfahren einbringen.

Hingegen hat die allfällige Überlänge von Überprüfungsverfahren nach meiner Einschätzung und Erfahrung nichts mit „mutwilliger Verfahrensverzögerung“ durch die Antragsgegner zu tun.<sup>90</sup> Angesichts der erwähnten gesetzlichen Zuordnung des Verfahrenskostenrisikos wäre es auch einigermaßen absurd, wenn ausgerechnet ein Antragsgegner das Verfahren, noch dazu „mutwillig“, verzögerte und damit die Verfahrenskosten zu seinen Lasten in die Höhe triebe.

Durch das AktRÄG 2019<sup>91</sup> hat der Gesetzgeber für neu eingeleitete Verfahren das Gremium leider genau seiner Kompetenz zur Erstellung von Gutachten entkleidet und seine Zuständigkeit auf die bloße Streitschlichtung beschränkt, was mE ohne Kompetenz zur Gutachtenserstellung tendenziell schwieriger als leichter werden dürfte. Der Verlauf der noch nach altem Recht zu führenden Verfahren *BWT*, *Aurea Software*, *biolitec*, *RHI Magnesita*, *BEKO Holding*, *Miba*, *Glock* und *Christ Water Technology*<sup>92</sup> unterstreicht daher die bereits mehrfach vorgetragene Kritik, dass diese Gesetzesänderung rechtspolitisch nicht geglückt ist.<sup>93</sup> Es besteht somit der Wunsch, dass der Gesetzgeber zu einer Reform der Reform ansetzt und dem Gremium bei nächster Gelegenheit seine Befugnis zur Gutachtenserstattung zurückgibt.

### 3.2. Unternehmensbewertung zwischen Tat- und Rechtsfrage

Im österreichischen wie auch im deutschen Zivilprozessrecht wird zwischen Tat- und Rechtsfragen unterschieden. Die Zuordnung von Fragen der Unternehmensbewertung als Tat- oder Rechtsfragen ist umstritten.

Die österreichische höchstgerichtliche Rspr vertritt in ihren Rechtssätzen folgenden Kompromiss: Eine rechtlich vorgeschriebene Methode der Bewertung von Unternehmen gibt es nicht; die richtige Methode zu ermitteln, ist ein Problem der Betriebswirtschaftslehre, doch muss das von ihr gewählte System der vom Gericht gestellten Aufgabe adäquat sein.<sup>94</sup> Besteht für die Wertermittlung durch einen Sachver-

ständigen keine gesetzlich vorgeschriebene Methode, so unterliegt das von den Tatsacheninstanzen gebilligte Ergebnis eines Gutachtens keiner Nachprüfung durch den OGH, weil es um eine Tatfrage geht. Eine Ausnahme bestünde nur dann, wenn eine grundsätzlich inadäquate Methode angewendet wurde<sup>95</sup> oder wenn die auf dem eingeholten Sachverständigengutachten beruhende Feststellung auf mit den Gesetzen der Logik oder der Erfahrung unvereinbaren Schlussfolgerungen beruht.<sup>96</sup>

In der Literatur treten freilich Kritiker der OGH-Judikatur hervor, die der deutschen Rspr gegenüber jener des OGH den Vorzug geben.<sup>97</sup> Es scheint hier allerdings eher um Nuancen und um Fragen der Formulierung zu gehen. Der BGH qualifiziert Fragen iZm den jeweils einschlägigen Bewertungszielen als Rechtsfragen und hält daher die Analyse, ob eine Bewertungsmethode oder ein innerhalb der Bewertungsmethode gewähltes Berechnungsverfahren den rechtlichen Bewertungszielen entspricht oder ob die Bewertungsziele verletzt wurden, für einer höchstgerichtlichen Nachprüfung zugänglich.<sup>98</sup> Das OLG München hat ausgesprochen, dass das Gericht die maßgebenden rechtlichen Faktoren der gesetzlichen Abfindungsregelungen festzustellen und anhand dieser Kriterien den zutreffenden Unternehmenswert für ein bestimmtes Abfindungsverlangen zu ermitteln hat.<sup>99</sup> Und das OLG Düsseldorf sagt: „Die gerichtliche Bestimmung der angemessenen Abfindung und die ihr zugrunde liegende Unternehmensbewertung sind in erster Linie Rechtsanwendung, bei der das Gericht allerdings sachverständiger Unterstützung durch Prüfungspraxis und Betriebswirtschaftslehre bedarf.“<sup>100</sup>

Griffig formulierte *Fleischer* schon 1997: „Nicht betriebswirtschaftliche Theorien, sondern rechtliche Zielvorgaben sind der Leitstern der Bewertung. ... Die Bewertungsziele sind der Betriebswirtschaftslehre von der Rechtsordnung heteronom vorgegeben; über die zieladäquaten Bewertungsmethoden entscheidet sie aus eigenem Sachverstand.“<sup>101</sup> 2014 liest sich *Fleischer*s Aussage mittlerweile weiter verfeinert wie folgt: „Das Bewertungsziel – volle Abfindung ... – ist dem Sachverständigen heteronom vorgegeben; die von ihm angewandten Bewertungsmethoden müssen sich am Grundsatz der Normzweckadäquanz messen lassen.“<sup>102</sup>

Exemplarisch ist das Ziel der Bewertung iZm einer Verschmelzung oder einem Squeeze-out, für Anteilseigner ein

<sup>88</sup> *H. Foglar-Deinhardstein*, GES 2018, 15; *Hlawati/Glas/H. Foglar-Deinhardstein/Aichinger*, Squeeze-out: Spatz in der Hand statt Taube auf dem Dach? GesRZ 2016, 29 (31).

<sup>89</sup> *Zottl/Pendl*, GesRZ 2019, 217.

<sup>90</sup> So aber *M. Doralt/Temmel/Krakow/Scherbaum/Albers*, Gesellschafterausschluss und Minderheitenschutz, RdW 2023, 858 (860 f).

<sup>91</sup> Aktienrechts-Änderungsgesetz 2019, GBBl I 2019/63.

<sup>92</sup> Siehe FN 86.

<sup>93</sup> *Zottl/Pendl*, GesRZ 2019, 226 ff; *Vanovac/Löffler*, Änderung des Verfahrens zur Überprüfung des Umtauschverhältnisses nach dem AktG durch das AktRÄG 2019, GesRZ 2019, 392 (395 ff); *H. Foglar-Deinhardstein/Molitoris/Hartig*, GesRZ 2020, 48 und 51 f; insgesamt auch kritisch (wenn auch nicht zur Entziehung der Gutachterkompetenz) *Dobrowolski*, Neuerungen im Gremialverfahren nach dem AktRÄG 2019, GesRZ 2020, 36.

<sup>94</sup> OGH 16.12.1980, 5 Ob 649/80; 27.2.2013, 6 Ob 25/12p; 25.11.2020, 6 Ob 96/20s; 12.5.2021, 6 Ob 246/20z; 6.8.2021, 6 Ob 113/21t; ähnlich zur betriebswirtschaftlich zu ermittelnden Fortbestehensprognose, um das Bestehen insolvenzrechtlicher Über-

schuldung zu beurteilen, *K. Schmidt*, Rechtswissenschaft und Wirtschaftswissenschaften im Unternehmensrecht, in *Kotsiris*, Law at the Turn of the 20<sup>th</sup> Century (1994) 339 (343).

<sup>95</sup> OGH 16.11.2012, 6 Ob 153/12m, GesRZ 2013, 99 (*Krejci*); 27.2.2013, 6 Ob 25/12p; vgl auch BGH 21.2.2023, II ZB 12/21, EWiR 2023, 325 (*Seibt*) = NJW 2023, 2114 (*Häller*) = NZG 2023, 923 (*Ruiz de Vargas*) = WuB 2023, 290 (*Sajnovits*); dazu *M. Popp*, Unternehmensbewertung im Spiegel der Rechtsprechung des II. Zivilsenats des BGH, AG 2023, 801; *Wasmann*, AG 2023, 810 ff. „Eine Methode scheidet nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falls nicht geeignet ist, den ‚wahren‘ Wert abzubilden ...“

<sup>96</sup> OGH 30.4.2019, 1 Ob 43/19h; dazu *Neumayr*, Sachverständigengutachten in der Rechtsprechung des Obersten Gerichtshofs, JMG 2022, 59; OGH 6.8.2021, 6 Ob 113/21t; ähnlich BGH 6.11.2013, XII ZB 434/12, NJW 2014, 294.

<sup>97</sup> *Haberer*, GesRZ 2016, 96 f; *Fleischer*, AG 2014, 109; *ders*, AG 2016, 190 und 198; *Haberer/Purtscher*, Unternehmensbewertung, 192; *Rüffler*, Unternehmensbewertung, 44 f; *Hügel/Aschauer*, Pflichtteilsrecht, 235.

<sup>98</sup> BGH 29.9.2015, II ZB 23/14, BGHZ 207, 114; dazu *Fleischer*, AG 2016, 185 ff; BGH 21.2.2023, II ZB 12/21; zustimmend *Fleischer*, GmbHR 2023, 1014.

<sup>99</sup> OLG München 10.5.2007, 31 Wx 119/06, AG 2008, 37; 26.7.2007, 31 Wx 99/06, AG 2008, 461.

<sup>100</sup> OLG Düsseldorf 8.8.2013, I-26 W 17/12 (Akte), AG 2013, 807.

<sup>101</sup> *Fleischer*, ZGR 1997, 375.

<sup>102</sup> *Fleischer*, AG 2014, 109; vgl auch *Fleischer*, AG 2016, 190; *ders*, GmbHR 2023, 1010; *V. Gass/F. Wirth*, Wertkonzepte, 1057; *Zottl/Pendl*, GesRZ 2019, 221.

angemessenes Umtauschverhältnis, eine angemessene bare Zuzahlung bzw eine angemessene Barabfindung zu gewährleisten.<sup>103</sup>

Dem BGH und der deutschen und österreichischen Lehre ist mE dahin gehend zuzustimmen, dass die Frage, ob das Bewertungsziel gewahrt wurde, eine reversible, also vom OGH nachprüfbar Rechtsfrage ist.<sup>104</sup> Diese Aussage ist freilich auch mit den Rechtssätzen des OGH, von *Fleischer* kritisch als „(Defensiv-)Formel“ qualifiziert,<sup>105</sup> durchaus kompatibel.<sup>106</sup>

Die OGH-Formel lässt allerdings wiederum offen, ob die Adäquanz oder Inadäquanz der vom Sachverständigen gewählten Methode wirtschaftswissenschaftlich oder rechtlich zu bestimmen ist.<sup>107</sup> Ist daher die Frage der Abgrenzung zwischen Recht und Betriebswirtschaftslehre durch die Rechtssätze des OGH gar nicht beantwortet, sondern nur auf eine höhere Ebene verschoben? ME kann die OGH-Formel so aufgelöst werden, dass die Adäquanz im Hinblick auf das jeweils rechtlich vorgegebene Bewertungsziel grundsätzlich sowohl rechtlich als auch betriebswirtschaftlich gegeben sein muss. Die Adäquanz ist also mit der Methode des Pendelblicks zwischen Recht und Wirtschaftswissenschaft<sup>108</sup> zu beurteilen. Im Ergebnis passt das zum Postulat der rechtsgebundenen (rechtsgeleiteten) oder normgeprägten Unternehmensbewertung,<sup>109</sup> das in einer Pflicht zur Auswahl einer jeweils zweckadäquaten Bewertungsmethode resultiert.<sup>110</sup>

Ergänzend kann auf die stRSpr verwiesen werden, nach der vom Gericht zur Ausfüllung unbestimmter Rechtsbegriffe angewendete Erfahrungssätze wie Rechtssätze zu behandeln sind und daher auch wie diese der Überprüfung durch die Revisionsinstanz unterliegen.<sup>111</sup> Damit sind zumindest Erfahrungssätze, mit denen das Gericht den Begriff der Angemessenheit ausfüllt, jedenfalls revisibel, also vom OGH nachprüfbar.

### 3.3. Methodisch bedingte Unschärfe von Unternehmensbewertungen und Auswirkungen auf das Nachprüfungsverfahren

#### 3.3.1. Unternehmensbewertungen arbeiten mit Vereinfachungen und Zukunftsprognosen

*„Die Methoden der Unternehmensbewertung stellen allesamt eine Reduktion der Komplexität der realen Bewertungssituation dar ... Darüber hinaus sind alle Unternehmensbewertungsverfahren ... zukunftsgerichtet und bemessen den Wert eines Unternehmens oder Unternehmensanteils auf Basis der zum Bewertungsstich-*

*tag vorliegenden Erwartungen. Daraus folgt, dass jeder Bewertung eine Bandbreite immanent ist und der Bewerter mit erheblichem Schätzmessen umgehen muss.“<sup>112</sup>*

Da also jede Unternehmensbewertung immer, und zwar methodisch notwendig, auf Prognosen, Annahmen und Vereinfachungen beruht,<sup>113</sup> wird – auch im Hinblick auf die Kostenregelung des § 225l AktG – davon gesprochen, dass bei einer Unternehmensbewertung eine Bandbreite „unvermeidlich“ ist.<sup>114</sup> *Winner* hält dazu fest: „Die ‚richtige‘ Bewertung gibt es nicht; erzielbar ist nur eine Bandbreite (mehr oder weniger) plausibler Unternehmenswerte.“<sup>115</sup>

Daraus ist abzuleiten, dass eine Barabfindung, die innerhalb der aus der notwendigen Bandbreite einer Unternehmensbewertung resultierenden Unschärfe liegt, nicht als unangemessen qualifiziert werden kann, sondern als „angemessen“ zu bezeichnen ist.<sup>116</sup> Das GesAusG stellt in § 2 Abs 1 auf eine „angemessene“ Barabfindung ab und nimmt damit die angesprochenen Unschärfen bewusst in Kauf.<sup>117</sup>

Nach überzeugender Ansicht kann daher nur von einer unangemessenen Barabfindung ausgegangen werden, wenn 1.) die zugrunde liegende Unternehmensbewertung nicht den Grundsätzen ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung entspricht und 2.) sich daraus nach Ansicht des Gerichts Abweichungen um mehr als 10 % von einer den Grundsätzen ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung entsprechenden Unternehmensbewertung ergeben.<sup>118</sup>

Nur in Nuancen strenger äußert sich das OLG Frankfurt: *„Grundsätzlich ist die Frage nach der Grenze, bis zu der eine Abweichung bei der Schätzung des Unternehmenswertes oder ... der Schätzung der Ausgleichszahlung noch als geringfügig angesehen werden kann und damit keine gerichtliche Korrektur der Kompensationsleistung erforderlich macht, nicht für alle Fälle einheitlich zu bestimmen, sondern obliegt einer einzelfallbezogenen Abwägung der Gesamtumstände ... Einen Rahmen der vorzunehmenden Abwägung bildet dabei einerseits, dass Abweichungen über 10 % in aller Regel nicht mehr als geringfügig angesehen werden können ... Andererseits sind Abweichungen in einer Höhe von 1 – 2 %, die regelmäßig auf Unterschiede bei der Rundung von in die Bewertung einfließenden*

<sup>103</sup> *Haberer*, GesRZ 2016, 99; *Haberer/Purtscher*, Unternehmensbewertung, 192; vgl auch *Fleischer*, AG 2014, 109.

<sup>104</sup> *Haberer*, GesRZ 2016, 96 f; *Haberer/Purtscher*, Unternehmensbewertung, 192; *Rüffler*, Unternehmensbewertung, 45; *Zottl/Pendl*, GesRZ 2019, 221; ähnlich *Winner*, Bewertungsprobleme, 59; *Koppensteiner/Auer* in *Straube/Ratka/Rauter*, UGB I<sup>4</sup>, § 138 Rz 12.

<sup>105</sup> *Fleischer*, AG 2014, 109; *ders*, AG 2016, 190.

<sup>106</sup> So wohl auch *Koppensteiner/Auer* in *Straube/Ratka/Rauter*, UGB I<sup>4</sup>, § 138 Rz 12.

<sup>107</sup> *Haberer*, GesRZ 2016, 96.

<sup>108</sup> *Fleischer* (ZGR 1997, 368) spricht allgemein vom „Hin- und Herwandern des Blickes zwischen den beiden Nachbardisziplinen“ Gesellschaftsrecht und Betriebswirtschaftslehre; zustimmend *Aschauer*, Rechtsgeprägte Unternehmensbewertung, 73; allgemein zum Verhältnis von Rechtswissenschaft und Wirtschaftswissenschaften im Unternehmensrecht *K. Schmidt*, Rechtswissenschaft, 339 ff.

<sup>109</sup> *Fleischer*, AG 2016, 189 f; *ders*, Unternehmensbewertung, 160 f; *ders*, GmbHR 2023, 1014.

<sup>110</sup> *Fleischer*, AG 2016, 190; *Aschauer*, Rechtsgeprägte Unternehmensbewertung, 72; *V. Gass/F. Wirth*, Wertkonzepte, 1057 f; *Klingelhöfer/Follert*, Bestimmung der Angemessenheit, 1070, 1072 und 1074; *Fleischer*, GmbHR 2023, 1013.

<sup>111</sup> OGH 11.11.1992, 1 Ob 644/92; RIS-Justiz RS0040668; *Spitzer*, ZJP 131 (2018), 30.

<sup>112</sup> *Aschauer*, Unternehmensbewertung bei erbrechtlichen Bewertungsanlässen, 74.

<sup>113</sup> *Aschauer*, Grundfragen der Unternehmensbewertung – Bewertungsverfahren und aktuelle Parameter, in *Artmann/Rüffler/U. Torggler*, Unternehmensbewertung und Gesellschaftsrecht (2014) 1 (2).

<sup>114</sup> *Obermaier*, Kostenhandbuch<sup>3</sup> (2018) Rz 4.118.

<sup>115</sup> *Winner*, Zum Umtauschverhältnis bei Verschmelzungen, in *FS H. Torggler* (2013) 1371 (1373); vgl auch *Krejci*, Unternehmensrecht<sup>4</sup> (2013) 241; *Ruthardt/M. Popp*, AG 2020, 244 und 248; *Artmann* in *Artmann/Karollus*, AktG<sup>6</sup>, § 52 Rz 12; *Rauter* in *Straube/Ratka/Rauter*, GmbHR, § 75 Rz 134; *Zottl/Pendl*, GesRZ 2019, 222; *Fleischer*, GmbHR 2023, 1012; zur Bandbreite zulässiger konzerninterner Verrechnungspreise (Preisband) auch OGH 16.11.2012, 6 Ob 153/12m; *Reich-Rohrwig*, Unzulässige Einlagenrückgewähr im Spiegel der Rechtsprechung 2003 bis 2013, *ecolex* 2013, 940 (948 f); *Koppensteiner*, Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung, GesRZ 2014, 3 (7); *ders*, Investorenvereinbarungen, GesRZ 2017, 6 (11 FN 71); sehr kritisch („Scheingenaugigkeit vieler Bewertungsgutachten“) *Haberer*, GesRZ 2016, 95.

<sup>116</sup> *Koch*, AktG<sup>17</sup>, § 305 Rz 22; vgl auch *Leuring/Rubner*, NJW-Spezial 2019, 688.

<sup>117</sup> *H. Foglar-Deinhardstein/Molitoris/Hartig*, GesRZ 2020, 49; vgl auch *Hartlieb/Zollner*, Sanierungsfusionen, *ecolex* 2015, 970 (973); *Bachner*, Bewertungskontrolle bei Fusionen (2000) 19; *Mollnhuber*, Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren, GesRZ 2020, 257 (259 f); allgemein *Lukas/Geroldinger*, Scheingenaugigkeit, 368.

<sup>118</sup> OLG Wien 26.2.2021, 6 R 9/20t, unter Berufung auf *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup>, § 225c AktG Rz 17; *H. Foglar-Deinhardstein/Molitoris/Hartig*, GesRZ 2020, 49 und 52; *Zottl/Pendl*, GesRZ 2019, 222; vgl auch *H. Foglar-Deinhardstein/Feldscher* in *Adensamer/Mitterecker*, Gesellschafterstreit, Rz 11/255; *Wasmann*, Zur Evaluation des Spruchverfahrens: Kein Abschaffungs- und überschaubarer Änderungsbedarf, AG 2021, 179 (187); tendenziell skeptisch zur Erheblichkeitsschwelle *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis, 341 ff.

Parametern zurückzuführen sind, praktisch stets als geringfügig und damit nicht korrekturbedürftig einzustufen.“<sup>119</sup>

In der deutschen Rspr und Lehre gibt es eine starke Strömung, die Abweichungen von unter 5 % für jedenfalls unbeachtlich hält.<sup>120</sup> Das OLG München hat idS festgehalten, dass eine Abweichung von 9,45 % deutlich über der Erheblichkeitsschwelle von 5 % liegt und die ursprünglich gewährte Barabfindung daher nach den Umständen des Einzelfalles als unangemessen zu beurteilen sein kann.<sup>121</sup>

Weit großzügiger ist wohl die Rspr des OGH. So wurde etwa in der Entscheidung vom 17.12.2007, 2 Ob 236/07f, die Bejahung der Bindungswirkung des Schiedsgutachtens angesichts des weiten Ermessensspielraums bei der Ermittlung des angemessenen Hauptmietzinses sogar trotz einer Abweichung von 30 % als im Einzelfall vertretbar angesehen.<sup>122</sup> In der Praxis können mehrere Bewertungen ein und desselben Unternehmens auch um 50 bis 100 % voneinander abweichen.<sup>123</sup>

Auch für das österreichische Recht passt daher ein Rechtsatz des OLG Zweibrücken: „In einem Spruchverfahren kann die Unangemessenheit der angebotenen Barabfindung nur festgestellt werden, wenn feststeht, dass der angebotene Abfindungsbetrag die Untergrenze des noch als angemessen zu bezeichnenden Bereichs unterschreitet. Eine solche Feststellung kann regelmäßig nicht getroffen werden, wenn und soweit das von dem (gerichtlich bestellten) sachverständigen Prüfer akzeptierte Bewertungsgutachten auf in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Praxis gebräuchlichen Methoden beruht und diese fachgerecht und methodensauber umsetzt.“<sup>124</sup>

Ganz idS hat der BGH jüngst festgehalten: „Da jede Wertermittlung mit zahlreichen Prognosen, Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht auf Richtigkeit, sondern nur auf Vertretbarkeit gerichtlich überprüfbar sind, kann keine Bewertungsmethode den Wert der Unternehmensbeteiligung exakt berechnen. Vielmehr kann jede Methode nur rechnerische Ergebnisse liefern, die Grundlage und Anhaltspunkt für die Schätzung des Gerichts nach § 287 Abs. 2, 1 [d]ZPO bilden ...“<sup>125</sup>

Insgesamt kann daher nach überzeugender Meinung nur von einer unangemessenen Barabfindung ausgegangen werden, wenn 1.) die zugrunde liegende Unternehmensbewertung nicht den Grundsätzen ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung entspricht und 2.) sich daraus nach Überzeugung des Gerichts Abweichungen im mehr als marginalen Bereich, dh oberhalb einer Erheblichkeitsschwelle, von einer den Grundsätzen ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung entsprechenden Unternehmensbewertung ergeben.

Von einem Gutachten, das im Nachprüfungsverfahren eingeholt wird, kann somit nicht erwartet werden, dass es exakt den Wert der vom Hauptgesellschafter gewährten Barabfindung reproduziert; eine gewisse Abweichung ist aus methodischen Gründen zu erwarten und darf daher noch nicht zu einer Korrektur der Barabfindung führen,<sup>126</sup> sondern muss vielmehr in deren Bestätigung münden.

### 3.3.2. OGH bestätigt angesichts methodischer Unschärfe den grobmaschigen Zweck des Nachprüfungsverfahrens

Da sich der Unternehmenswert nicht mathematisch exakt bestimmen lässt, beschränkt sich die gerichtliche Tätigkeit im Überprüfungsverfahren, wie der OGH herausgearbeitet hat, auf die Kontrolle der Plausibilität der Unternehmensbewertung und der daraus abgeleiteten Angemessenheit der Barabfindung.<sup>127</sup> Dieser lapidare Rechtsatz, mit dem das Höchstgericht 2021 den Zweck des Nachprüfungsverfahrens auf eine Plausibilitätskontrolle zurückgeführt hat, ist besonders hellsichtig: Im Nachprüfungsverfahren kann und darf es nämlich mE nie um die Ermittlung des richtigen Unternehmenswerts als Selbstzweck und um jeden Preis gehen.<sup>128</sup> Jede Unternehmensbewertung beruht auf einer Vielzahl von Faktoren, die sich wiederum aus methodisch erforderlichen Prognosen, Annahmen und Vereinfachungen ergeben. Jegliche Änderung auch nur einzelner dieser Faktoren kann zu einem (möglicherweise sogar beträchtlich) geänderten Ergebnis führen. Daher ist es methodisch und mathematisch selbstverständlich, dass von der erneuten Begutachtung eines Unternehmenswerts durch einen anderen Sachverständigen nicht die exakte Reproduktion der Werte eines früheren Gutachtens erwartet werden kann. Wäre dies verlangt, könnte das Überprüfungsverfahren nie zu einem Ergebnis führen, weil jedes noch so sorgfältig erstellte Bewertungsgutachten in einer Endlosschleife immer wieder durch ein weiteres – genauso *lege artis* vorbereitetes – Gutachten widerlegbar wäre. Fördert daher die Plausibilitätskontrolle im Nachprüfungsverfahren lediglich marginale Differenzen innerhalb der Messtoleranz zutage,<sup>129</sup> spricht dies bei richtiger Interpretation für und nicht gegen die Angemessenheit der ursprünglich festgesetzten Barabfindung.<sup>130</sup> Ohnedies liefert eine Unternehmensbewertung nie einen exakten Wert, sondern immer eine Bandbreite (Preisband, Preisspanne, Schwankungsbreite, Toleranzgrenze):<sup>131</sup> Jeder Wert innerhalb einer solchen Bandbreite (auch an deren äußersten Rand) ist idR als angemessen zu erachten, sofern es nicht zu einer gezielten Diskriminierung

<sup>119</sup> OLG Frankfurt 26.1.2015, 21 W 26/13, Rn 84.

<sup>120</sup> ZB Koch, AktG<sup>7</sup>, § 11 SpruchG Rz 2: Geringfügigkeit bei Abweichung unter 5 bis 10 %; offen Fleischer, GmbHR 2023, 1012: „gewisse Bandbreite von Werten“.

<sup>121</sup> OLG München 2.9.2019, 31 Wx 358/16, NJW-Spezial 2019, 687 (Leuering/Rubner); dazu Höfling, Die (un)mögliche Suche nach der Wahrheit bei der Unternehmensbewertung in Spruchverfahren, NZG 2020, 136.

<sup>122</sup> Freilich reichte in einer anderen Entscheidung schon eine Abweichung von 3,8 %, um ein Schiedsgutachten als unrichtig zu qualifizieren; vgl OGH 20.12.2018, 6 Ob 126/18z, GesRZ 2019, 188 (H. Foglar-Deinhardstein/M. Kober) = GES 2019, 22 (Fantur) = RWZ 2019/16 (Wenger) = WBl 2019/86 (Kraus).

<sup>123</sup> Vgl U. Torggler, Zur sog materiellen Beschlusskontrolle, insb bei der Umwandlung (Teil II), GES 2006, 109 (115); Mollnhuber, Bericht über die Diskussion am Vormittag, in Artmann/Rüffler/U. Torggler, Unternehmensbewertung und Gesellschaftsrecht (2014) 39 (42).

<sup>124</sup> OLG Zweibrücken 6.9.2016, 9 W 3/14, NZG 2017, 308; zur Geeignetheit des *net asset value* für vermögensverwaltende und Immobiliengesellschaften OLG München 12.7.2019, 31 Wx 213/17, NZG 2020, 22.

<sup>125</sup> BGH 21.2.2023, II ZB 12/21; vgl auch Fleischer, GmbHR 2023, 1012.

<sup>126</sup> Zottl/Pendl, GesRZ 2019, 222.

<sup>127</sup> OGH 12.5.2021, 6 Ob 246/20z; ebenso OGH 6.8.2021, 6 Ob 113/21t; Kalss, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup>, § 225c AktG Rz 17; H. Foglar-Deinhardstein/Molitoris/Hartig, GesRZ 2020, 49 f; H. Foglar-Deinhardstein/Aichinger, GesRZ 2021, 246 (247 f); Zottl/Kohlmaier, Verbriefte Nachbesserungsrechte in Barabfindungsverfahren, GesRZ 2022, 201 (202); Fleischer, GmbHR 2023, 1012.

<sup>128</sup> Fleischer, AG 2016, 193: „Das Spruchverfahren soll eine angemessene Abfindung ... sicherstellen und verfolgt nicht etwa den Nebenzweck, Nachlässigkeiten bei der Unternehmensbewertung zu sanktionieren.“

<sup>129</sup> Zu Vorschlägen für die Ausmessung der Schwankungsbreite (Erheblichkeitsschwelle) H. Foglar-Deinhardstein/Molitoris/Hartig, GesRZ 2020, 49 f; H. Foglar-Deinhardstein/Feldscher in Adensamer/Mitterecker, Gesellschaftsrecht, Rz 11/255.

<sup>130</sup> H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2020, 362 (364).

<sup>131</sup> Vgl zu Preisspannen bei Liegenschaftsbewertungen OGH 6.8.2021, 6 Ob 115/21m, EvBl 2022/11 (Painsi) = immoLex 2021/202 (Plank) = ImmoZak 2022/11 (B. Dobler); dazu Kothbauer, Maklerhaftung für sorgfaltswidrige Verkehrswertermittlung, immoLex 2021, 400; I. Vonkilch, Preisspannen bei der Liegenschaftsbewertung als haftungsrechtliche Herausforderung, Zak 2023, 48.

innerhalb der Bandbreite kommt. Ein Durchschnittswert kann zwar aus rechnerischen Gründen oder im Hinblick darauf, dass beim Squeeze-out oder bei sonstigen dominierten Transaktionen eben letztlich ein exakter Geldbetrag als Barabfindung festzulegen ist, ermittelt werden, ist aber nicht mit dem einzig richtigen Ergebnis zu verwechseln.<sup>132</sup>

Auch im Nachprüfungsverfahren kann und darf es daher nie um die Ermittlung des richtigen Unternehmenswerts um jeden Preis, sondern immer nur um die Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung gehen, wobei marginale Differenzen innerhalb der Messtoleranz unbeachtlich sind.<sup>133</sup> Abweichungen innerhalb einer hinnehmbaren Bandbreite führen daher nicht zu einer Anhebung der Kompensation.<sup>134</sup> Hinnehmbare Abweichungen sind – wie erwähnt – nach Teilen der Rspr und Lehre Abweichungen von bis zu 10 %.<sup>135</sup>

Mit *Mollnhuber* ist idZ an ein Wort von *Pinner* vom 34. DJT 1926 zu erinnern, wonach „als erster Grund für den Gesetzgeber gelten“ müsse, „daß er nichts Unmögliches und nichts Unerträgliches verlangt.“<sup>136</sup> Mit einer Richtigkeitskontrolle würde aber genau „etwas letztlich Unmögliches verlangt.“<sup>137</sup> Hingegen ist die vornehmste Aufgabe des Wirtschaftsprivatrechts nach *U. Torggler*, „nicht erst dem ‚pathologisch‘ arbeitenden Richter eine Diagnose ... zu ermöglichen, sondern den Beteiligten und eigentlichen Normadressaten eine ‚präventivmedizinische‘ Planung, die eine Rechtsverletzung vermeidbar oder wenigstens das Ergebnis eines Prozesses voraussehbar und diesen daher oft entbehrlich macht.“<sup>138</sup>

## VII. Zur Relevanz des Börsenkurses

### 1. Vorbemerkung

Ein nach wie vor heiß diskutiertes Thema ist die Frage, wie sich bei börsennotierten Gesellschaften der Börsenkurs zum Unternehmenswert verhält. Der OGH hat immer wieder ausgesprochen, dass der Börsenkurs einer Aktie keine sicheren Schlüsse auf den Unternehmenswert und den objektiven Wert der Beteiligung zulässt.<sup>139</sup>

<sup>132</sup> OLG Wien 26.2.2021, 6 R 9/20t, unter Berufung auf *H. Foglar-Deinhardstein/Molitoris/Hartig*, GesRZ 2020, 46; *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2020, 364; vgl auch *Reich-Rohrwig*, *ecolex* 2013, 948 f; *H. Foglar-Deinhardstein* in *H. Foglar-Deinhardstein*, *Verdeckte Gewinnausschüttung*, Rz 1/108; *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, *GmbHG*, § 82 Rz 62; *Reich-Rohrwig*, *Grundsatzfragen der Kapitalerhaltung* (2004) 123; *Koppensteiner*, GesRZ 2014, 7; *Karollus*, *Einlagenrückgewähr*, 87 f; *Haberer* in *Haberer/Krejci*, *Konzernrecht* (2016) Rz 11.154; vgl weiters OGH 16.11.2012, 6 Ob 153/12 m; *VwGH* 30.5.1989, 88/14/0111; 10.5.1994, 90/14/0050; 27.7.1999, 94/14/0018; *Krejci*, *Unternehmensrecht*<sup>5</sup>, 241; *Hlawati/Glas/H. Foglar-Deinhardstein/Aichinger*, GesRZ 2016, 31 FN 16; *H. Foglar-Deinhardstein/Molitoris/Hartig*, GesRZ 2020, 49 ff; *Beiser*, *Verdeckte Gewinnausschüttungen im Licht der objektiven Äquivalenz des Gesellschaftsrechts – marktconforme Leistungen versus offene oder verdeckte Ausschüttungen*, *ÖStZ* 2021, 285 (286 f); *Eckert/Schopper/Madari* in *Eckert/Schopper*, *AktG-ON* (2021) § 52 Rz 31; *H. Foglar-Deinhardstein/Feldscher*, NZ 2022, 176; *Rüffler*, *Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr: Jahresabschluss und Sanierung*, *GES* 2022, 373 (374); *Eckert/Wöss*, *Sorgfaltspflichten bei der Konzernfinanzierung (ausgewählte Probleme)*, in *Aschauer/Bertl/Eberhartinger/Eckert/Egger/Hirschler/Hummel/Kalss/Kofler/Lang/Novotny-Farkas/Novotny/Petutschnig/Riegler/Rust/Schuch/Spies/Staringer*, *Niedrigverzinsung im Bilanz und Steuerrecht* (2023) 71 (88); *Fleischer*, *GmbHR* 2023, 1012; allgemein *Lukas/Geroldinger*, *Scheingenauigkeit*, 377 f.

<sup>133</sup> *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2020, 364.

<sup>134</sup> Vgl *H. Foglar-Deinhardstein/Molitoris/Hartig*, GesRZ 2020, 48 f; *Wasmann*, AG 2021, 187.

<sup>135</sup> OLG Wien 26.2.2021, 6 R 9/20t, unter Berufung auf *Kalss*, *Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung*<sup>3</sup>, § 225c AktG Rz 17; *H. Foglar-Deinhardstein/Molitoris/Hartig*, GesRZ 2020, 49 und 52; *Zottl/Pendl*, GesRZ 2019, 222; vgl auch *Wasmann*, AG 2021, 187.

<sup>136</sup> *Mollnhuber*, *Umtauschverhältnis*, 249.

<sup>137</sup> *Mollnhuber*, *Umtauschverhältnis*, 249 FN 1692.

<sup>138</sup> *U. Torggler*, *Zur Verschwiegenheitspflicht entsendeter Aufsichtsratsmitglieder*, in *FS H. Torggler* (2013) 1215 (1228 f).

<sup>139</sup> OGH 9.3.1999, 4 Ob 353/98k; 6.6.2001, 6 Ob 109/01z, *ÖBA* 2002, 135 (*Kalss*); dazu *van Husen*, *Zwangsumwandlung von Partizipationskapital verfassungswidrig?*

Zu unterscheiden sind folgende Fragen: 1.) Ist eine fundamentalanalytische Unternehmensbewertung entbehrlich, wenn der Unternehmenswert aus der Marktkapitalisierung erschlossen wird? 2.) Ist der Börsenkurs ein Indikator für den Unternehmenswert? 3.) Bildet der Börsenkurs die Untergrenze für eine angemessene Barabfindung beim Gesellschafterausschluss? 4.) Kann der Börsenkurs herangezogen werden, um Aktien zu bewerten, die die zu bewertende Gesellschaft an einer dritten Gesellschaft hält?

## 2. Frage 1: Ermittlung des Unternehmenswerts über die Marktkapitalisierung?

### 2.1. Kurzer Überblick über die bisherige Diskussion

Erfahrungsgemäß weicht bei börsennotierten Gesellschaften häufig der auf die einzelne Aktie entfallende, durch sachverständiges Gutachten ermittelte aliquote Unternehmenswert vom Aktienkurs an der Börse ab. Dies ist schon deswegen ökonomisch erwartbar, weil aus dem Preis einzelner Aktien oder Aktienpakete nicht ohne Weiteres auf den Gesamtwert des Unternehmens geschlossen werden kann<sup>140</sup> und der Börsenkurs unter gewöhnlichen Umständen – wegen der fehlenden Möglichkeit, auf Basis der einzelnen Aktie die Gesellschaft zu steuern – einen Minderheitsabschlag einpreisen sollte.<sup>141</sup> Der Börsenkurs spiegelt eben idR nicht den anteiligen Unternehmenswert wider, sondern die Bewertung der einzelnen Streu-

*ecolex* 2001, 839; *Wenusch*, *Die Krux der Unternehmensbewertung und die Auswirkung auf die Rechtswissenschaft*, GesRZ 2001, 182; OGH 5.7.2001, 6 Ob 99/01d, *ÖBA* 2002, 135 (*Kalss*); 20.1.2009, 4 Ob 188/08p, *ecolex* 2009/274 (*Horak*) = MR 2009, 92 (*R. Heidinger*) = *ÖBl-LS* 2009/158 (*Thöni*); dazu *Knauder*, *Zu Fragen irreführender Werbung beim Vertrieb von Kapitalanlagen und daraus resultierender Schadenersatzansprüche (Teil I)*, ZFR 2009, 96; *Wilhelm*, *Irreführende Werbung und ihre rechtsgeschäftlichen und Haftungsfolgen*, *ecolex* 2009, 929; *Leupold/Ramharter*, *Zum Verhältnis von irrtumsrechtlicher und schadenersatzrechtlicher Rückabwicklung bei Aufklärungspflichtverletzungen*, *ÖJZ* 2010, 807; *Leupold*, *Schadenersatzansprüche der Marktgegenseite nach UWG*, *ÖBl* 2010, 164; *Koppensteiner*, *Zum lauterkeitsrechtlichen Adressatenleitbild bei der Bewerbung von Kapitalanlagen*, RdW 2010, 132; *Eilmansberger/Rüffler*, *Zum bei der Bewerbung von Kapitalanlagen maßgeblichen Verbraucherleitbild*, RdW 2010, 319; *Koppensteiner*, *Irreführung bei der Werbung für Kapitalanlagen*, *ÖBl* 2016, 52; zu den preisbildenden Faktoren für den Preis bzw Kurs einer Aktie *H. Foglar-Deinhardstein*, *Wurde das kalte Delisting kaltgestellt?* NZ 2017, 321 (328 FN 61); *Rohregger/D. Wagner*, *Cum/ex – Das KEST-Karussell*, in *Lewisch*, *Jahrbuch Wirtschaftsstrafrecht und Organverantwortlichkeit* 2019 (2019) 127 (128 f); *Ruthardt/M. Popp*, AG 2020, 244.

<sup>140</sup> *Koppensteiner* in *Kölner Komm AktG*<sup>2</sup>, § 305 Rz 37: Börsenkurs ist „von Außeneinflüssen abhängiger Maßstab“; *Koppensteiner* in *Kölner Komm AktG*<sup>3</sup>, § 304 Rz 50 und 55 sowie § 305 Rz 53: Aliquoter Unternehmenswert und Aktienwert wären „allenfalls dann identisch, wenn sämtliche Aktien gleichzeitig ohne Kursbeeinflussung an der Börse verkauft werden könnten. Das ist vollkommen unrealistisch.“; *Spindler/Klöhn*, *Ausgleich nach § 304 AktG, Unternehmensbewertung und Art. 14 GG, Der Konzern* 2003, 511 (516 f); *Krejci*, *Unternehmenswert*, 785: „Bewegungen auf dem Aktienmarkt hängen nicht selten von Umständen ab, die mit dem eigentlichen Wert des Unternehmens wenig zu tun haben.“; *Großfeld/Egger/Tönnies*, *Recht der Unternehmensbewertung*<sup>9</sup> (2020) Rz 1236; *Großfeld*, *Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht*<sup>4</sup> (2002) 183; *Ruthardt/M. Popp*, AG 2020, 245 f und 247; *Schulte/Köller/Luksch*, *Eignung des Börsenkurses und des Ertragswerts als Methoden zur Ermittlung von Unternehmenswerten für die Bestimmung eines angemessenen Umtauschverhältnisses bei (Konzern-)Verschmelzungen*, *WPg* 2012, 380 (384 ff und 394); *Koppensteiner*, *Abfindung bei Aktiengesellschaften und Verfassungsrecht*, *JBl* 2003, 707 (711); *Bertl/Schiebel*, *Unternehmensbewertung durch Typisierungen und nicht durch Objektivierungen*, *RWZ* 2004, 170 (174 f); *Winner*, *Wert und Preis*, 463 ff; *A. Burger*, *Börsenkurse und angemessene Abfindung* (2012) 240 und 278; *ders*, *Keine angemessene Abfindung durch Börsenkurse bei Squeeze-out*, *NZG* 2012, 281 (285 ff); *Zottl/Pendl*, GesRZ 2019, 223; *Brugger*, *Unternehmenserwerb*<sup>2</sup> (2020) Rz 7.14; *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2013, 167.

<sup>141</sup> *Winner*, *Wert und Preis*, 467 ff; *ders*, *Wert und Preis im neuen Recht des Squeeze-out*, *JBl* 2007, 434 (439); *Aschauer*, *Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss*, 123 und 182 f; *Aschauer/Schiebel*, *RWZ* 2009, 309 f; *A. Burger*, *Börsenkurse, 278 ff und 290; ders*, *Gleichbehandlung und Squeeze-out-Abfindung zum Börsenkurs*, RdW 2012, 393 (397); *ders*, *NZG* 2012, 288 f; *Ruthardt/Hachmeister*, *Börsenkurs und/oder Ertragswert in Squeeze Out Fällen*, *NZG* 2014, 455 (456); *Hirschler*, *Spezialfragen der Unternehmensbewertung*, in *Artmann/Rüffler/U. Torggler*, *Unternehmensbewertung und Gesellschaftsrecht* (2014) 13 (17 f); vgl auch *Brugger*, *Unternehmenserwerb*<sup>2</sup>, Rz 7.14 und 7.18; *Ruthardt/M. Popp*, AG 2020, 244; *Böcking/Rauschenberg* in *Fleischer/Hüttemann*, *Unternehmensbewertung*<sup>2</sup>, Rz 2.60.

besitzanteile durch den Kapitalmarkt.<sup>142</sup> „Ob und inwieweit der Börsenkurs im konkreten Fall dem fundamentalen bzw. inneren Wert der Aktie entspricht oder nach oben oder unten davon abweicht“, lasse sich daher nur „dadurch verifizieren, dass eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren (oder alternativ einem Discounted-Cashflow-Verfahren) vorgenommen wird.“<sup>143</sup> Der Ertragswert sei daher als Referenzpunkt erforderlich, um die Aussagekraft eines Börsenkurses einschätzen zu können.<sup>144</sup>

Von Kritikern einer Bewertung über den Börsenkurs wird zusätzlich ins Treffen geführt, dass bei einem *lege artis* erstellten Unternehmensbewertungsgutachten dem sachverständigen Gutachter mehr Material zur Verfügung steht als dem Kapitalmarkt, nämlich insb. Detailkenntnisse der unternehmensinternen Informationen, namentlich der unternehmenseigenen Planung.<sup>145</sup> Dieses unveröffentlichte Insiderwissen ist – anders als das Marktwissen – nicht allgemein zugänglich und daher im Börsenkurs zwangsläufig nicht verarbeitet.<sup>146</sup> Gerade bei Gesellschaften mit einem eher geringen Streubesitz ist davon auszugehen, dass zwischen Kernaktionären und Minderheitsgesellschaftern eine nennenswerte Informationsasymmetrie besteht, wobei der Börsenkurs tendenziell gerade von jenen Aktionären beeinflusst wird, die nur eingeschränkten Informationszugang haben.<sup>147</sup> Im Übrigen werden bei der Kursbildung einer Aktie die Entscheidungen rational handelnder mit den Entscheidungen nicht rational handelnder Marktteilnehmer aggregiert.<sup>148</sup>

Aus Sicht der Praxis gibt es freilich vielerlei Gründe, die dennoch für eine Bewertung, die sich verstärkt oder alleinig am Börsenkurs und an der Marktkapitalisierung orientiert, und gegen die fundamentale Unternehmensbewertung anhand der Ertragswert-, der DCF-<sup>149</sup> oder einer verwandten Methode sprechen können. Wie erwähnt, ist die Einholung eines derartigen fundamentalanalytischen Gutachtens teuer. Nebenbei bemerkt ist dieser Umstand den befassten Gerichten wohl nicht einmal unrecht, weil dadurch im Gerichtsverfahren die Kostenkeule geschwungen und der Vergleichsdruck erhöht werden kann. Weiters ist ein externes fundamentalanalytisches Bewertungsgutachten aufwendig und erfordert immer die Einbindung der zu bewertenden Gesellschaft, die in besonders praxisrelevanten Konstellationen (insb. beim Squeeze-out) gar nicht Partei der angestrebten Transaktion ist. Jede Unternehmensbewertung nach einer Diskontierungsmethode muss sich nämlich notwendigerweise immer (auch) auf die Unternehmensplanung und die sonstigen An-

nahmen des Managements der jeweiligen Gesellschaft stützen.<sup>150</sup> Dies ist auch vom Fachgutachten KFS/BW 1 genauso vorgesehen.<sup>151</sup> Es bedarf im Übrigen wohl keiner näheren Ausführung, was es *de facto* für die nicht nur rechtlich, sondern auch wirtschaftlich so wichtige Geheimhaltung bedeuten kann, wenn in einem Unternehmen unverhofft und ohne für die Mitarbeiter unmittelbar nachvollziehbaren Grund eine Bewertung durch externe Sachverständige eingeleitet wird.

Trotz oder wegen ihrer Orientierung in die Zukunft ist die Erstellung einer fundamentalen Unternehmensbewertung auch langsam und gerät daher unschwer in Gefahr, durch aktuelle Entwicklungen überholt zu werden. Eine marktorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses kann mit signifikant niedrigeren Kosten und viel schneller durchgeführt werden als eine fundamentalanalytische Unternehmensbewertung.<sup>152</sup> Und schließlich: Nicht anders als viele simpel gestrickte Praktikermethoden ist die fundamentale Unternehmensbewertung bekanntlich – wegen der vielen zu berücksichtigenden unsicheren Faktoren und der notwendigen modellhaften Vereinfachung von Komplexitäten – ohne größere Schwierigkeiten anzugreifen und auch *lege artis* leicht widerlegbar. Demgegenüber ist der Börsenkurs einfach, kostengünstig und rasch für jedermann ermittelbar.<sup>153</sup>

Damit ist freilich nicht gesagt, dass die Bewertung auf Basis des durchschnittlichen Börsenkurses notwendigerweise zu präziseren Ergebnissen führt als eine Fundamentalbewertung. „Die scheinbar höhere Präzision des Börsenwerts ist vielmehr dem Umstand geschuldet, dass das Berechnungsschema [durch Festlegung von Referenzzeitraum und Rückrechnungszeitpunkt] ... fest vorgegeben ist. ... Damit erweckt der Börsenwert den Anschein eines präzisen Schätzers, obwohl dies vielmehr auf die schematisierte Berechnungsweise zurückzuführen ist.“<sup>154</sup>

## 2.2. Die aktuelle BGH-Rechtsprechung

Die Diskussion wird neuerdings im WCM-Fall durch den BGH befeuert, der in der Entscheidung vom 21.2.2023, II ZB 12/21, über die Angemessenheit von Umtauschverhältnis, Ausgleichszahlung und Barabfindung bei Abschluss eines Beherrschungsvertrages absprach. Eine Fundamentalbewertung des Unternehmens hatte nicht stattgefunden. Im Ergebnis hat der BGH dabei festgestellt, dass die marktorientierte Bewertungsmethode auch bei der Bemessung der angemessenen Barabfindung herangezogen werden kann und dass im zu entscheidenden Fall eine Ableitung des Umtauschverhältnisses und des Ausgleichs ausschließlich aus dem Börsenkurs zulässig war.

Im Detail führte der BGH aus, die Angemessenheit der Abfindung iSv § 305 dAktG könne auch anhand des Börsenwerts der Gesellschaft bestimmt werden. Bei einem Aktien-tausch iSv § 305 Abs 3 Satz 1 dAktG gelte sodann beidseitig der jeweilige Börsenkurs. Vorliegend habe das in der Instanz

<sup>142</sup> Referierend *Fleischer*, AG 2014, 111.

<sup>143</sup> *Ruthardt/M. Popp*, AG 2020, 245 f.

<sup>144</sup> *Ruthardt/M. Popp*, AG 2020, 245 f; *dies*, AG 2022, 356; aA *Wasmann*, AG 2023, 812 f.

<sup>145</sup> Zum Spannungsverhältnis zwischen Managementplanung und erwartungstreuer Planung sowie zur Rolle, die Szenario-Rechnungen sowie Simulations- und Sensitivitätsanalysen bei Überwindung dieses Spannungsverhältnisses spielen könnten, *Patloch-Kofler/Keskin*, RWZ 2023, 331 ff.

<sup>146</sup> *FAUB des IDW*, Zur Bedeutung des Börsenkurses für die Abfindungsbemessung aus Sicht der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und Praxis, WPg 2021, 958; vgl. auch *Ruiz de Vargas*, NZG 2021, 1008 f; *ders.*, NZG 2021, 1057 f und 1061; *ders.*, NZG 2023, 926 und 930; *Ruthardt/M. Popp*, AG 2020, 245 f und 248; *dies*, Unternehmensbewertung im Spiegel der Rechtsprechung, AG 2021, 296 (299); AG 2022, 350 f und 352; *Ruthardt/Hachmeister*, NZG 2014, 456 f.

<sup>147</sup> *Ruthardt/M. Popp*, AG 2020, 243; vgl. auch *Rabel*, Börsenkurse und Angemessenheit des Umtauschverhältnisses bei Verschmelzungen, RWZ 2020, 416 (419 und 425); *Ruiz de Vargas*, NZG 2023, 928; *Ruthardt/Hachmeister*, NZG 2014, 457; *Haberer/Purtscher*, Unternehmensbewertung, 208; *H. Foglar-Deinhardstein/Molitoris/Hartig*, GesRZ 2020, 44 FN 10.

<sup>148</sup> Vgl. *Ruiz de Vargas*, NZG 2021, 1007.

<sup>149</sup> Das Kürzel „DCF“ steht für *discounted cash flow*.

<sup>150</sup> Vgl. *Möllnhuber*, Umtauschverhältnis, 264; *Drescher* in BeckOGK SpruchG, § 8 Rz 8.

<sup>151</sup> KFS/BW 1, Rz 51 ff; vgl. auch *Patloch-Kofler/Keskin*, RWZ 2023, 331 ff.

<sup>152</sup> *Fleischer*, AG 2014, 111; vgl. auch *Ruiz de Vargas*, NZG 2021, 1001 ff; *Seibt*, EWiR 326 (327).

<sup>153</sup> *Adolff/Haller* in *Fleischer/Hüttemann*, Unternehmensbewertung<sup>2</sup>, Rz 18.73 und 18.76, siehe aber auch Rz 21.19; *Zottl/Kohlmaier*, GesRZ 2022, 202; *Wasmann*, AG 2023, 813.

<sup>154</sup> *Ruiz de Vargas*, NZG 2021, 1060.

entscheidende OLG Frankfurt korrekterweise die beiden Börsenkurse als Dreimonatsdurchschnittskurs, anknüpfend an den Auslöser der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme Beherrschungsvertrag, gewählt. Die Wahl, welche von mehreren im konkreten Fall zulässigen Bewertungsmethoden am besten geeignet ist, den Unternehmenswert abzubilden, obliege als Teil der Tatsachenfeststellung dem Tatrichter. Dies gehe von der Erkenntnis aus, dass es keine optimale Bewertungsmethode gibt, welche ein exaktes Ergebnis liefern kann. Zudem böten jedwede Ergebnisse ohnehin nur einen Anhalt für eine nachfolgende Schätzung des Gerichts iSv § 287 Abs 2 dZPO.

Eine Schätzung auf Basis des Börsenkurses eines Unternehmens müsse jedenfalls als geeignet angesehen werden, den Unternehmenswert und somit in der Folge den wahren Wert der Beteiligung der abzufindenden Aktionäre annähernd zu bestimmen. Weitere allgemein anerkannte Bewertungsmethoden seien idZ die Ertragswertmethode, das DCF-Verfahren sowie ausnahmsweise auch der Liquidationswert. Die Berücksichtigung des Börsewerts lege zugrunde, dass die Marktteilnehmer auf Basis aller zugänglichen Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung sodann im Börsenkurs der Aktien niederschlägt. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden könne, sodass der Börsenkurs keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaubt, könne der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden.<sup>155</sup>

Das erkennende Gericht müsse sich bei der Auswahl der Bewertungsmethode auch nicht sachverständig beraten lassen. Vielmehr genüge eine Darlegung des Gerichts, warum die gewählte Bewertungsmethode nach eigener Anschauung für geeignet gehalten wurde. Eine Unternehmensbewertung, die wie die Ertragswertmethode vornehmlich auf die künftig ausschüttbaren Ertragsüberschüsse abstellt und daher mit naturgemäß unsicheren Prognosen arbeiten muss, zeitige keine richtigeren Ergebnisse als der Börsenkurs.

### 2.3. Reaktionen auf den BGH

Dieser schneidige BGH-Beschluss blieb naturgemäß nicht unbeantwortet. Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW) hat am 14.6.2023 mit einer Stellungnahme<sup>156</sup> reagiert. In dieser Stellungnahme

<sup>155</sup> Vgl ergänzend BGH 21.2.2023, II ZB 12/21, Rn 50 und 51: „Es kann deshalb allenfalls die methodische Entscheidung zur Ableitung des festen Ausgleichs aus dem Börsenkurs eines Unternehmens ausgeschlossen sein, wenn anzunehmen ist, dass insofern ausschlaggebende unternehmensspezifische Daten von den Marktteilnehmern auf dem Kapitalmarkt nicht hinreichend verarbeitet worden sind. ... Der Rückgriff auf Börsenkurse scheidet ... dann aus, wenn ein funktionierender Kapitalmarkt nicht gegeben ist, also über einen längeren Zeitraum mit Aktien der Gesellschaft praktisch kein Handel stattgefunden hat bzw. eine Marktlücke vorliegt ... Indizien für das Vorliegen einer Marktlücke können dabei geringe Handelsvolumina, ein Handel nur an wenigen Börsentagen oder ein geringer Streubesitz der Aktien sein. An hinreichender Aussagekraft mangelt es Börsenkursen zudem, wenn unerklärliche Kursauschläge oder Kursmanipulationen vorliegen oder wenn kapitalmarktrechtliche Veröffentlichungspflichten nicht eingehalten wurden ...“

<sup>156</sup> Online abrufbar unter <https://www.idw.de/idw/themen-branchen/unternehmensbewertung-bwl/boersenkurse.html>; kritisch zu dieser Stellungnahme Wasmann, AG 2023, 810 ff.

weist der FAUB darauf hin, „dass es nicht sachgerecht ist, zur Bestimmung von Abfindungen und anderen Angemessenheitsprüfungen ausschließlich auf den Börsenkurs abzustellen, ohne eine Zukunftserfolgswertermittlung durchzuführen.“ Der vom BGH entschiedene Fall sei insoweit von Besonderheiten geprägt, als es um eine Abfindung in Aktien ging, die auf einem Umtauschverhältnis basierte, das „entsprechend dem kurz zuvor veröffentlichten Übernahmeangebot festgelegt wurde. Der konkret entschiedene Fall weist u.a. die folgenden wesentlichen Besonderheiten auf:

- Die beiden börsennotierten Unternehmen waren auf die Immobilienwirtschaft spezialisiert, die Zeitwerte der Assets (Immobilienwerte gemäß IFRS) waren öffentlich bekannt,
- die Anteile der danach beherrschten Aktiengesellschaft lagen bis kurz vor Bekanntmachung des Unternehmensvertrags in breitem Streubesitz,
- die Abfindung erfolgte in Aktien, d.h. es kam auf die Angemessenheit der Wertrelation an,
- die von dem entscheidenden Landgericht verwendete Relation der Börsenkurse war mit der Relation der gutachtlich ermittelten Ertragswerte nahezu identisch.“

Ergänzt werden kann noch, dass im WCM-Fall der Tatrichter den Börsewert lediglich als Kontroll-, aber nicht als Wertmaßstab verwendete, wobei die Abweichung zwischen Ertragswert und Börsewert mit 6,25 % nur geringfügig über der in der deutschen Rspr anerkannten Bagatellgrenze von 5 %<sup>157</sup> lag.<sup>158</sup>

Diesen Spezifika stellt der FAUB die Merkmale der aus seiner Sicht typischen Abfindungsfälle gegenüber:

„Der typische Abfindungsfall ist nach den Erfahrungen des FAUB i.d.R. anders als der entschiedene Fall gelagert:

- Wertrelevante unternehmensinterne Informationen (z.B. mittel- und langfristige Unternehmensplanungen) sind dem Kapitalmarkt nicht bekannt und somit nicht im Börsenkurs reflektiert,
- empirische Untersuchungen zeigen, dass der Markt und die Börsenkurse kurzfristigen Stimmungen unterliegen und deshalb Börsenkurse den fundamentalen Unternehmenswert nicht widerspiegeln,
- abgefunden wird typischerweise in bar, d.h. es kommt auf die Angemessenheit des absoluten Werts an.“

„Vor diesem Hintergrund“ sei es nach Auffassung des FAUB weiterhin „geboten, eine fundamentale Unternehmensbewertung auf Basis mittel- und langfristiger Unternehmensplanungen sowie weiterer interner und externer wertrelevanter Informationen vorzunehmen. Da Börsenkurse und die ihnen zugrunde liegenden Marktinformationen und -erwartungen nur einen Teil der wertrelevanten Informationen umfassen, können sie eine fundamentale Unternehmensbewertung nicht ersetzen.“

Die Diskussion über die Möglichkeit einer Bewertung, die sich überwiegend oder ausschließlich an der Marktkapitalisierung einer börsennotierten Gesellschaft orientiert, ist also in Deutschland weiterhin voll im Gange. Freilich hat Patloch-Kofler mE zu Recht darauf hingewiesen, dass die an sich überaus kritische Stellungnahme des FAUB auch so gelesen werden könne, dass darin „erste (!) Kriterien, unter welchen ein

<sup>157</sup> Siehe Pkt VI.3.3.1.

<sup>158</sup> Ruiz de Vargas, NZG 2023, 928 und 930.

Heranziehen des Börsenkurses als Unternehmenswert vertretbar sein könnte“, definiert werden.<sup>159</sup>

Diese vermittelnde Sichtweise passt sehr gut zum in Österreich veröffentlichten Aufruf von Rabel aus dem Jahr 2020: „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. ... die Betriebswirtschaftslehre [ist] gefordert, die Beurteilungskriterien für die Aussagekraft und Tauglichkeit von Börsenkursen zu verfeinern und dafür geeignete Messkonzepte weiterzuentwickeln. ... 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 Börsenkaptalisierung einerseits und der ertragsorientierten 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.“<sup>160</sup>

#### 2.4. Aussagen des OGH

Solange diese Hausaufgaben noch nicht erledigt sind, bleibt es für Österreich aber vorerst bei der skeptischen Rspr des OGH:

„... für die Kursentwicklung einer Aktie [sind] nicht nur der generelle Börsentrend, die allgemeine Wirtschaftslage und die Zinsentwicklung sowie die konkreten anlässlich der Veröffentlichung der Jahresabschlüsse bekanntgewordenen Daten der Gesellschaft, insbesondere deren Buchwert, sondern auch andere rationale und irrationale Gründe (so auch wie auch immer verbreitete Gerüchte) maßgeblich. Welche dieser Faktoren für die Kursentwicklung im Einzelfall maßgeblich sind, kann der einzelne – nicht professionelle – Anleger nie genau überblicken. Die Kursentwicklung lässt daher auch keine sicheren Schlüsse des einzelnen Anlegers auf Unternehmenswert und objektiven Wert seiner Beteiligung zu.“<sup>161</sup>

„Dass der Börsenkurs den wahren Wert des Unternehmens und der Beteiligung wiedergibt, ist eine Fiktion. Nach außergewöhnlichen Marktereignissen ‚erholen‘ sich die Kurse oft nur langsam und kehren erst nach längerer Zeit zu einer sich am Unternehmenswert orientierenden Einschätzung zurück.“<sup>162</sup>

„... dieser [der Börsenkurs] muss nicht dem tatsächlichen Wert des Unternehmens ... entsprechen, sondern kann auch durch andere Faktoren beeinflusst werden. Dazu gehören etwa die allgemeine Einschätzung der Wirtschaftslage, irrationales Vertrauen oder Misstrauen in ein bestimmtes Unternehmen oder einen Geschäftszweig oder gezielte Beeinflussung der Kurse durch einzelne Investoren oder (wie anscheinend hier) durch die Gesellschaft selbst. Der Anleger hängt damit wie bei jeder anderen Investition in an der Börse gehandelte Unternehmensanteile von den ‚stark schwankenden Aktienmärkten‘ ab.“<sup>163</sup>

<sup>159</sup> Patloch-Kofler, Der Börsenkurs als Unternehmenswert – aktuelle Entwicklung, LexisNexis Rechtsnews 34190 vom 27.6.2023; zu Kriterien der effektiven Informationsbewertung durch den Börsenkurs Ruiz de Vargas, NZG 2023, 927 f. Wasmann (AG 2023, 811) hingegen meint, dass idR der Börsenkurs für die Unternehmensbewertung allein maßgeblich sei, soweit nicht ausnahmsweise gewisse Kriterien dagegensprechen.

<sup>160</sup> Rabel, RWZ 2020, 426; vgl auch Rabel, International Valuation Standards, 1105.

<sup>161</sup> OGH 9.3.1999, 4 Ob 353/98k.

<sup>162</sup> OGH 6.6.2001, 6 Ob 109/01z; ebenso OGH 5.7.2001, 6 Ob 99/01d.

<sup>163</sup> OGH 20.1.2009, 4 Ob 188/08p.

### 3. Frage 2: Börsenkurs als Wertindikator?

Als überwiegend anerkannt darf gelten, dass der anteilige Unternehmenswert im Zuge der gutachtlichen Feststellung auch durch den Börsenkurs zu plausibilisieren ist.<sup>164</sup> Bei der Beurteilung des Börsenkurses ist keine Stichtagsbetrachtung, sondern eine Durchschnittsbetrachtung von sechs Monaten vorzunehmen, wobei die Referenzperiode mit dem Tag der Bekanntmachung der geplanten Strukturmaßnahme, also etwa des geplanten Gesellschafterausschlusses, endet.<sup>165</sup>

### 4. Frage 3: Börsenkurs als Untergrenze der Barabfindung?<sup>166</sup>

#### 4.1. Das OLG Wien auf den Spuren des BVerfG

In einer viel beachteten deutschen Leitentscheidung hat das BVerfG den Börsenkurs als idR zu beachtende Untergrenze für die angemessene Barabfindung definiert. Dies wurde nach deutschem Verfassungsrecht dadurch begründet, dass dem einzelnen Aktionär – zum Ausgleich für den Eingriff in sein verfassungsrechtlich geschütztes Eigentum – mindestens der Preis zustehe, zu dem er die Aktie jederzeit frei veräußern könne; dieser sog Deinstitutionswert<sup>167</sup> entspreche idR dem Börsenkurs.<sup>168</sup>

Auch das OLG Wien hält demgemäß 2020 in der seiner Entscheidung zum Squeeze-out der BEKO Holding fest: „Der Börsenkurs bildet für [börsennotierte] Gesellschaften ... grundsätzlich die Untergrenze der Abfindung ... ausgeschlossenen Minderheitsgesellschaftern [gebührt] eine wirtschaftlich volle Entschädigung ... sie [sollen] den wirklichen oder wahren Wert der Unternehmensbeteiligung erhalten ..., welcher zumindest

<sup>164</sup> KFS/BW 1, Rz 17 und 150; FAUB des IDW, WPg 2021, 958 ff; Großfeld/Egger/Tömmes, Unternehmensbewertung<sup>3</sup>, Rz 109, 112, 1225 f und 1250; Hüttemann in Fleischer/Hüttemann, Unternehmensbewertung<sup>3</sup>, Rz 1.63 f; Böcking/Rauschenberg in Fleischer/Hüttemann, Unternehmensbewertung<sup>3</sup>, Rz 2.60; Kalls, Anlegerinteressen (2001) 519; G. E. Tichy, Zur aktuellen Diskussion über Unternehmenswert und Börsenkurswert, RWZ 2000, 168 (168 f und 171); Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 93 und 122; Kalls, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup>, § 220 AktG Rz 23, § 220a AktG Rz 15 und § 2 GesAusG Rz 14; Brugger, Unternehmenserwerb<sup>3</sup>, Rz 7.19; Hügel/Aschauer, Pflichtteilsrecht, 284 und 286; Brix/Purtscher, Squeeze Out: Gesellschafterausschluss bei der Aktiengesellschaft, in Bertl/Hirscher/Aschauer, Handbuch Wirtschaftsprüfung (2019) 1581 (1598); Eckert/Schopper in Eckert/Schopper, AktG-ON, § 220 Rz 14; Aburumieh/Adensamer/H. Foglar-Deinhardstein, Verschmelzung, Kap VA Rz 35; H. Foglar-Deinhardstein/Aichinger, Angemessene Barabfindung beim Squeeze-out: OLG Wien fasst heiße Eisen an, GesRZ 2021, 74 (76, 79 und 82); aA Gall/Potyka/Wimmer, Squeeze-out, Rz 231; A. Burger, RdW 2012, 397 ff; ders, NZG 2012, 285 ff und 289; differenzierend Adolff/Häller in Fleischer/Hüttemann, Unternehmensbewertung<sup>3</sup>, Rz 18.75 f; für eine wechselseitige Plausibilisierung mit umgekehrter Akzentsetzung Ruthardt/M. Popp, AG 2020, 245 f. „Ob und inwieweit der Börsenkurs im konkreten Fall dem fundamentalen bzw. inneren Wert der Aktie entspricht oder nach oben oder unten davon abweicht, lässt sich nur dadurch verifizieren, dass eine Bewertung nach dem Ertragswertverfahren (oder alternativ einem Discounted-Cashflow-Verfahren) vorgenommen wird. Mit anderen Worten ist der Ertragswert als Referenzpunkt erforderlich, um die Aussagekraft eines Börsenkurses einschätzen zu können.“

<sup>165</sup> OLG Wien 1.10.2020, 6 R 78/20i ua; dazu H. Foglar-Deinhardstein/Aichinger, GesRZ 2021, 74 ff; OLG Linz 5.5.2021, 6 R 47/21f; Winner, Wert und Preis, 476; Gall/Potyka/Wimmer, Squeeze-out, Rz 233; Aschauer/Schiebel, RWZ 2009, 311; Mollnhuber, Umtauschverhältnis, 328; ders, GesRZ 2020, 258 f und 262 f; Zottl/Pendl, GesRZ 2019, 223; H. Foglar-Deinhardstein/Aichinger, GesRZ 2021, 77; Kalls, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup>, § 2 GesAusG Rz 14; zur Problematik des Transfers übernahmrechtlicher Wertungen ins Gesellschaftsrecht siehe FN 181, 206 und 215.

<sup>166</sup> Zum Folgenden schon H. Foglar-Deinhardstein/Aichinger, GesRZ 2021, 77 ff und 82.

<sup>167</sup> Zu den betriebswirtschaftlichen Grundlagen des Deinstitutionswerts Ruiz de Vargas, NZG 2021, 1006 f.

<sup>168</sup> BVerfG 27.4.1999, 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 = EWIR 1999, 751 (Neye) = JZ 1999, 942 (Luttermann) = NZG 1999, 931 (Behnke); dazu Wilms, Abfindung zum Börsenkurs – Konsequenzen der Entscheidung des BVerfG, NZG 2000, 234; Großfeld, Börsenkurs und Unternehmenswert, BB 2000, 261; vgl auch Fleischer, AG 2014, 100; M. Popp/Ruthardt in Fleischer/Hüttemann, Unternehmensbewertung<sup>3</sup>, Rz 12.4 und 12.178 ff; Adolff/Häller in Fleischer/Hüttemann, Unternehmensbewertung<sup>3</sup>, Rz 18.29 ff, 18.41 ff, 18.74 f und 21.87; OLG Frankfurt 27.8.2020, 21 W 59/19, EWIR 2021, 107 (Döding/Wentz); Hasselbach/Stepper, Entwicklung des Übernahmrechts 2020, BB 2021, 771 (778).

demjenigen Preis entspricht, der bei einer freiwilligen Deinvestitionsentscheidung lukriert hätte werden können ... Aus Sicht des ausgeschlossenen Aktionärs ist es schlüssig, den Börsenkurs als Untergrenze für die ihm zu gewährende Abfindung heranzuziehen. Zu diesem Preis hätte er den Anteil am Markt veräußern können. ... Die Abfindung soll den Minderheitsaktionären zumindest jenen Wert ersetzen, der bei einer freien Deinvestitionsentscheidung am Markt realisiert werden könnte.“<sup>169</sup>

#### 4.2. Diskussion der Ansicht des OLG Wien

Die – ersichtlich aus dem deutschen Verfassungsrecht rezipierte – Argumentation des OLG Wien klingt bestechend.<sup>170</sup> Auch nach österreichischem Verfassungsrecht stellt sich das Thema, weil ein Squeeze-out nach hA als Eigentumsbeschränkung,<sup>171</sup> nach abweichender Meinung als Enteignung<sup>172</sup> einzustufen ist.

Dennoch ist der Börsenkurs mE keine Untergrenze für die angemessene Abfindung.<sup>173</sup> Die Identifikation von Deinvestitionswert und Börsenkurs ist nämlich durch einen „logischen Bruch“<sup>174</sup> gekennzeichnet:

- Zum einen: Wäre als Untergrenze ein bestimmter Tageskurs anzunehmen, läge dieser – da der relevante Bewertungstichtag gem GesAusG der Tag der über den Squeeze-out beschlussfassenden Gesellschafterversammlung ist – zum Zeitpunkt der ursprünglichen Festlegung der Barabfindung noch in der Zukunft; dies würde für alle am Squeeze-out Beteiligten zu beträchtlicher Unsicherheit angesichts einer unvorhersehbaren Untergrenze führen, zumal der aktuelle Kurs auch von kurzfristigen Investitions- oder Deinvestitionsentscheidungen der Anleger getrieben wird.<sup>175</sup> Noch wichtiger ist aber, dass es für den einzelnen Aktionär *realiter* keinerlei Garantien gibt, tat-

sächlich zum aktuellen Tageskurs veräußern zu können. Es ist nämlich keineswegs gesagt, dass neue Orders tatsächlich zum aktuellen Kurs ausgeführt werden können.<sup>176</sup> Diese Unwägbarkeiten der Aktienmärkte sind im Übrigen allgemein bekannt und werden daher von jedem Anleger in Kauf genommen.<sup>177</sup> Außerdem ist der Börsenkurs zum Bewertungstichtag bereits längst durch die Ankündigung des Squeeze-outs und die dadurch entfachte Abfindungsspekulation beeinflusst.<sup>178</sup>

- Zum anderen ist nach hA aber ohnedies nicht auf einen Tageskurs, sondern auf einen Durchschnittskurs abzustellen.<sup>179</sup> Auch das OLG Wien hält in der zitierten Entscheidung *obiter* fest, dass bei der Beurteilung des Börsenkurses der Aktie der zu bewertenden Gesellschaft analog zu § 26 ÜBG eine gewichtete Durchschnittsbetrachtung von sechs Monaten vorzunehmen sei, wobei die Referenzperiode mit dem Tag der Bekanntmachung des Squeeze-outs ende.<sup>180</sup> Dadurch würden Verzerrungen ausgefiltert, die ab Bekanntgabe der Transaktionsabsicht dadurch entstünden, dass bereits Zukunftserwartungen über die Barabfindung in den Börsenkurs eingepreist werden, sodass ein selbstreferenzielles System entsteht.

Diese Methode der Bildung eines Durchschnittskurses mit Ausblendung der zirkulären Kurseinwirkungen der angekündigten Transaktion erscheint zwar allgemein für die Ermittlung eines angemessenen Preises durchaus passend,<sup>181</sup> zieht aber dem Postulat des zu ersetzenden Börsenkurses als Deinvestitionswert den Boden unter den Füßen weg: Außer durch bloßen Zufall kann selbstverständlich kein Aktionär seine Aktie(n) über die Börse zu einem historischen Durchschnittskurs verwerten; Aktien

<sup>169</sup> OLG Wien 1.10.2020, 6 R 78/20i ua.

<sup>170</sup> Für den Börsenkurs als maßgebliche Untergrenze auch LG Wels 31.12.2020, 35 Fr 954/17m; grundsätzlich auch Hügel, Verschmelzung und Einbringung (1993) 200; Ch. Nowotny, Börsenkurs und Unternehmenswert, RdW 1999, 761; Bachner, Bewertungskontrolle, 13; Koppensteiner, JBl 2003, 711 f; Bertl/Schiebel, RWZ 2004, 175; Winner, Wert und Preis, 469 ff; Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 232; Winner, JBl 2007, 439 f; Aschauer/Schiebel, RWZ 2009, 310 f; Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 184 ff; Winner, Bewertungsprobleme, 62 f; Haberer/Purtscher, Unternehmensbewertung, 209 f; Kalss, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup>, § 2 GesAusG Rz 14; offen OLG Linz 5.5.2021, 6 R 47/21f; Koppensteiner, Über den Rückzug von der Börse, RdW 2015, 549 (550 und 554); Fleischer, AG 2014, 111 f; zweifelnd Rüffler, Lücken im Umgründungsrecht (2002) 95; Ruthardt/M. Popp, AG 2021, 299 f.

<sup>171</sup> VfGH 27.6.2018, G 30/2017, VfSlg 20.268/2018 = GesRZ 2018, 248 (Durstberger); dazu Riss/Winner/Wolffbauer, Squeeze-out: Am Ende geht's ums Geld! ZFR 2018, 541; Gall, Zur Verfassungskonformität des Squeeze-out – das erste Erkenntnis des VfGH zum GesAusG, ZFR 2018, 544; Kalss/Deutsch, Der Gesellschafterausschluss auf dem Prüfstand des verfassungsrechtlichen Eigentumsschutzes, ÖZW 2019, 26; VfGH 1.10.2019, G 104/2019 ua; dazu H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2020, 364; OGH 26.8.2004, 6 Ob 132/04m, RWZ 2004/80 (Wenger); Terlitzka, Neues vom Squeeze-out: Die Vorgaben der Übernahme-Richtlinie und das Mindestbeteiligungsanfordernis im spaltungsrechtlichen Überprüfungsverfahren, GES 2005, 71; A. Aigner, Squeeze-out-Spaltung – Wird der VfGH die für die gerichtliche Überprüfung des Barabfindungsangebots vorgesehene Antragsschwelle zu Fall bringen? AnwBl 2005, 182; Kalss, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup>, Vor §§ 1 – 11 GesAusG Rz 2; vgl auch A. Burger, Börsenkurs, 120; Ramesohl, Aktieneigentum, 25.

<sup>172</sup> Winner, JBl 2007, 434 ff; ders, Wert und Preis, 388.

<sup>173</sup> So auch schon H. Foglar-Deinhardstein/Aichinger, GesRZ 2021, 77 ff; dies, GesRZ 2021, 248; H. Foglar-Deinhardstein/Feldscher, NZ 2022, 176; vgl auch Eckert/Schopper in Eckert/Schopper, AktG-ON, § 220 Rz 14.

<sup>174</sup> Ramesohl, Aktieneigentum, 167.

<sup>175</sup> Vgl Koppensteiner in Kölner Komm AktG<sup>3</sup>, § 305 Rz 102; zum Einfluss kurzfristiger Anlageentscheidungen auf Kursverläufe Koppensteiner in Kölner Komm AktG<sup>3</sup>, § 305 Rz 54 FN 149. Freilich ist auch die sachverständige Begutachtung des Unternehmenswerts nicht davor gefeit, durch aktuelle Gegebenheiten überholt zu werden. Solche aktuellen Entwicklungen, die sich auf die Bewertung auswirken, müssen – sofern sie bis zum Bewertungstichtag auftreten – noch vom Hauptgesellschafter und den Organen der Gesellschaft aufgegriffen werden; spätestens im Nachprüfungsverfahren werden sie jedenfalls eine Rolle spielen.

<sup>176</sup> Großfeld, BB 2000, 266; Obradović, Der Durchschnittskurs und seine Aussagekraft im Übernahmerecht, GesRZ 2018, 4 (13 ff); vgl auch Winner, Wert und Preis, 478; Ramesohl, Aktieneigentum, 167; „mangelnde Realisierbarkeit“ zum Börsenkurs; A. Burger, Börsenkurs, 258. Zu bedenken ist auch, dass Aktien möglicherweise auch zu verschiedenen Uhrzeiten und an verschiedenen – allenfalls in mehreren Ländern und Währungsräumen gelegenen – Börsen gehandelt werden; vgl Ruthardt/M. Popp, AG 2020, 244. Ganz allgemein zitiert J. W. Flume (Marktaustausch, 68) Mataja, nach dem „eine große Diskrepanz zwischen Marktpreisen und der praktischen Realisierbarkeit solcher Preise bestehen“ könne, weil „die Zugangsmöglichkeiten zu einem Markt preissensitiv seien.“

<sup>177</sup> Vgl G. E. Tichy, RWZ 2000, 171.

<sup>178</sup> A. Burger, RdW 2012, 397 ff; ders, NZG 2012, 286; vgl auch A. Burger, Börsenkurs, 275 ff; H. Foglar-Deinhardstein, GES 2018, 15 f.

<sup>179</sup> Winner, Wert und Preis, 473 ff und 476 f; Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 232 f; Aschauer, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 184 ff; Obradović, GesRZ 2018, 5 und 8; Mollnhuber, GesRZ 2020, 259; Kalss, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup>, § 2 GesAusG Rz 14; vgl auch Koppensteiner in Kölner Komm AktG<sup>3</sup>, § 305 Rz 101 f; Kalss, Anlegerinteressen, 519 f.

<sup>180</sup> OLG Wien 1.10.2020, 6 R 78/20i ua, Pkt 5.4.1.; so auch Winner, Wert und Preis 476; Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Rz 233; Aschauer/Schiebel, RWZ 2009, 311; Mollnhuber, Umtauschverhältnis, 328; Zottl/Pendl, GesRZ 2019, 223; Kalss, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup>, § 2 GesAusG Rz 14.

<sup>181</sup> Diese Methode kann mE grundsätzlich auch im Gesellschaftsrecht (zB kapitalerhaltungsrechtlich) unter Anlehnung an § 26 ÜBG angewendet werden, wobei freilich im Gesellschaftsrecht Analogien zum kapitalmarktrechtlich-regulatorisch konzipierten Übernahmerecht mE nur mit äußerster Zurückhaltung zu ziehen sind; vgl näher Koppensteiner, JBl 2003, 710; Rüffler, Lücken, 94; „Übernahmerechtlichen und konzernvertraglichen Schutz miteinander zu vergleichen ..., hieße im Hinblick auf die unterschiedlichen Zielsetzungen und durchaus unterschiedliche Gefährdungen, denen die jeweils entsprechenden Normen steuern, Äpfel mit Birnen zu vergleichen.“; Ruthardt/M. Popp, AG 2020, 248; Ruiz de Vargas, NZG 2021, 1057 f und 1062; H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2013, 166 ff; E. Gruber/H. Foglar-Deinhardstein, Satzungsstrenge und neue Spielräume für „autonome“ Satzungsbestimmungen, GesRZ 2014, 73 (75); H. Foglar-Deinhardstein/Trettnak, GesRZ 2015, 99 FN 3; zum Hintergrund von § 26 ÜBG vgl Stellungnahme der ÜBG vom 8.1.2018, 2017/3/3-15, Wiener Privatbank SE; Dregger/Kalss/Winner, Das österreichische Übernahmerecht<sup>2</sup> (2007) Rz 306; Winner, Wert und Preis, 474; Mollnhuber, Umtauschverhältnis, 331 und 336 f; H. Foglar-Deinhardstein, GES 2018, 16; kritisch zur Maßgeblichkeit eines Durchschnittsbörsenkurses Ruthardt/M. Popp, AG 2020, 244 f.



werden an der Börse zu aktuellen und weder zu Durchschnitts- noch zu historischen Kursen gehandelt.<sup>182</sup>

Gerade durch das Abstellen der hA auf einen Durchschnittskurs erweist sich somit die These vom notwendigen Ausgleich des Deinvestitionswerts in Gestalt des Börsenkurses als selbst widersprüchliches Konzept: Der hypothetische Kurs am Bewertungsstichtag ohne Beeinflussung durch die Monate zuvor angekündigte Strukturmaßnahme ist nicht feststellbar; selbst wenn er feststellbar wäre, würde er keine Aussage darüber treffen, zu welchem Preis ein individueller Aktionär durch eine neue Order tatsächlich verkaufen könnte. Der Durchschnittskurs ist demgegenüber ein aus historischen Kursen abgeleiteter fiktiver Kurs, der den echten Deinvestitionswert noch weniger abbilden kann als ein Stichtagskurs.

Der Durchschnittskurs ist nämlich nicht geeignet, einen Trend in der Kursentwicklung oder kursrelevante Ereignisse oder Informationen, die erst nach Ende der Durchrechnungsperiode, aber vor dem Bewertungsstichtag eintreten bzw publik werden und nichts mit dem Squeeze-out zu tun haben, abzubilden.<sup>183</sup> Aus einer historischen lässt sich die zukünftige Kursentwicklung nicht erkennen.<sup>184</sup> Das OLG Wien verweist in seiner *BEKO Holding*-Entscheidung auf Literaturmeinungen, nach denen bei Vorliegen außergewöhnlicher Ereignisse, die den Börsenkurs beeinflussen, die angemessene Barabfindung auch unter dem Börsenkurs liegen könne (als Beispiele führt die zitierte Literatur Währungskrisen, Kriegausbrüche, den 11.9.2001 oder die Lehman-Pleite am 15.9.2008 an). Zu bedenken ist aber, dass ein Kursverfall nicht nur durch solche globale oder zumindest Regionen und Branchen übergreifende Krisen (etwa auch durch eine Pandemie oder durch Veränderungen der Konjunkturaussichten oder des allgemeinen Zinsniveaus), sondern genauso durch viel begrenzte Neuigkeiten verursacht werden kann; so etwa durch eine (echte oder angenommene) Branchenkrise oder auch schlicht durch neue Informationen (oder auch nur Gerüchte) zum Unternehmen selbst (neue Bilanzzahlen, eine gescheiterte Akquisition, eine gescheiterte Veräußerung, eine gescheiterte Produktentwicklung, Ausscheiden eines Vorstandsmitglieds, Verlust eines Großkunden, Haftungsfall, Verlust eines Gerichtsprozesses, Änderungen des regulatorischen Umfelds, [allenfalls auch unverschuldete] Verwicklung in einen Skandal, Aufdeckung von Schwächen in der Rechnungslegung [zB wegen interkultureller Übermittlungsprobleme], Übernahmespekulationen, Aktienrück-erwerbsprogramm).<sup>185</sup> Warum aber sollte im Falle einer

solchen Korrektur des Börsenkurses der Minderheitsaktionär Anspruch auf Abfindung mindestens zum Schnitt des Börsenkurses haben, der diese Informationen noch nicht verarbeitet hat und daher offensichtlich veraltet ist?<sup>186</sup> Die Forderung nach einem Einfrieren des Durchschnittskurses zum Tag der Bekanntgabe des Squeeze-outs, das die Kursbeeinflussung durch diese spezifische Ankündigung ausblenden will, belegt ja gerade, dass jederzeit – und daher auch nach Ende der Referenzperiode für den Durchschnittskurs – kursverändernde Ereignisse eintreten können. Im Übernahmerecht ist dies auch durch § 26 Abs 3 Z 3 ÜbG anerkannt.<sup>187</sup>

- Zusammenfassend gibt es somit keine geeignete Methode, um einen objektiv-abstrakten Deinvestitionswert belast- und nachprüfbar festzustellen. Ein postuliertes Prinzip, für das es keine praktische Methode der Umsetzung gibt, die im Einklang mit diesem Prinzip stünde, ist aber für die rechtliche Anwendung ungeeignet.<sup>188</sup>
- Zu bedenken ist schließlich, dass die Theorie vom zu ersetzenden Deinvestitionswert, der idR im Börsenkurs verkörpert sein soll, auch in einem Spannungsverhältnis zur neueren Rspr des BVerfG steht, nach der zwar die allgemeine Verkehrsfähigkeit der Aktie Eigentumsbestandteil sei und damit verfassungsrechtlichen Schutz genieße, dies gelte nicht für wertbildende Faktoren (wie etwa die Zulassung der Aktien zum Börsenhandel) gelte.<sup>189</sup>

Bemerkenswert ist idZ, dass – während die Abgeltung des idR durch den Börsenkurs dargestellten Deinvestitionswerts in Deutschland durch das BVerfG verfassungsrechtlich in Stein gemeißelt ist – eine derartige verfassungsrechtliche Festlegung in Österreich nicht existiert: Der VfGH hat das deutsche Postulat vom Börsenkurs als Untergrenze für die Barabfindung zwar vereinzelt zitiert, aber nicht übernommen. In allen indirekt oder direkt einschlägigen Erkenntnissen zu Fragen des Squeeze-outs und der gebührenden Kompensa-

785; *Aschauer/Schiebel*, RWZ 2009, 311; *A. Burger*, Börsenkurse, 255 ff und 259; *ders*, RdW 2012, 398; *ders*, NZG 2012, 286; *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis, 327 FN 2214.

<sup>186</sup> Vgl *A. Burger*, Börsenkurse, 256 f; *Ruiz de Vargas*, NZG 2021, 1061. *Aschauer/Schiebel* (RWZ 2009, 311) merken daher an, dass Änderungen der Wertverhältnisse, die nach der Ankündigung des Squeeze-outs, aber vor dem Bewertungsstichtag eintreten, eigentlich im Durchschnittskurs nachträglich noch berücksichtigt werden müssten, räumen aber ein, dass eine solche Berücksichtigung, die ja die Kursinflüsse der Ankündigung des Squeeze-outs wiederum ausblenden müsste, erheblichen ökonomischen und rechtlichen Hindernissen begegnet. Zu bedenken ist, dass neue wertrelevante Informationen in einem Durchschnittskurs immer nur partiell aufgenommen werden; vgl *A. Burger*, NZG 2012, 286 f.

<sup>187</sup> *Winner*, Wert und Preis, 492; *A. Burger*, Börsenkurse, 38; vgl auch *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup>, § 2 GesAusG Rz 24 FN 93 und § 7 GesAusG Rz 34; *Zollner in P. Huber*, ÜbG<sup>2</sup> (2016) § 7 GesAusG Rz 25; *Kalss/Zollner*, Squeeze-out (2007) § 7 GesAusG Rz 38.

<sup>188</sup> Vgl das von *Fleischer* (ZGR 1997, 378 f) zitierte Wort von *Mestmäcker*, dass die Betriebswirtschaftslehre rechtliche Lösungen zwar nicht determinieren, ihnen aber äußere Grenzen setzen könne: So können bei Bewertungen nur Faktoren einfließen, die in monetäre Größen übersetz-, quantifizier- und messbar sowie als Information zugänglich sind. Allgemein zitiert *Mollnhuber* (Umtauschverhältnis, 249) ein Wort von *Pinner* vom 34. DJT 1926, wonach „als erster Grund für den Gesetzgeber gelten“ müsse, „daß er nichts Unmögliches und nichts Unerträgliches verlangt.“ Dazu passt der Rechtsatz, dass ein Aspekt der Rechtssicherheit auch die Rechtsklarheit ist und daher die Anwendung allzu komplexer Formeln wegen der Schwierigkeiten ihrer exekutiven Umsetzung die Grenze zulässiger Rechtsfortbildung durch das Gericht (Richterrecht) überschreiten kann; vgl OGH 28.6.2023, 6 Ob 178/22b, EvBl 2023/248 (Drobnik); dazu *H. Foglar-Deinhardstein*, Die FlexCo als flexible Gesellschafterin ihrer selbst, ÖJZ 2023, 911. Zur rechtsdogmatischen Analyse gehört im Wirtschaftsprivatrecht auch die Suche nach Lösungen, die nicht nur *lege artis* begründet sind, sondern auch die Kontrollfrage nach der praktisch-planerischen Umsetzung bestehen; vgl *U. Torggler*, Verschwiegenheitspflicht, 1228.

<sup>189</sup> BVerfG 11.7.2012, 1 BvR 3142/07 ua, BVerfGE 132, 99 = BB 2012, 2010 (Königshausen) = JZ 2012, 1065 (Sanders) = ZIP 2012, 1402 (Schatz).

<sup>182</sup> *A. Burger*, Börsenkurs, 254 f. Richtigerweise wird daher auch von einer „fiktiven freien Deinvestitionsentscheidung“ (OLG München 5.5.2015, 31 Wx 366/13, EWiR 2015, 733 [Haßler] = BB 2015, 1586 [Schüler]), einem „fiktiven Deinvestitionswert“ (Obradović, GesRZ 2018, 5 und 10) und einem „artifizialen Wert, den die Minderheitsaktionäre als konkreten Kurs nicht hätten realisieren können“ (*Mollnhuber*, Umtauschverhältnis, 329), gesprochen. Ganz allgemein zitiert *J. W. Flume* (Marktaustausch, 68) *Mataja*, nach dem Marktpreise „aus in der Vergangenheit liegenden Abschlüssen rekonstruiert“ werden und daher nicht klar sei, „ob zu denselben Konditionen und Umfang auch Abschlüsse in der Zukunft möglich sein werden.“

<sup>183</sup> *Großfeld*, BB 2000, 266; *Koppensteiner* in *Kölner Komm AktG*<sup>3</sup>, § 305 Rz 108 f; *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 186 FN 725; *A. Burger*, Börsenkurse, 288; *ders*, RdW 2012, 398; *ders*, NZG 2012, 286.

<sup>184</sup> Vgl *G. E. Tichy*, RWZ 2000, 170.

<sup>185</sup> Vgl *Großfeld*, BB 2000, 264 und 266; *ders*, Unternehmens- und Anteilsbewertung<sup>4</sup>, 190 f; *Koppensteiner* in *Kölner Komm AktG*<sup>3</sup>, § 305 Rz 51; *Krejci*, Unternehmenswert

tion hat sich der VfGH vielmehr in kühler Zurückhaltung damit begnügt, immer nur zwei abstrakte Zulässigkeitskriterien zu formulieren, nämlich einerseits die Angemessenheit der Barabfindung und andererseits die Möglichkeit der Einleitung der gerichtlichen Nachprüfung durch jeden Ausschlossenen.<sup>190</sup> Wie aber materiell die Angemessenheit der Kompensation zu ermitteln und nachzuprüfen ist, hat der VfGH immer offengelassen.

In einer Entscheidung zum Squeeze-out von Partizipationsscheininhabern hat er freilich als Pflock eingeschlagen, dass eine fixe Abfindung zu einem durchschnittlichen Börsenkurs ohne Überprüfungsmöglichkeit in einem Gerichtsverfahren verfassungswidrig ist.<sup>191</sup> Auch daraus kann aber nicht abgeleitet werden, dass der VfGH verfassungsrechtlich notwendig den Börsenkurs als Untergrenze ansieht. Diese verfassungsrechtliche Rspr der großen Linien ist schon deswegen zu begrüßen, weil das Verfassungsrecht bei gesellschaftsrechtlichen Abfindungsansprüchen wirklich nur ein „Notventil“ sein sollte.<sup>192</sup>

In Österreich ist es daher weder verfassungsrechtlich erforderlich noch gesellschaftsrechtlich passend, den Börsenkurs als absolute Untergrenze für die angemessene Barabfindung beim Squeeze-out anzunehmen. ME geglückte Kompromissformeln finden sich im Fachgutachten KFS/BW 1 und in der Habilitationsschrift von *Kalss*. *Kalss* formuliert treffend: „Wenn eine ausreichende Liquidität ebenso zu bejahen ist wie eine angemessene Informationsversorgung und die Hintanhaltung kursmanipulativer Einflüsse, ... kann [der Börsenkurs] als ein Anhaltspunkt für die Untergrenze zulässiger Betragsbestimmung angesehen werden.“<sup>193</sup> Und das Fachgutachten KFS/BW 1 empfiehlt lakonisch: „Im Rahmen der Bewertung von Unternehmensanteilen börsennotierter Unternehmen ist zu beurteilen, inwieweit der Börsenkurs als Wertuntergrenze relevant ist.“<sup>194</sup>

Zu erwähnen ist in diesem Kontext nochmals der Squeeze-out der Minderheitsaktionäre der Austrian Airlines AG aus dem Jahr 2009. Damals wurde zur Relevanz des Börsenkurses für die Höhe der angemessenen Barabfindung in den vorbereitenden Berichten des Vorstands und der Hauptaktionärin einerseits und des sachverständigen Prüfers andererseits<sup>195</sup> festgehalten, dass der Börsenkurs der gegenständlichen Aktie schon seit Längerem deutlich über ihrem wahren inneren Wert liege und durch den Privatisierungsauftrag der österreichischen Bundesregierung, die Bekanntgabe der Über-

nahmeabsicht durch Lufthansa und durch die Veröffentlichung der Absicht, einen Squeeze-out durchzuführen, völlig gegen den Markttrend beeinflusst worden sei, sodass die Börsenkurse für die Ermittlung der Barabfindung nicht zu berücksichtigen seien.<sup>196</sup>

Im Überprüfungs- und in einem Anfechtungsverfahren zu diesem Squeeze-out wurde dann versucht, eine Aussage des OGH dahin gehend herbeizuführen, dass die Barabfindung nicht unter dem Preis liegen dürfe, der im vorgelagerten Übernahmeangebot angeboten worden war. Dieser Preis war wegen der Preisbildungsregeln des § 26 ÜbG wiederum an den durchschnittlichen Börsenkurs der Austrian Airlines-Aktie gekoppelt gewesen.<sup>197</sup> Der OGH verweigerte aber in beiden Verfahren eine derartige Aussage, und zwar im Überprüfungsverfahren aus formalen Gründen<sup>198</sup> und im Anfechtungsverfahren mit dem lapidaren Hinweis, dass „im bloßen Umstand, dass die Barabfindung niedriger als der im Übernahmeverfahren gebotene Abfindungspreis festgesetzt wurde, ... kein Verstoß gegen [das Gleichbehandlungsgebot des] § 47a AktG erblickt werden“ könne.<sup>199</sup> Auch im Hinblick auf frühere kritische Aussagen des OGH zum Börsenkurs als Wertmaßstab<sup>200</sup> kann daraus zumindest der vorsichtige Schluss gezogen werden, dass die Begeisterung des OGH für die These vom Börsenkurs als Untergrenze 2010 und 2013 offenbar nicht so groß war, dass er dieser Ansicht wenigstens ein bestätigendes *obiter dictum* in einer der beiden *Austrian Airlines*-Entscheidungen gewidmet hätte.

Sogar die ÜbK begegnet der Anknüpfung an den Börsenkurs mit gewisser Skepsis. Beim Übernahmeangebot zur Vorbereitung eines Delisting hat die Preisbildung nach dem Wortlaut des Gesetzes an sich folgendermaßen zu erfolgen: Untergrenzen für den anzubietenden Übernahmepreis sind 1.) der beste Preis, den der Bieter selbst in den letzten 12 Monaten für die Aktie gezahlt hat, 2.) der durchschnittliche Börsenkurs der letzten sechs Monate sowie 3.) der durchschnittliche gewichteten Börsenkurs während der letzten fünf Börsetage vor Veröffentlichung der Delisting-Absicht. Weiters ist der so ermittelte Preis nach oben zu korrigieren, wenn die regulatorischen Preisregeln zu einem Angebotspreis führen würden, der offensichtlich unter dem tatsächlichen Unternehmenswert liegt. Aus Anlass des Übernahmeangebots von Ottakringer ist die ÜbK nunmehr – in Fortführung ihrer *Porr*-Stellungnahme<sup>201</sup> – der Lehre gefolgt, die postuliert hatte, dass bei illiquiden Aktien die beiden an den Börsenkurs anknüpfenden Preisuntergrenzen entfallen können.<sup>202</sup> Gemäß

<sup>190</sup> VfGH 28.9.2002, G 286/01, VfSlg 16.636/2002 = ÖBA 2003, 387 (*E. Brandl*) = ÖZW 2003, 12 (*Pauger*), mit Zitat aus BVerfG 27.4.1999, 1 BvR 1613/94; die Conclusio der Entscheidung ist aber lediglich, dass eine „angemessene“ Abfindung zu gewähren ist und eine gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit möglich sein muss; VfGH 16.6.2005, G 129/04 ua, VfSlg 17.584/2005 = *ecolex* 2005/288 (*Reich-Rohrwig*) = GES 2005, 323 (*Chvosta*): „Dem Berechtigten muss ... der Weg zu einem Gericht offen stehen, das über die Angemessenheit der Entschädigung abschließend zu entscheiden hat ...“; VfGH 21.9.2011, G 175/10, VfSlg 19.486/2011; 27.6.2018, G 30/2017: „Soweit das Vermögensinteresse des Minderheitsgesellschafters betroffen ist, verlangen § 1 Abs 1 und § 2 Abs 1 GesAusG eine angemessene Barabfindung als Ausgleich für den Verlust der Beteiligung. Darüber hinaus gibt es nach dem GesAusG ein gerichtliches Überprüfungsverfahren, in dem die angemessene Barabfindung zu überprüfen ist ...“; VfGH 1.10.2019, G 104/2019 ua; vgl auch *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 186 ff; *A. Burger*, Börsenkurse, 116 ff, 129 und 131; *ders*, RdW 2012, 393 ff; *Hügel/Aschauer*, Pflichtteilsrecht, 283; *Kalss/Deutsch*, ÖZW 2019, 31; *H. Foglar-Deinhardstein/Molitoris/Hartig*, GesRZ 2020, 45.

<sup>191</sup> VfGH 28.9.2002, G 286/01; vgl auch *Rüffler*, Unternehmensbewertung, 50.

<sup>192</sup> *Fleischer*, AG 2014, 110.

<sup>193</sup> *Kalss*, Anlegerinteressen, 519 (Hervorhebung hinzugefügt); ebenso *Kalss*, ÖBA 2002, 140.

<sup>194</sup> KFS/BW 1, Rz 150 (Hervorhebung hinzugefügt).

<sup>195</sup> Allgemein zur vorbereitenden Berichterstattung zum Squeeze-out *H. Foglar-Deinhardstein/Hartig* in *Kalss/Frotz/Schörghofer*, Handbuch, § 31 Rz 266 ff und 275 ff.

<sup>196</sup> Gemeinsamer Bericht gem § 3 Abs 1 GesAusG vom 29.10.2009, S 11 f; vgl auch Bericht des sachverständigen Prüfers gem § 3 Abs 2 GesAusG vom 30.10.2009, S 15.

<sup>197</sup> Freiwilliges Übernahmeangebot zur Kontrollrelangung gem § 25a ÜbG vom 27.2.2009, S 18 f.

<sup>198</sup> OGH 11.10.2010, 6 Ob 186/10m.

<sup>199</sup> OGH 31.1.2013, 6 Ob 210/12v.

<sup>200</sup> OGH 9.3.1999, 4 Ob 353/98k; 6.6.2001, 6 Ob 109/01z; 5.7.2001, 6 Ob 99/01d; 20.1.2009, 4 Ob 188/08p.

<sup>201</sup> Stellungnahme der ÜbK vom 6.11.2012, 2012/1/4-24, *Porr*; vgl auch *P. Huber*, Gedanken zum Sanierungsprivileg im österreichischen Übernahmerecht, in FS Reich-Rohrwig (2014) 35 (40); *Eigner*, Zum Preis des Pflichtangebots im Übernahmerecht, ÖBA 2013, 623 (633 ff); *Winner/S. Schulz*, Aktuelle Entwicklungen im Übernahmerecht – M&A und die Krise, ÖBA 2010, 82 (83); *von Falkenhausen*, Flexibilität beim Preis des Pflichtangebots, NZG 2013, 409; *Obradović*, GesRZ 2018, 4 ff.

<sup>202</sup> *Fidler* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, BörseG – MAR (2019) § 38 BörseG Rz 122; *Obradović*, GesRZ 2018, 16 f; *Diregger/Eigner*, Das freiwillige Delisting vom Amtlichen Handel, ÖBA 2018, 850 (864); *H. Foglar-Deinhardstein/Feldscher* in *Adensamer/Mittrecker*, Gesellschafterstreit, Rz 11/52.

den Beschlüssen des 2. Senats der ÜbK zu 2023/2/5, *Ottakringer Getränke AG*, bildete – da dem Kurs der Ottakringer-Aktien aufgrund der Illiquidität keine Aussagekraft zukommt und die Bieter und die mit ihnen gemeinsam vorgehenden Rechtsträger innerhalb der vergangenen 12 Monate keine Aktien der Zielgesellschaft erworben hatten und somit auch keine Referenztransaktion vorlagen – allein der anteilige Unternehmenswert der Zielgesellschaft die Untergrenze für die Preise des Angebots. Der Unternehmenswert wurde durch einen von der ÜbK bestellten unabhängigen Sachverständigen ermittelt. Somit ist nach der Spruchpraxis der ÜbK der Börsenkurs nicht einmal im Übernahmerecht immer als Untergrenze heranzuziehen.<sup>203</sup>

Auch die Preise aus Vorerwerben bilden mE keine absolute Untergrenze für die angemessene Barabfindung,<sup>204</sup> zumal § 1 GesAusG nicht an den Vorgaben der Übernahmerrichtlinie<sup>205</sup> zu messen ist<sup>206</sup> und sich der Unternehmenswert zum Zeitpunkt des Squeeze-outs naturgemäß ganz anders darstellen kann als zum Zeitpunkt der Vortransaktion.<sup>207</sup>

**5. Frage 4: Relevanz des Börsenkurses von Aktien, die die zu bewertende Gesellschaft hält?**

Nach den Bewertungsregeln des Fachgutachtens KFS/BW 1 ist nicht betriebsnotwendiges Vermögen gesondert zu bewerten und zum Barwert künftiger finanzieller Überschüsse aus dem Unternehmen zu addieren. Während also das betriebsnotwendige Vermögen einer Gesamtbewertung unterzogen wird, ist das nicht betriebsnotwendige Vermögen in einer Einzelbewertung zum Barwert der daraus resultierenden zukünftigen Nettozuflüsse anzusetzen, wobei der Liquidationswert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens die Untergrenze bildet.<sup>208</sup>

Für die Bewertung eines Aktienpakets, das die zu bewertende Gesellschaft als Teil ihres nicht betriebsnotwendigen Vermögens hält, ist nach der Rspr des OLG Wien ein volumengewichteter Durchschnittskurs von sechs Monaten heranziehen; die Referenzperiode soll aber hier – anders als bei der Ermittlung des relevanten Börsenkurses der Aktien an der zu bewertenden Gesellschaft selbst<sup>209</sup> – bis zum Bewertungsstichtag gem § 2 GesAusG laufen, weil bei der Ankündigung des bevorstehenden Squeeze-outs bei der Obergesellschaft keine Auswirkung auf den Kurs der Untergesellschaft zu erwarten sei.<sup>210</sup>

Wie bereits an anderer Stelle dargestellt und begründet, wäre mE bei für die Gesellschaft wesentlichen Aktienpaketen auch eine (anteilige) Unternehmensbewertung der Betei-

ligung vorzunehmen und ein etwaiger Paketzuschlag<sup>211</sup> zu berücksichtigen.<sup>212</sup>

**VIII. Zur Frage der mehrheitskonsensualen Schätzung: Eine effiziente Methode zur Prüfung der Angemessenheit**

Wie bereits an anderer Stelle<sup>213</sup> argumentiert, kann die im Zuge des Nachprüfungsverfahrens in einem Teilvergleich festgelegte Nachzahlung mE im fortgesetzten Nachprüfungsverfahren gewürdigt werden und in die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung einfließen. Abhängig von der Teilnahmequote am Teilvergleich kann sich nämlich aus der erhöhten Barabfindung gemäß Teilvergleich ein bedeutsamer Fingerzeig auf die Angemessenheit ergeben. Ein multilateral verhandelter Teilvergleich wird allenfalls dem Gremium und dem Gericht sogar treffsicherere Indizien liefern als ein – schon aus methodischen Gründen – immer mit Unschärfen einhergehendes Bewertungsgutachten.<sup>214</sup>

Dass ein von einer übergroßen Mehrheit akzeptierter Vergleich gerade im Kontext eines Gesellschafterausschlusses bei der Angemessenheitsbeurteilung durchaus beachtlich ist, zeigt § 7 Abs 3 Satz 2 GesAusG; nach dieser (freilich übernahmerechtlich<sup>215</sup> geprägten) Bestimmung ist bei einem Squeeze-out, der auf ein Übernahmeangebot folgt, das hinsichtlich mehr als 90 % der vom Angebot betroffenen Aktien angenommen wurde, zu vermuten, dass der im Übernahmeangebot bezahlte Preis als angemessene Barabfindung anzusehen ist.<sup>216</sup> Eine Parallele ergibt sich auch zum für die Konzentrationsverschmelzung (*merger of equals*) entwickelten Verhandlungsmodell, dem gemäß ein in einem echten Verhandlungsprozess zwischen unverbundenen Gesellschaften und frei von Interessenkonflikten ermitteltes und von einer qualifizierten Mehrheit der Aktionäre mitgetragenes Umtauschverhältnis keiner (uneingeschränkten) Nachprüfung unterliegen soll.<sup>217</sup>

ME gibt es daher tragfähige rechtliche Gründe, bei der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung eine mehrheitskonsensuale Schätzung zuzulassen, weil etwa *in concreto* ein qualifizierter Mehrheitsvergleich stark für die Angemessenheit der im Vergleich festgelegten Barabfindung spricht.<sup>218</sup>

<sup>203</sup> Vgl *Nutz/Petermair*, WBl 2024, 9 f.  
<sup>204</sup> So aber *Told*, Angemessene Barabfindung und zeitnahe Transaktionen, GES 2022, 108.  
<sup>205</sup> Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl L 142 vom 30.4.2004, S 12.  
<sup>206</sup> Vgl OGH 23.4.2020, 6 Ob 56/20h.  
<sup>207</sup> Vgl *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2013, 166 f; generell kritisch zur Berücksichtigung von außerbörslich für Gesellschaftsanteile gezahlten oder angebotenen Preisen, weil in diese subjektive Wertvorstellungen und Beweggründe einfließen, OLG Düsseldorf 28.11.2022, I-26 W 4/21 (AktE), NZG 2023, 1171; *Fleischer*, GmbHR 2023, 1014.  
<sup>208</sup> KFS/BW 1, Rz 27 f; vgl auch *Kalss*, JBl 1995, 437; *Koppensteiner* in *Köln Komm AktG*, § 305 Rz 82; *Bachmer*, Bewertungskontrolle, 14; *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Rz 218; *Szep in Artmann/Karollus*, AktG<sup>2</sup>, § 220 Rz 12; *Mollnhuber*, GesRZ 2020, 270; OLG Wien 1.10.2020, 6 R 78/20i ua.  
<sup>209</sup> Siehe Pkt VII.4.2.  
<sup>210</sup> OLG Wien 1.10.2020, 6 R 78/20i ua.

<sup>211</sup> Vgl *Brugger*, Unternehmenserwerb<sup>2</sup>, Rz 7.16; *Aschauer/Schiebel*, RWZ 2009, 309; *Hügel/Aschauer*, Pflichtteilsrecht, 284 und 286; *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, 123.  
<sup>212</sup> *H. Foglar-Deinhardstein/Aichinger*, GesRZ 2021, 79 f und 82.  
<sup>213</sup> *H. Foglar-Deinhardstein/Feldscher*, NZ 2022, 176.  
<sup>214</sup> Gutachten des Gremiums zur Überprüfung des Umtauschverhältnisses gem § 225g AktG vom 9.11.2018, Gr 2/16, unter Hinweis auf KFS/BW 1, Rz 12 und 17; *H. Foglar-Deinhardstein/Molitoris/Hartig*, GesRZ 2020, 50 f; *de lege ferenda* für die Zulässigkeit des Mehrheitsvergleichs mit *Inter-omnes*-Wirkung *Wasmann*, AG 2021, 187.  
<sup>215</sup> Zu den unterschiedlichen Zielsetzungen von Gesellschafts- und Übernahmerecht vgl *E. Gruber/H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2014, 75; *H. Foglar-Deinhardstein/Trettnak*, GesRZ 2015, 99 FN 3; siehe FN 181 und 206.  
<sup>216</sup> *Winner*, Wert und Preis, 530 ff; *Kalss/Winner*, Ausgewählte gesellschaftsrechtliche Judikatur in Österreich und Deutschland im vergangenen Arbeitsjahr, GesRZ 2013, 189 (197); *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis, 368 f; *Zottl/Pendl*, GesRZ 2019, 228.  
<sup>217</sup> *Hügel*, Verschmelzung, 161 und 371 f; *Kalss/Winner*, GesRZ 2013, 196 f; *Abur-mieh/Adensamer/H. Foglar-Deinhardstein*, Verschmelzung, Kap V.A Rz 37 ff; *Zottl/Pendl*, GesRZ 2019, 224; vgl auch *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis, 344 ff und 372 ff, mit einem überzeugenden Vorschlag der Auflösung des Spannungsverhältnisses zwischen Verhandlungsmodell und der *Daimler/Chrysler*-Entscheidung (BVerfG 24.5.2012, 1 BvR 3221/10, BVerfGK 19, 415).  
<sup>218</sup> Referierend zur mehrheitskonsensualen Schätzung *M. Arnold/Rothenburg in Fleischer/Hüttemann*, Unternehmensbewertung<sup>2</sup>, Rz 33.61; vgl auch zum von einer qualifizierten Mehrheit mitgetragenen Verhandlungsergebnis bei der Konzentrationsverschmelzung *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis, 344 ff und 372 ff. In der Vorbereitung des AktRÄG 2019 wurde eine explizite gesetzliche Verankerung der Mehrheitsentscheidung im Nachprüfungsverfahren aus Zeitmangel nicht näher geprüft; vgl *S. Bydliński/Walser*, Überblick über das Aktienrechts-Änderungsgesetz 2019, RWZ 2020, 6 (10).

Nicht übersehen werden darf dabei mE, dass das Überprüfungsverfahren gem § 6 GesAusG iVm §§ 225c ff AktG ja nicht der Überprüfung der Unternehmensbewertung – als eine Art Selbstzweck – dient, sondern nur, aber immerhin der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung. Gerade angesichts eines von einer sehr großen Mehrheit akzeptierten Vergleichsangebots sollte es dem Gericht und dem von ihm befassten Sachverständigen daher offenstehen, die Angemessenheit auf Basis einer mehrheitskonsensualen Schätzung zu überprüfen.<sup>219</sup> Dies muss nach zustimmungswürdiger Meinung vor allem dann gelten, „wenn der Verfahrensaufwand, der mit einer Fortsetzung des ... [Verfahrens] verbunden wäre, zu dem voraussichtlichen Erkenntnisgewinn, der aus einer weiteren Vertiefung der vorliegenden Wertgutachten zu erwarten ist, in keinem angemessenen Verhältnis steht. Dies wird jedenfalls immer dann der Fall sein, wenn die vom opponierenden Antragsteller aufgeworfenen Restfragen lediglich im Wege einer Neubegutachtung geklärt werden können. ... Ob der Teilvergleich darüber hinaus auch als Grundlage für die gerichtliche Schätzung der angemessenen Kompensation herangezogen werden darf, muss maßgeblich davon abhängen, welcher Verfahrensaufwand mit einer weiteren Fortsetzung des ... [Verfahrens] verbunden wäre. Jedenfalls die Anordnung einer Neubegutachtung wird in derartigen Fällen stets unverhältnismäßig sein.“<sup>220</sup>

Zu bedenken ist, dass auch die noch so häufige Wiederholung der Überprüfung der Bewertung nie zu einem letztgültigen Ergebnis führen kann: Bei der Bestimmung des quotalen Unternehmenswerts ist klar, dass „es allein um eine Approximation unter Gebrauch eines insgesamt höchst unvollkommenen Arsenal von Bewertungsinstrumenten gehen kann, eine Punktlandung also unmöglich ist.“<sup>221</sup>

Dazu passt auch, dass in der deutschen Rspr und Literatur wiederholt festgehalten wird, dass Aufwand, Kosten und Dauer eines Überprüfungsverfahrens immer in einem angemessenen Verhältnis zum (seriös erwartbaren) Erkenntnisgewinn stehen müssen. So sprach das OLG Stuttgart aus: „Die Grundlagen der Schätzung im Spruchverfahren müssen methodensauber, aber mit verfahrensökonomisch vertretbarem Aufwand geschaffen werden.“<sup>222</sup>

Bemerkens- und bedenkenswert sind auch die dahin gehenden Äußerungen des BGH:

„Einer Beweisaufnahme durch Einholung eines Sachverständigengutachtens bedarf es im Spruchverfahren ... nur, wenn das Gericht streitige Punkte nicht aus eigener Sachkunde beurteilen kann und eine Begutachtung gegenüber den bereits vorliegenden Daten einen Erkenntnisgewinn bringt ...“<sup>223</sup>

„Insbesondere wenn ein Spruchverfahren zu dem Zeitpunkt, zu dem die neue Berechnungsweise bekannt und anerkannt wird, bereits länger andauert, ist der Gewinn an Genauigkeit gegen den weiteren verfahrensrechtlichen und zeitlichen Aufwand abzuwägen. Die Grundlagen der Schätzung müssen im

Spruchverfahren zwar methodensauber, aber mit verfahrensökonomisch vertretbarem Aufwand geschaffen werden ...“<sup>224</sup>

„Zudem gilt, dass jede in die Zukunft gerichtete Prognose, insbesondere die der Ertragswertmethode eigene Beurteilung künftiger Erträge, ihrer Natur nach mit Unsicherheiten behaftet ist. Vor diesem Hintergrund ist es zur Berechnung des vollen Ausgleichs nicht geboten, eine auf zutreffender Tatsachengrundlage beruhende, vertretbare Prognose durch eine andere, ebenfalls notwendigerweise nur vertretbare, zu ersetzen ... Erst recht ist es nicht geboten, zur Bestimmung des ‚wahren‘ Werts der Unternehmensbeteiligung stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen und die Abfindung nach dem Meistbegünstigungsprinzip zu berechnen ...“<sup>225</sup>

Der deutsche Gesetzgeber hat daher jüngst in § 11a SpruchG zur Klarstellung ausdrücklich anerkannt, dass eine mehrheitskonsensuale Schätzung im Nachprüfungsverfahren berücksichtigungswürdig ist: „Einigen sich der Antragsgegner, die gemeinsamen Vertreter und eine Mehrheit von Antragstellern, die mindestens 90 Prozent des von sämtlichen Antragstellern gehaltenen Grund- oder Stammkapitals umfasst, auf eine bestimmte Kompensation, so kann das Gericht deren Höhe im Rahmen seiner Schätzung berücksichtigen.“<sup>226</sup>

## IX. Zusammenfassung in Thesen

1. Das Spannungsfeld zwischen Klarheits- und Komplexitätsfalle stellt sich für den Juristen gleichermaßen dramatisch wie für den Unternehmensbewerter, ist aber auch für beide wohl überhaupt erst der Grund ihrer Existenz.
2. Seriöse Unternehmensbewertungen liefern keine Punktlandungen, sondern können solche einwertigen Festlegungen (Punktwerte), die manchmal wirtschaftlich, bilanziell, rechtlich oder steuerlich erforderlich sind, nur mit einer Bandbreite untermauern oder – sofern der Punktwert außerhalb der Bandbreite (allenfalls zuzüglich einer Erheblichkeitsgrenze) liegt – widerlegen.
3. Die Wertbestätigung am Markt durch reale Transaktionen unter fremden Dritten im redlichen Geschäftsverkehr aus der näheren Vergangenheit geht der gutachtlichen Wertermittlung grundsätzlich vor.
4. Bei dominierten Transaktionen haben die Anteilseigner Anspruch auf Abgeltung des vollen wirtschaftlichen Werts ihrer Anteilsrechte durch volle Abbildung des objektivierten Verkehrswerts.
5. Zumindest bei AGs hat sich die Rspr dahin gehend festgelegt, dass die angemessene Abgeltung durch eine abgeleitete (indirekte, mittelbare) Anteilsbewertung zu ermitteln ist.
6. Auch bei der indirekten Anteilsbewertung sind Differenzierungen, die sich aus Sonderrechten und Anteilsgattungen ergeben, zu berücksichtigen.
7. Bei der Unternehmensbewertung sind nur solche Schadenersatzansprüche zwingend zu berücksichtigen, die vom Schuld-

<sup>219</sup> Vgl auch – schon zur früheren deutschen Rechtslage vor § 11a SpruchG – Drescher in Spindler/Stilz, AktG<sup>4</sup> (2019) § 11 SpruchG Rz 11: „Das Gericht kann aber das Vergleichsergebnis als angemessene Kompensation festsetzen ...“

<sup>220</sup> Deiß, Die Festsetzung der angemessenen Kompensation im Wege einer „mehrheitskonsensualen Schätzung“ im Spruchverfahren, NZG 2013, 1382 (1384 f).

<sup>221</sup> Adolff/Häller in Fleischer/Hüttemann, Unternehmensbewertung<sup>2</sup>, Rz 21.89.

<sup>222</sup> OLG Stuttgart 20.8.2018, 20 W 1/13, NZG 2019, 145; vgl auch Lukas/Geroldinger, Scheingenaugigkeit, 371 und 380.

<sup>223</sup> BGH 21.2.2023, II ZB 12/21 (Hervorhebung hinzugefügt).

<sup>224</sup> BGH 29.9.2015, II ZB 23/14.

<sup>225</sup> BGH 21.2.2023, II ZB 12/21.

<sup>226</sup> Vgl Löbbe, Die grenzüberschreitende Umwandlung nach dem UmRUG, ZHR 187 (2023), 498 (521); Wollin, Zur Reform des Vergleichs im Spruchverfahren, AG 2022, 474 (478 f).

ner nicht bestritten oder durch ein Gericht rechtskräftig festgestellt worden und darüber hinaus auch einbringlich sind.

8. Nicht jede Unternehmensbewertung bei dominierten Transaktionen muss durch einen externen sachverständigen Gutachter erfolgen. Die Einholung eines externen Gutachtens ist insb dann nicht geboten, wenn der notwendige Sachverstand ohnedies unternehmensintern vorliegt.

9. Das Fachgutachten KFS/BW 1 ist selbst keine Rechtsvorschrift, aber bei der Unternehmensbewertung durch Wirtschaftstreuhänder zu beachten. Soweit freilich das Gesetz zwingende Vorgaben für die aus einem spezifischen Anlass durchzuführende Unternehmensbewertung enthält, gingen diese im Falle eines Widerspruchs naturgemäß den fachgutachtlichen Regeln vor. Die privatrechtliche Vereinbarung über die Anwendung bestimmter Bewertungsmethoden und Berechnungsverfahren geht ebenfalls dem Fachgutachten KFS/BW 1 vor, soweit diese Vereinbarung in den Gutachtensauftrag einfließt und der Vereinbarung keine zwingenden rechtlichen Regeln und Bewertungsziele entgegenstehen.

10. Es besteht nach wie vor der Wunsch, dass der Gesetzgeber dem Gremium gem § 225g AktG bei nächster Gelegenheit seine Befugnis zur Gutachtenserstattung zurückgibt.

11. Eine rechtlich vorgeschriebene Methode der Unternehmensbewertung gibt es grundsätzlich nicht. Das Recht gibt aber – insb bei dominierten Transaktionen – das jeweilige Bewertungsziel vor. Die gewählte Bewertungsmethode und die innerhalb einer Methode gewählten Berechnungsverfahren müssen für die rechtlichen Bewertungsziele adäquat sein (Normzweckadäquanz). Diese Normzweckadäquanz muss mE sowohl rechtlich als auch wirtschaftswissenschaftlich gewahrt sein (Methode des Pendelblicks).

12. Eine Abgeltung bei einer dominierten Transaktion, die innerhalb der aus der notwendigen Bandbreite einer Unternehmensbewertung resultierenden Unschärfe liegt, kann nicht als unangemessen qualifiziert werden, sondern ist als „angemessen“ zu bezeichnen.

13. Von einer unangemessenen Barabfindung kann nur ausgegangen werden, wenn 1.) die zugrunde liegende Unternehmensbewertung nicht den Grundsätzen ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung entspricht und 2.) sich daraus nach Ansicht des Gerichts Abweichungen um mehr als 10 % von einer den Grundsätzen ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung entsprechenden Unternehmensbewertung ergeben.

14. Da sich der Unternehmenswert nicht mathematisch exakt bestimmen lässt, beschränkt sich die gerichtliche Tätigkeit im Überprüfungsverfahren auf die Kontrolle der Plausibilität der Unternehmensbewertung, wobei marginale Differenzen innerhalb der Messtoleranz unbeachtlich sind.

15. Um im Einzelfall bei einer börsennotierten Gesellschaft die im Börsenkurs abgebildete Marktkapitalisierung anstelle einer fundamentalen Bewertung als Unternehmenswert heranziehen zu können, wären fundierte und anerkannte Beurteilungskriterien notwendig, anhand derer die Tauglichkeit der Börsikapitalisierung als Bewertungsmaßstab in der konkreten Bewertungssituation eingestuft werden könnte.

16. Der anteilige Unternehmenswert einer börsennotierten Gesellschaft ist im Zuge der gutachtlichen fundamentalanalytischen Bewertung jedenfalls auch durch den Börsenkurs zu plausibilisieren.

17. Der Börsenkurs ist mE keine absolute Untergrenze für die angemessene Abgeltung bei dominierten Transaktionen. Die Wirkung des Börsenkurses als Untergrenze ist in Österreich weder verfassungsrechtlich erforderlich noch gesellschaftsrechtlich passend.

18. Auch Preise aus Vorerwerben bilden mE keine absolute Untergrenze für die angemessene Abgeltung.

19. Für die Bewertung eines Pakets von börsennotierten Aktien, das die zu bewertende Gesellschaft als Teil ihres nicht betriebsnotwendigen Vermögens hält, zieht das OLG Wien einen volumengewichteten Durchschnittskurs von sechs Monaten bis zum Bewertungsstichtag heran. ME wäre bei für die Gesellschaft wesentlichen Aktienpakten auch eine (anteilige) Unternehmensbewertung der Beteiligung vorzunehmen und ein etwaiger Paketzuschlag zu berücksichtigen.

20. Die im Nachprüfungsverfahren in einem Teilvergleich festgelegte Nachzahlung kann im fortgesetzten Überprüfungsverfahren gewürdigt werden und in die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung einfließen. Abhängig von der Teilnahmequote am Teilvergleich kann sich aus der erhöhten Barabfindung gemäß Teilvergleich ein bedeutsamer Fingerzeig auf die Angemessenheit ergeben. Es gibt gute rechtliche Gründe, bei der Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung eine mehrheitskonsensuale Schätzung durch das Gericht zuzulassen, weil etwa *in concreto* ein qualifizierter Mehrheitsvergleich stark für die Angemessenheit der im Vergleich festgelegten Barabfindung spricht.

## X. Schluss

Die Unternehmensbewertung ist – jedenfalls bei dominierten Transaktionen – eine Querschnittsmaterie zwischen Betriebswirtschaftslehre sowie Gesellschafts- und Umgründungsrecht. Sie sträubt sich daher – ihrer Natur gemäß – gegen eine endgültige rechtliche Beschreibung.

Ich schließe daher mit Bertolt Brecht: „Wir stehen selbst enttäuscht und sehn betroffen

Den Vorhang zu und alle Fragen offen.“<sup>227</sup>

<sup>227</sup> Brecht, Der gute Mensch von Sezuan (1964) 144.