

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Mag. Heinrich Foglar-Deinhardstein, LL.M. (KCL)

## Auf den Punkt gebracht? – Aktuelle Überlegungen zum rechtlichen Rahmen für die Unternehmensbewertung

» RWZ 2024/45

Die rechtlichen Rahmenbedingungen für Unternehmensbewertungen stehen nach wie vor im Fokus von Rechtsprechung und literarischer Diskussion. Der Beitrag bietet einen aktuellen Überblick.

### 1. Unternehmensbewertung durch fundamentalanalytische Begutachtung – Praktischer Bedarf und Charakterisierung

Aus wirtschaftlichen, bilanziellen, rechtlichen oder steuerlichen Gründen ergibt sich immer wieder die Notwendigkeit, den Wert eines Unternehmens zu ermitteln. Bei der Bewertung von Unternehmen geht mE grds die **Wertbestätigung am Markt** – also durch reale Transaktionen (oder zumindest verbindliche und finanzierte Angebote) unter fremden Dritten im redlichen Geschäftsverkehr aus der näheren Vergangenheit – der **gutachtlichen Wertermittlung** vor.<sup>1</sup> Da aber solche rezent realisierten Vergleichswerte für das konkret zu bewertende Unternehmen selten vorliegen,<sup>2</sup> besteht ein hoher Bedarf an **Unternehmensbewertungen durch fundamentalanalytische Begutachtung**.<sup>3</sup>

Der häufig erhobene Vorwurf, die gutachtliche Bewertung von Unternehmen Sorge bloß für „*Scheingenaugigkeit*“<sup>4</sup> oder „*Scheinrationalität*“<sup>5</sup> oder führe zu einer „*valuation lottery*“<sup>6</sup> ist – trotz eines wahren Kerns – mE generell überzogen und lässt die Frage nach gangbaren Alternativen unbeantwortet. Seriöse fundamentalanalytische Unternehmensbewertungen liefern freilich keine Punktlandungen, sondern können solche einwertigen Festlegungen (**Punktwerte**), die manchmal erforderlich oder zweckmäßig

sind, nur mit einer **Bandbreite** untermauern oder – sofern der Punktwert außerhalb der Bandbreite (allenfalls zuzüglich einer **Erheblichkeitsgrenze**) liegt – widerlegen.<sup>7</sup>

### 2. Unternehmensbewertung bei dominierten Transaktionen

Aus Sicht des Gesellschafts- und Umgründungsrechts stellt sich die Notwendigkeit, eine Unternehmensbewertung durchzuführen, insb bei vom Gesetz ermöglichten sog **dominierten Transaktionen**. Von einer „dominierten Transaktion“ ist immer dann zu sprechen, wenn ein Anteilseigner auch gegen seinen Willen durch Mehrheitsbeschluss eine Veränderung seiner Eigentumsverhältnisse dulden muss,<sup>8</sup> insb wenn er 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 Vermögensübertragung gem §§ 235 und 236 AktG) oder (2.) zur Teilnahme an einer **Umgründung** verhalten werden kann. Bei Umgründungen sind Bewertungen insb 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>9</sup> Immer gilt das Prinzip, dass dominierte Strukturänderungen zwar uU gegen den Willen, aber nicht auf Kosten der Minderheit möglich sein sollen.<sup>10</sup>

1 H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2024, 38 (39 f, 57) mwN. Vgl Zollner, Zak 2011, 423 (425). AA Schnorbus/Grimm/Detambel, AG 2024, 217 (222 ff) mwN.

2 2 „Net olles, was an Wert hot, muab aa an Preis hom“ (Ambros/Hausner/Vane, A Mensch möcht i bleibn [1974]).

3 H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2024, 38 (40). Vgl J. W. Flume in Freitag/Hoffmann/Hofmann/Schmolke, Marktermöglichung durch Recht im Digitalen Zeitalter (2023) 83 (103 f).

4 Haberer, GesRZ 2016, 95; Spitzer, ZJP 131 (2018) 25 (34 ff, 51); Schwarz, AG 2024, 31 (42); LG Frankfurt am Main 13. 3. 2009, 3-5 O 57/06 NZG 2009, 553.

5 Luttermann, NZG 2007, 611 (614).

6 Vgl Hasselbach/Stepper, BB 2023, 515 (518); Nutz/Petermair, WBI 2024, 1 (9).

7 H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2024, 38 (39, 57) mwN. Vgl Hüller/Adolff in Fleischer/Hüttemann, Unternehmensbewertung<sup>3</sup> (2024) Rz 21.79; Fleischer in Fleischer/Hüttemann, Unternehmensbewertung<sup>3</sup> (2024) Rz 20.41; Schwarz, AG 2024, 31 (40); Karollus, NZ 1995, 193 (199).

8 Klingelhöfer/Follert in FS Bertl (2021) 1065 (1068, 1071); Haberer/Purtscher in Althuber/Schopper, HB Unternehmenskauf & Due Diligence I<sup>2</sup> (2015) 163 (193, 197); Winner in Artmann/Rüffler/Torggler, Unternehmensbewertung und Gesellschaftsrecht (2014) 57 (57 f). Schwarz, AG 2024, 31 (43, 48), spricht von „Zwangsmaßnahmen“.

9 Haberer, GesRZ 2019, 307; Haberer/Purtscher in Althuber/Schopper, HB Unternehmenskauf & Due Diligence I<sup>2</sup> (2015) 163 (195 ff); Winner in Artmann/Rüffler/Torggler, Unternehmensbewertung und Gesellschaftsrecht (2014) 57 (58).

10 P. Doralt, ZGR 1991, 252 (258); Hartlieb, Verbandsvertragsrecht (2023) 336.

Gesellschafts- und Umgründungsrecht geben bei dominierten Transaktionen grds keine strikt durchregulierten Regeln für die Unternehmensbewertung vor, sondern beschränken sich auf die Anordnung **rechtlicher Rahmenbedingungen** und die Vorgabe, jeweils „angemessene“ Gegenleistungen (Umtauschverhältnisse, Zuzahlungen und Abfindungen) unter Anwendung „angemessener“ Methoden zu ermitteln.<sup>11</sup> Dies entspricht dem privatrechtlichen und fragmentarischen Charakter des Gesellschaftsrechts. Fragmentarisch ist das Gesellschaftsrecht insofern, als es bei Weitem nicht lückenlos alle von ihm erfassten Sachverhalte normativ durchdringt.<sup>12</sup> Vielmehr beschränkt es sich auf eine relativ geringe Normierungsdichte und öffnet noch innerhalb des schmalen Normenbestands immer wieder normative Freiräume. Es ist eben nicht Aufgabe des Gesellschaftsrechts, die vielfältige unternehmerische Wirklichkeit in einem Normendickicht zu ersticken.<sup>13</sup>

Daher kann es „keine allgemeingültige Methodik zum (rechtlichen) Umgang mit der Unsicherheit geben [...], die sich zwangsläufig bei jeder Prognose stellt. Jede (Prognose-)Methodik entwickelt sich im Wechselspiel mit der juristischen und der dieser zugrundeliegenden (betriebs-)wirtschaftlichen Fragestellung“.<sup>14</sup>

Die einem Anteilseigner gewährte Abgeltung ist dann „angemessen“, wenn sie den vollen wirtschaftlichen Wert der Anteilsrechte durch **volle Abbildung des objektivierten Verkehrswerts** abgilt.<sup>15</sup> Dies gilt unabhängig davon, ob der Anteilseigner zwangsweise (durch *Squeeze-out*) oder freiwillig (durch *Sell-out*) ausscheidet.<sup>16</sup>

Das Bewertungsregime des Umgründungsrechts strahlt nicht auf Fälle aus, in denen das Ausscheiden eines Gesellschafters auf Basis einer gesellschafts- oder syndikatsvertraglichen Regelung erfolgt. In letzteren Fällen kann daher vertraglich grds vom Maßstab des vollen Werts abgegangen werden.<sup>17</sup>

### 3. Abfindung des quotalen Unternehmenswerts – indirekte Anteilsbewertung

Zumindest bei AGs hat sich die Rechtsprechung dahin gehend festgelegt, dass die angemessene Abgeltung durch eine **abgeleitete (indirekte, mittelbare) Anteilsbewertung** zu ermitteln ist.<sup>18</sup> Rechnerisch kommt es dabei zu einem **zweistufigen Verfahren**: Im ersten Schritt ist der Gesamtwert des Unternehmens der Gesellschaft zu ermitteln; dieser errechnet sich als (auf den Bewertungsstichtag abgezinster) 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>19</sup> Die Maßgeblichkeit der indirekten Anteilsbewertung wird durch § 1203 Abs 2 ABGB, § 137 Abs 2 UGB, § 82 Abs 2 und § 91 Abs 3 GmbHG sowie §§ 53 und 212 AktG bestätigt und untermauert.<sup>20</sup>

Auch bei der indirekten Anteilsbewertung sind mE Differenzierungen, die sich aus **Sonderrechten** und **Anteilsgattungen** ergeben, zu berücksichtigen. Dies folgt schon aus § 2 Abs 1 GesAusG.<sup>21</sup>

Bei der Unternehmensbewertung sind mE nur solche **Schadenersatzansprüche** zwingend zu berücksichtigen, die vom Schuldner nicht bestritten oder durch ein Gericht rechtskräftig festgestellt worden und darüber hinaus auch einbringlich sind.<sup>22</sup>

### 4. Fachgerechte Ermittlung des Unternehmenswerts

Nicht jede Unternehmensbewertung bei dominierten Transaktionen muss durch einen **externen sachverständigen Gutachter** erfolgen.<sup>23</sup> Die Einholung eines externen Gutachtens ist insb

<sup>11</sup> H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2024, 38 (40 f).

<sup>12</sup> H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2024, 38 (40 f); vgl Schnorbus, DB 2001, 1654; Druey in Doralt/Kalss, Franz Klein (2004) 139 (152 f); Mülbart, AcP 214 (2014) 188 (217 f, 287, 292); Fleischer, GmbHR 2023, 1010.

<sup>13</sup> H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2024, 38 (41); vgl Druey in Doralt/Kalss, Franz Klein (2004) 139 (152 f); U. Torggler, JBl 2011, 762 (765); Hitzer/Meyer, ZHR 186 (2022) 702 (715).

<sup>14</sup> Hitzer/Meyer, ZHR 186 (2022) 702 (716).

<sup>15</sup> H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2024, 38 (41, 57), unter Berufung auf OGH 25. 11. 2020, 6 Ob 96/20s GesRZ 2021, 151 (Haberer). Ebenso V. Gass/F. Wirth in FS Bertl (2021) 1055 (1057 f); Klingelhöfer/Follert in FS Bertl (2021) 1065 (1069); Fleischer, GmbHR 2023, 1010 (1011, 1018); Hartlieb/Saurer/Zollner, Anteilsübertragung bei der GmbH (2024) Rz 5.14, 5.15, 5.37.

<sup>16</sup> OGH 25. 11. 2020, 6 Ob 96/20s; Hartlieb/Saurer/Zollner, Anteilsübertragung bei der GmbH (2024) Rz 5.15. AA Winner in Artmann/Rüffler/Torggler, Unternehmensbewertung und Gesellschaftsrecht (2014) 57 (66, 75 f); ähnlich Ruthardt/M. Popp, AG 2020, 248; Ruiz de Vargas, NZG 2021, 1056 (1058).

<sup>17</sup> Hartlieb, Verbandsvertragsrecht (2023) 336 f; Hartlieb/Saurer/Zollner, Anteilsübertragung bei der GmbH (2024) Rz 5.37, 5.38; H. Foglar-Deinhardstein/Feldscher in Adensamer/Mitterecker, HB Gesellschafterstreit Rz 11/116 ff, 11/275.

<sup>18</sup> OGH 12. 5. 2021, 6 Ob 246/20z GesRZ 2021, 241 (H. Foglar-Deinhardstein/Aichinger; Vanovac/Löffler) = ZFR 2021/244 (Hubcheva) = Rüffler, GesRZ 2021, 209; vgl auch OGH 6. 8. 2021, 6 Ob 113/21t = H. Foglar-Deinhardstein/Feldscher, NZ 2022, 165; Koch, AktG<sup>18</sup> (2024) § 305 Rz 23, 51; § 327b Rz 5.

<sup>19</sup> H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2024, 38 (42) mwN. Vgl Hartlieb/Saurer/Zollner, Anteilsübertragung bei der GmbH (2024) Rz 5.17.

<sup>20</sup> H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2024, 38 (42) mwN. Vgl OGH 25. 11. 2020, 6 Ob 96/20s; Hartlieb, Verbandsvertragsrecht (2023) 334 ff; Hartlieb/Saurer/Zollner, Anteilsübertragung bei der GmbH (2024) Rz 5.3, 5.14, 5.15, 5.16. Zum – wegen Streichung der Liquidationshypothese – gegenläufigen rechtspolitischen Trend im deutschen Recht Hartlieb/Saurer/Zollner, Anteilsübertragung bei der GmbH (2024) Rz 5.16 FN 1762; Fleischer, GmbHR 2023, 1005. Rechtshistorischer Überblick bei Korch in Fleischer/Koch/Schmolke, Gesellschaftsrecht im Spiegel großer Debatten (2024) 253 (255).

<sup>21</sup> H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2024, 38 (42 f, 44, 57) mwN; Winner, Wert und Preis 480 f; Obradović in Talos/Winner, EU-UmgrG § 40 Rz 73. AA Hartlieb/Saurer/Zollner, Anteilsübertragung bei der GmbH (2024) Rz 5.29 ff.

<sup>22</sup> H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2024, 38 (43, 57 f) mwN.

<sup>23</sup> H. Foglar-Deinhardstein, GesRZ 2024, 38 (43, 58) mwN. Vgl OGH 23. 4. 2020, 6 Ob 56/20h GesRZ 2020, 356 (H. Foglar-Deinhardstein) = ZFR 2020/222 (A. Gassner).

dann nicht geboten, wenn der notwendige Sachverstand ohnedies unternehmensintern vorhanden ist.<sup>24</sup>

Erstellt ein **Wirtschaftstreuhand** ein Gutachten über die Bewertung eines Unternehmens, ist er an die einschlägigen Fachgutachten gebunden.<sup>25</sup> Die berufsständische Auffassung über die ordnungsgemäße Durchführung von Unternehmensbewertungen ist bekanntlich im **Fachgutachten KFS/BW 1**<sup>26</sup> niedergelegt. Das Fachgutachten KFS/BW 1 ist somit zwar selbst keine Rechtsvorschrift, aber 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. 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.<sup>27</sup>

Das Fachgutachten gibt generell keine sklavisch einzuhaltenen Methoden vor, sondern enthält verschiedene elastische Öffnungsklauseln und hält ausdrücklich fest, dass Auswahl und Anwendung einer bestimmten Methode in der alleinigen Entscheidung und Verantwortung des Wirtschaftstreuhanders liegen.<sup>28</sup>

## 5. Gerichtliche Überprüfung der Unternehmensbewertung

### 5.1. Das Postulat der normgeprägten Unternehmensbewertung

Eine rechtlich vorgeschriebene **Methode** der Unternehmensbewertung existiert grds 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**).<sup>29</sup>

<sup>24</sup> *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup> § 3 GesAusG Rz 35; vgl allgemein *J. Reich-Rohrwig/Zimmermann* in *Artmann/Karollus*, AktG<sup>6</sup> § 84 Rz 192; *Rauter*, GRAU 2023, 41 (44). Ähnlich *Schwarz*, AG 2024, 31 (35, 49).

<sup>25</sup> § 72 Abs 1, § 72 Abs 2 WTBG 2017 iVm § 2 Abs 1 WT-AARL 2017-KSW; *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2024, 38 (44) mwN; vgl *Ladler*, Soft Law und Sorgfaltspflichten (2023) 3, 27, 38, 47 und 250. Zur deutschen Diskussion über die Rechtsverbindlichkeit des Bewertungsstandards IDW S1 *Korch* in *Fleischer/Koch/Schmolke*, Gesellschaftsrecht im Spiegel großer Debatten (2024) 253 (256 FN 10, 260 f, 270, 279).

<sup>26</sup> Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhand zur Unternehmensbewertung vom 26. 3. 2014.

<sup>27</sup> *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2024, 38 (44, 58) mwN.

<sup>28</sup> *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2024, 38 (44) mwN.

<sup>29</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. Vgl *Hartlieb/Saurer/Zollner*, Anteilsübertragung bei der GmbH (2024) Rz 5.18, 5.19; *Schwarz*, AG 2024, 31 (34, 39, 40); *Korch* in *Fleischer/Koch/Schmolke*, Gesellschaftsrecht im Spiegel großer Debatten (2024) 253 (265 ff). Zur Geeignetheit der **Net-Asset-Value-(NAV-)Methode** für die Bewertung von ver-

Diese Normzweckadäquanz muss mE sowohl rechtlich als auch wirtschaftswissenschaftlich gewahrt sein (**Methode des Pendelblicks**).<sup>30</sup>

### 5.2. Die methodisch bedingte Unschärfe von Unternehmensbewertungen

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.<sup>31</sup>

Von einer unangemessenen Abgeltung 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.<sup>32</sup>

## 6. Ermittlung des Unternehmenswerts über die Marktkapitalisierung?

### 6.1. Ausgangspunkt der Diskussion

Umstritten ist, ob bei einer börsennotierten Gesellschaft der Unternehmenswert auch bloß anhand des **Börsekurses** über die **Marktkapitalisierung** – und somit ohne aufwendiges fundamentalanalytisches Bewertungsgutachten – ermittelt werden darf.

Aus ökonomischer Sicht kann aus dem Preis einzelner Aktien oder Aktienpakete nicht ohne Weiteres auf den Gesamtwert des Unternehmens geschlossen werden;<sup>33</sup> der Börsenkurs sollte unter gewöhnlichen Umständen – wegen der fehlenden Möglich-

mögensverwaltenden und Immobiliengesellschaften OLG München 12. 7. 2019, 31 Wx 213/17 NZG 2020, 22; BayObLG 23. 8. 2023, 101 W 184/21; *Ruthardt*, BewertungsPraktiker 2024/02, 64; krit *Quill/Gottmann/Pauli*, Net Asset Value und gerichtliche Abfindungsbemessung im Spruchverfahren, WPg 2021, 1438, 1545.

<sup>30</sup> *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2024, 38 (47, 58) mwN. Vgl *Hitzer/Meyer*, ZHR 186 (2022) 702 (716); *Schwarz*, AG 2024, 31 (34).

<sup>31</sup> *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2024, 38 (47 ff, 58) mwN. Vgl *Koch*, AktG<sup>18</sup> (2024) § 305 Rz 22, § 11 SpruchG Rz 2; *Fleischer* in *Fleischer/Hüttemann*, Unternehmensbewertung<sup>3</sup> (2024) Rz 20.41.

<sup>32</sup> OLG Wien 26. 2. 2021, 6 R 9/20t; *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2024, 38 (47, 49, 58) mwN. Vgl LG Dortmund 30. 1. 2024, 20 O 17/15 (AktE) NZG 2024, 835. Für eine Toleranzgrenze von mindestens 20–30 % *Schwarz*, AG 2024, 31 (51).

<sup>33</sup> *Koppensteiner* in *Kölner Komm AktG*<sup>2</sup> § 305 Rz 37; *Koppensteiner* in *Kölner Komm AktG*<sup>3</sup> § 304 Rz 50, 55 sowie § 305 Rz 53; *Spindler/Klöhn*, Der Konzern 2003, 511 (516 f); *Krejci* in *FS Binder* (2010) 781 (785); *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, 247; *Schulte/Köller/Luksch*, WPg 2012, 380 (384 ff, 394); *Koppensteiner*, JBl 2003, 707 (711); *Bertl/Schiebel*, RWZ 2004, 170 (174 f); *Winner*, Wert und Preis 463 ff; *A. Burger*, Börsenkurse und angemessene Abfindung (2012) 240, 278; *A. Burger*, NZG 2012, 281 (285 ff); *Zottl/Pendl*, GesRZ 2019, 223; *Brugger*, Unternehmensewerb<sup>2</sup> (2020) Rz 7.14; *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2013, 167.

keit, auf Basis der einzelnen Aktie die Gesellschaft zu steuern – einen Minderheitsabschlag einpreisen.<sup>34</sup> Der Börsenkurs spiegelt also idR nicht den anteiligen Unternehmenswert wider, sondern die Bewertung der einzelnen Streubesitzanteile durch den Kapitalmarkt.<sup>35</sup>

## 6.2. Divergenzen zwischen österreichischer und deutscher Judikatur

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>36</sup> Demgegenüber hat der **deutsche BGH** in seiner Entscheidung zum *WCM-Fall*<sup>37</sup> ausdrücklich festgehalten, dass eine Schätzung auf Basis des Börsenkurses eines Unternehmens jedenfalls als geeignet angesehen werden müsse, um den Unternehmenswert und in der Folge den wahren Wert der Beteiligung von abzufindenden Aktionären annähernd zu bestimmen. Bewertungsobjekt sei die Unternehmensbeteiligung des Aktionärs und nicht das Unternehmen. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Teilnehmer des Kapitalmarkts nicht ausgegangen werden könne, sodass der Börsenkurs keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaubt, könnte der Anteilswert nicht unter Rückgriff über den Börsenkurs ermittelt werden.

Diese deutsche Rechtsprechung wurde neulich durch eine weitere BGH-Entscheidung<sup>38</sup> bestätigt: Der Börsenwert einer Gesellschaft sei grds geeignet, sowohl deren bisherige Ertragslage als auch deren künftige Ertragsaussichten im Einzelfall hinreichend abzubilden, und könne daher Grundlage für einen angemessenen Ausgleich sein. Eine allfällige Plausibilisierung des Börsenwerts durch einen nach dem Ertragswertverfahren ermit-

telten Unternehmenswert begegne freilich keinen grundsätzlichen Bedenken. Es gebe aber **kein Regel-Ausnahme-Verhältnis zwischen dem Ertragswertverfahren und der Heranziehung von Börsenkursen** zur Bestimmung des Werts einer Beteiligung, sondern jede Methode könne im Einzelfall sowohl zur Bestimmung des wahren Wertes als auch als Plausibilisierungs- und Kontrollüberlegung geeignet sein.<sup>39</sup> Das **OLG Frankfurt/M.**<sup>40</sup> hat auf Basis der Judikatur des BGH jüngst den Börsenkurs auch als geeignete Schätzgrundlage für Abfindungsleistungen beim verschmelzungsrechtlichen *Squeeze-out* gem § 62 Abs 5 dUmwG iVm §§ 327a ff dAktG anerkannt. Allerdings wurde aufgrund von Restzweifeln der Ertragswert zu Kontrollzwecken in die Betrachtung einbezogen.

Für die deutsche Praxis wird daher erwartet, dass **Bewertungsgutachten** auch bei einer Abfindungsbemessung anhand des Börsenkurses weiterhin **zur Plausibilisierung** zweckmäßig sein werden.<sup>41</sup>

## 6.3. Stellungnahme

ME kann die Argumentation des BGH nicht unbesehen ins österreichische Recht transferiert werden, zumal bei einer Bewertung über den Börsenkurs keine indirekte Anteilsbewertung stattfindet, wie sie der OGH aber für Aktiengesellschaften einfordert. Der Verkehrswert der einzelnen Aktie, der sich im **Börsenkurs** abbildet, ist nämlich etwas anderes als der auf die Aktie entfallende **quotale Unternehmenswert**.<sup>42</sup>

Dass die Kapitalmarktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft eines Unternehmens im Grundsatz zutreffend bewerten und diese angemessene Bewertung sich dementsprechend im Börsenwert niederschlägt, ist eine „wertende Annahme“, die in Deutschland Rechtsprechung und Gesetzgeber (vgl nunmehr insb § 255 dAktG) getroffen haben.<sup>43</sup> In der wirtschaftlichen Realität ist aber der angenommene Unternehmenswert nur einer von verschiedensten Aspekten, der in die Bildung des Börsenkurses am Kapitalmarkt einfließt – ein besonders wichtiges Element ist die Renditeerwartung, die sich wiederum in Erwartungen an Dividenden und an Kursgewinne aufgliedern

<sup>34</sup> *Winner*, Wert und Preis 467 ff; *Winner*, JBl 2007, 434 (439); *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss 123, 182 f; *Aschauer/Schiebel*, RWZ 2009, 309 f; *Hügel/Aschauer* in *Barth/Pesendorfer*, Praxishandbuch des neuen Erbrechts (2016) 227 (284); *A. Burger*, Börsenkurse und angemessene Abfindung (2012) 278 ff, 290; *A. Burger*, RdW 2012, 393 (397); *A. Burger*, NZG 2012, 288 f; *Ruthardt/Hachmeister*, NZG 2014, 455 (456); *Hirschler* in *Artmann/Rüffler/Torggler*, Unternehmensbewertung und Gesellschaftsrecht (2014) 13 (17 f); *J. W. Flume* in *Freitag/Hoffmann/Hofmann/Schmolke*, Marktermöglichkeit durch Recht im Digitalen Zeitalter (2023) 83 (107); vgl auch *J. Reich-Rohrwig*, *ecolex* 2004, 112 (113 f); *Brugger*, *Unternehmenserwerb*<sup>2</sup> (2020) Rz 7.14, 7.18; *Ruthardt/M. Popp*, AG 2020, 244.

<sup>35</sup> *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2024, 49 f mwN.

<sup>36</sup> OGH 9. 3. 1999, 4 Ob 353/98k; 6. 6. 2001, 6 Ob 109/01z ÖBA 2002, 135 (*Kalss*) = *van Husen*, *ecolex* 2001, 839 = *Wenusch*, 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*) = *Knauder*, ZFR 2009, 96 = *Wilhelm*, *ecolex* 2009, 929 = *Leupold/Ramharter*, ÖJZ 2010, 807 = *Leupold*, ÖBl 2010, 164 = *Koppensteiner*, RdW 2010, 132 = *Eilmansberger/Rüffler*, RdW 2010, 319 = *Koppensteiner*, ÖBl 2016, 52.

<sup>37</sup> 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*) = *M. Popp*, AG 2023, 801 = *Witt*, ZGR 2023, 921.

<sup>38</sup> BGH 31. 1. 2024, II ZB 5/22 BB 2024, 1328 (*Peemöller*) = *Leuering/Rubner*, NJW-Spezial 2024, 336 = GWR 2024, 201 (*Kittner*) = DB 2024, 1539 (*Biller*) = NZG 2024, 935 (*Möllers/Kolbe*).

<sup>39</sup> 39 Krit dazu aus rechtspraktischer Sicht *Möllers/Kolbe*, NZG 2024, 942 f.

<sup>40</sup> OLG Frankfurt am Main 9. 2. 2024, 21 W 129/22 = *Bungert/Strothotte*, DB 2024, 650 = NZG 2024, 882 (*Decher*) = *Patloch-Kofler/Keskin*, LexisNexis Rechtsnews 35223 (25. 3. 2024).

<sup>41</sup> *Witt*, ZGR 2023, 921 (935); *Bungert/Strothotte*, DB 2024, 650; *Biller*, DB 2024, 1540; *Decher*, NZG 2024, 897.

<sup>42</sup> So wohl auch *Koch*, AktG<sup>18</sup> (2024) § 305 Rz 23. Vgl zum Unterschied zwischen Verkehrswert des Anteils und Verkehrswert des Unternehmens schon *J. Reich-Rohrwig*, *ecolex* 2004, 112 (113 f).

<sup>43</sup> *Häller/Adolff* in *Fleischer/Hüttemann*, Unternehmensbewertung<sup>3</sup> (2024) Rz 18.83, 18.84c. Vgl *Schnorbus/Grimm/Detambel*, AG 2024, 217 (221); *Korch* in *Fleischer/Koch/Schmolke*, Gesellschaftsrecht im Spiegel großer Debatten (2024) 253 (263 f). Skeptisch zur Relevanz von § 255 dAktG – als Kapitalaufbringungsvorschrift – für Bewertungen bei dominierten Transaktionen *Schwarz*, AG 2024, 31 (43, 48 ff, 51). Vgl ähnlich *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2024, 38 (40 FN 24).

lässt.<sup>44</sup> Diese unterschiedlichen wertbildenden Faktoren geben der einzelnen Aktie einen Preis, lassen aber keine mechanischen Rückschlüsse auf den Unternehmenswert zu. Vielmehr sind im aktuellen Börsenkurs unterschiedlichste Gesichtspunkte eingepreist, die teilweise wenig bis nichts mit dem (vom Kapitalmarkt angenommenen) Unternehmenswert zu tun haben.

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 Börsekapitalisierung als Bewertungsmaßstab in der konkreten Bewertungssituation eingestuft werden könnte.<sup>45</sup>

## 7. Plausibilisierung der Bewertung durch den Börsenkurs als Wertindikator

Der anteilige Unternehmenswert einer börsennotierten Gesellschaft ist nach hA im Zuge der gutachtlichen fundamentalanalytischen Bewertung jedenfalls auch durch den Börsenkurs zu plausibilisieren.<sup>46</sup> Bei der Beurteilung des Börsenkurses ist keine Stichtagsbetrachtung, sondern eine Durchschnittsbetrachtung

- 44** Zu den preisbildenden Faktoren für den Preis bzw Kurs einer Aktie *H. Foglar-Deinhardstein*, NZ 2017, 321 (328 FN 61); *Rohregger/D. Wagner* in *Lewis*, JB Wirtschaftsstrafrecht und Organverantwortlichkeit 2019 (2019) 127 (128 f); *Ruthardt/M. Popp*, AG 2020, 244.
- 45** Vgl *Rabel*, RWZ 2020, 416 (426); *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2024, 38 (52, 58) mwN. Ähnlich *J. W. Flume* in *Freitag/Hoffmann/Hofmann/Schmolke*, Marktermöglichung durch Recht im Digitalen Zeitalter (2023) 83 (107 f).
- 46** KFS/BW 1 Rz 17, 150; *FAUB des IDW*, WPg 2021, 958 ff; *Großfeld/Egger/Tönnies*, Unternehmensbewertung<sup>9</sup> Rz 109, 112, 1225 f, 1250; *Hüttemann* in *Fleischer/Hüttemann*, Unternehmensbewertung<sup>3</sup> (2024) Rz 1.66 f; *Kalss*, Anlegerinteressen (2001) 519; *G. E. Tichy*, RWZ 2000, 168 (168 f, 171); *Aschauer*, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss 93, 122; *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup> § 220 AktG Rz 23, § 220a AktG Rz 15, § 2 GesAusG Rz 14; *Brugger*, Unternehmenserwerb<sup>2</sup> (2020) Rz 7.19; *Hügel/Aschauer* in *Barth/Pesendorfer*, Praxishandbuch des neuen Erbrechts (2016) 227 (284, 286); *Brix/Purtscher* in *Bertl/Hirschler/Aschauer*, HB Wirtschaftsprüfung (2019) 1581 (1598); *Eckert/Schopper* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON § 220 Rz 14; *Aburumieh/Adensamer/H. Foglar-Deinhardstein*, Verschmelzung V.A Rz 35; *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2024, 38 (52, 58) mwN. AA *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out Rz 231; *A. Burger*, RdW 2012, 397 ff; *A. Burger*, NZG 2012, 285 ff, 289; differenzierend *Häller/Adolff* in *Fleischer/Hüttemann*,

von sechs Monaten vorzunehmen, wobei die Referenzperiode mit dem Tag der Bekanntmachung der geplanten Strukturmaßnahme, also etwa des geplanten Gesellschafterausschlusses, endet.<sup>47</sup>

## 8. Börsenkurs als Untergrenze der angemessenen Abgeltung?

Der Börsenkurs ist mE keine absolute Untergrenze für die angemessene Abgeltung bei dominierten Transaktionen.<sup>48</sup> Die Wirkung des Börsenkurses als Untergrenze ist in Österreich weder verfassungsrechtlich erforderlich noch gesellschaftsrechtlich passend.<sup>49</sup>

Auch Preise aus Vorerwerben bilden mE keine absolute Untergrenze für die angemessene Abgeltung.<sup>50</sup>

Unternehmensbewertung<sup>3</sup> (2024) Rz 18.83; für eine wechselseitige Plausibilisierung *Ruthardt/M. Popp*, AG 2020, 245 f.

- 47** OLG Wien 1. 10. 2020, 6 R 78/20i ua = *H. Foglar-Deinhardstein/Aichinger*, GesRZ 2021, 74; OLG Linz 5. 5. 2021, 6 R 47/21f; *Winner*, Wert und Preis 476; *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out Rz 233; *Aschauer/Schiebel*, RWZ 2009, 311; *Mollnhuber*, Umtauschverhältnis (2017) 328; *Mollnhuber*, GesRZ 2020, 258 f, 262 f; *Zottl/Pendl*, GesRZ 2019, 223; *Kalss*, Verschmelzung – Spaltung – Umwandlung<sup>3</sup> § 2 GesAusG Rz 14; *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2024, 38 (52).
- 48** *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2024, 38 (53 ff) mwN. AA OLG Wien 1. 10. 2020, 6 R 78/20i ua = *H. Foglar-Deinhardstein/Aichinger*, GesRZ 2021.
- 49** *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2024, 38 (55, 58) mwN.
- 50** *Koch*, AktG<sup>18</sup> (2024) § 327b Rz 5; *Bungert/Strothotte*, DB 2024, 650; *H. Foglar-Deinhardstein*, GesRZ 2024, 38 (56, 58) mwN; *Schnorbus/Grimm/Detambel*, AG 2024, 217 (222). AA *Told*, GES 2022, 108.



### Der Autor:

Mag. Heinrich Foglar-Deinhardstein, LL.M. ist Rechtsanwalt und Partner bei CERHA HEMPEL Rechtsanwälte GmbH. Seine Tätigkeitsschwerpunkte sind Gesellschafts-, Umgründungs- und Stiftungsrecht sowie M&A. Er ist Co-Herausgeber von Praxiskomentaren zum GmbHG und zum AktG sowie Co-Autor des Handbuchs Gesellschafterstreit und des Praxisleitfadens Verschmelzung.

🌐 [lesen.lexisnexis.at/autor/Foglar-Deinhardstein/Heinrich](https://lesen.lexisnexis.at/autor/Foglar-Deinhardstein/Heinrich)

Foto: Cerha Hempel

**LexisNexis Zeitschriften**  
Das Wichtigste. Das Neueste. Gedruckt & digital.  
[zeitschriften.lexisnexis.at](https://zeitschriften.lexisnexis.at)