

Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss

von
Ewald Aschauer

Linde

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	5
Inhaltsverzeichnis	7
Abkürzungsverzeichnis	13
1. Einleitung.....	17
2. Ausschluss von Gesellschaftern	19
2.1. Ausschluss eines Gesellschafters nach österreichischem Recht....	19
2.1.1. Entwicklung des Gesellschafterausschlusses	19
2.1.2. Gesellschafterausschluss nach dem GesAusG	20
2.1.2.1. Regelungszweck.....	20
2.1.2.2. Allgemeiner Gesellschafterausschluss	23
2.1.2.3. Ausschlussverfahren	24
2.1.2.4. Rechtsfolgen des Gesellschafterausschlusses	26
2.1.2.4.1. Barabfindung	26
2.1.2.4.2. Übertragung der Anteile	27
2.1.2.5. Gesellschafterausschluss nach einem Übernahmeangebot	27
2.1.2.5.1. Europäische Rechtsgrundlage.....	27
2.1.2.5.2. Umsetzung der Übernahme-Richtlinie im GesAusG	28
2.1.3. Weitere Möglichkeiten des Gesellschafterausschlusses	29
2.1.3.1. Umwandlungsgesetz	30
2.1.3.1.1. Verschmelzende Umwandlung	30
2.1.3.1.2. Errichtende Umwandlung.....	31
2.1.3.2. Nicht verhältnismäßige Spaltung	32
2.1.3.3. Übertragende Auflösung	33
2.1.3.4. Stufenweise Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss.....	35
2.1.3.5. Ausschluss aus wichtigem Grund	35
2.1.4. Systematik der Ausschlussregelungen	36
2.1.5. Vergleichbare Fragestellungen.....	36
2.1.5.1. Aufgriffsrechte	36
2.1.5.2. Austrittsrechte	37
2.1.5.3. Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge....	37
2.1.5.4. Einziehung von Partizipationskapital.....	37
2.1.6. Exkurs: Ausschluss eines Gesellschafters aus einer Personengesellschaft	38
2.2. Gesellschafterausschluss im deutschen Recht	38
2.2.1. Allgemeiner Gesellschafterausschluss	38

2.2.2.	Kapitalmarktrechtlicher Gesellschafterausschluss	39
2.2.3.	Übertragende Auflösung	40
2.2.4.	Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss	41
2.2.5.	Vergleichbare Fragestellungen.....	41
2.2.5.1.	Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinn- abführungsvertrages	41
2.2.5.2.	Beherrschungsvertrag (ohne Gewinn- abführungsvertrag) nach dem dAktG.....	42
2.2.5.3.	Mischverschmelzung nach dem dUmwG	43
2.2.5.4.	Formwechsel nach dem dUmwG	43
2.2.5.5.	Abfindung beim Delisting.....	43
3.	Unternehmensbewertung in der Betriebswirtschaft	45
3.1.	Grundlagen der Unternehmensbewertung	45
3.1.1.	Wert und Preis.....	45
3.1.2.	Entwicklung der Bewertungskonzeptionen.....	48
3.1.2.1.	Objektive Wertkonzeption	48
3.1.2.2.	Subjektive Wertkonzeption	48
3.1.2.3.	Funktionale Wertkonzeption.....	49
3.1.2.3.1.	Kölner Funktionslehre	49
3.1.2.3.2.	Funktionslehre der Praxisstandards ...	51
3.1.2.4.	Marktorientierte Wertkonzeption.....	52
3.1.3.	Überblick über die betriebswirtschaftlich verfügbaren Verfahren	54
3.1.3.1.	Einzelbewertungsverfahren, Substanzwert- verfahren	54
3.1.3.2.	Gesamtbewertungsverfahren.....	54
3.1.3.3.	Mischverfahren	55
3.2.	Methoden der Unternehmensbewertung in der betriebs- wirtschaftlichen Lehre	56
3.2.1.	Investitionstheorie	56
3.2.1.1.	Rahmenbedingungen investitionstheoretischer Unternehmensbewertung.....	57
3.2.1.1.1.	Allgemeines zur Entscheidungs- wertermittlung	57
3.2.1.1.2.	Zu Grunde liegende Zielsetzung des Entscheidungsträgers.....	59
3.2.1.1.3.	Optimierung im Rahmen des individuellen Entscheidungsfelds	61
3.2.1.2.	Ermittlung des Entscheidungswerts mittels Ertragswertverfahrens	62
3.2.1.2.1.	Grundsätze der Kapitalwertmethode .	63
3.2.1.2.2.	Relevante Zahlungsströme.....	66

3.2.1.2.2.1.	Begriff der relevanten Zahlungsströme	66
3.2.1.2.2.2.	Prognose der Zahlungsflüsse	67
3.2.1.2.3.	Relevanter Kalkulationszinssatz	69
3.2.1.2.3.1.	Fiktiver Fall des vollkommenen Markts	71
3.2.1.2.3.2.	Normalfall des unvollkommenen Kapitalmarkts	73
3.2.1.2.3.3.	Totalmodell, approximative Dekomposition	76
3.2.1.2.3.4.	Kalkulationszinssatz in der Praxis	79
3.2.1.2.4.	Berücksichtigung von Unsicherheit	80
3.2.1.2.4.1.	Unsicherheitsverdichtende Verfahren	82
3.2.1.2.4.1.1.	Sicherheitsäquivalenzmethode	82
3.2.1.2.4.1.2.	Risikozuschlagsmethode	83
3.2.1.2.4.2.	Unsicherheitsoffenlegende Verfahren	85
3.2.1.2.4.2.1.	Sensitivitätsanalyse	86
3.2.1.2.4.2.2.	Risikoanalyse	86
3.2.1.2.5.	Beurteilung des Ertragswertverfahrens	87
3.2.1.3.	Reproduktionswert und Liquidationswert als Spezialfall des Entscheidungswerts	88
3.2.1.4.	Schiedswert	90
3.2.2.	Finanzierungstheorie	91
3.2.2.1.	Theorie der Kapitalstruktur	93
3.2.2.2.	Theorie des Rendite-Risiko-Zusammenhangs	97
3.2.2.2.1.	Portefeuille-Selektion von Markowitz	98
3.2.2.2.2.	Kapitalmarktklinie – Tobin Separation	102
3.2.2.2.3.	Wertpapierlinie – CAPM	104
3.2.2.2.4.	Anwendung des CAPM im Rahmen der Unternehmensbewertung	105
3.2.2.2.4.1.	CAPM in der Praxis	107
3.2.2.2.4.2.	Kritische Würdigung des CAPM	109
3.2.2.3.	Unternehmensbewertung mittels DCF-Methoden	111
3.2.2.3.1.	APV-Methode	113
3.2.2.3.2.	WACC-Methode	114
3.2.2.3.3.	Equity-Methode	115
3.2.2.3.4.	Beurteilung der DCF-Verfahren	116

3.2.2.4. Unternehmensbewertung mittels Realoptionsansatz.....	118
3.2.3. Preise und Preisermittlungsverfahren	122
3.2.3.1. Börsenkurs und Börsenwert	122
3.2.3.2. Tatsächliche Preise für Anteile des zu bewertenden Unternehmens	124
3.2.3.3. Vergleichsverfahren	124
3.2.3.3.1. Vergleichsverfahren im engeren Sinne	125
3.2.3.3.2. Multiplikatorverfahren.....	125
3.2.3.3.3. Würdigung	126
4. Normorientierte Bewertung von Unternehmen	128
4.1. Grundlagen der normorientierten Unternehmensbewertung	128
4.1.1. Bewertung im Recht.....	128
4.1.2. Rechts- oder Tatfrage	130
4.2. Rechtliche Vorgaben zur Bemessung des Abfindungsanspruches.....	132
4.2.1. Vorgabe durch den verfassungsrechtlichen Vermögensschutz	133
4.2.1.1. Öffentliches Interesse.....	134
4.2.1.2. Verhältnismäßigkeit und Adäquanz	135
4.2.1.2.1. Bestandsinteresse	135
4.2.1.2.2. Vermögensinteresse	136
4.2.1.3. Konkretisierung durch die Judikatur	137
4.2.1.4. Volle Entschädigung als verfassungsrechtliche Vorgabe	139
4.2.2. Weitere rechtliche Vorgaben.....	140
4.2.2.1. Gleichbehandlungsgrundsatz	140
4.2.2.2. Nachprüfbarkeitspostulat	142
4.2.2.3. Angemessene Abfindung innerhalb des Zwecks des Gesellschafterausschlusses	144
4.3. Normorientierte Bewertung zur Festsetzung der angemessenen Abfindung	145
4.3.1. Rahmenbedingung des Normwerts	146
4.3.1.1. Dominierte Bewertungssituation.....	146
4.3.1.2. Festlegung eines fairen Preises	146
4.3.1.3. Wert- bzw. Preisschätzung durch das Gericht	147
4.3.1.4. Vorfragen zur zweckadäquaten Bewertungs- methode	148
4.3.1.4.1. Zukunftsbezogenheitsprinzip.....	148
4.3.1.4.2. Stichtagsprinzip	148
4.3.1.4.3. Optimale Investitions- und Finanzie- rungspolitik	150
4.3.1.4.4. Vollausschüttung	150

4.3.2. Entscheidungswert als normzweckadäquater Wert.....	151
4.3.2.1. Anwendung des Ertragswertverfahrens	153
4.3.2.2. Problematik der Ermittlung des Grenzpreises und Lösungsansätze	154
4.3.2.3. Rechtsprechung	159
4.3.2.4. Würdigung	159
4.3.3. Schiedswert als normzweckadäquater Wert.....	159
4.3.3.1. Problematik des Schiedswertkonzepts	161
4.3.3.2. Rechtsprechung	162
4.3.3.3. Würdigung	163
4.3.4. Orientierung an einem (fiktiven) Marktpreis	163
4.3.4.1. Rechtliche Forderung der Gesamtbewertung des Unternehmens	163
4.3.4.2. Wahrer Wert und (fiktiver) Verkehrswert.....	167
4.3.4.3. Entscheidungswert aus Sicht eines „typisierten“ Erwerbers des gesamten Unternehmens.....	169
4.3.4.3.1. Rechtsprechung.....	172
4.3.4.3.2. Würdigung	173
4.3.4.4. Entscheidungswert aus Sicht des Mehrheits- gesellschafters	173
4.3.4.5. Marktwert als normzweckadäquater Wert	174
4.3.4.5.1. Rechtsprechung.....	179
4.3.4.5.2. Würdigung	179
4.3.4.6. Mittels Preisschätzverfahren ermittelter Preis als normzweckadäquater Wert	180
4.3.4.6.1. Würdigung	182
4.3.4.7. Börsenkurs als normzweckadäquater Wert.....	182
4.3.4.7.1. Börsenkurs als Normwert	182
4.3.4.7.2. Börsenwert als Untergrenze des Normwerts	184
4.3.4.7.3. Berechnung des Devestitionswerts der Aktie	185
4.3.4.7.4. Rechtsprechung.....	186
4.3.4.7.5. Würdigung	187
4.3.4.8. Paralleltransaktionen und Vorerwerbe.....	187
4.3.4.8.1. Übernahmerechtlicher Gesellschafter- ausschluss	188
4.3.4.8.2. Gesellschaftsrechtlicher Gesellschafterausschluss.....	189
4.3.4.8.3. Würdigung	191
4.3.4.9. Liquidationswert	191

4.3.5. Berücksichtigung von Verbundeffekten	192
4.3.5.1. Meinungsübersicht	193
4.3.5.2. Stellungnahme.....	195
4.3.5.3. Rechtsprechung	197
5. Zusammenfassung der wesentlichsten Ergebnisse	198
Literaturverzeichnis	204
Stichwortverzeichnis	223