

1. Einleitung

Der Gesetzgeber erlaubt unter gewissen Bedingungen den Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern aus Kapitalgesellschaften, um strukturelle Vereinfachungen im Unternehmen zu ermöglichen, die mit Rücksicht auf den Minderheitsgesellschafter nicht möglich wären.¹ Der Gesellschafterausschluss ist eine Maßnahme, die ein Hauptgesellschafter ohne Zustimmung eines Minderheitsgesellschafters durchführen kann. Die Transaktion kommt daher nicht zu einem frei verhandelten Preis zustande, sondern es ist durch normorientierte Unternehmensbewertung ein (Abfindungs-)Betrag festzulegen, zu dem die Gesellschaftsanteile vom Minderheitsgesellschafter auf den Hauptgesellschafter übergehen. Die Ermittlung der Abfindung ist in der Praxis regelmäßig die Schlüsselfrage.² Eine Konkretisierung, wann die Abfindung dem normierten Angemessenheitserfordernis entspricht, wurde vom Gesetzgeber nicht vorgenommen und ist somit aus übergeordneten Rechtsprinzipien abzuleiten.³ Die Fragen der Unternehmensbewertung werden daher zum Gegenstand rechtlicher Überlegungen, d. h. zum „Rechtsproblem“.

Zur Lösung des Rechtsproblems können nur betriebswirtschaftliche Überlegungen beitragen. In der betriebswirtschaftlichen Unternehmensbewertungstheorie begegnet man, neben allgemein anerkannten Grundsätzen, zu gewissen Bewertungsfragen einem durchaus heterogenen Meinungsbild. Die größte Auseinandersetzung in der Bewertungsdiskussion wurde durch das Zusammentreffen von zwei unterschiedlichen Wissenschaftsrichtungen ausgelöst. Die international gebräuchlichen Bewertungsverfahren der Finanzierungstheorie sind auf die im deutschsprachigen Raum etablierten Modelle der Investitionstheorie gestoßen. Hieraus hat sich insbesondere ein Streit zwischen „Ertragswertverfahren“ und „DCF-Modellen“ entzündet. Ein Schwerpunkt der Arbeit liegt darauf, herauszuarbeiten, welche trennenden und verbindenden Elemente zwischen den unterschiedlichen Bewertungsmodellen bestehen, auf welchen Annahmen die einzelnen Verfahren basieren und mit welchen Problemen die Bewertung nach den jeweiligen Methoden behaftet ist. Darüber hinaus werden weitere Überlegungen der Betriebswirtschaft, beispielsweise zu Preisen und Preisermittlungsverfahren, dargestellt. Dies dient als Grundlage für die im Anschluss zu diskutierende rechtsgeprägte Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss.

Der oben beschriebene rechtliche Rahmen ergibt sich aus verfassungsrechtlichen und weiteren gesellschaftsrechtlichen Vorgaben, wie vor allem dem Gleichbehandlungsgrundsatz und dem Nachprüfbarkeitspostulat. Darüber hinaus ist auch der zentrale Zweck des Gesellschafterausschlusses zu beachten. Der dem abzufindenden Gesellschafter zustehende Vermögensausgleich muss sich innerhalb der

¹ Vgl. *Kalss*, Das neue Recht des Gesellschafterausschlusses, in: *Der Gesellschafter* 2006, S. 40.

² *Winner*, Wert und Preis im neuen Recht des Squeeze-out, in: *JBl* 2007, S. 434.

³ Vgl. *Großfeld*, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, Münster 2002, S. 17.

rechtlichen Vorgaben bewegen. Bei der Entwicklung des Normwerts durch Zusammenführung der Bewertungsmodelle und des Rechtsrahmens ergeben sich zahlreiche Problemstellungen. Im Folgenden sollen nur ausgewählte Aspekte kurz umrissen werden:

Eine Hauptschwierigkeit für die Normwertermittlung ergibt sich beispielsweise aus der Vorgabe des gesellschaftsrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes. Demnach muss jeder Gesellschafter mit einer Beteiligung am Unternehmen, die rechtlich als gleich zu qualifizieren ist, den gleichen Abfindungsbetrag erhalten. Aus betriebswirtschaftlicher Sicht ergibt sich dabei das Problem, dass ein Wert grundsätzlich immer nur für ein konkretes Bewertungssubjekt ermittelbar ist und bei unterschiedlichen Bewertungssubjekten aus zahlreichen Gründen erheblich abweicht (Subjektivitätsprinzip⁴).

Als weiterer Aspekt in diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass für den Normwert letztendlich ein einziger Betrag festgesetzt werden muss, der als Ausgleich für den Anteilsverlust gewährt wird. Während daher der rechtliche Zweck auf eine faire Preisfindung gerichtet ist, ist es beispielsweise für den Entscheidungswert ausreichend, wenn eine sinnvolle Bandbreite als Grenzwert gefunden werden kann.

Die Abweichungen zwischen den Anforderungen bei rechtsgeprägter Unternehmensbewertung und den Anforderungen für ökonomische Bewertungszwecke führen dazu, dass ungeklärt ist, welcher der zur Verfügung stehenden Wertkonzeptionen (Entscheidungswert, Schiedswert, Marktwert, Börsenwert, ...) bzw. welches der von der Betriebswirtschaft entwickelte Verfahren (z. B. Ertragswertverfahren oder DCF-Verfahren) grundsätzlich den Zweck der Normwertermittlung erfüllt. Uneinigkeit besteht weiterhin hinsichtlich der Rolle des Börsenkurses sowie der Berücksichtigung von Paralleltransaktionspreisen und Vorerwerbspreisen.

Eng verbunden mit der zweckadäquaten Wertkonzeption ist ein weiterer offener Punkt. Dieser betrifft die Behandlung von Verbundeffekten, die sich durch den Ausschluss des Minderheitengesellschafters für den Mehrheitengesellschafter ergeben: Fraglich ist, ob der Minderheitengesellschafter an dem zusätzlichen Nutzen, der dem Mehrheitengesellschafter durch den Ausschluss entsteht, beteiligt werden soll oder ob dieser Wert gänzlich dem Mehrheitengesellschafter zukommen soll.

Ziel der Arbeit ist es, den für den Gesellschafterausschluss zweckadäquaten Normwert hinsichtlich der oben beschriebenen Problemfelder näher zu konkretisieren und insofern eine Unterstützung für Bewertungen im Zuge des Gesellschafterausschlusses zu geben.

⁴ Vgl. Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1983, S. 23 ff.

2. Ausschluss von Gesellschaftern

2.1. Ausschluss eines Gesellschafters nach österreichischem Recht

Ein Gesellschafter kann unter gewissen Voraussetzungen ohne wichtigen Grund aus der Gesellschaft ausgeschlossen werden. Der Ausschluss oder Squeeze-out eines Gesellschafters stellt durch den Verlust der Gesellschafterstellung einen Eingriff in dessen Eigentum dar. Der Gesetzgeber erkennt aber Gründe an, die diesen Eingriff in das Eigentumsrecht des Gesellschafters allgemein und unabhängig von einem wichtigen Grund rechtfertigen und lässt unter bestimmten Voraussetzungen Minderheitsausschlüsse im Gesellschaftsrecht zu. Der Mehrheitsgesellschafter kann daher durch Beschluss einseitig in das Bestandsinteresse des Minderheitsgeellschafters eingreifen. Zum Ausgleich muss das Vermögensinteresse des Gesellschafters umfassend geschützt sein. Dem ausgeschlossenen Gesellschafter muss für den unfreiwilligen Austritt ein Ausgleich erbracht werden, der einem Angemessenheitserfordernis unterworfen ist und den der Gesellschafter auch gerichtlich überprüfen lassen kann. Für die Verwirklichung des Vermögensschutzes ist eine Bewertung des Gesellschaftsanteils notwendig.⁵

2.1.1. Entwicklung des Gesellschafterausschlusses

Im österreichischen Recht hat die Möglichkeit des Gesellschafterausschlusses schon lange Bestand. Der Squeeze-out von Minderheitsgesellschaftern konnte einerseits schon seit 1938 durch die Einführung der verschmelzenden Umwandlung des deutschen Umwandlungsgesetzes 1934 und andererseits durch eine nicht verhältniswahrende Spaltung nach SpaltG seit dem EU-GesRÄG 1996 durchgesetzt werden.⁶

Eine Neuregelung hat der Gesellschafterausschluss anlässlich der Übernahme-Richtlinie mit der Umsetzung durch das Gesellschafterausschlussgesetz (GesAusG) erfahren. Die Übernahme-Richtlinie schreibt den Mitgliedstaaten vor, im Anschluss an ein erfolgreiches Übernahmeangebot ein Recht auf Squeeze-out einzuführen, wenn eine bestimmte Beteiligungsschwelle überschritten wird.

Obwohl die europäische Vorgabe nur Anpassungen erfordert hätte, hat der Gesetzgeber den Anlass genutzt, um den Gesellschafterausschluss insgesamt neu und einheitlich durch das Gesellschafterausschlussgesetz (GesAusG) zu regeln. Dies erfolgt vor allem aus dem Grund, dass die bisherigen Möglichkeiten einerseits von unterschiedlichen Voraussetzungen abhängig waren und durch Verwerfungen im Rechtsschutz geprägt waren; andererseits war nur schwer erklärbar, warum eine

⁵ Vgl. *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, München 2007, S. 6.

⁶ Vgl. *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Wien 2006, S. 18, Rz. 6.

Übertragung des gesamten Vermögens im Weg der Universalsukzession erforderlich ist, wenn in vielen Fällen der einzige Zweck der Transaktionen im Ausschluss von Aktionären mit 10 % oder weniger als 10 % des Grundkapitals liegt.⁷ Die Notwendigkeit der Vermögensübertragung hat viele bedeutende Konsequenzen, etwa bei öffentlich-rechtlichen Berechtigungen oder im steuerrechtlichen Kontext.⁸

Mit dem GesAusG wurde ein zentrales Instrument für den Gesellschafterausschluss in Österreich geschaffen. Zwar lässt das österreichische Gesellschaftsrecht neben dem Ausschluss nach GesAusG noch andere Möglichkeiten offen, einen Gesellschafter auszugliedern, doch soll auch dort das Schutzniveau des GesAusG gegeben sein.⁹ Mit einem gleichen Rechtsschutzstandard sollen Anreize zur Umgehung des GesAusG ausgeschaltet werden.¹⁰

2.1.2. Gesellschafterausschluss nach dem GesAusG

Das GesAusG hat seine Regelungswurzeln im Umgründungsrecht. Novum des GesAusG war es, dass damit der Gesellschafterausschluss auch ohne Umgründungsmaßnahmen verwirklicht werden kann.¹¹ Das GesAusG enthält grundsätzlich zwei Arten von Ausschlussvorschriften: einerseits den allgemeinen Gesellschafterausschluss gem. § 1 GesAusG, andererseits den kapitalmarktrechtlichen Gesellschafterausschluss nach einem Übernahmeangebot gem. § 7 GesAusG, der der Umsetzung der Übernahme-Richtlinie dient. In weiterer Folge wird daher zwischen diesen beiden Ausschlusssreglements unterschieden.

2.1.2.1. Regelungszweck

Nach den Gesetzesmaterialien zum GesAusG soll die Schaffung wettbewerbsfähigerer und reaktionsschnellerer Unternehmens- und Kontrollstrukturen ermöglicht werden, die ohne Minderheitsgesellschafter leichter zu verwirklichen sind.¹² Dem Mehrheitsgesellschafter soll auf diese Weise eine effektive Führung der Gesellschaft ermöglicht werden.¹³ Der Mehrheitsgesellschafter wird durch den Ausschluss der Minderheit zum Alleingesellschafter, was aus unterschiedlichen Gründen Vorteile für den Mehrheitsgesellschafter bringt. Beispielsweise können Verwaltungstechnische Kosten eingespart werden. Darunter fällt, dass eine vereinfachte Hauptversammlung stattfinden kann, weil Versammlungsformalien nicht mehr zu beachten sind. Weiterhin wird häufig bei einem Rückzug von der Börse der Ausschluss der

⁷ Winner, Wert im Zivilrecht, Habilitation in Wien, 2006, S. 364.

⁸ Vgl. Kalss/Zollner, Squeeze-out, Wien 2007, S. 140, Rz. 3.

⁹ 1334 BlgNR 22. GP, zu Art. 6 (GesAusG).

¹⁰ 1334 BlgNR 22. GP, zu Art. 6 (GesAusG).

¹¹ Vgl. Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, Wien 2006, S. 18, Tz. 4.

¹² 1334 BlgNR 22. GP, zu Art. 6 (GesAusG).

¹³ Grunewald, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl., 2005, § 327a, Rz. 2.

Streubesitzaktionäre vorangehen. Kosten, die durch ein sog. going private reduziert werden können, ergeben sich im Zusammenhang mit Zulassungspflichten bzw. erhöhten Publizitätspflichten an der Börse.¹⁴ Die Vereinfachung der Unternehmensführung wird auch bei einer Konzernumgestaltung oder Sanierungsübernahmen angestrebt.¹⁵ Insbesondere zur Überwindung von Hold-up-Situationen, bei denen Minderheitsanteilseigner hauptversammlungspflichtige Unternehmensentscheidungen durch Anfechtungen zumindest zeitlich verzögern können, wird ein Mehrheitsgesellschafter den Gesellschafterausschluss durchführen.¹⁶

Ein bedeutendes Motiv für den Gesellschafterausschluss ist, die Belastung durch die Rücksichtnahme auf Minderheitsinteressen zu vermeiden.¹⁷ Nach einem Gesellschafterausschluss entfällt mangels Minderheit jeglicher Minderheiten-schutz.¹⁸ Die Verletzung von Minderrechten kann schwerwiegende Folgen haben. Diese reichen von der Vernichtbarkeit von Gesellschafterbeschlüssen über das Risiko von Schadenersatzansprüchen bis hin zur Geltendmachung der Nichtigkeit von Rechtsgeschäften zwischen Mehrheitsgesellschafter und Gesellschaft.¹⁹ Die Kosten, die aus solch einer Verletzung des Minderheitenschutzes resultieren, können sehr hoch sein. Dementsprechend ist der Mehrheitsgesellschafter bestrebt, die Gefahr durch den Ausschluss der Minderheit zu vermeiden.

Der Gesellschafterausschluss ist folglich eine Maßnahme, die vor allem im Interesse des Mehrheitsgesellschafters liegt, da den durch die Minderheitengesellschafter verursachten Mehrkosten nur ein geringer Beitrag der Kapitalbeschaffung gegenübersteht.²⁰ Andererseits ist aber auch ein (zumindest schwaches) öffentliches Interesse durch eine Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen gegeben.²¹ Zumindest modelltheoretisch steigert die Normierung einer Ausschlussmöglichkeit unter Abfindung der Minderheitengesellschafter die Kapitalmarkteffizienz, da Trittbrettfahrerverhalten (free-rider) von Minderheitsaktionären überwunden werden können und damit effiziente Transaktionen gesteigert werden können.²² Durch das klassische Vertragsmodell ist es für den Mehrheitsgesellschafter bei einem etwas breiteren Gesellschafterkreis im Regelfall nicht möglich, die Anteile aller Minderheitengesellschafter zu erwerben. Dies resultiert einerseits

¹⁴ *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, München 2007, S. 174.

¹⁵ *Winner*, Wert im Zivilrecht, Habilitation in Wien, 2006, S. 352.

¹⁶ Vgl. *Schilling*, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären, Bochum 2006, S. 250.

¹⁷ Für eine Übersicht der Minderrechte vgl. *Kalss/Linder*, Minderheits- und Einzelrechte von Aktionären, Wien 2006.

¹⁸ Vgl. *Hüffer*, Kommentar zum Aktiengesetz, 2003, § 327a, Rz. 1.

¹⁹ *Gall/Potyka/Winner*, Squeeze-out, Wien 2006, S. 17, Tz. 1.

²⁰ Vgl. *Kalss*, Das neue Recht des Gesellschafterausschlusses, in: Der Gesellschafter 2006, S. 40.

²¹ Vgl. 1334 BlgNR 22. GP, Erläuterungen zu Art. 6 GesAusG; vgl. *Winner*, Squeeze-out und Schutz des Eigentums, in: Der Gesellschafter 2006 S. 13.

²² Vgl. *Schilling*, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären, Bochum 2006, S. 421.

daraus, dass dem Mehrheitsgesellschafter die gegenüberliegende Verhandlungsseite wegen Anonymität mitunter gar nicht bekannt ist. Andererseits besteht die Gefahr, dass einzelne Gesellschafter versuchen, durch anhaltenden Widerstand einen möglichst hohen Kaufpreis zu erzielen.²³ Transaktionsvorteile, die der Mehrheitsgesellschafter erwirtschaften könnte, würden dadurch zu den Minderheitsgesellschaftern verschoben werden. Dies wird als sog. Gefahr des Hold-out bezeichnet. Die Gesellschafterausschlussmöglichkeit schützt vor einer Hold-out-Situation, weil dem Mehrheitsgesellschafter die Möglichkeit gegeben wird, Minderheitsanteile zu erlangen, ohne dem Minderheitsgesellschafter eine Monopolstellung zu verschaffen. Dies kann nach Gall/Potyka/Winner²⁴ sogar dazu führen, dass beide Seiten ein Interesse am Vertragsabschluss haben, wenn der Nutzen der Anteile in der Hand der Mehrheit höher ist als bei der Minderheit. Der Gesellschafterausschluss soll dazu dienen, dass wohlfahrtssteigernde Übertragungen angesichts der Hold-out-Problematik überhaupt zustande kommen.

Der Gesetzgeber erlaubt den Gesellschafterausschluss nur bei Gesellschaften, in denen es einen dominanten Hauptgesellschafter gibt (90-%-Anteil). Mit dem Erfordernis, dass ein Rechtsträger bzw. ein Konzernverbund Hauptgesellschafter sein muss, wird sichergestellt, dass der Gesellschafterausschluss nur dem Zweck der Strukturbereinigung und der Vereinfachung der Entscheidungs- und Berichtsstruktur und den damit verbundenen Kostensparnissen zur Verfügung steht.²⁵ Die Minderheitsgesellschafter mit weniger als 10 % des Grund- bzw. Stammkapitals sind in den Augen des Gesetzgebers, vor allem bei der Aktiengesellschaft, hauptsächlich aus einem Vermögensinteresse und weniger aus einem Bestandsinteresse an der Gesellschaft beteiligt.²⁶

Im Falle der GmbH erkennt der Gesetzgeber zwar ein stärkeres Bestandsinteresse der GmbH-Gesellschafter mit einer Minderheitsbeteiligung gegenüber den Aktionären einer AG an; insgesamt wird aber auch bei den GmbH-Gesellschaftern davon ausgegangen, dass das Vermögensinteresse an der Beteiligung überwiegt und eine Ausschlussmöglichkeit daher gerechtfertigt ist.²⁷ Als weiteres Argument wird angeführt, dass sich die Minderheitsgesellschafter ohnehin auch gegen den Ausschluss schützen können, da die Durchführung eines Squeeze-out im Gesellschaftsvertrag bzw. in der Satzung oder durch vertragliche Vereinbarungen ausgeschlossen werden kann.²⁸ Ein weiterer Grund ist, dass der Gesellschafterausschluss auch schon vor Einführung des GesAusG verwirklicht werden konnte und mit dem GesAusG der Rechtschutz gegenüber der alten Rechtslage angehoben wurde.

²³ Winner, Wert im Zivilrecht, Habilitation in Wien, 2006, S. 352.

²⁴ Vgl. Gall/Potyka/Winner, Squeeze-out, S. 29, Rz. 31.

²⁵ Vgl. Kalss, Das neue Recht des Gesellschafterausschlusses, in: Der Gesellschafter 2006, S. 43.

²⁶ Vgl. 1334 BlgNR 22. GP, S. 27.

²⁷ 1334 BlgNR 22. GP, S. 27.

²⁸ 1334 BlgNR 22. GP, S. 27.