

Berücksichtigung von Synergieeffekten in der Unternehmensbewertung

Wirtschaftsuniversität Wien - WP/StB Dr. Matthias Popp

10. November 2021

Ihr Ansprechpartner



Dr. Matthias Popp

Wirtschaftsprüfer – Steuerberater
Partner

matthias.popp@ebnerstolz.de

Tel. +49 711 2049-1330

Mobil +49 171 76 666 06

Tätigkeitsschwerpunkte

- › Aktien- und umwandlungsrechtliche Unternehmensbewertungen sowie Angemessenheitsprüfungen
- › Gerichts- und Schiedsgutachten in Abfindungsfällen
- › Fairness Opinions

Fachexpertise

- › Mitglied im Fachausschuss Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaftslehre (FAUB) des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW) seit 2006
- › Vielfältige Publikationen zur Unternehmensbewertung
 - § 12 in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2019, 2. Aufl. (mit Frederik Ruthardt)
 - Kapitel C in: WPH-Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018
 - Vergangenheitsanalyse sowie Besteuerung in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., 2019
- › Mehr als 20 Jahre Erfahrung

Inhaltsverzeichnis

1	Verbundberücksichtigungsprinzip nach Moxter	4
2	Aufteilungsmaßstäbe nach Winner und Kalss	7
3	Zuordnungs- und Aufteilungsfragen	11
4	Irrelevanz von Grenzpreis- und Schiedswertüberlegungen	13
5	Stand alone-Prinzip	20

Inhaltsverzeichnis

1	Verbundberücksichtigungsprinzip nach Moxter	4
2	Aufteilungsmaßstäbe nach Winner und Kalss	7
3	Zuordnungs- und Aufteilungsfragen	11
4	Irrelevanz von Grenzpreis- und Schiedswertüberlegungen	13
5	Stand alone-Prinzip	20

Verbundberücksichtigungsprinzip – oft kategorisch verlangt Reines Erklärprinzip ohne Bezug zur Barabfindungsberechnung

Differenzierung zwischen verbund**un**abhängigen und verbund**ab**hängigen Grenzpreise

Käuferperspektive

	Unternehmen U verbund un abhängiger Grenzpreis	Unternehmen V verbund ab hängiger Grenzpreis	Unternehmen U + V Gruppengrenzpreis
	100	100	250
Variante 1	Kaufpreis verbund ab hängiger Grenzpreis 150	Grenzpreis 100	Gruppengrenzpreis 250
Variante 2	Grenzpreis 130	Kaufpreis 120	Gruppengrenzpreis 250

Käuferperspektive

- › Gruppengrenzpreis (GE 250) größer als die Summe der verbund**un**abhängigen Grenzpreise (2 * GE 100)
- › Variante 1: Rückrechnung vom Gruppengrenzpreis: GE 250 – bezahlter Kaufpreis (GE 150) = verbund**ab**hängiger Grenzpreis (GE 100)
- › Variante 2: Rückrechnung vom Gruppengrenzpreis: GE 250 – bezahlter Kaufpreis (GE 120) = verbund**ab**hängiger Grenzpreis (GE 130)

Veräußererperspektive

	Unternehmen U verbund ab hängiger Grenzpreis	Ausgliederungseffekt	Unternehmen U + V Gruppengrenzpreis
	150	-50	250
	Unternehmen U verbund ab hängiger Grenzpreis	Unternehmen V Kaufpreis	Unternehmen U + V Gruppengrenzpreis
	130	120	250

Verkäuferperspektive

- › Bei Verkauf nur eines Unternehmens entfallen für ihn die Verbundeffekte (sog. Ausgliederungseffekt)
- › Um den Ausgliederungseffekt (GE -50) erhöht sich der verbund**ab**hängigen Grenzpreis (GE 150) für U. auf ein Niveau, das dessen Ertragskraft nicht rechtfertigt
- › Verkaufsabsicht für U. und V.: erst wenn ein Kaufpreis (GE 120) feststeht, lässt sich für das andere Unternehmen der verbund**ab**hängige Grenzpreis (GE 130) berechnen

Verbundberücksichtigungsprinzip (Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 1983)

Fazit

- › Es gibt keinen zwingenden Maßstab für eine gerechte Beteiligung von abzufindenden Minderheiten am Verbundeffekt
- › Ein fiktives Verhandlungsergebnis scheitert daran, dass für die Bestimmung des gesuchten Grenzpreises die Vorfrage zu klären ist, wieviel Ertrag die Minderheit eigentlich aufgibt, wenn sie ausscheidet

Zitierte / nicht mehr zitierte **Rechtsprechung**

- › OLG Hamburg, 17.8.1978, 11 W 2/79, AG 1980, S. 163 ff. bzw. DB 1980, S. 77 ff. (keine Verrechnung von steuerlichen Verlusten des zu bewertenden Unternehmens mit steuerlichen Gewinnen einer weiteren Beteiligung der Hauptaktionärin)
- › LG Dortmund, 31.10.1980, 18 AktE 2/79, AG 1981, S. 236 ff.
- › Folgeinstanz: OLG Düsseldorf, 17.2.1984, 19 W 1/81, DB 1984, S. 817 ff. (Vertretbarkeit der impliziten Zuordnung der Verbundvorteile nach dem Verhältnis der Unternehmenswerte)

Inhaltsverzeichnis

1	Verbundberücksichtigungsprinzip nach Moxter	4
2	Aufteilungsmaßstäbe nach Winner und Kalss	7
3	Zuordnungs- und Aufteilungsfragen	11
4	Irrelevanz von Grenzpreis- und Schiedswertüberlegungen	13
5	Stand alone-Prinzip	20

Winner, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 16.33

Für Deutschland: hälftige Aufteilung auf Hauptaktionär und zu bewertendes Unternehmen sei konsequent, weil beide zu den Synergieeffekten beitragen, führe aber dazu, dass dem Mehrheitsaktionär mindestens 97,5 % des gesamten Synergiepotenzials zukommen

Zeile	Squeeze out Deutschland				Haupt- aktionär	Minderheits- aktionär	Gesellschafterausschluss Österreich				Haupt- aktionär	Minderheits- aktionär
1	Anteilsquote				95,0%	5,0%	Anteilsquote				90,0%	10,0%
2	Anzahl Aktien	Stück	20.000		19.000	1.000	Anzahl Aktien	Stück	20.000	18.000	2.000	
3	Ertragswert	TEUR	1.000,00		950,00	50,00	Ertragswert	TEUR	1.000,00	900,00	100,00	
4	Ertragswert je Aktie	EUR			50,00	50,00	Ertragswert je Aktie	EUR		50,00	50,00	
5	Barwert der Synergien	TEUR	100,00				Barwert der Synergien	TEUR	100,00			
6	hälftige Aufteilung (1)	TEUR	50,00				hälftige Aufteilung (1)	TEUR	50,00			
7	quotale Verteilung (2)	TEUR			47,50	2,50	quotale Verteilung (2)	TEUR		45,00	5,00	
8	effektive Quote an der Synergie gesamt				97,5%	2,5%	effektive Quote an der Synergie gesamt				95,0%	5,0%
9	Synergie je Aktie	EUR			2,50	2,50	Synergie je Aktie	EUR		2,50	2,50	
10	Gesamtunternehmenswert		EUR		52,50	52,50	Gesamtunternehmenswert		EUR	52,50	52,50	

Zeile 8: Halbierung (TEUR 50,00) für den Hauptaktionär + 95 % von EUR 50,00 gemäß Anteilsquote (= EUR 47,50) ergibt EUR 97,50 bzw. 97,5 % von TEUR 100 – unsachgerechter Vergleich zweier Prozentzahlen (95,0 % Mehrheitsbeteiligung vs. 97,50 % des Synergiepotenzials), die sich auf unterschiedliche Bemessungsgrundlagen beziehen.

Kalss, in: MüKoAktG, 5. Aufl., 2020, GesAusG § 2, Rn. 12

1. Häufigte Aufteilung auf Hauptaktionär und zu bewertendem Unternehmen
2. Gesamtunternehmenswert inkl. Synergieanteil auf Ebene der zu bewertenden Gesellschaft anteilmäßig (aliquot) zwischen Hauptaktionär und Minderheitsgesellschafter aufteilen

Zeile	Squeeze out Deutschland			Haupt- aktionär	Minderheits- aktionär	Gesellschafterausschluss Österreich			Haupt- aktionär	Minderheits- aktionär
1	Anteilsquote			95,0%	5,0%	Anteilsquote			90,0%	10,0%
2	Gesamtunternehmenswert	TEUR	1.050,00			Gesamtunternehmenswert	TEUR	1.050,00		
3	quotale Verteilung			997,50	52,50	quotale Verteilung			945,00	105,00
4	Anzahl Aktien	Stück	20.000	19.000	1.000	Anzahl Aktien	Stück	20.000	18.000	2.000
	Gesamtunternehmenswert					Gesamtunternehmenswert				
5	je Aktie	EUR		52,50	52,50	je Aktie	EUR		52,50	52,50
6	davon Synergie je Aktie	EUR		2,50	2,50	davon Synergie je Aktie	EUR		2,50	2,50

Zeile 6: Es ergibt sich ein Synergiewert je Aktie von EUR 2,50 (einheitlich für die Mindestquoten in Deutschland und Österreich)

Unterschied zu Winner: Hälfte der Synergieeffekte geht in den Gesamtunternehmenswert ein (TEUR 1.050,00), der dann quotal nach den Beteiligungsquoten aufgeteilt wird.

Aufteilungsgegenstand? – oftmals völlig unklar

- › Synergiepotenzial
- › echte Synergien
- › positive echte Synergien
- › Synergiegewinne
- › Transaktionsgewinne
- › Verbundeffekte
- › etc.

Selektive Urteilszitation als Quelle für Missinterpretationen

- › OLG Frankfurt, 28.3.2014, 21 W 15/11, Tz. 147 (juris) – „Wella“
- › „...in einem ersten Schritt von einer **hälftigen Aufteilung** der durch den Unternehmensvertrag entstehenden Verbundvorteile aus (vgl. Az. 21 W 13/11)“
- › Verweis auf OLG Frankfurt, 29.4.2011, 21 W 13/11, Tz. 50 (juris) – „hälftig“ findet sich dort nicht
- › Aufteilung Wella – Procter & Gamble

	Wella EUR Mio.	P & G EUR Mio.	Summe EUR Mio.
Synergiepotenzial			300
- echte Synergieeffekte			-182
zu verteilen	46	72	<u>118</u>
<i>v.H. in Bezug auf Potenzial</i>	15%		
<i>v.H in Bezug auf unechte</i>	39%		

- › OLG Frankfurt, 5.12.2013, 21 W 36/12, Tz. 123 (juris) – „Hoechst“
- › ... führt zu einer etwa **hälftigen Aufteilung** der erwarteten Synergien.“
- › Aufteilungsschlüssel ist jedoch das Verhältnis der Marktkapitalisierung (Tz. 124)

Inhaltsverzeichnis

1	Verbundberücksichtigungsprinzip nach Moxter	4
2	Aufteilungsmaßstäbe nach Winner und Kalss	7
3	Zuordnungs- und Aufteilungsfragen	11
4	Irrelevanz von Grenzpreis- und Schiedswertüberlegungen	13
5	Stand alone-Prinzip	20

Zuordnungs- und Aufteilungsfragen

Die Zuordnung und Aufteilung von Synergiepotenzialen aus allgemeiner betriebswirtschaftlicher Sicht bedarf der Konkretisierung im Hinblick auf den hier gesuchten objektivierten Wert

Vorab: Feststellung der Höhe des aufzuteilenden Synergiewertes

Aus betriebswirtschaftlicher Sicht ist eine eindeutige Zuordnung zu den beteiligen Unternehmen idR nicht möglich

- > Aufteilung nach dem Verhältnis der Unternehmenswerte
 - contra: erfordert eine gesonderte Bewertung des herrschenden Unternehmens
- > größenorientierte Aufteilung
 - wie messe ich „Größe“? Umsatz, Marktkapitalisierung, EBIT, etc.
- > „ursachenergründende“ Aufteilung (auf welcher Quelle beruht das Optimierungspotenzial?)
- > „notfalls“ hälftige Aufteilung

Rationale Begründungen für die Vorzugswürdigkeit einer dieser Methoden bzw. logisch zu begründende Aufteilungsmaßstäbe fehlen



Normzweckadäquate Überlegungen für Zwecke der Abfindungsbewertung notwendig

Inhaltsverzeichnis

1	Verbundberücksichtigungsprinzip nach Moxter	4
2	Aufteilungsmaßstäbe nach Winner und Kalss	7
3	Zuordnungs- und Aufteilungsfragen	11
4	Irrelevanz von Grenzpreis- und Schiedswertüberlegungen	13
5	Stand alone-Prinzip	20

Irrelevanz von Grenzpreisen (1)

Ein Kernproblem der fachübergreifenden Diskussion ergibt sich, wenn Betriebswirte Gerechtigkeitsüberlegungen anstellen, ohne das relevante (Abfindungs-)Recht zu berücksichtigen und Juristen, in betriebswirtschaftlichen Hypothesen rechtliche Argumente sehen, ohne diese als solche zu erkennen.

Wie kann ein in der Vermittlungsfunktion tätiger WP in einer Konfliktsituation unter Berücksichtigung der verschiedenen subjektiven Wertvorstellungen der Parteien einen **Einigungswert** feststellen? Ein subjektiver Wert lässt sich kaum feststellen,

- › weil gegensätzliche Gutachten oder andere nachvollziehbare Dokumentationen nicht vorliegen
- › weil solche Stellungnahmen primär argumentativen Charakter haben und damit den „wahren“ Grenzpreis verdecken
- › weil kein Einigungsbereich besteht

Fraglicher **Zeitpunkt** für den Grenzpreis des (künftigen) Hauptaktionärs

- › Vorfeld der Absichtserklärung für ein freiwilliges Übernahmeangebot
- › wenn der Angebotspreis über den (Plural) zigfachen Grenzpreisen der bisherigen Aktionäre liegt, ist das Übernahmeangebot erfolgreich
- › (spätere) objektivierte Unternehmenswert für die Abfindung ist noch nicht bekannt
- › keine Aussage über das Verhältnis des (früheren) Grenzpreises des Hauptaktionärs zum (späteren) objektivierten Wert möglich

Irrelevanz von Grenzpreisen (2)

Vielzahl von Minderheitsaktionären verhindert die Bildung eines (Singular) Grenzpreises zum Tag des Beschlusses über den Gesellschafterausschluss.

Exkurs: Worauf zielen professionelle Minderheitsaktionäre ab?

- › Erhöhung der Barabfindung für typischerweise sehr geringe Aktienanzahl um einige Prozent?
- › öVfGH, 27.6.2018, G30/2017, S. 26: Keine Bewertung der Anteile nach der Gewinnerwartung, sondern danach, was der Mehrheitsaktionär den Minderheitsaktionären zahlt, um ihr obstruktives Verhalten loszuwerden
- › BFH, 23.3.2021, XI B 69/20, Tz. 2 (BeckRS): Weiterleitung von 50 % bis 80 % der Rechtsanwaltsgebühren an den Minderheitsaktionär; Tz. 15 (BeckRS): Zustimmung zu hohen Streitwerten
- › RA Kollrus, MDR 2012, S. 66, 69: .. so viele Planannahmen als möglich in Frage zu stellen und sei es nur darum, Verwirrung zu stiften, um die Androhung des Gerichts zu provozieren, neue kostenintensive Sachverständigengutachten einzuholen, und so wenigstens die Vergleichsbereitschaft des Verfahrensgegners zu fördern.
- › OGH Wien, 24.10.2019, 6 Ob 138/19s: S. 2 f.: zusätzlicher Kostenersatz (neben der Abfindung) je Antragsteller von EUR 2.500 [bis 49 Aktien] bis max. EUR 100.000 [ab 5.000 Aktien], soweit anwaltlich vertreten zzgl. Pauschalgebühr EUR 256

Irrelevanz von Grenzpreisen (3)

Begrifflichkeit: Wenn und soweit in der deutschen Rechtsprechung als Bewertungsziel auf einen Grenzpreis abgestellt wird, so ist festzuhalten, dass

- › die Rechtsprechung die Sprache der Funktionenlehre verwendet, ohne ihr zu folgen und
- › der BGH (z.B. 29.9.2015, II ZB 23/14, Tz. 42) diese Wendung als Synonym für den zu ermittelnden „wahren“ Unternehmenswert verwendet

Betriebswirtschaftlich ist zu beachten, dass

- › echte Synergieeffekte nur den (Käufer-)Grenzpreis – bei gesellschaftsrechtlichen Bewertungsanlässen mithin den (subjektiven) Grenzpreis des Mehrheitsaktionärs – beeinflussen
- › Für die Ermittlung eines Grenzpreises, den ein potenzieller Erwerber z.B. in einem Bieterverfahren zu zahlen bereit gewesen wäre, besteht indes im Rahmen von Konzernierungsmaßnahmen kein Anlass (vgl. OLG Düsseldorf, 22.3.2018, 26 W 1/14, Tz. 46 (BeckRS))
- › Im (Verkäufer-)Grenzpreis der außenstehenden (Minderheits-)Aktionäre sind echte Synergieeffekte aus der Strukturmaßnahme dagegen nicht enthalten
- › Aufgrund seiner kleinen Beteiligung ist ein außenstehender Aktionär i.d.R. nicht in der Lage Einfluss auf die Gesellschaft in einer Weise auszuüben, dass er daraus positive Synergien, wie z.B. eine Zusammenarbeit in der Produktion oder in der Distribution, erzielen könnte.

Irrelevanz von Grenzpreisen (4)

Lösungsansatz **Marktpreis** der zu bewertenden Gesellschaft?

- › It. Aschauer, Unternehmensbewertung bei Gesellschafterausschluss, 2009, S. 195, soll sich der Marktpreis aus der Fülle der subjektiven Entscheidungswerte der Minderheitsaktionäre und dem subjektiven Entscheidungswert des Hauptaktionärs ergeben
- › ohne gesicherte Feststellung über die Entscheidungswertdifferenz ist eine Aufteilung von Synergieeffekten rational nicht möglich
- › Vermutung, dass der Marktpreis der zu bewertenden Unternehmens Synergieeffekte enthalte, hilft für deren Quantifizierung nichts
- › Zirkelschluss: der Entscheidungswert hängt von der Aufteilung des Mehrwerts ab, dessen Verteilung gerade gesucht wird

Fazit:

Für Zwecke der Abfindungsermittlung im Rahmen des Gesellschafterausschlusses spielen subjektive Werte, die in betriebswirtschaftlich geprägten Bewertungsstandards selbstverständlich reflektiert sind (vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 48 ff; KFS/BW 1 i.d.F. 2014, Tz. 89 ff.), nach der eindeutigen Bewertungspraxis in Deutschland wie in Österreich und der ganz herrschenden Meinung der Rechtsprechung (siehe nachstehend) keine Rolle.

Irrelevanz von Schiedspreisüberlegungen (1)

Lösungsbeitrag des **Schiedswertkonzepts** der betriebswirtschaftlichen Funktionenlehre, das einen (fingierten) Einigungswert zwischen dem (typisierten) Käufer- und Verkäufergrenzpreis vorsieht, für eine Beteiligung ausscheidender Aktionäre

- › an echten Synergieeffekten aus der die Abfindung auslösenden Strukturmaßnahme
- › oder an einer allgemeinen Grenzpreisdifferenz?

Lösungsbeitrag **Gerechtigkeitsgesichtspunkte**, zur Aufteilung eines Mehrwerts – auch Transaktionsgewinn genannt –, der sich erst bei dem Ausschluss der Minderheitsgesellschafter ergibt (vgl. Winner, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 16.30)?

Gesetzliche Normierung des Gesellschafterausschlusses, da ökonomische Verhandlungslösungen zum Verkauf bzw. Erwerb der Minderheitenanteile gerade nicht zum Tragen kommen („hold out-Problem“).

Mit Gerechtigkeitsüberlegungen lässt sich nicht begründen, dass den Minderheitsaktionären bloße abstrakte Chancen werterhöhend zustehen sollen, die das Unternehmen ohne den Bewertungsanlass nicht selbst verwirklichen könnte.

Lösungsansatz „**corporate opportunities**“ für eine Teilhabe der abzufindenden Aktionäre an den Synergiepotenzialen (vgl. Winner, in: Fleischer/Hüttemann (Hrsg.), Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2019, Rz. 16.25 und Rz. 16.73)?

- › Bietet sich der Gesellschaft eine **Geschäftschance**, so hat der Vorstand diese wahrzunehmen (corporate opportunities)
- › Der Kontext ist indes nicht auf die Aufteilung von Synergiepotentialen ausgerichtet, sondern betrifft das Verbot eigennützligen Handelns des Vorstands

Irrelevanz von Schiedspreisüberlegungen (2)

Lösungsansatz **Chance auf Wertsteigerung gehört zum Vermögen** der abhängigen Gesellschaft, daher sind echte Synergieeffekte zu berücksichtigen (vgl. Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Aufl., 2019, § 305 AktG Rz.71)

- › Forderung zur Berücksichtigung „latent vorhandener Chancen, Baustein eines größeren Verbunds“ übersieht (1) Risiken, wenn negative Synergieeffekte von vorneherein ausgeklammert werden und unterstellt (2), dass Verbundvorteile schon vor dem konkreten Verbund vorhanden seien
- › bloße Gewinnchancen gehören nicht zum eigentumsrechtlichen Schutzbereich der Art. 14 Abs. 1 dGG
- › Berücksichtigung echter Synergieeffekte bei der Abfindungsbemessung wegen Art. 14 dGG nicht veranlasst

Lösungsansatz **Gleichbehandlungsgrundsatz** zwischen ausscheidenden Gesellschaftern und dem Hauptgesellschafter, zur Teilhabe an echten und unechten positiven Synergieeffekten, die aus der Strukturmaßnahme resultieren (vgl. Kalss, in: MükoAktG, 5. Aufl., 2020, GesAusG § 2, Rn. 12; Kalss, Verschmelzung Spaltung Umwandlung, 2. Aufl., 2010, GesAusG § 2, Rz. 11)

- › § 53a dAktG bzw. § 47a öAktG betrifft die Ebene der AG zu ihren Gesellschaftern, nicht die horizontale Gleichbehandlung der Aktionäre untereinander
- › alle Minderheitsaktionäre erhalten für gleiche Anteile die gleiche Abfindung; Hauptaktionär erhält keine Abfindung

Inhaltsverzeichnis

1	Verbundberücksichtigungsprinzip nach Moxter	4
2	Aufteilungsmaßstäbe nach Winner und Kalss	7
3	Zuordnungs- und Aufteilungsfragen	11
4	Irrelevanz von Grenzpreis- und Schiedswertüberlegungen	13
5	Stand alone-Prinzip	20

Entschädigungsgedanke

- › Nach der Rechtsprechung des öVfGH wird das Vermögensinteresse eines Minderheitsaktionärs durch den Wert der Beteiligung an der Gesellschaft ausgedrückt. Als Ausgleich für den Verlust der Beteiligung ist daher eine angemessene Barabfindung zu gewähren (vgl. öVfGH, 27.6.2018, G30/2017, Tz. 35, 40).
- › Die Entschädigung darf im Hinblick auf den maßgebenden anteiligen Unternehmenswert auch nicht unangemessen niedrig sein (vgl. öVfGH, 28.9.2002, G286/01, S. 8 (RIS)).
- › Zur Sicherstellung einer angemessenen Barabfindung muss nach der Rechtsprechung des deutschen BGH sowie des österreichischen OGH der Minderheitsaktionär für die Beeinträchtigung seiner vermögensrechtliche Stellung wirtschaftlich voll **entschädigt** werden (vgl. BGH, 29.9.2015, II ZB 23/14, Tz. 33 (juris); OGH, 5.7.2001, 6 Ob 99/01d, S. 4 (RIS)).
- › Die wirtschaftlich volle Entschädigung mit dem „wirklichen“ oder „wahren“ Wert des Anteilseigentums stellt darauf ab, was Minderheitsaktionäre im Falle einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Bewertungsstichtag erhalten hätten (vgl. BVerfG, 26.4.2011, 1 BvR 2658/10, Tz. 21 (juris); BGH, 12.1.2016, II ZB 25/14, Tz. 15, 23 (juris)).
- › Die Minderheitsaktionäre haben aber keinen Anspruch auf eine möglichst hohe, sondern nur eine angemessene, der Beteiligung am wirklichen Unternehmenswert entsprechende Barabfindung (vgl. BGH, 29.9.2015, II ZB 23/14, Tz. 38 (juris)).
- › Die übergeordnete Zielsetzung, den außenstehenden bzw. Minderheitsaktionären das Ausscheiden zu ermöglichen ohne wirtschaftliche Nachteile zu erleiden führt dazu, dass solche Synergieeffekte, die bei der zu bewertenden Gesellschaft in Folge der Konzernierungsmaßnahme eintreten, außer Betracht bleiben müssen (vgl. BGH, 4.3.1998, II ZB 5/97, S. 2 (BeckRS)).
- › Allein die objektivierte Abfindungsbewertung reflektiert den (entschädigungs-)rechtlichen Gedanken und wird durch das Stand alone Prinzip präzisiert.

Definition: Stand alone Prinzip

- › Das Stand alone Prinzip wurde im Zusammenhang mit der Berücksichtigung von Synergieeffekten begründet, wonach **Unternehmen im Rahmen des vorhandenen Unternehmenskonzepts unter Ausschluss (künftig) zu erwartender Synergieeffekte und damit unter fortbestehender Unabhängigkeit zu bewerten seien.** Der Einbezug echter Synergien, derentwegen üblicherweise Strukturmaßnahmen gerade durchgeführt werden, ist rechtlich nicht geboten. Mit anderen Worten sind echte Synergieeffekte im Rahmen der objektivierten Bewertung nach ganz h.M. in der deutschen Rechtsprechung folglich nicht zu erfassen.

(vgl. OLG Düsseldorf, 8.7.2021, 26 W 10/20, Beschlusstext S. 20; OLG Stuttgart, 30.3.2021, 20 W 8/16, Beschlusstext S. 41; OLG Düsseldorf, 24.9.2020, 26 W 5/16, Tz. 56 (BeckRS); OLG Stuttgart, 3.4.2020, 20 W 2/17, Beschlusstext S. 21; OLG München, 2.9.2019, 31 Wx 358/16, Tz. 81 (BeckRS); OLG Zweibrücken, 14.8.2018, 9 W 4/14, Beschlusstext S. 21; OLG München, 26.6.2018, 31 Wx 382/15, Tz. 46 (BeckRS); OLG Frankfurt, 26.1.2017, 21 W 75/5, Tz. 61 (BeckRS).

Ermittlung objektivierte Unternehmenswerte

- › vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 34 i.v.m. Tz. 50: **echte** Synergieeffekte sind nicht einzubeziehen. Hierbei handelt es sich um solche Effekte, die losgelöst von Fragen der Konkretisierung und Dokumentation sich erst mit der Durchführung der dem Bewertungsanlass (hier: Squeeze out bedingtes Ausscheiden) zu Grunde liegenden Maßnahme oder deren Folgen ergeben.
- › vgl. KFS/BW 1 i.d.F. 2014, Tz. 88: sind **nicht realisierte** Synergieeffekte bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts nicht zu berücksichtigen. Hierbei handelt es sich um solche Effekte, die sich nur bei Umsetzung der konkreten, den Bewertungsanlass bildenden Unternehmenskombination (hier: gesellschafterausschlussbedingtes Ausscheiden) realisieren lassen. Das österreichische Begriffspaar geht auf Wollny zurück. Er definiert echte Synergieeffekte als solche, die aus einer vor dem Bewertungsanlass bestehenden Unternehmenskombination noch nicht realisiert sind und damit wegen des Stand alone Prinzips des objektivierten Unternehmenswerts auch nicht berücksichtigt werden können. Somit liegt auch dem österreichischen Bewertungsstandard das Stand alone Prinzip zu Grunde.

Phasen- und objektbezogene Synergieabgrenzung

Abgrenzung in zeitlicher Hinsicht

- › **Phase der faktischen oder vertraglichen Beherrschung**
- › Wenn und soweit Effekte bei der zu bewertenden Gesellschaft innerhalb der Phase der faktischen oder vertraglichen Beherrschung angelegt - aber nicht bloß möglich - sind, sind sie unter die abfindungsrelevanten unechten Synergieeffekte zu subsummieren.
- › Messlatte hierbei ist die pflichtgemäße Beurteilung durch den Vorstand der abhängigen Aktiengesellschaft.
- › Vor dem (späteren) Bewertungsstichtag getätigte Geschäfte sind in der Ertragswertermittlung abzubilden.
- › Eines gutachtlichen Zuordnungs- bzw. Aufteilungsmaßstabs für Synergieeffekte in und aus dieser Phase bedarf es naturgemäß nicht.
- › **Stichtag des Bewertungsanlasses**
- › Synergieeffekte, die sich erst durch die dem jeweiligen Bewertungsanlass (hier: Ausscheiden) zu Grunde liegende Maßnahme oder deren Folgen ergeben.
- › Vereinbarungen, die nur unter der **aufschiebenden Bedingung** durchgeführt werden sollen, dass zuvor ein Squeeze out- bzw. ein Gesellschafterausschlussverfahren erfolgt, sind nicht bewertungsrelevant.

Objektabgrenzung

- › Der gesuchte Abfindungsbetrag ergibt sich als quotaler Anteil des Unternehmenswerts der zu bewertenden Aktiengesellschaft.
- › Bsp. (oft missverstanden): steuerliche Verlustvorträge der übertragenden Gesellschaft werden im Rahmen des Ertragswertes gemäß dem Stand alone Prinzip mit den - eigenen - geplanten steuerbaren Gewinnen verrechnet. Dieser Ansatz entspricht dem Objektbezug der Bewertung, da sich die Verringerung des laufenden Steueraufwands als wertbildender Faktor im Unternehmenswert der zu bewertenden Gesellschaft widerspiegelt.
- › Keine Abfindungsrelevanz von Synergieeffekten, die voraussichtlich bei dem Hauptaktionär oder dem übrigen Konzernverbund anfallen werden.
- › Denkt man sich die Strukturmaßnahme hinweg, so beschränkt sich die Teilhabe des Minderheitsaktionärs naturgemäß auf den „wahren“ Wert seines Anteilseigentums.

Abfindungsirrelevante echte Synergieeffekte

Abfindungsirrelevante echte Synergieeffekte, deretwegen üblicherweise Strukturmaßnahmen gerade durchgeführt werden, fließen generell nicht in die (Abfindungs-)Bewertung ein. Darunter fallen alle Effekte, die sich erst durch die Strukturmaßnahme selbst ergeben (vgl. grundlegend: BGH, 4.3.1998, II ZB 5/97, S. 2 (BeckRS)).

- › Die Ermittlung des anlassbezogen objektivierten Werts beruht auf der dem Unternehmen innewohnenden und übertragbaren Ertragskraft.
- › Potenzielle Synergieeffekte, die sich aus der Verbindung des zu bewertenden Unternehmens mit dem derzeitigen Hauptaktionär ergeben, werden dann abfindungsirrelevant, wenn
 - diese in der Phase der faktischen oder vertraglichen Beherrschung noch nicht auf das zu bewertenden Unternehmen übertragen wurden und
 - sich die Effekte erst durch die Strukturmaßnahme als Bewertungsanlass oder deren Folgen selbst ergeben.
- › Anspruch auf angemessene Entschädigung gebietet kein Recht auf die Beteiligung an Vorteilen, die sich ohne den konkreten Bewertungsanlass gar nicht ergeben hätten.

- › Denkfehler: Forderung nach Einbezug auch solcher Effekte, die mit einer beliebigen **Vielzahl anderer Partner** umzusetzen seien
 - bei denkbaren Synergiepotenziale mit anderen Unternehmen als dem konkreten Mehrheitsgesellschafter, wäre auch hierfür die Durchführung einer Konzernierungsmaßnahme erforderlich
 - Streichung des Kriteriums „nahezu beliebigen Vielzahl von Partnern“ im IDW S 1 i.d.F. 2008 (vormals IDS S 1 i.d.F. 2005, Tz. 44)
- › Kein Rückgriff auf „**Verkehrswert des Unternehmens**“ bzw. den Rückgriff auf einen „**markttypischen Erwerber**“ (vgl. OLG Düsseldorf, 2.7.2018, 26 W 4/17, Tz 33 (BeckRS))
 - kein Bezug zur konkreten Strukturmaßnahme
 - Zirkelschuss: warum sollte ein gedachter Erwerber bei seinem Kaufpreisangebot Konzernierungseffekte „freiwillig“ vergütet?

Anlassbezogene bewertungsrelevante - unechte - Synergieeffekte

- › Bewertungsrelevante Synergieeffekte umfasst die Synergieeffekte, die
 - aufgrund des entscheidungsorientierten Stichtagsprinzips am Bewertungsstichtag bei angemessener Sorgfalt für das planungsverantwortliche Management erkennbar waren,
 - auf der Entscheidungsautonomie des Vorstands der zu bewertenden Gesellschaft beruhen und
 - betragsmäßig hinreichend konkretisiert sind.
- › Bewertungsrelevante unechte Synergieeffekte können bereits in den -aktualisierten- Planzahlen in den jeweiligen Positionen abgebildet sein oder gesondert erfasst werden.
- › Die Frage der Dokumentation steht nicht am Anfang, sondern bildet den Abschluss eines Entscheidungsprozesses des Vorstands der faktisch beherrschten, zu bewertenden Gesellschaft.
- › Aus seiner Verantwortungsfunktion (§ 76 Abs. 1 dAktG; § 70 Abs. 1 öAktG) hat er in jedem Einzelfall die Auswirkungen möglicher Maßnahmen und Rechtsgeschäfte auf die Gesellschaft zu prüfen. Er wird dabei eine Teilhabe an Synergievorteilen anstreben.
- › Synergien lassen sich nicht gegen den Willen des Vorstands der zu bewertenden Gesellschaft realisieren.



WWW.EBNERSTOLZ.DE

Synergieeffekte

bei gesellschaftsrechtlichen
Bewertungsanlässen



Univ.-Prof. Dr. Georg Eckert



Bewertungsanlässe

Synergieeffekte entstehen durch „wirtschaftlichen Verbund zweier Unternehmen“

- Gesellschafterausschluss
- Verschmelzung
 - Angemessenes Umtauschverhältnis
 - (Angemessenheit der Barabfindung)
 - (Positiver Verkehrswert)
- Fusionsähnliche Transaktionen (insb: Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage)

Meinungsbild Gesellschafterausschlzss

Gesellschafterausschluss

- Meinungsdivergenz
 - „Berücksichtigung“ (nur) unechter Verbundvorteile, die zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet oder zumindest im Unternehmenskonzept angelegt sind (deutsche Rspr)
- Ö herrschende (aber nicht einhellige) Meinung: Berücksichtigung auch echter Verbundvorteile
 - OLG Wien (obiter)
 - Aschauer, Kalss, Winner etc – AA etwa Koppensteiner, Mollhuber

Meinungsbild Verschmelzung

- „Berücksichtigung“ von unechten Synergieeffekten
- Zuweisung der echten Synergiegewinne auf Basis stand-alone Betrachtung jedenfalls angemessen
- Abweichende Aufteilung umstritten
- Unterscheidung zwischen „dominierten“ und „nicht dominierten“ Transaktionen

Methoden der Aufteilung echter Synergien bei der Verschmelzung

- nach Stand-Alone-Werten
- hälftig
- nach Ertragswertzuwachsen
- nach Wert der Beiträge zum Synergiegewinn

....

Rechtliche Grundlagen Gesellschafterausschluss

Verfassungsrechtliche Vorgaben?

VfGH G 286/01:

Wenn angesichts dieser Situation der Gesetzgeber bei börsennotierten Partizipationsscheinen offenbar aus auf der Hand liegenden Vereinfachungsgründen auf den Börsenkurs abstellt, so ist dagegen schon deswegen nichts einzuwenden, weil der Börsenkurs jedenfalls aus der Sicht des Partizipanten ein Indiz für den Verkehrswert seiner Beteiligung - und damit für eine angemessene Abfindung – darstellt [...]

VfGH G 30/2017: „Ausgleich für den Verlust der Beteiligung“

BVerfG: „Wenn kein Anteilsinhaber eine Vermögenseinbuße erleidet“

Rechtliche Grundlagen: Gesellschafterausschluss 1

§ 2. (1) Der Hauptgesellschafter hat eine angemessene Barabfindung zu gewähren.

§ 6 GesAusG iVm § 225c Abs 1 AktG: Anspruch auf bare Ausgleichsleistung, wenn das Umtauschverhältnis nicht „angemessen festgelegt“ ist

- Keine näher Konkretisierung der „Angemessenheit“
- „Festlegung“ nicht durch das Gericht (!) sondern durch die Hauptversammlung

Rechtliche Grundlagen: Gesellschafterausschluss 3

Gesetzesmaterialien zum GesAusG (1334 BlgNR XXII. GP S 28)

„... ob die Transaktions- bzw. Synergiegewinne bei der Festlegung der Abfindung zu berücksichtigen sind, soll wie bisher der Rechtsprechung überlassen werden“

Gezielte Nichtregelung eines erkannten Problems

Systematik

Erläuterung auch der „Pläne des Hauptgesellschafters“ (§ 3 Abs 7 GesAusG)

Auskunft auch über Angelegenheiten des Hauptgesellschafters (§ 3 Abs 8 GesAusG)

Vermutung der Angemessenheit bei Annahmquote > 90 % (§ 7 Abs 3 GesAusG)

Rechtliche Grundlagen: Gesellschafterausschluss 5

Teleologie

- (a) Hebung von Synergien
- (b) Vertrauensschutz von Kleinanlegern

Fazit

Aus Wortlaut, Systematik, Historie und Teleologie des GesAusG lässt sich kein Gebot zur Berücksichtigung echter Synergien ableiten

Verschmelzung

Gebot der „angemessenen Festlegung“ in § 225c AktG

Unbestimmtheit des Begriffes wie im GesAusG

Unterscheide „dominierte“ von „nicht dominierten“ Transaktionen

Prinzipien der Willensbildung bei Kapitalgesellschaften

§§ 121, 145, 221 AktG (Mehrheit)

§§ 146 Abs 2, 221 Abs 2 AktG (Gattungsmehrheit)

§ 125 AktG, § 39 Abs 4 GmbHG (Stimmverbot bei Interessenkollisionen), insbesondere bei *Rechtsgeschäften zwischen Gesellschaftern und Gesellschaft*

Folgerungen daraus

Eingeschränkte Überprüfung – dh jedenfalls: freie Zuteilung der Synergien – dann, wenn keine „dominierte“ Transaktion vorliegt

Bei „dominierten“ Transaktionen: Gebot der angemessenen Festlegung

Angemessenheit ebensowenig determiniert wie beim Gesellschafterausschluss