

Ing. MMag. Dr. Hermann WENUSCH, Rechtsanwalt, Wien

## Die Krux der Unternehmensbewertung und die Auswirkung auf die Rechtswissenschaft\*)

Die Frage nach dem Wert eines Unternehmens scheint zunächst nur die Betriebswissenschaft zu interessieren, wo die entsprechende Literatur Bände füllt und nicht enden wollende Kontroversen nährt. Für die Rechtswissenschaft scheint die Frage als eine Tatsachenfrage auf den ersten Blick eigentlich unerheblich, obwohl die Frage nach dem Wert eines Unternehmens tatsächlich sehr oft ein Problem ist, mit dem sich die Rechtsprechung beschäftigen muss, wie eine Fülle von entsprechenden Prozessen zeigt: *„Welche Wertermittlungsmethode die gerechteste und zielführendste ist, kann jeweils nur im Einzelfall entschieden werden [...]. Die Auswahl des maßgeblichen Wertermittlungsverfahrens hat durch den Sachverständigen zu erfolgen, der dabei den jeweiligen Stand der Wissenschaft und die im redlichen Geschäftsverkehr bestehenden Gepflogenheiten zu beachten hat [...]. Im Übrigen stellt die Höhe des Verkehrswertes eine Tatfrage dar, die vor dem Obersten Gerichtshof nicht bekämpft werden kann“<sup>1)</sup>.*

Offenbar hat nun der Umstand, dass bis zum Zeitpunkt, zu welchem der gerichtlich bestellte Sachverständige – alle anderen sind als offenkundig „bezahlte Büttel“ völlig unglaubwürdig – diesen feststellt, ziemliche (völlige?) Ungewissheit über den Unternehmenswert herrscht, den Gesetzgeber dazu bewogen, in bestimmten Fällen „einfache“ Ermittlungsmethoden vorzusehen. Damit wurde die Frage nach dem Wert eines Unternehmens auch eine Frage der Rechtswissenschaft, weil die anzuwendenden Methoden natürlich verschiedenen juristischen Ansprüchen genügen müssen – allen voran der verfassungsrechtlichen Eigentumsgarantie.

Konkret sieht nun beispielsweise § 102a Abs 4 BWG vor, dass Partizipationskapital gegen Zahlung des durchschnittlichen Börsenkurses der Partizipationsscheine an den der Beschlussfassung über die Einziehung vorausgehenden zwanzig Börsentagen eingezogen werden kann. Der OGH<sup>2)</sup> hat nun vermutet, dass diese Bestimmung ua deshalb verfassungswidrig sei, weil es eine Fiktion sei, *„dass der Börsenkurs den wahren Wert des Unternehmens und der Beteiligung wiedergibt“*. Dementsprechend stellt der OGH *„gemäß Art 89 Abs 2 B-VG (Art 140 B-VG) an den Verfassungsgerichtshof den Antrag, den zweiten Satz und den ersten Halbsatz des dritten Satzes des § 102a Abs 4 Bankwesengesetz (BWG) idF des BGBl I 1999/123 als verfassungswidrig aufzuheben“*.

Der OGH glaubt also, dass ein wahrer Unternehmenswert existiert, sich dieser auch ermitteln lässt und die erwähnten Bestimmungen des BWG unzulässig vereinfachend sind. Es muss *„die Abfindung des Ausscheidenden auf den wahren Wert der Beteiligung abstellen“*.

Der OGH sitzt damit einem weit verbreiteten Irrtum auf: Wie anhand der einzelnen Bewertungsmethoden gezeigt wird, existiert kein „wahrer“ – objektiver – Unternehmenswert und selbst wenn es einen solchen gäbe, so ließe er sich nicht ermitteln. Dementsprechend wird *„die Konzeption eines ‚objektivierten‘ Unternehmenswertes [...] heftig kritisiert und überwiegend abgelehnt“<sup>3)</sup>.*

### I. Die Unzulänglichkeiten der Methoden zur Unternehmensbewertung

#### 1. Der traditionelle Ansatz

##### 1.1. Substanzwert<sup>4)</sup>

Quasi am Beginn der Theorien über die Ermittlung des Wertes eines Unternehmens – und tatsächlich nach wie vor am Beginn wohl jeder konkreten Unternehmensbewer-

\*) Der Autor ist Rechtsanwalt und allgemein beedeter gerichtlich zertifizierter Sachverständiger für Betriebswirtschaft, Unternehmensbewertung und Kalkulation; er ist an keinem Bezug habenden Verfahren beteiligt.

<sup>1)</sup> OGH in 10 Ob 264/99t.

<sup>2)</sup> 6 Ob 109/01z.

<sup>3)</sup> Mandl/Rabel, Unternehmensbewertung 27 mwN.

<sup>4)</sup> Zum Begriff beispielsweise: Mandl/Rabel, Unternehmensbewertung 46 ff.

tung – steht der Substanzwert: Der Wert sämtlicher Aktiva und Passiva wird ermittelt und der Unternehmenswert ergibt sich aus dem Saldo (gegebenenfalls sind auch noch Verwertungskosten in Abzug zu bringen).

Schon relativ bald wird jedoch klar, dass ein Unternehmen mehr ist als eine (statische) Summierung der einzelnen Bestandteile: Ein Unternehmen ist vielmehr ein organisches Gebilde mit vielen immateriellen und oft kaum zu konkretisierenden Elementen. Nicht die einzelnen Vermögensgegenstände, sondern deren Komposition prägt den Wert eines Unternehmens: „*Es kommt wohl nicht nur auf vorhandene Betriebs- und Produktionsmittel, Fabriksgebäude, Fertigungshallen, Bürogebäude, Fuhrparks, Anlagen und Einrichtungen, Warenlager udgl an; nicht minder entscheidend ist die zündende unternehmerische Idee sowie der Wille und die Kraft sie zu verwirklichen; ebenso aber auch das Know-how und der Aufbau einer schlagkräftigen Organisation, die sich rechnet; eine gute Führungsgruppe und eine leistungsstarke, eingespielte, die erforderlichen Arbeiten ausführende Belegschaft; Zulieferungs- und Finanzierungsquellen; ein Vertriebsnetz und Werbe-strategien, um das verfolgte Ziel möglichst effektiv erreichen zu können, uam.*“<sup>5)</sup> Vergleichen lässt sich dies mit einer möblierten Wohnung: Ob die Möblage etwas wert ist oder nicht, hängt nicht nur von den einzelnen Möbelstücken, sondern auch vom gesamten Arrangement ab.

Abgesehen von der Zusammensetzung des „produzierenden Ensembles“ ist also der kaum zu messende „Goodwill“ (vorhandene Informationen, Bekanntheit uvam) un-gemein wichtig.

Bald offenbart sich also, dass die Substanzwertmethode für die Bewertung eines lebenden Unternehmens nicht taugt. Sie soll also nur dann anzuwenden sein, wenn ein Unternehmen liquidiert werden muss oder soll. Da die Möglichkeit, ein Unternehmen zu liquidieren, immer besteht, soll der Substanzwert jedenfalls die Untergrenze des Wertes eines bestimmten Unternehmens bilden – dies ist auch der Grund dafür, weshalb die Substanzwertmethode nach wie vor tatsächlich angewandt wird (und teilweise sogar ihre Berechtigung hat)<sup>6)</sup>.

Dabei stellt sich ein Problem, das bisher – soweit ersichtlich – nur am Rande berührt wurde: Wie ermittelt man den Wert der einzelnen Aktiva und Passiva? Wiederbeschaffungskosten und Verkaufswert sind in diesem Zusammenhang genauso wie der Verkehrswert immer wieder genannte Größen. Dabei wird freilich übersehen, dass es sich bei der solcherart vorgenommenen Bewertung nur um eine (prognostische) Schätzung handeln kann. Bei der Bewertung mit dem Verkehrswert ist dies so, weil zwischen dem Zeitpunkt des Verkaufs und dem Zeitpunkt der Bewertung Veränderungen eintreten können (auch der Verkauf der Unternehmensgegenstände selbst beeinflusst nach dem Gesetz von Angebot und Nachfrage den Verkehrswert in einem bestimmten Ausmaß, das exakt nicht bestimmt werden kann). Im Fall der Bewertung zu den Kosten der Wiederbeschaffung handelt es sich ohnehin zweifelsfrei um einen nur theoretischen Ansatz, weil eben nicht wiederbe-

schafft wird – die genauen Wiederbeschaffungskosten wären aber erst nach erfolgter tatsächlicher Wiederbeschaffung bekannt, weil auch hier Unsicherheiten gegeben sind.

Was ist also der richtige, wahre, objektive Wert der einzelnen Gegenstände des Unternehmens?

Offenbar einhellig wird die Auffassung vertreten, dass jede Sache einen inneren Wert hat, der sich mit naturwissenschaftlichen Gesetzen ermitteln lässt. Der objektive Wert einer Sache würde sich demnach wohl vor allem aus den Herstellungskosten ergeben. Tatsächlich lässt sich ein wahrer Wert daraus aber nicht ableiten: Alle Produkte dieser Welt bestehen im Wesentlichen aus einer Kombination der Produktionsfaktoren Raum (im Sinne von Grund und Boden), menschliche Arbeit und Rohstoffe<sup>7)</sup>. Das gilt auch für hochkomplexe Produktionen in einer technisierten Umwelt mit einer vielstufigen Produktionskette. Dies wird klar, wenn man die Produktionskette rückwärts durchläuft: Irgendwann gelangt man zur ersten Stufe, auf der die Vorprodukte – auch die Vorprodukte der Betriebsmittel – aus der Kombination der Faktoren Raum, menschliche Arbeit und Rohstoffe besteht. Um ein Automobil zu bauen, benötigt man unter anderem ein Armaturenbrett. Um dieses in Wahrheit sehr komplexe Gebilde herzustellen, benötigt man unter anderem eine Pressform aus Stahl. Diese Formen werden aus massiven Stahlquadern herausgearbeitet. Die Stahlquader wiederum werden im Stahlwerk im Wesentlichen aus Eisenerz, das im Steinbruch abgebaut wird, gewonnen. Man ist damit grundsätzlich am Beginn der Produktionskette angelangt, wobei natürlich nicht übersehen wird, dass beim Abbau des Eisenerzes auch Maschinen eingesetzt werden – doch wie das Automobil sind auch diese letztlich nur eine Kombination aus Raum, der für die Produktion benötigt wird, menschlicher Arbeit und Rohmaterial.

Es stellt sich nun die Frage, was die inneren Werte der fundamentalen Produktionsfaktoren sind. Was ist der innere Wert einer Stunde menschlicher Arbeit? Was ist der innere Wert einer Tonne erzhältigen Gesteins? Was ist der Wert eines Hektars der Erdoberfläche (nämlich um darauf ein Stahlwerk zu errichten)? Die Werte der fundamentalen Produktionsfaktoren lassen sich naturwissenschaftlich einfach nicht mehr ermitteln. Wenn sich diese Werte an der Wurzel der Produktion nicht ermitteln lassen, so ist eine Ermittlung eines (angeblich) wahren Wertes auf Basis der Herstellungskosten nichts anderes als Makulatur.

Die Werte der fundamentalen Produktionsfaktoren lassen sich nur über Angebot und Nachfrage ermitteln. Das ist der Grund, weshalb ein Quadratmeter Grund und Bo-

<sup>5)</sup> *Krejci*, Grundriß des Handelsrechts 77 f.

<sup>6)</sup> Der Substanzwert fließt auch in weitere Methoden der Wertermittlung ein; siehe dazu etwa *Lechner ua*, Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre<sup>18</sup> 317.

<sup>7)</sup> Die Einteilung in andere Faktoren, wie etwa menschliche Arbeitskraft, Betriebsmittel und Werkstoff (*Gutenberg*, Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre – die Produktion<sup>24</sup> 298) oder Arbeit, Boden und Kapital (*Woll*, Allgemeine Volkswirtschaftslehre<sup>12</sup> 56) beginnen nicht an der Wurzel und verfolgen zudem andere Zwecke – sie bezeichnen so besehen nicht die tatsächlichen Elementarfaktoren.

den in Entwicklungsländern einen Bruchteil dessen kostet, was ein Quadratmeter in städtischen Zentrallagen der Industrieländer kostet – es handelt sich doch in beiden Fällen um ein gleich großes Stück ein und desselben Planeten (natürlich wird hier davon abstrahiert, dass möglicherweise klimatische oder sonstige Bedingungen den einen Quadratmeter vielleicht besser nutzbar machen als den anderen – das Problem wird aber klar, wenn man Rand- und Zentrallagen der selben Stadt miteinander vergleicht). Wieso sind die Gehälter in manchen Berufen höher als in anderen? Wieso kostet Rohöl einmal mehr und einmal weniger?

Zusammenfassend ist zu sagen: Die Substanzwertmethode ist zur Ermittlung eines wahren Unternehmenswertes grundsätzlich völlig ungeeignet und nur in Spezialfällen als hilfswise Schätzung tatsächlich brauchbar (dann nämlich, wenn das betroffene Unternehmen liquidiert werden soll und sich ein Marktwert für die Unternehmensgegenstände ermitteln lässt und auch als wahrer Wert akzeptiert wird).

### 1.2. Ertragswert<sup>8)</sup>

Unternehmen werden größtenteils nicht zum Zweck der Liquidation erworben. Daher ist für eine allfällige Kaufentscheidung nicht der Wert der Substanz, sondern der Wert zukünftiger Zuflüsse für potenzielle Erwerber interessant (ausgeklammert werden sollen hier Wertermittlungen, die zu einem anderen Zweck als einem Unternehmensverkauf angestellt werden).

Dabei lässt sich nachweisen, dass nicht die zukünftigen Ergebnisse, sondern die zukünftigen Zahlungsströme („Cashflows“) das theoretisch „richtige“ Maß zur Wertermittlung sind. Trotzdem lässt sich endlos über die richtige Methodik streiten: Es wird beispielsweise berichtet<sup>9)</sup>, dass zwei renommierte und international tätige Wirtschaftstreuhandgesellschaften ein und dasselbe Unternehmen bewerteten und sich die Ergebnisse dabei um den Faktor 10 unterschieden.

Doch wahrscheinlich viel wichtiger als die Wahl der richtigen Methode ist die Prognostik. Die zukünftigen Ergebnisse eines Unternehmens hängen von einer Fülle von Faktoren ab, die teilweise im Unternehmen selbst, teilweise – und sicher sogar im weit überwiegenden Ausmaß – in der Umwelt zu suchen sind. Die Entwicklung der Mitarbeiter, der Konkurrenz, der Technik und vieles mehr bestimmen die Zukunft eines Unternehmens. Die Zukunft vorherzusagen ist aber ein Ding der Unmöglichkeit: Wer hätte vor 25 Jahren den Erfolg des PC vorhersagen können, wer vor 15 Jahren den Zerfall des Ostblocks, wer vor fünf Jahren den Erfolg des Internet und wer kann heute die Zukunft der europäischen Währung vorhersagen? Genauso wenig wie Innovationen lassen sich gesellschaftliche Strömungen vorhersagen: Wer hätte je gedacht, dass sich die Mode der 70er jemals wiederholen würde? Und schließlich lassen sich Katastrophen nicht vorhersehen: Der Untergang der Titanic, das Ende der Hindenburg, der Gau in Tschernobyl, der Absturz der Concorde und der Einsturz

des World Trade Centers in New York wurden wahrscheinlich nur von wenigen Hellsehern vorhergesagt.

Alle genannten Faktoren können über das Schicksal eines Unternehmens entscheiden: Beschließen die Schlüsselpersonen eines Unternehmens plötzlich nicht weiter dem Mammon zu frönen, sondern sich selbst zu verwirklichen, oder kommen sie bei einem Unglücksfall ums Leben, so kann dadurch der Lebensnerv des Unternehmens getroffen sein. Der Lebensnerv von Unternehmen, die Schreibmaschinen oder Durchschlagpapier produzierten, wurde durch die Erfindung des PC angegriffen. Die gesamte Zeppelinproduktion fand – zumindest für mehr als ein Dreivierteljahrhundert – mit der Hindenburg ihr Ende.

Tatsächlich ist der Kauf eines Unternehmens nichts anderes als ein Glücksgeschäft: „Die [...] Zukunft ist nun einmal dunkel und lässt sich mathematisch schwer einfangen. Immer wieder geschieht das Unerwartete.“<sup>10)</sup> Ein Unternehmen ist nämlich nichts anderes als bloß eine Erwerbchance: „Wenn auch in gängiger Betrachtung die Formulierung richtig erscheinen mag, der Erwerber eines Unternehmens kaufe künftige Erträge, so ist es von der Sache her dennoch adäquater davon zu reden, daß die [wohl: der] Erwerber eines Unternehmers nicht künftige Erträge kauft, sondern ein Leistungsgebilde, das ihm die Möglichkeit bietet in Zukunft Erträge zu erwirtschaften.“<sup>11)</sup>

Hier scheint die Statistik zu Hilfe zu kommen: Wie sich der Wert eines Loses praktisch am einfachsten<sup>12)</sup> als dessen Erwartungswert<sup>13)</sup> bestimmen lässt, müsste sich auch der Wert eines Unternehmens bestimmen lassen. Die Bewertung eines Unternehmens ist aber ungleich schwieriger als die Wertermittlung eines Loses, weil weder sämtliche Zukunftsszenarien noch deren Wahrscheinlichkeiten bekannt sind. Wie gut hat es demgegenüber ein Roulette-Spieler! Es gibt nur drei mögliche Ergebnisse (Schwarz, Rot und Grün) und die Wahrscheinlichkeiten des jeweiligen Eintretens sind ebenfalls bekannt (gerundet 48,6%, 48,6% bzw 2,7%).

Klar wird das Problem, wenn man überlegt, was eine gute und schlechte Unternehmensbewertung einerseits bzw eine richtige und falsche Unternehmensbewertung andererseits ausmacht: Ob eine Unternehmensbewertung gut oder schlecht ist, richtet sich nach der analytischen Qualität – ob sie richtig oder falsch ist, jedoch (ausschließlich) nach dem Ergebnis. Die damit einhergehende Problematik wird durch folgendes Beispiel sofort offensichtlich:

<sup>8)</sup> Zu den Grundsätzen: Tichy, Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis 42 f.

<sup>9)</sup> Seicht, Irrtümer und Fehler in der Praxis der Unternehmensbewertung, SWK 1999, W 6 ff.

<sup>10)</sup> Großfeld, Börsenkurs und Unternehmenswert, BB 2000, 261.

<sup>11)</sup> Tichy, Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis 21.

<sup>12)</sup> Es ist zu betonen, dass verschiedene Kennwerte „summarisch Auskunft [...] geben“ (Bortz, Statistik für Sozialwissenschaftler 36): Modalwert, Medianwert, sowie verschiedene (arithmetisches, geometrisches, gewichtetes oder harmonisches) Mittel.

<sup>13)</sup> Zum Begriff beispielsweise: Hafner, Statistik für Sozial- und Wirtschaftswissenschaftler 114 ff.

Ein Sachverständiger ermittelt mit großer Akribie, dass es tatsächlich (nur) drei mögliche Szenarien für die Zukunft eines bestimmten Unternehmens gibt: Mit der Wahrscheinlichkeit von 35 % beträgt der Barwert 3.000, mit der Wahrscheinlichkeit von 55% 1.000 und mit 10% gibt es keinen Barwert. Der Erwartungswert des Unternehmens beträgt also völlig korrekt ermittelt 1.600. Ein anderer Sachverständiger, der keine besondere Mühe walten lässt und dem sogar gravierende Rechenfehler unterlaufen, ermittelt nur einen Null-Wert. Schließlich erleidet das Unternehmen tatsächlich Schiffbruch, weil eben das eingetreten ist, was nur eine Wahrscheinlichkeit von 10% hatte – die schlechte Unternehmensbewertung war damit (retrospektiv und damit tatsächlich) völlig richtig!

## 2. Der am Markt orientierte Ansatz

Bereits oben wurde ausgeführt, dass (gesamtwirtschaftliches) Angebot und Nachfrage den Preis der Güter und damit die Herstellungskosten der Produkte, die diese Güter enthalten, bestimmen. Tatsächlich drängt es sich wohl auf, die Kräfte des Marktes auch bei der Wertermittlung von Unternehmen nicht außer Acht zu lassen – dies gilt insbesondere dort, wo ausgebildete Märkte – nämlich Börsen – bestehen. Dementsprechend der BVerfG<sup>14</sup>): „*Es ist mit Art. 14 Abs. 1 GG unvereinbar, bei der Bestimmung der Abfindung oder des Ausgleichs für außenstehende oder ausgeschiedene Aktionäre nach §§ 304, 305, 320b AktG den Börsenkurs der Aktien außer Betracht zu lassen.*“<sup>15</sup>)

Ganz klar formuliert auch der OGH<sup>16</sup>), wonach es auf dem freien Markt keine absoluten Warenwerte gibt (einen Beobachter der österreichischen Strafrechtspflege überrascht nicht, dass sich der OGH in dieser Entscheidung mit Nonchalance über das Zivilrecht hinwegsetzt<sup>17</sup>), das immerhin das Institut der Verkürzung über die Hälfte<sup>18</sup>) des wahren Wertes enthält).

An dieser Stelle muss bemerkt werden, dass hier nicht zwischen dem Wert des Unternehmens und jenem der als Unternehmensträger fungierenden Gesellschaft unterschieden wird – für die in diesem Zusammenhang angestellten Überlegungen ist dies völlig belanglos.

### 2.1. Grundlagen

Der Wert, den ein Gegenstand für eine ganz bestimmte Person hat, wird im Allgemeinen als subjektiver Wert bezeichnet. Er hängt von den Notwendigkeiten, den individuellen Präferenzen (uU vom individuellen Risikoprofil)<sup>19</sup>) und der persönlichen Grenznutzenkurve<sup>20</sup>) der betrachteten Person ab. Für einen Zuckerkranken, der kein Insulin mehr besitzt, ist der Wert dieser Medizin unermesslich. Ganz anders sieht dies aus, wenn er bereits so viel Insulin besitzt, dass er es gar nicht innerhalb der Haltbarkeitsfrist verbrauchen kann – dann ist der Wert, den der Zuckerkranke dem Medikament zumisst, gleich jenem, der dem Mittel von einem Gesunden zugemessen wird (der Wert, der gegebenenfalls aus einem Insulinhandel resultieren könnte, soll hier der Einfachheit halber außer Betracht bleiben). Doch nicht nur lebensnotwendige Bedürfnisse

und der Verlauf der Grenznutzenkurve beeinflussen den einer Sache zugemessenen Wert; individuelle Präferenzen, Geschmäcker und Vorlieben sind ebenso wertbildend. Ein Cineast wird einer Sportübertragung nicht den Wert beimessen wie ein für die jeweilige Sportart Begeisterter; genau umgekehrt verhält es sich dafür bei der Ausstrahlung eines Meisterwerkes der Filmgeschichte.

Der Wert, der einer bestimmten Sache zugemessen wird, unterscheidet sich von Mensch zu Mensch. Dies äußert sich im Phänomen der Elastizität<sup>21</sup>) der Nachfrage: Je mehr der Preis eines Gutes sinkt, desto mehr davon wird verkauft – und umgekehrt ist es genauso, wenn man von Sonderfällen (starre Nachfrage) einmal absieht. In der Theorie führt der Marktmechanismus dazu, dass Überangebote durch Preisverfall und Übernachfrage durch Preisanstieg so lange ausgeglichen werden, bis sich Angebot und Nachfrage genau decken.

Diese Theorie verleitet dazu, stabile Verhältnisse mit einem stabilen Marktpreis anzunehmen. Dem ist aber freilich höchstens in Ausnahmefällen so:

- Bis der Ausgleich von Angebot und Nachfrage gefunden ist, finden Anpassungsprozesse statt, die mitunter geraume Zeit in Anspruch nehmen können.
- Sind die Anpassungsprozesse einmal abgeschlossen, so kann das Gleichgewicht durch verschiedene Umstände auf Angebots- oder Nachfrageseite jederzeit gestört werden. Die Nachfrage kann sich etwa durch eine Verschiebung der Präferenz verändern, das Angebot durch technische Entwicklungen (auch schon in der Zeit der Anpassung können sich Angebots- und/oder Nachfragekurven verändern, was eine neuerliche Anpassung auslöst, bevor der ursprüngliche Prozess noch abgeschlossen ist).
- Vollkommene Konkurrenz als Idealtypus der Marktwirtschaft ist tatsächlich nicht anzutreffen – selbst wenn keine Verzerrungen durch Konzentration auf der Seite der Anbieter vorliegen, sind andere Verzerrungen (etwa „monopolistische Konkurrenz“<sup>22</sup>) anzutreffen.
- Marktorientierte Ansätze und Methoden müssen bereits im Grundsatz versagen, wenn es um die Ermittlung des Wertes von Unikaten geht, weil sich dabei kaum ein

<sup>14</sup>) Beschluss vom 27.4.1999, veröffentlicht in ZIP 1999, 1436.

<sup>15</sup>) Vgl dazu auch *Nowotny*, Börsenkurs und Unternehmenswert RdW 1999 S. 761.

<sup>16</sup>) 14 Os 107/99.

<sup>17</sup>) Zur Problematik vgl auch etwa *Reich-Rohrwig*, Aktuelles zur Geschäftsführerhaftung, *ecolex* 1998, 767: „*Denn die Art und Weise, wie zahlreiche Strafverfahren in der Praxis ablaufen und zu Verurteilungen [...] führen, lassen tatsächlich Zweifel daran entstehen, ob eine Bindung des Zivilgerichts an ein verurteilendes Erkenntnis des Strafgerichtes gerechtfertigt ist.*“

<sup>18</sup>) § 934 ABGB.

<sup>19</sup>) Zum Begriff siehe beispielsweise: *Varian*, Grundzüge der Mikroökonomik<sup>4</sup> 204 ff.

<sup>20</sup>) Zum Begriff siehe beispielsweise: *Woll*, Allgemeine Volkswirtschaftslehre<sup>12</sup> 129 ff.

<sup>21</sup>) Zum Begriff siehe beispielsweise: *Varian*, Grundzüge der Mikroökonomik<sup>4</sup> 257.

<sup>22</sup>) Vgl etwa *Woll*, Allgemeine Volkswirtschaftslehre<sup>12</sup> 218: Die durchaus vorhandene Konkurrenz ist nicht vollkommen, weil sich die Güter nicht völlig gleichen.

Markt bilden kann – den Zuschlag erhält der Meistbieter (für diffizile mikroökonomische Überlegungen hinsichtlich einer möglichst großen Differenz zwischen Umsatzerlös und Produktionskosten verbleibt dann kein Raum – diese reduzieren sich zu einer einfachen Subtraktion).

– Schließlich können selbst in einer idealtypischen Marktumwelt die Anbieter zu verschiedenen preispolitischen Maßnahmen greifen: Bei der „Preisdiskriminierung“<sup>23)</sup> etwa werden für idente Leistungen unterschiedliche Entgelte verlangt (vgl. „Studentenermäßigung“, „Restplatzbörse“, etc).

Insgesamt ergibt sich folgender – wenig überraschender und wohl allgemein bekannter – Befund: Je mehr Marktteilnehmer (auf beiden Seiten – auf jener der Anbieter und jener der Nachfrager) vorhanden sind, je unabhängiger und selbstbestimmter diese handeln und umso weniger (technische) Innovationen auftreten, desto mehr wird sich ein stabiler Preis herausbilden.

Insgesamt bleibt es aber in der Realität höchst fraglich, ob es einen allgemein gültigen objektiven Wert gibt, der sich aus den tatsächlich am Markt bezahlten Preisen herleiten lässt. Dies nicht zuletzt deshalb, weil nicht überall nur ein und derselbe Preis bezahlt wird und weil sich die Preise möglicherweise permanent verändern. Natürlich kann man noch versuchen, den wahren Wert als jenen Preis zu definieren, der sich theoretisch auf einem vollkommenen Markt bilden würde. Mangels der Möglichkeit, diesen Preis zu ermitteln, ist dies jedoch sicherlich kein Ausweg – und zudem wäre damit, wie noch gezeigt wird, für die Bewertung von Unternehmen nichts gewonnen.

## 2.2. Die Börse als idealtypischer Markt

Die Börse – gemeint ist hier ausschließlich die Aktienbörse – wird gemeinhin als idealtypischer Markt verstanden: Es wird jeweils eine Vielzahl von völlig identen Gegenständen – nämlich Aktien an der jeweiligen Gesellschaft, die sich zwar von jenen anderer Gesellschaften, nicht jedoch untereinander unterscheiden – gehandelt (weitere sind jeweils nur die Aktien ein und derselben Gesellschaft Gegenstand der Betrachtung). Die Aktien können zu festen Regeln jederzeit leicht und nur mit geringen Transaktionskosten ge- bzw. verkauft werden. Das Angebot und die Nachfrage sind völlig flexibel, weil gegebenenfalls keine zeitaufwendigen Anpassungsprozesse durchlaufen werden müssen: Wird eine entsprechende Nachfrage geortet, so muss nicht erst eine neue Fabrik gebaut werden, um diese Nachfrage zukünftig zu befriedigen – man muss nur rechtzeitig darauf schauen, zur richtigen Zeit die entsprechenden Aktien bereits beschafft zu haben.

Doch dieses Bild trügt: Tatsächlich ist die Börse teilweise den gleichen beeinflussenden Faktoren wie der allgemeine Gütermarkt ausgesetzt – zusätzlich sogar noch weiteren.

Nicht außergewöhnlich ist jedenfalls zunächst, dass sich Angebot und Nachfrage elastisch verhalten. Bei Aktien ist jedoch besonders zu beachten, dass der Grenznutzen, den

ein Individuum aus einer Aktie zieht, mitunter von außerordentlicher Bedeutung ist: Die Aktie, die die Mehrheit verschafft oder die eine fremde Sperrminorität bricht, dürfte für den Betroffenen wohl einen besonderen Wert haben<sup>24)</sup>: „Der Preis, den ein Mehrheitsaktionär an die Minderheitsaktionäre für Aktien der gemeinsamen Gesellschaft zu bezahlen bereit ist, hat zu dem ‚wahren‘ Wert des Anteilseigentums in der Hand des Minderheitsaktionärs regelmäßig keine Beziehung. In ihm kommt der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär aus den erworbenen Aktien ziehen kann.“<sup>25)</sup>

Die außerordentliche Bedeutung des Grenznutzens der Aktie ist darauf zurückzuführen, dass die Anzahl der Aktien (wohlgemerkt: an einer einzigen Gesellschaft!) grundsätzlich beschränkt ist und dass eine Aktie nicht nur eine (passive) Vermögensbeteiligung, sondern auch eine (aktive) Bestimmungsmöglichkeit (Herrschaft), der ein selbständiger Wert zugemessen werden muss, verkörpert. In der Güterwirtschaft ist dem im Allgemeinen nicht so: Bei entsprechender Nachfrage werden eben neue Produktionsstätten eröffnet und das Eigentum an einer noch so großen Menge eines Gutes räumt generell (mit Ausnahme des Monopols) keine Herrschaftsmöglichkeiten ein. Dies ist der Grund dafür, weshalb sich Aktienkurse viel hektischer bewegen als Güterpreise am freien Markt (ua würde bei rasant steigenden Preisen zusätzliche Konkurrenz befürchtet, was sich dämpfend auswirkt)<sup>26)</sup>. Das Angebot an der Börse ist daher zwar relativ flexibel – dies aber nur innerhalb von bestimmten (im Allgemeinen von den Marktteilnehmern nicht zu beeinflussenden) Grenzen.

Aus der „Enge“ des Marktes und auf Grund der Elastizität von Angebot und Nachfrage ergibt sich, dass der Wert eines Pakets nicht das entsprechende Vielfache des Kurses der einzelnen Aktie sein muss – ein Phänomen, das tatsächlich häufig zu beobachten ist und als „Paketab-“ bzw. „-zuschlag“ bezeichnet wird.

Bei Aktien spielen Erwartungen eine besondere Rolle: Der aus dem Erwerb der Aktie entstehende Nutzen ist mangels Möglichkeit, in die Zukunft zu sehen, unbekannt – dies unterscheidet die Aktie von „normalen“ Gütern: Der Nutzen, der aus einer Tonne Stahl oder Getreide gezogen werden kann, ist ziemlich genau bekannt.

Sonst ist die Börse von Trends betroffen wie der Gütermarkt auch: Ist „der Bulle“ auf einem Markt los, so beginnt dort das „Pilotenspiel“ (Hoffen auf ewiges Wachstum des „Schneeballs“) und Fundamentalwerte verlieren ihre Bedeutung. „Trendsetter“ sind hier wahrscheinlich genauso anzutreffen wie etwa in der Modebranche.

<sup>23)</sup> Zum Begriff siehe beispielsweise: *Varian*, Grundzüge der Mikroökonomik<sup>4</sup> 411 ff.

<sup>24)</sup> Vgl. dazu etwa *Rüffler*, Die übertragende Auflösung als Beispiel für die analoge Anwendung des Umwandlungsrechts wbl 2001 347 FN 33: „Richtig ist freilich, dass Aktien, mit denen eine kontrollierende Mehrheit erreicht werden kann, mehr wert sind und deshalb ein höherer Preis auch gerechtfertigt sein kann.“

<sup>25)</sup> Beschluss des BVerfG vom 27.4.1999, veröffentlicht in ZIP 1999 1436.

<sup>26)</sup> *Weissel*, Wettbewerb als Pflicht und Recht, ZfRV 1994 185.

### 2.3. Die Börsenkapitalisierung als Unternehmenswert

Setzt man die Börsenkapitalisierung (das Produkt aus Anzahl der – wenn auch nicht tatsächlich ausgegebenen – Aktien mal Kurs) einer Gesellschaft mit deren objektivem Wert gleich, so muss man akzeptieren, dass sich dieser Wert in kurzer Zeit wesentlich ändert<sup>27)</sup>, obwohl sich weder in der Gesellschaft selbst noch auf den für diese bedeutenden Absatz- bzw Beschaffungsmärkten<sup>28)</sup> irgendetwas tut. Die Schwankungen geschehen auf Grund unterschiedlicher Erscheinungen, wie Veränderungen des Zinsniveaus, Mode, politische Entscheidungen, Gerüchten und dergleichen<sup>29)</sup>. Besonders stark kann der Börsenhandel aber auch durch Konzentrationen beeinflusst werden: Gehört die große Mehrheit der Aktien einer Gesellschaft einer einzigen Person, so ist der Handel und damit der Aktienkurs zweifellos beeinflusst.

Tatsächlich lässt sich aus einer grundlegenden Überlegung der objektive Wert einer Gesellschaft nicht mit der Börsenkapitalisierung gleichsetzen. Dies wird vor allem dann offensichtlich, wenn sich ein wesentlicher Anteil der Aktien in einer Hand befindet. Würde dieses Paket plötzlich verkauft werden, so würde dies den Preis beeinflussen – der Kurs, der sich zuvor gebildet hat, hat dann keine Bedeutung mehr, weil sich eben die zuvor angebotene Menge an Aktien ändert. Nach dem Gesetz des Marktes ist eine (wesentlich) größere Menge eines Gutes aber nur dann zu verkaufen, wenn sich der Angebotspreis ändert – und zwar vermindert. Gleiches gilt mit umgekehrten Vorzeichen, wenn plötzlich ein beachtliches Paket an Aktien einer Gesellschaft erworben werden soll<sup>30)</sup>. Hält ein Großaktionär 25% einer Gesellschaft, so bildet sich der Kurs auf Grund des Handels der restlichen 75%. Würde der Großaktionär sein Paket plötzlich „auf den Markt werfen“, so müssten sich auf einen Schlag für ein um mehr als 33%

gewachsenes Volumen zusätzlich Käufer finden (wenn man natürlich annimmt, dass alle 75% laufend gehandelt werden; liegen Aktien jedoch teilweise auch „im Safe“, so vergrößert sich der Zuwachs möglicherweise auch um ein Mehrfaches).

Die beschränkte Aussagekraft des Börsenkurses hinsichtlich des Wertes der betroffenen Gesellschaft wird übrigens besonders dann deutlich, wenn man überlegt, dass der Kurs einer Aktie sich vielleicht nur deshalb bildet, weil sich die subjektiven Werte eines (oder einiger weniger) Verkäufer(s) mit jener eines (oder einiger anderer) Käufer(s) – mehr oder weniger zufällig decken. Die subjektiven Wertvorstellungen von einzelnen Marktteilnehmern (tatsächlichen und potenziellen Aktionären) lassen einen Preis entstehen – aus diesem Preis lässt sich also allenfalls auf die Wertvorstellung der an einer Transaktion (eventuell innerhalb eines gewissen Zeitraums) Beteiligten rückschließen; jedoch sicher nicht auf den Wert der gesamten Gesellschaft.

## II. Folgerungen für die Rechtswissenschaft

Es existiert kein „wahrer“ Unternehmenswert!

Obwohl die Ertragswertmethode und verwandte Methoden aus systematisch-logischen Gründen der Substanzwertmethode überlegen sind, kann mit ihrer Hilfe kein wahrer Unternehmenswert ermittelt werden, weil eben

<sup>27)</sup> Es ist allerdings kein Grund denkbar, wieso sich der (objektive) Wert einer Sache denn nicht jede Sekunde ändern können sollte.

<sup>28)</sup> Eine Änderung auf dem Absatzmarkt tritt etwa durch eine Veränderung der Konkurrenzsituation ein, eine auf dem Beschaffungsmarkt beispielsweise durch Lieferschwierigkeiten bei Lieferanten.

<sup>29)</sup> Vgl dazu *Großfeld*, Börsenkurs und Unternehmenswert, BB 2000, 261 unter Berufung auf BGHZ 71.

<sup>30)</sup> Vgl dazu *Bachl*, Aktuelle deutsche Judikatur zur Ermittlung von Barabfindungen bei Umgründungsvorgängen, wbl 2000, 293.

die Zukunft ungewiss ist – und damit die zukünftigen Ergebnisse nicht vorhersehbar.<sup>31)</sup>

Die Substanzwertmethode ist ua aus den erwähnten systematisch-logischen Gründen nicht geeignet. Nur in Ausnahmefällen und auch dann nur, wenn man Marktpreise als den wahren Wert widerspiegelnd akzeptiert<sup>32)</sup>, kann die Substanzwertmethode brauchbare – nicht aber: richtige – Ergebnisse liefern.

Aus dem Börsenkurs der Aktien einer Gesellschaft ist schließlich nur dann etwas zu gewinnen, wenn man – entgegen den unbestrittenen Gesetzen der Ökonomik – die Elastizitäten von Angebot und Nachfrage unbeachtet lässt. Selbst bei den Aktien einer in völligem Streubesitz befindlichen Gesellschaft spiegelt der Kurs möglicherweise nur die subjektiven Werte (den Kauf- und Verkaufswillen) einiger weniger wider. „Daß der Börsenkurs den wahren Wert des Unternehmens [...] wiedergibt, ist eine Fiktion.“<sup>33)</sup>

Daraus folgt, dass Bestimmungen über eine „volle Entschädigung“<sup>34)</sup> für den Anteil an einem Unternehmen bzw einen Geschäftsanteil illusorisch sein müssen. Selbst wenn sich in Einzelfällen brauchbare (dh nicht unbedingt richtige!) Unternehmenswerte ermitteln lassen, bleibt die Wertermittlung aus systematischen Gründen im Endeffekt willkürlich. Alle Bestimmungen, die von einem „wahren“ Wert eines Unternehmens (gleichermaßen, wenn nicht auf Grund der unterschiedlichen Grenzwerte noch stärker, gilt dies für Geschäftsanteile) ausgehen, sind daher verfassungswidrig, weil sie dem (dem Gleichheitsgebot entspringenden) Sachlichkeitsgebot und dem Schutz des Eigentums widersprechen. Dem Gesetzgeber ist natürlich ein gewisser Spielraum belassen, innerhalb dessen er – etwa der einfachen und leichten Handhabbarkeit wegen – auch eventuell im Einzelfall unbillige Regelungen schaffen darf – für reines „Lesen aus dem Kaffeesatz“ gilt dies aber sicher nicht (dass die Arbeit von auf die Wertermittlung von Unternehmen spezialisierten Analysten nicht viel mehr ist, beweist wohl ein Blick auf die ursprünglichen Bewertungen und die tatsächliche Entwicklung der „New Economy“). Der Eintritt einer Rechtsfolge darf nicht von Zufälligkeiten abhängen<sup>35)</sup>.

Es stellt sich die Frage, ob es eine den Kapitalmarkt ungeheuerlich belastende Katastrophe ist, wenn ein „Squeeze-out“ und Ähnliches nicht mehr möglich und der „Schutz der anderen“ bei Erreichen einer kontrollierenden Beteiligung nicht mehr gegeben ist – die meisten Bestimmungen wurden ja mit der Begründung eingeführt, dass es den Kapitalmarkt zu fördern bzw zu schützen gelte<sup>36)</sup>.

Dies soll an dieser Stelle nur anhand weniger Beispiele angedacht werden, um den Rahmen nicht bei weitem zu sprengen. Zunächst zum „Squeeze-out“: Die Situation, die ein solches ermöglicht hat, sicher eine „Vorgeschichte“. Irgendwann war der Minderheitsgesellschafter willkommener Kapitalgeber; und wahrscheinlich war sein Vorhandensein dem Mehrheitsgesellschafter auch bekannt, bevor dieser Mehrheitsgesellschafter wurde. Wie lässt sich also rechtfertigen, dass plötzlich ein Gesellschafter hi-

nausgedrängt wird und dafür möglicherweise viel weniger erhält, als der Geschäftsanteil für ihn persönlich wert ist?<sup>37)</sup>

Ebenso stellt sich die Frage, wieso ein Aktionär besondere Rechte erhalten soll, nur weil ein anderer eine bestimmte Mehrheit erreicht. Eine Beteiligung an einer Gesellschaft ist schließlich nicht mit einem Sparbuch vergleichbar. Den höheren möglichen Renditen darf doch wohl ein höheres Risiko gegenüberstehen. Und schließlich werden auch die Gewinne, die ein Aktionär dadurch erzielen kann, dass ein anderer durch stetige Nachfrage die Kurse in die Höhe treibt, nicht abgeschöpft.

Natürlich lassen sich gute Gründe ua für erzwingbare Gesellschafterwechsel finden<sup>38)</sup>. Will man diese ermöglichen, so bedarf es allerdings etwas mehr Kreativität, als eine Gegenleistung, die den wahren Wert der Beteiligung abgibt, vorzuschreiben. Ein Denkanstoß – mehr kann es an dieser Stelle nicht sein – wäre etwa folgende Lösung: Bei Vorliegen des Abfindungsfalles muss der abfindende Gesellschafter dem abzufindenden ein Angebot für die von diesem gehaltene Geschäftsanteile machen. Dieser kann – und muss – nun wählen, ob er das Angebot annimmt oder ob er seinerseits vom abfindenden Gesellschafter zu den gleichen Konditionen einen Teil seines Geschäftsanteils abnimmt, der seinem eigenen Geschäftsanteil entspricht. Der abfindende Gesellschafter ist also gehalten, ein „wirklich“ gutes Angebot zu machen, will er nicht riskieren, einen Teil seines Geschäftsanteils möglicherweise zu billig zu verlieren. Natürlich sind bei dieser auf den Abgleich der subjektiven Werte abzielenden Lösung viele Detailfragen zu lösen, was möglicherweise nur mit Zugeständnissen an die „Reinheit“ praktisch zu bewerkstelligen ist, doch muss eine solche Lösung – wie vielleicht andere auch – derjenigen überlegen sein, die mit dem unrealistischen Phantom eines wahren Wertes operiert.

Abschließend lässt sich sagen, dass der OGH völlig Recht hat, wenn er Bedenken an der Verfassungsmäßigkeit des § 102a Abs 4 BWG hegt – nur ist die Lösung des Problems sicher nicht so einfach, wie es sich viele der Beteiligten offenbar vorstellen.

<sup>31)</sup> Selbst wenn die Zukunft vorausbestimmt wäre, ließe sie sich nicht vorhersagen.

<sup>32)</sup> So etwa OGH in 10 Ob 264/99t: „Als gemeiner Wert [...] ist [...] der Verkehrswert anzusehen.“

<sup>33)</sup> OGH in 6 Ob 109/01z.

<sup>34)</sup> Vgl Nowotny, Börsenkurs und Unternehmenswert RdW 1999, 761.

<sup>35)</sup> Vgl etwa Walter/Mayer, Grundriß des österreichischen Bundesverfassungsrechtes<sup>8</sup> Rz 1350.

<sup>36)</sup> Etwa beschreibt die Regierungsvorlage das Ziel des ÜbG folgendermaßen: „Anzustreben ist eine erhöhte Attraktivität des österreichischen Kapitalmarkts für private und institutionelle Anleger und damit ein erleichterter Zugang zu günstigem Eigenkapital für österreichische Unternehmen.“

<sup>37)</sup> Weiter gehend dazu siehe beispielsweise Fikentscher, Recht und wirtschaftliche Freiheit – Die Freiheit des Wettbewerbs 198 ff: „Begriff und Funktion des ‚gemeinsamen Zwecks‘ im Gesellschaftsrecht.“

<sup>38)</sup> Vgl dazu etwa Kalss, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 366.