



Universität St.Gallen

Unternehmensbewertung in der Rechtspraxis

Valentin Jentsch

Prof. Dr., LL.M. (Stanford), Rechtsanwalt
Tenure Track Assistant Professor of Corporate Law
Universität St.Gallen (HSG)

Thomas Vettiger

Dr. oec. publ., lic. oec. HSG
Gründer und Managing Partner
IFBC

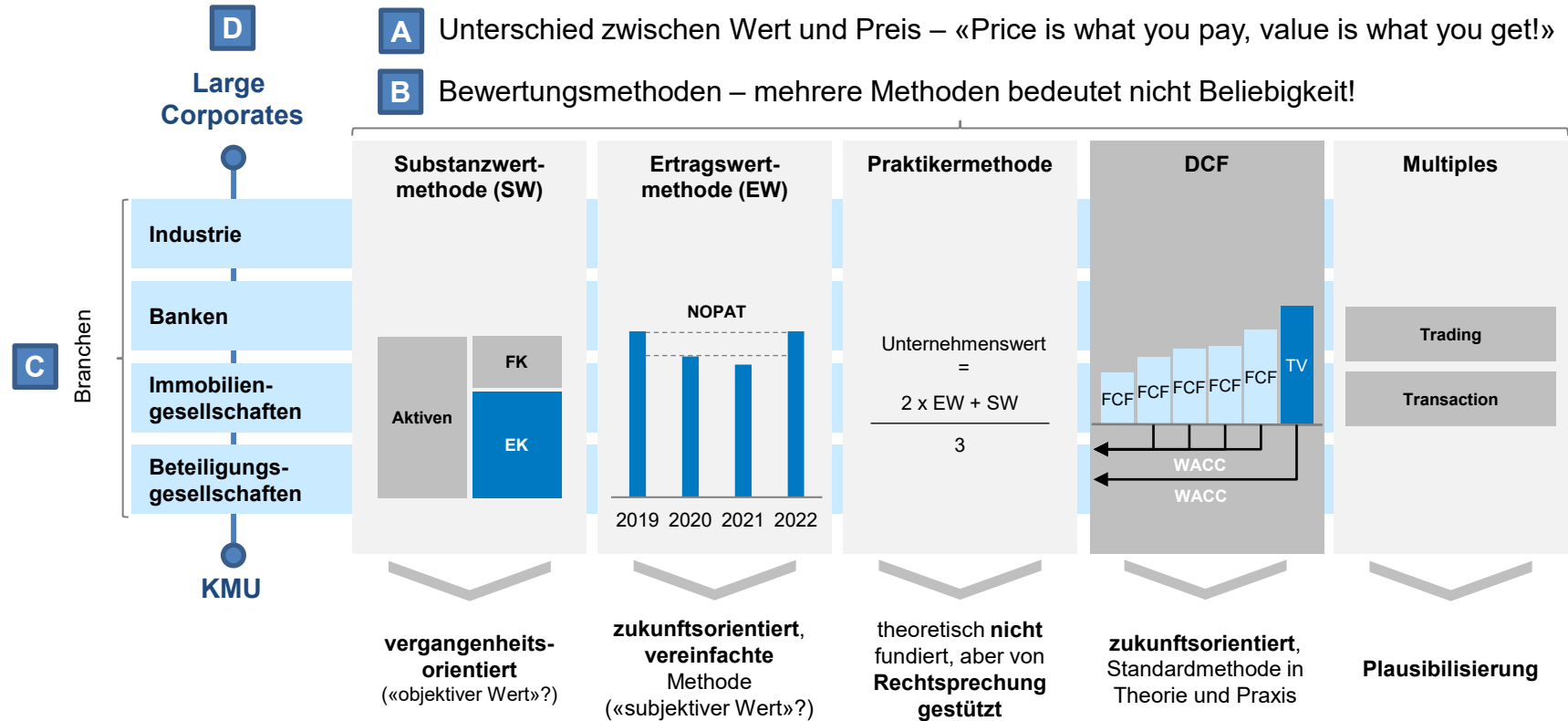
Rechtliche Grundlagen

Bewertungs- anlässe	■ rechtliche Bewertungsanlässe finden sich vor allem im Gesellschafts- (<u>Fall 1</u>), Umstrukturierungs- (<u>Fall 4</u>) und Übernahmerecht (<u>Fall 5</u>), aber auch im Familien- und Erbrecht sowie im Bilanz- und Steuerrecht → hier sind Schutzzwecke der entsprechenden Rechtsnormen zu beachten ■ ausserrechtliche Bewertungsanlässe finden sich demgegenüber vorwiegend im Vertrags- (<u>Fall 2</u>) und Schadenersatzrecht (<u>Fall 3</u>) → hier gilt weitgehend Prinzip der Privatautonomie
Bewertungs- zweck und Wert- konzeption¹⁾	■ objektive Werttheorie: Ermittlung eines Substanzwerts, der hauptsächlich auf Vergangenheits- und Gegenwartswerten basiert (<i>Mellerowicz 1952, Lackmann 1962</i>) ■ subjektive Werttheorie: Berechnung auf Basis zukünftiger Erträge unter Heranziehung von Ertragswertverfahren (<i>Busse von Colbe 1957, Münstermann 1966</i>) ■ objektivierte Bewertungslehre (<i>Moxter 1983</i>)
Bewertungs- grundsätze und Bewertungs- methoden	■ gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung erfolgt Unternehmensbewertung in erster Linie nach «anerkannten Grundsätzen der Betriebswirtschaftslehre», zentral ist Begriff des wirklichen Werts (Verkehrswert, innerer Wert), Fortführungswert als Regel und Liquidationswert als Ausnahme ■ grundsätzlich gibt es keine rechtlich vorgeschriebene Methode zur Bewertung eines Unternehmens, dennoch gelten Anforderungen einer normzweckadäquaten Unternehmensbewertung²⁾
Bewertungs- aufgaben	■ Rechtsfrage: Bewertungsziel als Teil der Rechtsanwendung, «Normwert» als Bewertungsvorgabe, daher Rechtsproblem (<i>Hüttche/Meier-Mazzucato 2018, Hüttemann in Fleischer/Hüttemann 2019</i>) ■ Tatfrage: Wertermittlung als Teil der Tatsachenfeststellung, insbesondere Schätzung (<i>Hüttemann in Fleischer/Hüttemann 2019</i>), die Grundlage bildet für gerichtliche oder behördliche Entscheidungsfindung über unternehmenswertabhängige Ansprüche in Rechtspraxis (<i>Jentsch 2019</i>)

¹⁾ «Kölner Funktionenlehre» nach *Sieben* (1976, 1977) und *Matschke* (1975, 1976, 1979), insbesondere Beratung, Argumentation und Vermittlung.

²⁾ monografisch *Schröter* (2017).

Ökonomische Grundlagen



Ausgewählte Fallkonstellationen

- 1 Gesellschaftsrecht – Vinkulierung

- 2 Vertragsrecht – Abfindungsklausel

- 3 Schadenersatzrecht – M&A-Streitigkeit

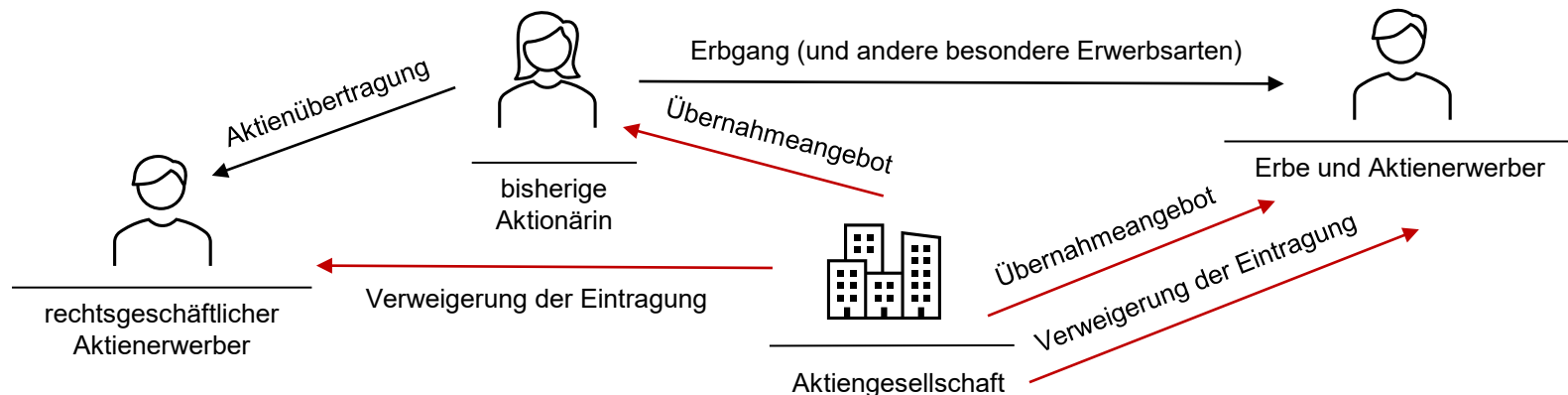
- 4 Umstrukturierungsrecht – Fusion

- 5 Übernahmerecht – Prüfstelle und Fairness Opinion

Fall 1: Gesellschaftsrecht – Vinkulierung

Sachverhalt

Der Verwaltungsrat möchte die Übertragung vinkulierter, nicht kotierter Namenaktien an einen Käufer und an einen Erben (Variante) verhindern. Ein wichtiger Grund für die Ablehnung der neuen Aktienerwerber ist nicht ersichtlich.



Rechtsgrundlagen

Escape Clause: «Die Gesellschaft kann das Gesuch um Zustimmung ablehnen, [...] wenn sie dem Veräusserer der Aktien anbietet, die Aktien [...] zum wirklichen Wert im Zeitpunkt des Gesuchs zu übernehmen» (Art. 685b Abs. 1 OR)

Sonderfall: «Sind die Aktien durch Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung erworben worden, so kann die Gesellschaft das Gesuch um Zustimmung nur ablehnen, wenn sie dem Erwerber die Übernahme der Aktien zum wirklichen Wert anbietet» (Art. 685b Abs. 4 OR)

Fall 1: Gesellschaftsrecht – Vinkulierung

Rechtsprechungsübersicht

Begriff des wirklichen Werts (BGE 120 II 259 E. 2b, BGer 4C.363/2000 E. 2c)

- Entstehungsgeschichte: **Verkehrswert**, Berücksichtigung aller weiteren Umstände, die Verkehrswert beeinflussen, etwa Preis der Kaufofferte, Umfang des Minderheitspakets und Zukunftsaussichten des Unternehmens (Botschaft, BBl 1983 II 745 ff., 910)
- Rechtsprechung des Bundesgerichts: Anspruch auf volle Entschädigung des abgelehnten Aktienerwerbers (BGE 92 III 20 E. 3), aufgrund des **inneren Werts der Aktien** festzulegen (BGE 110 II 293 E. 2c), insbesondere Bedeutung für **Unternehmenswert**
- herrschende Literaturmeinung: **objektiver Wert**, als **Gesamtwert der Gesellschaft** unter Einschluss von **Substanz- und Ertragswert** zu bestimmen (Bürgi, von Steiger, Schucany, Böckli, F. von Steiger, Secrétan, Rapp, Nobel, Guhl/Kummer/Druey, Lenhard, Lutz)
- Lehre: grundsätzlich **Fortführungswert**, ausnahmsweise **Liquidationswert** (Bürgi, von Steiger, Secrétan, Lenhard, Lutz)

Liquidationswert als untere Grenze (BGE 120 II 259 E. 2c, BGer 4C.363/2000 E. 2c)

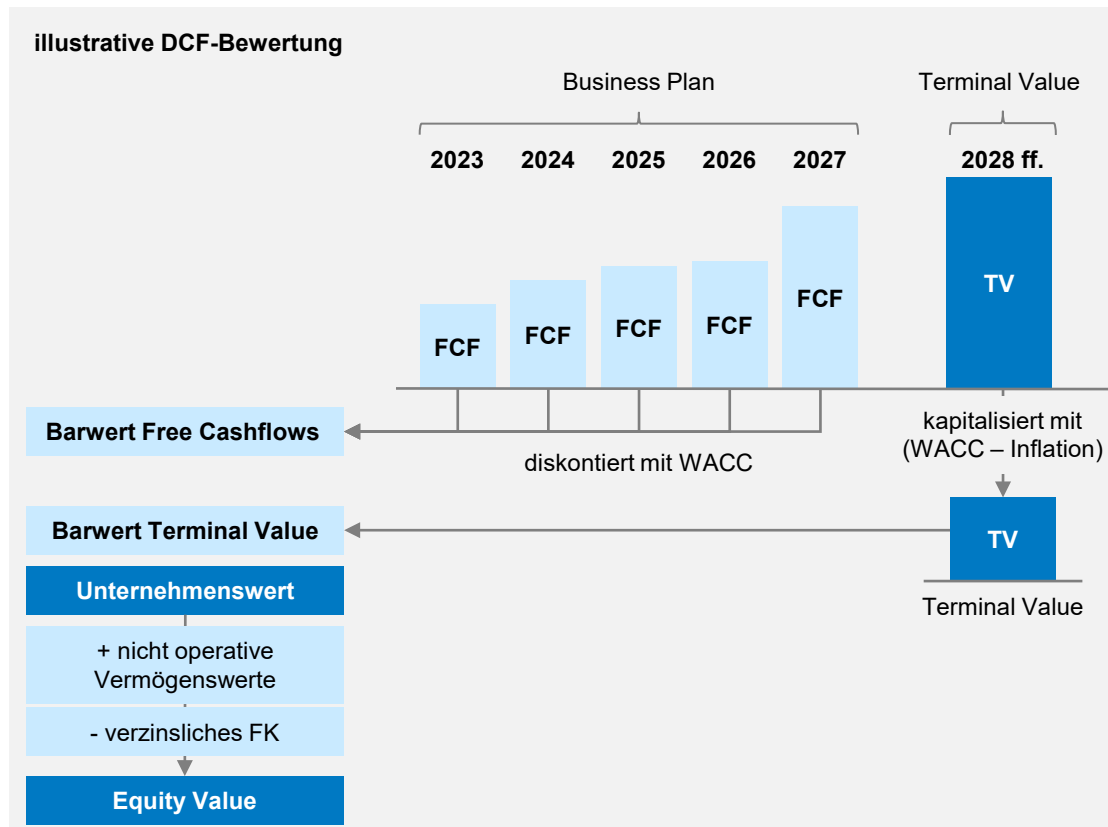
- kein Anspruch auf Bewertung zum Liquidationswert: anders als Personengesellschaftsrecht kein Auflösungs-, sondern Ausschlussungstatbestand auf Grundlage der Fortführung des Unternehmens, **Gleichbehandlung des abgewiesenen Aktienerwerbers**
- Vorbehalt der Wertuntergrenze: **unvermeidliche Liquidation der Gesellschaft** wegen sich anhäufender Verluste oder **absichtlich tief gehaltene Rentabilität der Gesellschaft** zur Beeinflussung der Bewertung der Aktien sowie allgemein **Missbrauchsfälle**

Bewertungsgrundsätze und Bewertungsmethoden (BGE 120 II 259 E. 2a, BGer 4C.363/2000 E. 3b)

- Unterscheidung von Rechtsfragen und Tatfragen: Bundesrecht bestimmt, nach welchen **Rechtsgrundsätzen** Bewertung vorzunehmen ist, wogegen nach diesen Grundsätzen vorzunehmende **Wertermittlung** prinzipiell Tatfrage darstellt
- Beachtung gesetzlicher Vorgaben bei Wertermittlung: **Ermittlung des Verkehrswerts nach verschiedenen Methoden** je nach Vermögensgegenstand und Verhältnisse im Einzelfall, Bewertung nach «anerkannten Grundsätzen der Betriebswirtschaftslehre» und Beizug von Experten, **Zurückhaltung des Gerichts**, insbesondere Beschränkung auf formelle Fragen

Fall 1: Gesellschaftsrecht – Vinkulierung

- A** wirklicher Wert als Ergebnis von Substanz- und Ertragswert ist aus ökonomischer Sicht problematisch
- B** es geht um einen objektiven Wert, was nicht mit dem Substanzwert gleichzusetzen ist und ein unabhängiges Drittangebot nicht per se ausschliessen darf, kann ein objektiver Referenzpunkt sein
- C** Bewertung auf einem transparenten Fortführungsszenario ist die Regel
- D** Verwendung des Liquidations-szenarios ist aus ökonomischer Sicht in den seltensten Fällen vertretbar
- E** Missbrauchsgefahr in der Praxis durch vereinfachte Extrapolation negativer Effekte in die Zukunft
- F** Kontrollprämie und Minderheitsabschläge sind aus ökonomischer Sicht sinnvoll



Ausgewählte Fallkonstellationen

- 1 Gesellschaftsrecht – Vinkulierung

- 2 Vertragsrecht – Abfindungsklausel

- 3 Schadenersatzrecht – M&A-Streitigkeit

- 4 Umstrukturierungsrecht – Fusion

- 5 Übernahmerecht – Prüfstelle und Fairness Opinion

Fall 2: Vertragsrecht – Abfindungsklausel

Sachverhalt

Ein Aktionär beruft sich auf ein vertragliches Verkaufsrecht (Austrittsrecht) und verlangt zugleich die Bewertung seiner Beteiligung, die von den verbleibenden Aktionären gleichmässig zu übernehmen ist. Der verkaufende Aktionär ist daraufhin nicht mehr Partei des Aktionärsbindungsvertrags.



Rechtsgrundlagen

Aktionärsbindungsvertrag (Shareholders' Agreement), beispielsweise «Jede Vertragspartei kann verlangen, dass die Abfindung auf der Grundlage des wirklichen Werts der Aktien (True and Fair View) gemäss [Bewertungsmethode] bestimmt wird», wobei die Revisionsstelle oder ein (zu bestimmender) Bewertungsexperte den wirklichen Wert der Aktien für alle Parteien bindend und endgültig festlegt

Fall 2: Vertragsrecht – Abfindungsklausel

Rechtsprechungsübersicht

Willensmängel über Unternehmenswert (BGer 4A_97/2016 E. 2.3, BGer 4A_87/2018 E. 5, anders BGE 110 II 293 E. 5)

- Unternehmenskauf (Asset Deal): **Willensmangel** kann sich auf betriebswirtschaftlich ermittelten Unternehmenswert oder andere Einflussfaktoren beziehen, **Kaufpreis** ist nicht mit **Wertvorstellungen einer Vertragspartei über Kaufsache** gleichzusetzen
- erbrechtlicher Vinkulierungskontext: **kein Grundlagenirrtum**, da keine notwendige Vertragsgrundlage und fehlende Erkennbarkeit aufgrund **Interessenabwägung**, insbesondere Risiko der Folgen einer falschen Vorstellung über wirklichen Wert der Aktien

Fortführungs- oder Liquidationswert (BGer 4A_87/2018 E. 4.3, anders BGE 120 II 259 E. 2c, BGE 136 III 209 E. 6.2.4)

- Unternehmenskauf (Asset Deal): unzulässige Vorgehensweise der Vorinstanz, weil keine Berücksichtigung der gutachterlichen Bewertung des Garagenbetriebs zum **Liquidationswert** und Korrektur des vom Experten ermittelten **Fortführungswerts** gestützt auf eigenes Fachwissen, also **eigenen Sachverstand** über denjenigen des Experten gesetzt und nicht transparent offengelegt
- Gesellschaftsrecht: kein Anspruch auf Bewertung zum Liquidationswert, mit Vorbehalt (→ **Folie 6**)
- eheliches Güterrecht: Liquidationswert als Wertuntergrenze (**abweichende Praxis**)

Bewertungsgrundsätze und Bewertungsmethoden im Handelsrecht (BGer 2C_309/2013 2C_310/2013 E. 2.2-2.3) und im ehelichen Güterrecht (BGE 121 III 152 E. 3, BGE 125 III 1 E. 5, BGE 136 III 209 E. 6.2.5, BGE 146 III 73 E. 5)

- Handelsrecht: handelsrechtliche Unternehmensbewertung beruht auf «anerkannten Grundsätzen der Betriebswirtschaftslehre», **vermögenswert-, gewinn- und marktorientierte** Bewertungsmethoden, Grundsatz der **Zukunftsbezogenheit**, Vergangenheit liefert **Erfahrungswerte**, **Rechtsfragen** (Bewertungsmethodik) und **Tatfragen** (Annahmen), **beschränkte Kognition**
- eheliches Güterrecht: **Gesamtbewertung** von Aktiven und Passiven, Bewertung im Zeitpunkt der **Urteilsfällung**, Ermittlung des **Verkehrswerts** eines überbauten Grundstücks in differenzierender Kombination von **Real- und Ertragswert**, **DCF-Methode** als anerkannte gewinnorientierte Bewertungsmethode, Vorzug der **Praktikermethode** bei kleinen und mittleren Unternehmen

Fall 2: Vertragsrecht – Abfindungsklausel

- A** Fortführungsszenario als Ausgangspunkt für die Bewertung als ökonomisch sinnvolle Ausgangslage
- B** sowohl Rechtsprechung als auch Lehre und Literatur machen keine Einschränkung zur Methodenwahl → Bewertung im Aktionärsbindungsvertrag definieren
- C** Variante 1: vereinfachtes, zukunftsorientiertes Bewertungsverfahren (Ertragswert, Multiples) im Aktionärsbindungsvertrag festhalten, Praktikermethode als «fauler» Kompromiss
- D** Variante 2: Bewertung durch einen unabhängigen Dritten auf der Basis der geltenden «best practice»
- E** um Streitigkeiten zu vermeiden, empfiehlt es sich, bei beiden Varianten Vorgaben zur Umsetzung der Bewertungsmethode zu machen (u.a. Verwendung von Discounts und Prämien, Umgang mit Sondereffekten, Behandlung der Liquidität)
- F** Definition Bewerter, Verbindlichkeit des Resultats, Eskalationsmechanismus

Ausgewählte Fallkonstellationen

- 1 Gesellschaftsrecht – Vinkulierung

- 2 Vertragsrecht – Abfindungsklausel

- 3 Schadenersatzrecht – M&A-Streitigkeit

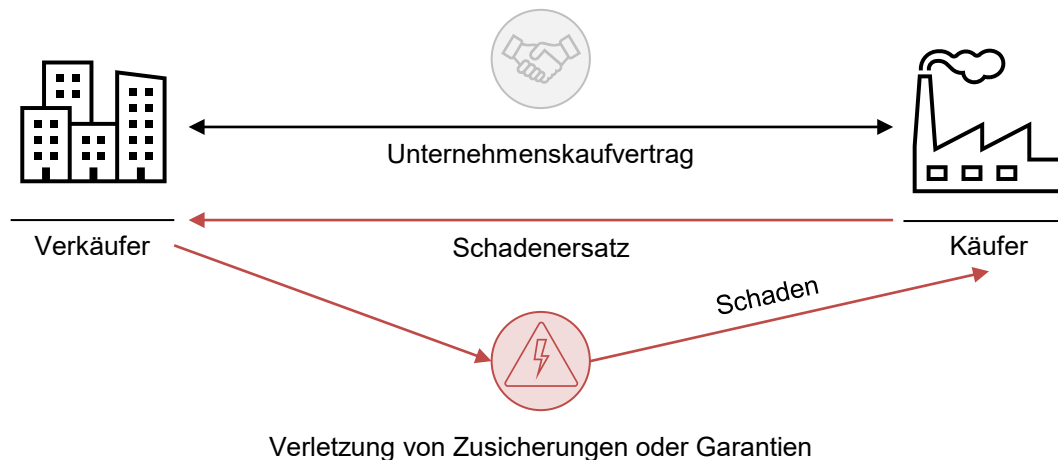
- 4 Umstrukturierungsrecht – Fusion

- 5 Übernahmerecht – Prüfstelle und Fairness Opinion

Fall 3: Schadenersatzrecht – M&A-Streitigkeit

Sachverhalt

Der Käufer macht nach vollzogener M&A-Transaktion vertragliche Schadenersatzansprüche wegen der Verletzung von Zusicherungen oder Garantien geltend. Die Schadensberechnung erfolgt gestützt auf eine Unternehmensbewertung.



Rechtsgrundlagen

Unternehmenskaufvertrag (Share Purchase Agreement), insbesondere «compliance with law»-Klausel, wonach «[Company] is in compliance with all applicable laws, ordinances, codes, rules, requirements and regulations»

Fall 3: Schadenersatzrecht – M&A-Streitigkeit

Rechtsprechungsübersicht

Sachgewährleistung: Minderung (BGE 81 II 207 E. 3, BGE 88 II 410 E. 3, BGer 4A_480/2007 E. 5, BGer 4A_42/2009 E. 5)

- Liegenschaftsverkauf: Ermittlung des **Minderwerts** nach relativer Berechnungsweise, wonach Kaufpreis auf Betrag herabzusetzen ist, der Verhältnis zwischen **objektivem Wert** der Sache ohne Mängel und ihrem **objektiven Wert** im tatsächlichen Zustand entspricht
- Grundstückkauf: auf Fehlen zugesicherter Eigenschaften zurückzuführender **Minderwert**, Verhältnis zwischen gemindertem und versprochenen Preis entspricht Wertverhältnis mit und ohne zugesicherten Eigenschaften, kein Vergleich **objektiver Werte**
- Liegenschaftsverkauf: Schätzung des **Verkehrswerts** überbauter Liegenschaften mit statistischen Methoden, Ertragswertmethoden und Sach- oder Realwertmethoden, wobei diese Methoden **kombiniert** werden können, nicht aber **fiskalische Werte**, Minderwertsbemessung nach **objektiven Werten**, auch hier **Ermessen** bei Wahl der Bewertungsmethode
- Unternehmenskauf (Share Deal): Geltendmachung von Herabsetzungsansprüchen beim Unternehmenskauf auf Grundlage bevorzugter **DCF-Methode**, *in casu* weder Minderungsansprüche noch Schadenersatzanspruch

Willensmängel: absichtliche Täuschung und Grundlagenirrtum (BGE 81 II 213 E. 5, BGE 107 II 419 E. 1-3)

- Unternehmenskauf (Share Deal): absichtliche Täuschung über nicht offengelegte Hypothekarschuld, *in casu* Preisminderung um **Minderwert** infolge fehlender Zusicherung, also **Differenz** zwischen bezahltem Preis und vereinbartem Preis ohne Täuschung
- Unternehmenskauf (Share Deal): keine Haftung für **wirtschaftlichen Wert der Aktien** oder **Vermögenswerte der Gesellschaft**, ausser Abgabe besonderer Zusicherungen, *in casu* Grundlagenirrtum über Wert der Warenvorräte («Zeitwert», «innerer Wert»)

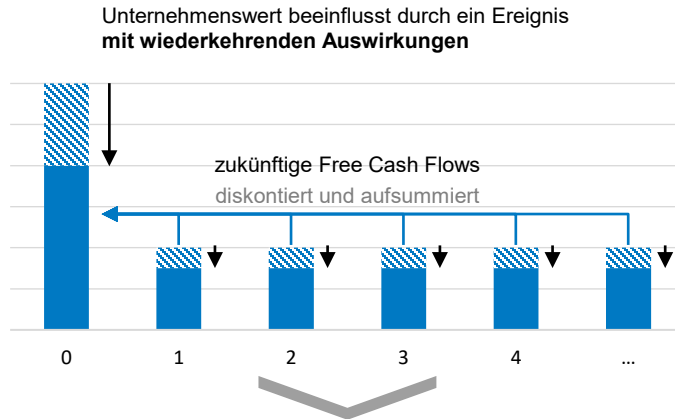
vertragliche Anspruchsgrundlagen (BGer 4C.33/2004 4C.357/2005 E. 2.4, BGer 4A_195/2008 E. 2)

- Unternehmenskauf (Share Deal): objektiver Wert einer Gesellschaft richtet sich nach **Gesamtwert** unter Einschluss von **Substanz- und Ertragswert** unter Annahme der **Fortführung des Unternehmens**, aber «Besonderheiten der Unternehmensbewertung»
- Unternehmenskauf (Share Deal): *in casu* kein **Schaden des Unternehmens**, daher keine vertragsrechtliche Haftung

Fall 3: Schadenersatzrecht – M&A-Streitigkeit

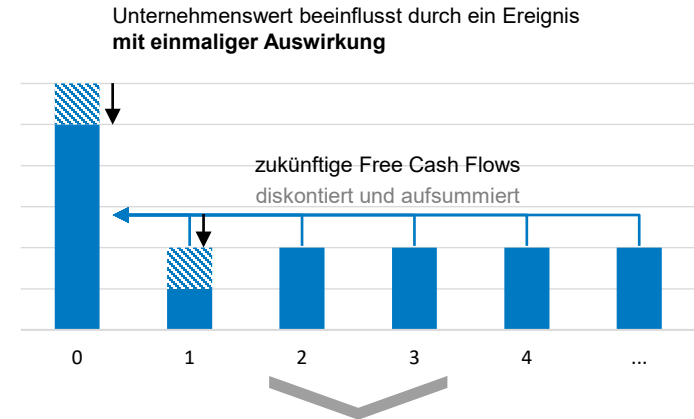
Aus einer ökonomischen Perspektive gibt es zwei verschiedene Ansätze zur Quantifizierung von Schäden/Verlusten. Zum einen **einmalige Effekte**, die nicht kapitalisiert oder extrapoliert werden dürfen, um finanzielle Schäden/Verlusten zu quantifizieren. Zum anderen **wiederkehrende Effekte**, die zu einer Wertminderung der gekauften Aktien führen und auf der Grundlage einer Extrapolation zu berechnen sind.

Quantifizierungsansatz für wiederkehrende Effekte



Der finanzielle Nettoschaden (inkl. Schadensminderung) basiert auf einem Vertragsbruch mit Auswirkungen auf das wiederkehrende Geschäft und sollte daher unter Anwendung der DCF-Methode berechnet werden.

Quantifizierungsansatz für einmalige Effekte



Der finanzielle Nettoschaden (inkl. Schadensminderung) basiert auf einem Vertragsbruch mit einer einmaligen Auswirkung auf das Geschäft und wird daher ohne Extrapolation berechnet.

Fall 3: Schadenersatzrecht – M&A-Streitigkeit

- A** Schaden bei einer Unternehmensübernahme – aus einer ökonomischen Perspektive wird dadurch der Wert der erworbenen Aktien reduziert
- B** Einmaleffekte («CHF for CHF») vs. «recurring effects» im Sinne eines entgangenen Gewinns
- C** «Differenztheorie» macht aus ökonomischer Sicht Sinn, was ist die Aktie mit und ohne Schaden wert
- D** Mitigation/Schadensbegrenzung ist zu berücksichtigen
- E** Welche Differenz entspricht dem Schaden?
 - bezahlter Preis für das Unternehmen abzüglich Wert des Unternehmens mit Schaden
 - Wert des Unternehmens mit und ohne Schaden

Ausgewählte Fallkonstellationen

- 1 Gesellschaftsrecht – Vinkulierung

- 2 Vertragsrecht – Abfindungsklausel

- 3 Schadenersatzrecht – M&A-Streitigkeit

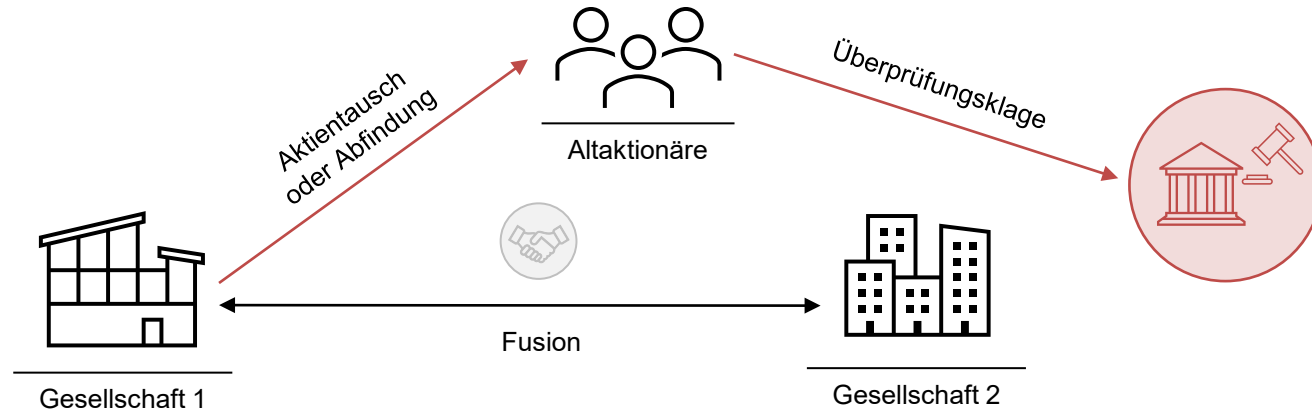
- 4 Umstrukturierungsrecht – Fusion

- 5 Übernahmerecht – Prüfstelle und Fairness Opinion

Fall 4: Umstrukturierungsrecht – Fusion

Sachverhalt

Die Unternehmensbewertung dient als Grundlage für die Berechnung des Umtauschverhältnisses oder einer Abfindung bei Fusionen. Eine besondere Bedeutung kommt der Unternehmensbewertung aber im Rahmen der gerichtlichen Überprüfung der Angemessenheit der Wahrung der Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte oder der Abfindung zu.



Rechtsgrundlagen

Überprüfungsklage (Art. 105 FusG), beinhaltet gerichtliche Festsetzung einer angemessenen Ausgleichszahlung mit Wirkung für alle Aktionäre, dient wirtschaftlicher Korrektur von Verletzungen der mitgliedschaftlichen Kontinuität

Fall 4: Umstrukturierungsrecht – Fusion

Rechtsprechungsübersicht

Begriff der angemessenen Ausgleichszahlung (BGer 4A_96/2011 E. 5.4, BGer 4A_341/2011 E. 5.1.3)

- Ausgangspunkt: Anspruch auf Abfindung im Umfang des **wirklichen Werts** der bisherigen Anteils- und Mitgliedschaftsrechte
- Einbezug weiterer Einflussfaktoren: analoge Anwendung von **Art. 7 Abs. 1 FusG** auf Überprüfungsklage, daher Berücksichtigung des Vermögens der beteiligten Gesellschaften, der Verteilung der Stimmrechte sowie **«aller anderen relevanten Umstände»**
- Wertkonzeption: Massgeblichkeit des **Fortführungswerts der Gesellschaft**, Wertbestimmung aufgrund **«zukunftsbezogener Ertragsbewertung»** verbunden mit **«aktueller Substanzbewertung»**, zudem **gewinnorientierte Methode (DCF-Verfahren)**

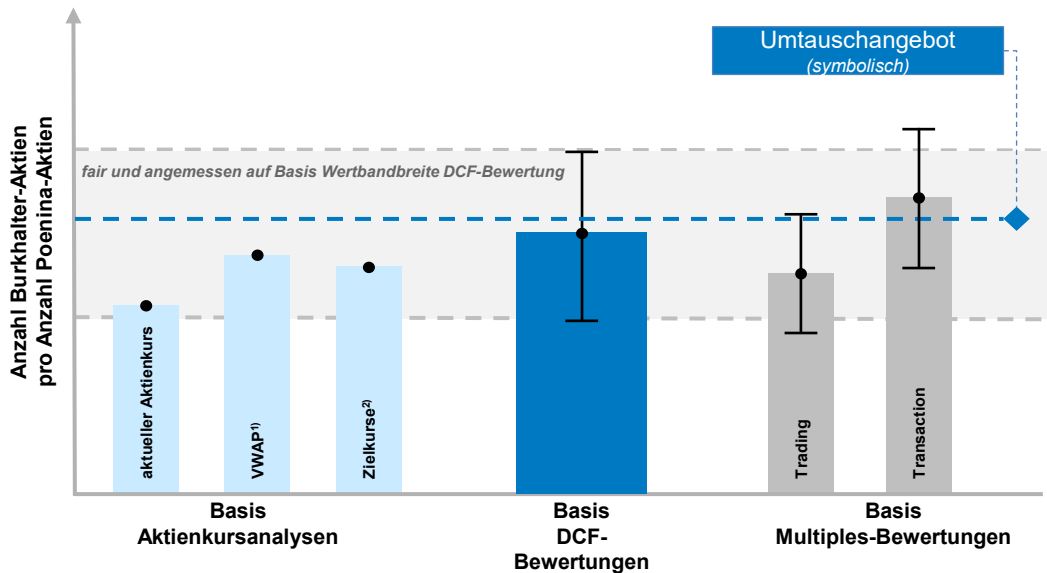
Überprüfungsbefugnis des Zivilgerichts (BGer 4A_96/2011 E. 5.4, BGer 4A_341/2011 E. 5.1.4)

- Kognitionsbeschränkung: **Zurückhaltung**, namentlich Beschränkung auf Prüfung von offensichtlichen Widersprüchen in Expertise
- Rechtsfragen: **Überprüfung angewandeter Bewertungsmethoden**, vor allem Wahl nachvollziehbarer, plausibler und anerkannter Methoden mit verbreiteter Anwendung in vergleichbaren Fällen, begründetermassen besser oder mindestens ebenso bewährt wie andere Methoden und Verhältnissen im Einzelfall Rechnung tragend, ausserdem **Verweis auf Belegstellen in Fachliteratur**

Bewertungsgrundsätze und Bewertungsmethoden (BGer 4A_96/2011 E. 5.4-5.5, BGer 4A_341/2011 E. 5.1.4; 5.2-5.4)

- Ermessensausübung und Ermessensüberschreitung: **Anwendung verschiedener Methoden**, erheblicher **Ermessensspielraum** der fusionierenden Gesellschaften bei Wahl der Bewertungsmethode und Bewertung relevanter Umstände, da «ausgehandelter Geschäftsleitungsentscheid», **justiziable Unangemessenheit des Umtauschverhältnisses** bei falschen oder unvollständigen tatsächlichen Annahmen oder Nicht- oder Falschanwendung anerkannter Bewertungsgrundsätze und -methoden
- Marktrisikoprämie: Verwendung des **arithmetischen Mittels** statt geometrischer Durchschnitts-Marktrisikoprämie statthaft
- Umtauschverhältnis: Beurteilung des **Ermessensspielraums**, nicht aber Bestimmung konkreter Umtauschverhältnisse
- Umtauschverhältnis: kein absoluter Vorrang der Bewertung nach **«Marktpreis»** vor anderen Methoden, etwa **DCF-Methode**

Fall 4: Umstrukturierungsrecht – Fusion



- A** Anwendung identischer Methoden für beide Gesellschaften
- B** «unabhängiges Alignment» der Marksicht für beide Unternehmen als Herausforderung für die Bewertung
- C** Identifikation der potentiellen Synergien – Synergiepotential wird oft überschätzt und es braucht gewissen Ermessensspielraum bei Allokation der potentiellen Synergien
- D** stringente Handhabung von Discounts, v.a. für die Illiquidität
- E** Klagen gegen die Abfindung aus Squeeze-out Fusionen

1) VWAP: volumengewichteter Durchschnittspreis über eine Zeitspanne von 60 Tagen vor Ankündigung der Fusion.

2) Zielkurse: gemäss Analysten-Schätzungen.

Ausgewählte Fallkonstellationen

- 1 Gesellschaftsrecht – Vinkulierung

- 2 Vertragsrecht – Abfindungsklausel

- 3 Schadenersatzrecht – M&A-Streitigkeit

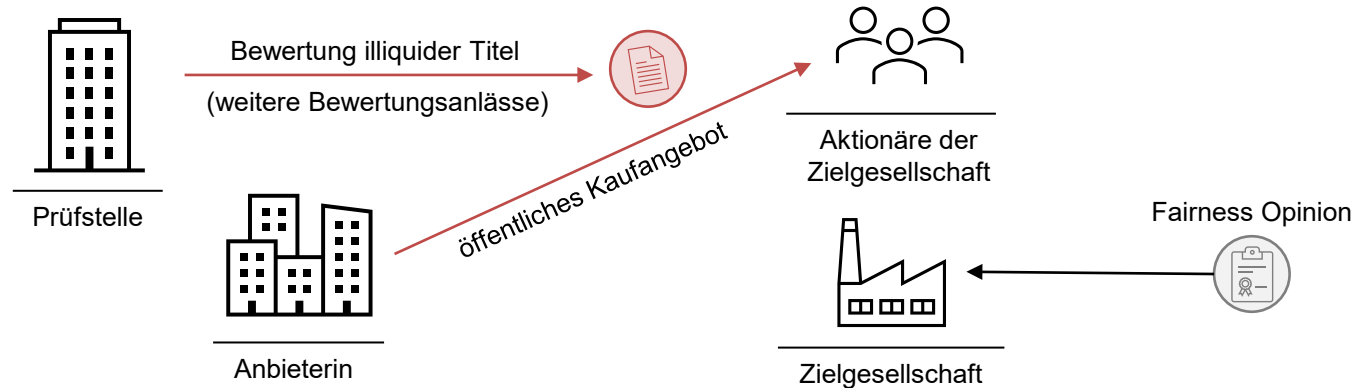
- 4 Umstrukturierungsrecht – Fusion

- 5 Übernahmerecht – Prüfstelle und Fairness Opinion

Fall 5: Übernahmerecht – Prüfstelle und Fairness Opinion

Sachverhalt

Im Rahmen öffentlicher Übernahmen sind illiquide Titel der Zielgesellschaft und illiquide Tauschpapiere der Anbieterin durch eine Prüfstelle zu bewerten, die Bewertung ersetzt den (nicht aussagekräftigen) Börsenkurs. Die Erstellung einer Fairness Opinion dient demgegenüber vorwiegend der Absicherung des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft.



Rechtsgrundlagen

Unternehmensbewertung durch Prüfstelle: Börsenkurs illiquider Titel (Art. 42 Abs. 4 und Art. 46 FinfraV-FINMA), unter Umständen Preis des vorausgegangenen Erwerbs (Art. 43 Abs. 3 bis Abs. 5 FinfraV-FINMA)

Exkurs: Fairness Opinion (Art. 30 Abs. 5 und Abs. 6 UEV)

Fall 5: Übernahmerecht – Prüfstelle und Fairness Opinion

Rechtsprechungsübersicht

Normzweck der Bewertung illiquider Titel durch Prüfstelle und technisches Ermessen der Prüfstelle (UEK 609/01 E. 3.2.1.2, UEK 637/02 E. 4.2, UEK 679/01 E. 6.2, UEK 711/02 E. 5.1, BVGer B-5272/2009 E. 7.3)

- Normzweck: Unternehmensbewertung der Prüfstelle als **notwendige Ersatzhandlung** für Abstellen auf Börsenkurs
- technisches Ermessen: **grosser Beurteilungs- und Ermessensspielraum** der Prüfstelle bei Bewertung von Leistungen ohne ökonomisch fundierte Bewertungsmodelle oder -ansätze, insbesondere **geldwerte Nebenleistungen**

Anforderungen und Einholung einer Fairness Opinion (statt vieler UEK 823/01 E 8.3, UEK 711/02 E. 9.2)

- Anforderungen: **hinreichende Begründung** im Hinblick auf Transparenz, Plausibilität und Nachvollziehbarkeit
- Einholung: grundsätzlich **freiwillig**, ausnahmsweise **zwingend**, etwa bei Verletzung des «4-Augen-Prinzips»

Minderheitsabschlag bei Bewertungsgutachten (UEK 499/01 E. 4.2, UEK 609/01 E. 3.2.1.3, UEK 670/01 E. 3.2.3)

- ältere Praxis: Minderheitsabschlag zwar in mehreren Transaktionen **toleriert**, sofern es kontrollierenden Grossaktionär gab, aber in anderen Transaktionen **angezweifelt**, in denen kein kontrollierender Grossaktionär im Aktionariat vorhanden war
- neuere Praxis: Berücksichtigung des Minderheitsabschlags bei Bewertung illiquider Titel infolge gesetzlicher Abschaffung der Kontrollprämie **nicht mehr zulässig (Praxisänderung)**, einheitliche Bewertung der Titel ohne Differenzierung nach Halter

Illiquiditätsabschlag bei Bewertungsgutachten (UEK 670/01 E. 3.2) und Fairness Opinion (UEK 478/01 E. 8.3, UEK 670/01 E. 8.2, UEK 685/01 E. 9.2, UEK 724/01 E. 8.3, UEK 741/01 E. 9.2, UEK 752/01 E. 7.2, UEK 816/02 E. 8.2)

- ältere Praxis: für Fairness Opinion **erlaubt**, jedoch keine Gelegenheit zur Beurteilung von Bewertungsgutachten der Prüfstelle
- neuere Praxis: für Fairness Opinion **erlaubt**, Grundsatzfrage für Bewertungsgutachten der Prüfstelle bisher **offengelassen**

Fall 5: Übernahmerecht – Prüfstelle und Fairness Opinion

Aspekt	Fairness Opinion ¹⁾	Bewertung durch Prüfstelle ²⁾
A Grundlage	- Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft kann sich für die Stellungnahme zum Angebot im Bericht auf die Beurteilung eines Dritten (eine FO) abstützen. - Die Pflicht zur FO besteht nur, wenn nicht mindestens 2 Verwaltungsratsmitglieder frei von Interessenkonflikten sind.	- Die Mindestpreisregelung bedingt, dass der Angebotspreis mindestens dem Börsenkurs entspricht. - Ist eine Aktie illiquid, ist der Börsenkurs aber nicht aussagekräftig. - Die Anbieterin muss in diesem Fall eine Bewertung in Auftrag geben.
B Ziel	- Der Verwaltungsrat wird mit einer FO hinsichtlich seiner Empfehlung bezüglich des Angebots unterstützt. - Im Rahmen einer FO wird die finanzielle Angemessenheit des Angebots beurteilt (auf Basis einer identifizierten Wertbandbreite).	- Die Bewertung durch die Prüfstelle stellt eine Ersatzhandlung für das Abstellen auf den Börsenkurs zur Ermittlung des Mindestpreises dar. - Es handelt sich bei dieser Bewertung um eine punktgenaue Bewertung mit einem spezifischen Wert.
C Bewerter	- Der mit der Erstellung einer FO beauftragte Dritte muss «besonders befähigt» und unabhängig sein.³⁾ - Die besondere Befähigung (auf Basis des notwendigen Fachwissen auf Stufe der Personen und der Gesellschaft) wird durch die UEK geprüft und verfügt.	- Als Prüfstelle zugelassen sind von der Eidgenössischen Revisionsaufsichtsbehörde nach Art. 9a Abs. 1 RAG⁴⁾ zugelassene Prüfgesellschaften oder Wertpapierhäuser (Effekthändler). - Die UEK nimmt diesbezüglich keine zusätzliche Prüfung vor.



Im schweizerischen Übernahmerecht kommt beiden Bewertungen eine bedeutende Rolle zu, beide Bewertungen sind aus einer methodischen Perspektive durchaus vergleichbar. Im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots sind allenfalls beide Bewertungen parallel anzuwenden.

¹⁾ Art. 30 Abs. 5 und Abs. 6 UEV. ²⁾ Art. 135 Abs. 2 FinfraG, Art. 42 FinfraV-FINMA. ³⁾ IFBC AG hat diesen Status durch die UEK im Jahr 2012 erhalten.

⁴⁾ RAG = Revisionsaufsichtsgesetz.

Fall 5: Übernahmerecht – Prüfstelle und Fairness Opinion

A Minderheits- abschlag¹⁾	■ In Gegenwart eines kontrollierenden Aktionärs stützt sowohl die ökonomische Literatur als auch die Praxis der Unternehmensbewertung die Existenz eines sogenannten Minderheitsabschlags. ■ Der Fall SHL Telemedicine Ltd. führte im Jahr 2015 zu einer Praxisänderung im Bereich der Bewertung illiquider Titel. Die UEK verfügte, dass ein Minderheitsabschlag nicht mehr länger akzeptiert wird. Dies vor dem Hintergrund, dass es sich beim Minderheitsabschlag um den Kehrwert der Kontrollprämie handelt, deren Zulässigkeit bei öffentlichen Übernahmen per 1. Mai 2013 abgeschafft wurde.
B Illiquiditäts- abschlag²⁾	■ Weist ein Titel eine fehlende Liquidität auf oder ist die Aktie nicht kotiert, so ist dieser Umstand aus ökonomischer Sicht mit einer Werteinbusse verbunden. ■ Die Anwendung eines Illiquiditätsabschlags ist zwar grundsätzlich möglich, scheint aber in der Rechtspraxis situationsbedingt zu sein.
C unterschiedliche Aktienkategorien³⁾	■ Beim Erwerb verschiedener Aktienkategorien müssen aus ökonomischer Sicht die Preise, die für die beiden Aktienkategorien bezahlt werden, in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen. ■ Der ökonomische Wert des Stimmrechts ist unbestritten und empirisch über Marktdaten breit abgestützt. ■ Internationale und Schweizer Studien zeigen, dass die Wertunterschiede zwischen zwei Aktienkategorien über die reine Nennwertadjustierung hinausgehen. Diese Studien zeigen einen entsprechenden Wert des erhöhten Stimmrechts bei gleichem Kapitaleinsatz.
D geldwerte Neben- leistungen⁴⁾	■ Im Rahmen von öffentlichen Übernahmen sind allfällige geldwerte Leistungen zu bewerten, die spezifische Aktionäre (z.B. Anchor Shareholders) im Vergleich zu den Publikumsaktionären erhalten, weil sie ihre Anteile nicht veräussern, sondern in die neue Struktur einbringen. ■ Ziel ökonomischer Analysen ist es, bewertungstechnisch zu zeigen, ob die Kombination aus bezahlten Preisen und geldwerten Netto-Wertvorteilen einen höheren Preis für die Publikumsaktionäre erfordert → vor allem Beurteilung und Bewertung von Vertragsklauseln.

1) Verfügung 609/01 – SHL Telemedicine Ltd.

2) Verfügungen 670/01 – ImmoMentum AG, 478/01 – Edipresse SA und 724/01 – Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.

3) Verfügungen 623/02 und 623/03 – Kuoni Reisen Holding AG.

4) Verfügung 670/01 – ImmoMentum AG.

Schlussfolgerungen in Thesenform

«Begegnungsfach»

(Gesellschafts-) Recht

Betriebswirtschaftslehre

Ausgangslage und Problemstellung

- Juristen kennen sich kaum mit Bewertungsgrundsätzen und -methoden aus
- Maxime «ludex non calculat» führt zur Vormachtstellung von Bewertungsexperten

- Ökonomen beschäftigen sich grossmehrheitlich nicht weiter mit rechtlichen Grundlagen der Unternehmensbewertung
- es gilt Primat der wirtschaftlichen Betrachtungsweise (substance over form)

Rechtspraxis und Marktumfeld

- Gerichte und Behörden haben zunehmend erkannt, dass in verschiedenen Rechtsgebieten unterschiedliche Anforderungen an Unternehmensbewertungen zu stellen sind
- rechtliche Grundlagen der Unternehmensbewertung sind oft von ausschlaggebender Bedeutung

- Anforderungen an bewertende Person und Unternehmen seitens Gesetzgeber, Regulatoren und Berufsverbände nehmen kontinuierlich zu
- es besteht Notwendigkeit des Zusammenspiels von Rechts- und Wirtschaftswissenschaften

Fazit und Kritik

- (geltende) bundesgerichtliche Rechtsprechung und Behördenpraxis entspricht nicht «best practice»
- Zu- und Abschläge im Bewertungsverfahren sind unter Umständen nicht schrankenlos möglich

- Unternehmensbewertung in Rechtspraxis ist Kombination von «art» und «science»
- Zu- und Abschläge sind ökonomisch sinnvoll, deren Anwendung ist aber transparent offenzulegen

Kontakt

Prof. Dr. Valentin Jentsch,
LL.M. (Stanford), Rechtsanwalt
Tenure Track Assistant Professor of Corporate Law
Universität St.Gallen (HSG)
Tigerbergstrasse 9
9000 St.Gallen
valentin.jentsch@unisg.ch



Danke für Ihre Aufmerksamkeit

Kontakt

Dr. Thomas Vettiger
Gründer und Managing Partner
IFBC
Riedtlistrasse 19
8006 Zürich
thomas.vettiger@ifbc.ch

