Unternehmensbewertung/Verrentungszinssatz »CF1220983

Robert Frank/Dennis Muxfeld/Daniel Galle, alle München

Der Verrentungszinssatz zur Ermittlung des angemessenen Ausgleichs von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen

Robert Frank ist Director der ValueTrust Financial Advisors SE in München.
Dennis Muxfeld und **Daniel Galle** sind Senior Associates der ValueTrust Financial Advisors SE.
Kontakt: autor@cf-fachportal.de

Zur Ermittlung des angemessenen Ausgleichs bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen (BGAV) nach § 304 AktG ist in der Praxis der Unternehmensbewertung ein angemessener Verrentungszinssatz gem. dem Prinzip der Risiko- und Laufzeitäquivalenz zu ermitteln. Vor diesem Hintergrund erfolgt eine Analyse der spezifischen Risiken von Minderheitsaktionären, die sich für den Bezug einer regelmäßigen Ausgleichszahlung nach Abschluss eines BGAV entschieden haben. Dabei wird deutlich, dass die Fremdkapitalkosten des herrschenden Unternehmens die Untergrenze des Verrentungszinssatzes bilden. In Abhängigkeit zur jeweiligen Gestaltung des BGAV ist zudem eine BGAV-spezifische Risikoprämie zu berücksichtigen, die anhand eines mathematischen Modells konkret unter Einbezug der Laufzeit des BGAV, des Anteils der stillen Reserven am Wert des Eigenkapitals und der Recovery Rate bestimmt werden kann. Die beobachtbaren Ansätze, den Verrentungszinssatz aus dem risikolosen Basiszinssatz oder durch Bildung eines Durchschnittszinssatzes aus dem risikolosen Basiszinssatz und den Fremdkapitalkosten abzuleiten, sind damit zu verwerfen.

I. Einleitung

Bei Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags (BGAV) nach §§ 291 ff. AktG werden die Vermögens- und Mitverwaltungsrechte der Minderheitsaktionäre, insbesondere das Recht auf Dividendenbezug und Beteiligung am Liquidationserlös bei Auflösung der Gesellschaft, beeinträchtigt.[1] Als Kompensation hat die herrschende Gesellschaft den Minderheitsaktionären gem. § 305 AktG entweder eine einmalige (Bar-)Abfindung für die Aufgabe der gesellschaftsrechtlichen Beteiligung oder nach § 304 AktG eine jährliche Ausgleichszahlung für die zukünftig entfallenden Dividendenzahlungen anzubieten. Ausgleich und Abfindung können hierbei nur alternativ, nicht jedoch kumulativ in Anspruch genommen werden.[2] Bei der Wahl der Abfindung nach § 305 AktG gibt der Minderheitsaktionär seine Beteiligung am Grundkapital der (zukünftig) beherrschten Gesellschaft auf und kann den ihm zufließenden Abfindungsbetrag anderweitig investieren. Wird die jährliche Ausgleichszahlung gewählt, bleibt der Minderheitsaktionär mit eingeschränkten Aktionärsrechten am Grundkapital der beherrschten Gesellschaft beteiligt und bezieht die jährliche Ausgleichszahlung.[3] Die jährliche Ausgleichszahlung wird nach h.M. durch Verrentung des Unternehmenswerts zum Zeitpunkt des Abschlusses des BGAV mit einem Verrentungszinssatz ermittelt. Da die Angemessenheit des Verrentungszinssatzes Gegenstand zahlreicher Spruchverfahren ist, wird die Ableitung des Verrentungszinssatzes in diesem Beitrag aus theoretischer und praktischer Sicht diskutiert und ein theoretischer Lösungsansatz vorgestellt.

II. Gegenstand und Zielsetzung der Ausgleichszahlung

Gem. § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss „*ein Gewinnabführungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene, wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Ein Beherrschungsvertrag muss, wenn die Gesellschaft nicht auch zur Abführung ihres ganzen Gewinns verpflichtet ist, den außenstehenden Aktionären als angemessenen Ausgleich einen bestimmten jährlichen Gewinnanteil nach der für die Ausgleichszahlung bestimmten Höhe garantieren.*“ Nach dem Gesetzeslaut soll die jährliche Ausgleichszahlung (oft auch Garantiedividende genannt) sicherstellen, dass den außenstehenden Aktionären ein angemessener Ausgleich für den faktischen Entzug der mit den Aktien verbundenen Dividendenbezugsrechte während der Laufzeit des BGAV gewährt wird. Im Gegensatz zu typischen Dividendenausschüttungen bezieht der Gesetzgeber die Zahlungspflicht bei der Garantiedividende nicht auf die tatsächliche Verfügbarkeit der üblicherweise wechselhaften zukünftigen Unternehmensgewinne bzw. ausschüttungsfähigen Rücklagen. Vielmehr ist gem. § 304 Abs. 2 AktG auf die „*künftigen Ertragsaussichten*“ und den „*voraussichtlich*“ auf die einzelnen Aktien entfallenden „*durchschnittlichen Gewinnanteil*“ abzustellen.[4] Entsprechend erfolgt nach überwiegender Meinung der Bewertungspraxis und Rspr. sowie Bewertungsliteratur die Ableitung der Ausgleichszahlung durch Verrentung des sich aus dem zukünftigen Ertragspotenzial abgeleiteten Unternehmenswerts je Aktie. Damit soll der Minderheitsaktionär nach der Gesetzesbegründung durch die feste Ausgleichszahlung so gestellt werden, als ob der Unternehmensvertrag nicht bestünde.[5] Gleichzeitig ist die feste jährliche Ausgleichszahlung unabhängig von der sich tatsächlich nach Abschluss des BGAV entwickelnden Ertragssituation und Kapitalstruktur der beherrschten Gesellschaft.[6]

1 Vgl. Baums, Der Ausgleich nach § 304 AktG, 2007, S. 32.
2 Vgl. Popp, WPg 2008 S. 23.
3 Vgl. Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gem. § 304 AktG zu den Abfindungen gem. den §§ 305, 327a AktG, 2013, S. 23.
4 Vgl. BGH vom 21.07.2003 – II ZB 17/01, juris Rdn. 12.
5 Vgl. Lauber, a.a.O. (Fn. 3), S. 16 und Hasselbach/Hirte, Großkommentar AG Online, § 304 AktG Rdn. 5.
6 Auf die in § 304 Abs. 2 Satz 2 AktG kodifizierte Möglichkeit einer variablen Ausgleichszahlung (sofern der andere Vertragsteil eine AG oder KGaA ist) wird aufgrund geringer Praxisrelevanz im Folgenden nicht eingegangen. In einer empirischen Studie von Baums wurde bei insgesamt 124 analysierten Unternehmensverträgen im Zeitraum von 1985 bis 2005 bei 94% eine feste und bei 6% eine variable Ausgleichszahlung angeboten.

In Literatur und Rspr. wird zudem diskutiert, ob Sonderwerte bzw. nicht betriebsnotwendiges Vermögen ggf. zur Ermittlung der Ausgleichszahlung vom Unternehmenswert in Abzug zu bringen seien.[7] Hintergrund ist, dass Vermögenswerte, die den Ertrag nicht beeinflussen, auch in der Berechnung der Dividende nicht berücksichtigt werden sollten, zumal die feste Ausgleichszahlung einen Dividendenersatz darstelle. Aufgrund von praktischen Abgrenzungsschwierigkeiten, inwiefern nicht betriebsnotwendiges Vermögen einen Einfluss auf die Höhe der Erträge hat, und dem Prinzip der vollen Entschädigung für entgangene Gewinnchancen für Minderheitsaktionäre ist das nicht betriebsnotwendige Vermögen für die Ermittlung der Ausgleichszahlung nach mehrheitlicher Meinung zumindest soweit zu berücksichtigen, als damit Dividendenbeiträge erwirtschaftet werden können.[8] Dies bedeutet in der Praxis jedoch, dass sich die Ausgleichszahlung faktisch durch Multiplikation des Unternehmenswerts je Aktie mit einem zu bestimmenden Verrentungszinssatz ergibt.

Für die Bestimmung der Ausgleichszahlung ist die Höhe des Verrentungszinssatzes von wesentlicher Bedeutung. Ökonomisch betrachtet spiegelt der Verrentungszinssatz die Rendite einer Alternativanlage mit vergleichbarem Risiko wider. Zur Gewährleistung der Vergleichbarkeit gilt es daher auch bei der Ermittlung der Ausgleichszahlung die Äquivalenzprinzipien der Unternehmensbewertung[9] – insbesondere die Risikoäquivalenz – zu beachten.[10] Für die Bestimmung des Verrentungszinssatzes ist daher primär eine Analyse der Risikostruktur der Ausgleichszahlung durchzuführen. Die Risikostruktur der Ausgleichszahlung ist neben der Bonität der herrschenden Gesellschaft von der konkreten Ausgestaltung des Unternehmensvertrags abhängig, sodass je nach Gestaltung des Unternehmensvertrags höhere oder niedrigere Verrentungszinssätze und somit Ausgleichszahlungen resultieren können.

III. Stand der Literatur und die bis dato h.M. zur Höhe des Verrentungszinssatzes

In der Literatur hat sich bis dato insbesondere *Popp* mit der Ausgleichszahlung im Rahmen von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen und in diesem Zusammenhang mit der Ermittlung des Verrentungszinssatzes auseinander gesetzt.[11] *Popp* diskutiert die Risikostruktur der Ausgleichszahlung und bringt zunächst zwei Thesen zur Bestimmung des Verrentungszinssatzes vor:

These 1

Lt. *These 1* könne korrespondierend zum Vergleichsobjekt „festverzinsliches Wertpapier" die Verrentung mit dem risikolosen Basiszinssatz vorgenommen werden. Diese These wird von *Popp* allerdings umgehend verworfen, da die Ausgleichszahlung ein höheres Risiko als risikofreie Erträge aus festverzinslichen Wertpapieren aufweise und damit nicht dem Grundsatz der Risikoäquivalenz entspreche.[12]

These 2

Lt. These 2 müsse die Verrentung den ursprünglichen Eigenkapitalkosten[13] entsprechen, wenn man den „Gedanken der Glättung schwankender Ergebnisse durch Abzinsung und anschließende Verteilung in gleich hohe Ergebnisse in den Mittelpunkt stellt". Auch diese These wird von *Popp* als nicht sachgerecht angesehen, da die Ausgleichszahlungen während der Vertragslaufzeit einem geringeren Risiko als Dividendenzahlungen unterlägen.[14]

Popp erläutert, dass im Rahmen der Analyse der Risikostruktur der Ausgleichszahlung das Ausfall- bzw. Insolvenzrisiko (Bonität) des Schuldners (herrschende Gesellschaft bzw. Hauptaktionär) als eine wesentliche Risikokomponente zu untersuchen sei.[15] Neben dem Bonitätsrisiko während der Vertragslaufzeit sei zudem der Einfluss einer möglichen Kündigung des BGAV als eine weitere Risikokomponente zu berücksichtigen. Für die Minderheitsaktionäre bestünde das Risiko, dass durch den Transfer von Vermögenswerten zwischen der herrschenden und beherrschten Gesellschaft während der Vertragslaufzeit nur noch ein „ausgeplündertes" Unternehmen vorgefunden wird, sobald der BGAV gekündigt wird. Teilweise würden die Minderheitsaktionäre jedoch durch Sicherungsklauseln vor diesem Risiko der Vertragsbeendigung geschützt.[16] *Popp* deutet zudem an, dass die Risikostruktur der Ausgleichszahlung mit einer nachrangigen Unternehmensanleihe vergleichbar sei.[17] Hierbei stelle sich jedoch die Frage nach der sachgerechten Quantifizierung des Bonitätsrisikos und insbesondere der Behandlung unterschiedlicher (Rest-)Laufzeiten von Unternehmensanleihen gegenüber der unendlichen Dauer des Ausgleichsanspruchs.[18]

Ähnliche Überlegungen führt auch *Maul* zur Risikostruktur der Ausgleichszahlung durch. Der Verrentungszinssatz müsse demnach zwischen dem risikolosen Basiszinssatz und den (verschuldeten) Eigenkapitalkosten liegen, ohne jedoch den Verrentungszinssatz innerhalb dieser Bandbreite weiter zu konkretisieren.[19] Zusammenfassend hält *Popp* fest, dass die Ausgleichszahlung einerseits einen höheren Risikogehalt als festverzinsliche Wertpapiere, die zur Ableitung des risikolosen Basiszinssatzes herangezogen werden, aufweist. Andererseits sei das Risiko geringer als bei einer Investition in Aktien. Um allen Argumenten näherungsweise gerecht zu werden, dürfte lt. *Popp* „*in Übereinstimmung mit der wohl herrschenden Bewertungspraxis bis auf weiteres als Verrentungszinssatz der mittlere Wert zwischen risikolosem Basiszins und risikokorrigiertem Kapitalisierungszins*[20] *anzusetzen sein.*"[21]

Zu der Frage, ob der Verrentungszinssatz vor oder nach Berücksichtigung persönlicher Steuern der Anteilseigner ermittelt werden soll, ist festzustellen, dass es sich bei der Ausgleichszahlung um einen Wert vor Abzug persönlicher Steuern

7 Vgl. Lauber, a.a.O. (Fn. 3), S. 180-184; Hecker, Regulierung von Unternehmensübernahmen und Konzernrecht, 2000, S. 350 f.; Baums, a.a.O. (Fn. 1), S. 55-57.

8 Vgl. Popp, WPg 2008 S. 31.

9 Vgl. Moxter, Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung, 1983, zu den Äquivalenzprinzipien.

10 Vgl. Popp, WPg 2008 S. 31.

11 Vgl. Popp, WPg 2008 S. 23-35 und zum Verrentungszinssatz insbesondere S. 31 ff.

12 Vgl. Popp, WPg 2008 S. 31.

13 Popp spricht vom „Kapitalisierungszinssatz", wobei es sich (bei überwiegender Anwendung des Ertragswertverfahrens) konkret um die risikoangepassten verschuldeten Eigenkapitalkosten handelt. Wir verwenden im Folgenden einheitlich den Begriff „Eigenkapitalkosten", womit stets die verschuldeten Eigenkapitalkosten gemeint sind.

14 Vgl. Popp, WPg 2008 S. 32. In diesem Zusammenhang wird auch auf die Verlustübernahmeverpflichtung gem. § 302 Abs. 1 AktG während der Vertragsdauer verwiesen.

15 Vgl. Popp, WPg 2008 S. 32.

16 Vgl. Popp, WPg 2008 S. 32.

17 Vgl. Popp, WPg 2008 S. 32.

18 Vgl. Popp, WPg 2008 S. 33.

19 Vgl. Maul, DB 2002 S. 1425, ebenso Lauber, a.a.O. (Fn. 3), S. 173 (202 f.).

20 D.h., die risikoangepassten Eigenkapitalkosten.

21 Vgl. Popp, WPg 2008 S. 33.

handelt und die Verwendung eines Verrentungszinssatzes vor Berücksichtigung persönlicher Steuern eine allgemein anerkannte Vorgehensweise ist.[22] Statt einer sonst notwendigen Rückrechnung der Ausgleichszahlung um persönliche Steuern in eine solche vor persönlichen Steuern kann die Verrentung somit unmittelbar mit einem Zinssatz vor persönlichen Steuern vorgenommen werden. Auch das LG Stuttgart hat festgestellt, dass es bei der Ermittlung des Ausgleichsbetrags nur darum geht, den ermittelten Unternehmenswert zu verrenten, wobei es nicht darauf ankommt, aus welchen Wertbeiträgen er sich zusammensetzt und inwiefern diese einer Besteuerung der Anteilseigner zu unterliegen hätten.[23] Demnach ist ein Verrentungszinssatz vor persönlichen Steuern als vorzugswürdig anzusehen und folglich heranzuziehen.[24]

Obgleich die angemessene Ausgleichszahlung und insbesondere der Verrentungszinssatz in der Literatur bis dato nur relativ wenig Beachtung finden, liegt umfangreiche Rspr. zu diesen Fragestellungen vor. Die Rspr. vertritt überwiegend die Auffassung, dass ein Verrentungszinssatz zwischen dem risikolosen Basiszinssatz und den risikoangepassten Eigenkapitalkosten angemessen sei. Lt. Rspr. soll ein sog. „Mischzinssatz" aus beiden Werten ermittelt werden, ohne jedoch zu konkretisieren, wo genau der Verrentungszinssatz innerhalb dieser Bandbreite liegen muss:

> „Die Verwendung eines Mischzinssatzes aus risikofreiem Basiszinssatz und risikoadjustiertem Kapitalisierungszinssatz ist in der Fachwissenschaft gebräuchlich und anerkannt, wenn auch nicht unumstritten, und in der Rspr. anerkannt. (…) Damit wird es gerechtfertigt, einen über dem quasi risikolosen Basiszinssatz, aber unter dem risikobehafteten vollen Kapitalisierungszinssatz liegenden Verrentungszinssatz anzuwenden."[25]

Die Mittelwertbildung wird in der Rspr. jedoch lediglich als eine „übliche" und „vereinfachende" Vorgehensweise angesehen:

> „Der Verringerung des Risikos ist durch einen geringeren Risikozuschlag beim Verrentungszins Rechnung zu tragen. Dies erfolgt üblicherweise (…) anhand eines Mittelwertes aus dem risikolosen Basiszins und dem Kapitalisierungszins."[26]

> „Bei dem Vorgehen, die Hälfte des Risikozuschlages aus dem Ertragswert heranzuziehen, handelt es sich um ein vereinfachendes, allerdings übliches und angemessenes Vorgehen."[27]

Das OLG Stuttgart bestätigt zudem wiederholt, dass die Verwendung eines Mischzinssatzes aus risikolosem Basiszinssatz und risikoangepassten Eigenkapitalkosten in der Wirtschaftswissenschaft zwar gebräuchlich, jedoch nicht unumstritten sei:

> „Die Verwendung eines Mischzinssatzes aus risikofreiem Basiszinssatz und risikoadjustiertem Kapitalisierungszinssatz ist in der Wirtschaftswissenschaft gebräuchlich und anerkannt, wenn auch nicht unumstritten, und in der Rspr. anerkannt."[28]

Bei der bislang in der Literatur und Rspr. präferierten Mittelwertbildung aus risikolosem Basiszinssatz und risikoangepassten Eigenkapitalkosten handelt es sich offenkundig um eine pragmatische Vereinfachung, die jedoch das individuelle Risikoprofil der Ausgleichszahlung und die spezifische Ausgestaltung des BGAV negiert.

So schließt auch *Popp* seine Ausführungen damit ab, dass der mittlere Wert zwischen risikolosem Basiszinssatz und risikoangepassten Eigenkapitalkosten nur solange als Verrentungszinssatz anzusetzen sei, bis theoretische Untersuchungen zur Risikostruktur des Ausgleichszahlungsstroms vorliegen.[29]

Diese geforderten theoretischen Untersuchungen führen wir im Folgenden vor allem in Bezug auf das Risikoprofil der Ausgleichszahlung und die Risikoäquivalenz des Verrentungszinssatzes durch. Vereinzelt sind zwar bereits in der jüngeren Vergangenheit in der Bewertungspraxis und Rspr. weitergehende Überlegungen zum Risikoprofil der Ausgleichszahlung beobachtbar, die überwiegende Bewertungspraxis stellt jedoch auf die genannte Konvention zur Ermittlung des Verrentungszinssatzes ab. Auf Grundlage der im Folgenden dargestellten theoretischen Überlegungen zeigen wir, dass die (verschuldeten) Eigenkapitalkosten keine absolute Obergrenze für die Ermittlung eines angemessenen Verrentungszinssatzes darstellen müssen. Hierfür entwickeln und verwenden wir ein Modell mit dessen Hilfe der Verrentungszinssatz unter Berücksichtigung der maßgeblichen Risikofaktoren des BGAV erheblich genauer bestimmt werden kann.

IV. Risikoprofil der Ausgleichszahlung und Risikoäquivalenz sowie Bandbreite des Verrentungszinssatzes…

Zur Bestimmung eines risikoäquivalenten Verrentungszinssatzes analysieren wir im Folgenden zunächst in Abhängigkeit einzelner Gestaltungsmöglichkeiten von BGAV nicht nur das konkrete Risikoprofil der Ausgleichszahlung während des BGAV, sondern auch die nach Beendigung des BGAV bestehenden Risiken der Minderheitsaktionäre. Hierzu vergleichen wir u.a. die Risikoprofile jeweils mit typischen Fremd- und Eigenkapitalrisiken.

1. … während der Laufzeit des BGAV

Während der Laufzeit des BGAV bestehen für den Minderheitsaktionär zwei wesentliche Risiken, die bei der Ermittlung des Verrentungszinssatzes zu berücksichtigen sind. Einerseits stellt die Ausgleichzahlung eine feste Zahlungsreihe dar, die mit den Zinszahlungen für Festzinsanleihen vergleichbar sind. Zudem ist die beherrschende Gesellschaft während der Laufzeit des BGAV nach § 302 AktG zur Übernahme der handelsrechtlich entstehenden Verluste verpflichtet, sofern diese nicht durch andere Gewinnrücklagen ausgeglichen werden können. Sowohl für die Leistung der Ausgleichszahlung als auch für die Verlustübernahme tragen die Minderheitsaktionäre ein Ausfallrisiko im Falle der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners (d.h. der herrschenden Gesellschaft).[30] Damit schließen wir uns der h.M. an, nach welcher der risikolose Basiszinssatz kein relevanter Bezugspunkt für eine Untergrenze des Verrentungszinssatzes darstellen kann, da

22 Vgl. Popp, WPg 2008 S. 33-35.

23 Vgl. LG Stuttgart vom 05.11.2012 – 31 O 55/08, juris Rdn. 158.

24 Wie im Folgenden Abschn. gezeigt werden wird, sind auch einzelne Parameter des Verrentungszinssatzes (z.B. die unbesicherten Fremdkapitalkosten der herrschenden Gesellschaft als konzeptionelle Untergrenze) nicht „nach persönlichen Steuern", sondern nur „vor persönlichen Steuern" beobachtbar, sodass die Ermittlung des Verrentungszinssatzes vor persönlichen Steuern auch aus diesem Grund vorzugswürdig ist.

25 Vgl. OLG Stuttgart vom 05.06.2013 – 20 W 6/10, juris Rdn. 259.

26 Vgl. OLG Frankfurt/M. vom 29.04.2011 – 21 W 13/11, juris Rdn. 104.

27 Vgl. OLG Frankfurt/M vom 28.03.2014 – 21 W 15/11, juris Rdn. 237.

28 Vgl. OLG Stuttgart, vom 05.11.2013 – 20 W 4/12, juris Rdn. 134.

29 Vgl. Popp, WPg 2008 S. 33.

30 Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 8. Aufl. 2016, § 304 Rdn. 22; Emmerich/Sonnenschein/Habersack, Konzernrecht, 10. Aufl. 2013, § 21 II 3, S. 310; § 22 II 4, S. 331; Hüchting, Abfindung und Ausgleich im aktienrechtlichen Beherrschungsvertrag, 1972, S. 9 ff.; Koppensteiner, in: Zöllner/Noack (Hrsg.) Kölner Komm. z. AktG, 3. Aufl. 2004, § 304 Rdn. 22; Bilda, Münchener Komm. z. AktG, 4. Aufl. 2014, § 304, Rdn. 32; Krieger, Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, 4. Aufl. 2012, § 70 Rdn. 65; jeweils zitiert nach Hirte/Hasselbach, in: Großkommentar AktG Online, Bd. 8, 4. Aufl. 2013, §304 und §305.

die feste Ausgleichszahlung keine vergleichbare Risikostruktur zu (quasi)risikolosen, langfristigen Bundesanleihen hat, aus welchen der risikolose Basiszinssatz abgeleitet wird. Während der Laufzeit des BGAV ist vielmehr der risikolose Basiszinssatz um eine Risikoprämie für die bestehenden Ausfallrisiken zu erhöhen (im Folgenden auch „Risikokomponente A").

Grundsätzlich bietet sich zur Ermittlung dieser Risikokomponente A eine Orientierung an den Credit Spreads bzw. Kapitalmarktrenditen vergleichbarer Unternehmensanleihen von Emittenten mit vergleichbarer Bonität wie der herrschenden Gesellschaft an. Zudem stellt sich die Frage, ob hierfür auf Kapitalmarktrenditen von besicherten oder unbesicherten Anleihen abzustellen ist. Schuldner der Ausgleichszahlung und der Verlustübernahme ist zunächst das herrschende Unternehmen, nicht das beherrschte Unternehmen, an dem der Minderheitsaktionär auch weiterhin aktienrechtlich beteiligt ist. Die Ansprüche der Minderheitsaktionäre in Bezug auf die Ausgleichszahlung und Verlustübernahme werden primär aus den Vermögenswerten der herrschenden Gesellschaft befriedigt. Insofern ist die Risikoposition der Minderheitsaktionäre für die Ausgleichszahlung und Verlustübernahme vergleichbar mit jener der Gläubiger von unbesicherten Unternehmensanleihen der herrschenden Gesellschaft. Die Untergrenze des Verrentungszinssatzes muss sich insofern an der Bonität der herrschenden Gesellschaft und den Fremdkapitalrenditen von Unternehmensanleihen der herrschenden Gesellschaft bzw. von Unternehmensanleihen von Emittenten mit vergleichbarer Bonität orientieren. Diese Fremdkapitalkosten, die sich aus dem risikolosen Basiszinssatz und dem Credit Spread als Risikoprämie für die Fremdkapitalrisiken zusammensetzen, stellen die absolute Untergrenze des Verrentungszinssatzes dar. Die in der Praxis verbreitete Mittelwertbildung zwischen dem risikolosen Basiszinssatz und den Eigenkapitalkosten des beherrschten Unternehmens kann allenfalls zufällig zum richtigen Ergebnis führen und kommt als Ermittlungsmethodik nicht in Frage.

2. … nach Beendigung des BGAV

Zunächst sehen die meisten BGAV eine unbefristete Vertragsdauer mit einer Mindestlaufzeit von fünf Jahren vor. Die Mindestlaufzeit von fünf Jahren ist nach § 14 Nr. 3 Satz 1 KStG auf die Anerkennung einer körperschaftsteuerlichen Organschaft zurückzuführen. Neben den meist vertraglich konkretisierten ordentlichen Kündigungsrechten nach Ablauf der vereinbarten Mindestlaufzeit, nennt das Gesetz zur Beendigung des BGAV die Möglichkeit der Aufhebung gem. § 296 AktG, der ordentlichen Kündigung oder außerordentlichen Kündigung gem. § 297 Abs. 2 AktG. Darüber hinaus wird eine automatische Beendigung des BGAV auch bei gesellschaftsrechtlichen Vorgängen, wie z.B. der Verschmelzung der beherrschten Gesellschaft auf die herrschende Gesellschaft, angenommen. Auch wenn i.d.R. von einer langfristigen Vertragslaufzeit auszugehen ist, besteht für Minderheitsaktionäre die Möglichkeit, dass diese die Ausgleichszahlung nicht langfristig, sondern ggf. nur über die körperschaftsteuerlich relevante Zeitspanne von fünf Jahren oder bei hoher Insolvenzwahrscheinlichkeit auch über einen kürzeren Zeitraum erhalten.[31]

Da bei Beendigung des BGAV sämtliche durch den BGAV beeinträchtigten Aktionärsrechte vollständig wiederaufleben, stellt der Entfall der Ausgleichszahlung zunächst kein wirtschaftliches Risiko der Minderheitsaktionäre dar. Dies setzt allerdings voraus, dass der aus den Dividendenerwartungen abgeleitete Marktwert der Anteile zum Zeitpunkt der Beendigung des BGAV gegenüber dem Wert zum Zeitpunkt des Abschlusses des BGAV nicht wertgemindert ist. In der Wertminderung der Anteile während der Laufzeit des BGAV liegt jedoch ein wesentliches Risiko der Minderheitsaktionäre. Sofern ein BGAV zwischen dem herrschenden und beherrschten Unternehmen nicht besteht, sind Minderheitsaktionäre durch verschiedene Vorschriften, wie z.B. der Sorgfaltspflicht der Vorstandsmitglieder gem. § 93 AktG und dem Nachteilsausgleich nach § 311 AktG, vor einem Entzug der Vermögenswerte der beherrschten Gesellschaft durch die beherrschende Gesellschaft geschützt. Nach Abschluss des BGAV entfällt der Nachteilsausgleich gem. § 311 AktG und die Vorstandsmitglieder der beherrschten Gesellschaft sind gegenüber der herrschenden Gesellschaft nach § 308 AktG weisungsgebunden. Damit kann die herrschende Gesellschaft nachteilige Geschäfte veranlassen, die zulasten der Substanz oder der künftigen Ertragskraft der beherrschten Gesellschaft gehen (Risiko des Vermögensentzugs).[32] Findet der Minderheitsaktionär nach Beendigung eines BGAV und der zwischenzeitlichen Durchführung nachteiliger Geschäfte eine „ausgeplünderte" Gesellschaft vor, ist der Wert seiner Anteile entweder aufgrund der geringeren Vermögenswerte oder Dividendenerwartungen gemindert. Während der Laufzeit des BGAV ist das Risiko des Vermögensentzugs durch die Pflicht zur Verlustübernahme gem. § 302 Abs. 1 AktG durch das herrschende Unternehmen beschränkt. Dieser Verlustausgleich setzt allerdings auf den handelsrechtlichen Bilanzierungsvorschriften auf, sodass bei nachteiligen Geschäften zwar ein Ausgleich der Differenz zwischen dem Buchwert des Vermögenswerts nach HGB und der erhaltenen Gegenleistung erfolgen muss, jedoch nicht für stille Reserven als Differenz zwischen dem Buch- und Marktwert des Vermögenswerts. Denkbar ist auch, dass die zu erwartenden Dividendenzahlungen nach Beendigung des BGAV ein anderes Risikoprofil ausweisen als bei Abschluss des BGAV. Durch Anwendung der risikoäquivalenten Eigenkapitalkosten ist das veränderte Risikoprofil der Dividendenzahlungen jedoch für den Wert der Anteile nicht maßgeblich, da hohe Renditen bei hohem Risiko zu dem gleichen Wert der Anteile führen, wie niedrige Renditen bei niedrigem Risiko.

Die Minderheitsaktionäre tragen daher ein Risiko des Vermögensentzugs, welches in Abhängigkeit zur Kündigungsmöglichkeit und der konkreten Ausgestaltung des BGAV als weitere Risikokomponente im Verrentungszinssatz (im Folgenden auch „Risikokomponente B") zu berücksichtigen ist.

Sofern das AktG im Falle der Aufhebung oder ordentlichen Kündigung seitens der Gesellschaft einen Sonderbeschluss der außenstehenden Aktionäre vorsieht und diese Regelungen nicht rechtswirksam abbedungen wurden, kann den Minderheitsaktionären keine ungewollte Beeinträchtigung ihres Vermögens entstehen. Eine Prämie für das Risiko des Vermögensentzugs wäre dann nicht anzuwenden. Bei der Kündigung aus wichtigem Grund, zu dem u.a. die drohende Insolvenz des herrschenden Unternehmens gezählt wird, und der ordentlichen Kündigung seitens des herrschenden Unternehmens kann den Minderheitsaktionären dagegen eine Beeinträchtigung entstehen und eine Prämie erscheint angemessen.

31 Vgl. Hecker, a.a.O. (Fn. 7), S. 355 f.; Baums, a.a.O. (Fn. 1), S. 37-39.

32 Vgl. Hecker, a.a.O. (Fn. 7), S. 353.

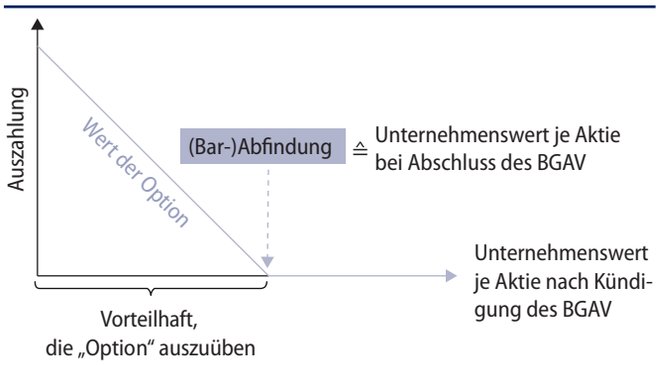
Zudem ist zur Anwendung einer Prämie für das Risiko des Vermögensentzugs die Ausgestaltung des BGAV mit oder ohne Sicherungsklausel zu differenzieren.

Fall 1 (Sicherungsklausel):

Durch Aufnahme einer Sicherungsklausel im BGAV wird den Minderheitsaktionären vertraglich das Recht eingeräumt, bei Beendigung des Vertrags ihre Anteile zu dem bei Abschluss des Vertrags angebotenen Abfindungsbetrag an den Mehrheitsaktionär zu veräußern bzw. anzudienen.

Die Minderheitsaktionäre, die sich bei Abschluss des BGAV für die feste Ausgleichszahlung (statt der (Bar-)Abfindung) entscheiden, nehmen bei Vorliegen einer solchen Zusicherungsklausel die Position eines Inhabers einer Verkaufsoption („Long Put") ein. Mit dieser Verkaufsoption haben sie das Recht, aber nicht die Pflicht, innerhalb eines bestimmten Zeitraums ihre Anteile an der beherrschten Gesellschaft zu einem im Voraus festgelegten Preis (Abfindungsbetrag) zu verkaufen (siehe Abb. 1).

Abb. 1: Fall 1 – Long Put-Option der Minderheitsaktionäre



Sollte der Wert je Aktie der beherrschten Gesellschaft nach Kündigung des Unternehmensvertrags geringer sein als der angebotene Abfindungsbetrag je Aktie im Zeitpunkt des Abschlusses des BGAV, wäre es für die Minderheitsaktionäre vorteilhaft, diese Option auszuüben.

Die Aktionäre erhalten eine feste jährliche Zahlung und am Ende der Laufzeit (mindestens) das eingesetzte Kapital in Höhe der seinerzeitig nicht angenommenen (Bar-)Abfindung zurück. Hierdurch entfällt für die Minderheitsaktionäre das Risiko, ggf. nach Beendigung des Vertrags an einem im Wert geminderten Unternehmen beteiligt zu sein. Folglich muss der Verrentungszinssatz zur Ermittlung der Ausgleichszahlung das Risiko des Vermögensentzugs (siehe Risikokomponente B) nicht mehr kompensieren. Die Ausgleichszahlungen müssen lediglich eine Kompensation für die Risikokomponente A enthalten und sind somit in ihrer Risikostruktur vergleichbar zu einer Unternehmensanleihe mit unbegrenzter Laufzeit. Analog zu einer Unternehmensanleihe tragen die Minderheitsaktionäre somit lediglich die üblichen Fremdkapitalrisiken der herrschenden Gesellschaft als Schuldner der Ausgleichszahlung.[33] Da für den Kauf von Verkaufsoptionen üblicherweise eine Prämie zu zahlen ist könnten, analog zur Bewertung von Putable Bonds, die ermittelten Fremdkapitalkosten des herrschenden Unternehmens um die Optionsprämie (verteilt über die Laufzeit) zu reduzieren sein. Da jedoch der zum Zeitpunkt des Abschlusses des BGAV bekannte Wert der Anteile einen Zukunftserfolgswert darstellt und damit auf künftigen Erwartungen basiert, sind sämtliche Downside-Risiken, die mit der Fortführung des Unternehmens an sich verbunden sind und nicht durch den BGAV entstehen, bereits im Wert der Anteile berücksichtigt und die Fremdkapitalkosten nicht um die Optionsprämie zu reduzieren.

Da für die Höhe des Verrentungszinssatzes mindestens das Bonitätsrisiko des Schuldners berücksichtigt werden muss und das Risikoprofil der Ausgleichszahlung während der Laufzeit des BGAV daher einer unbesicherten Unternehmensanleihe am nächsten kommt, sind zunächst die Fremdkapitalkosten der herrschenden Gesellschaft für unbesicherte Unternehmensanleihen zu ermitteln. Die Fremdkapitalkosten der herrschenden Gesellschaft zum relevanten Stichtag lassen sich über Kapitalmarkttransaktionen (z.B. Anleiheemissionen) sowie das Rating approximieren. Bei der Ermittlung könnte z.B. auf das Rating des Schuldners und den damit verbundenen Bonitätszuschlag (Credit Spread) abgestellt werden. Insofern hat sich die Ermittlung der Untergrenze des Verrentungszinssatzes zumindest an der Bonität der herrschenden Gesellschaft bzw. deren Credit Spread zu orientieren.[34] Die Ermittlung der Fremdkapitalkosten kann anhand von börsennotierten unbesicherten Anleihen der herrschenden Gesellschaft oder über die Renditen von Unternehmensanleihen sowie die Prämien für Credit Default Swaps von Emittenten mit vergleichbarer Bonität approximiert werden.

Bei der Ableitung des Credit Spreads ist nicht nur ein vergleichbares Kreditausfallrisiko der Referenzkapitalmarktinstrumente von Bedeutung, sondern insbesondere die Laufzeitäquivalenz zum BGAV zu beachten. I.d.R. ist von einer langen Vertragslaufzeit des BGAV auszugehen, sodass langlaufende Unternehmensanleihen betrachtet werden sollten. Da die Credit Spreads von Unternehmensanleihen bei normaler Zinsstruktur mit zunehmender Laufzeit ansteigen, ist grundsätzlich eine Approximation der Credit Spreads entsprechend der erwarteten Laufzeit des BGAV vorzunehmen. Auch eine Umrechnung der im Zeitverlauf steigenden Spotrates bzw. Credit Spreads in barwertäquivalente Zinssätze erscheint grundsätzlich sachgerecht. Allerdings steht dem Laufzeitäquivalenzprinzip in der Praxis häufig die mangelnde Verfügbarkeit der notwendigen Anzahl an Beobachtungspunkten, insbesondere bei langen Kreditlaufzeiten, gegenüber. Zudem können sich abhängig vom Rating unsystematische Risiken im Credit Spread befinden.[35]

Fall 2 (keine Sicherungsklausel):

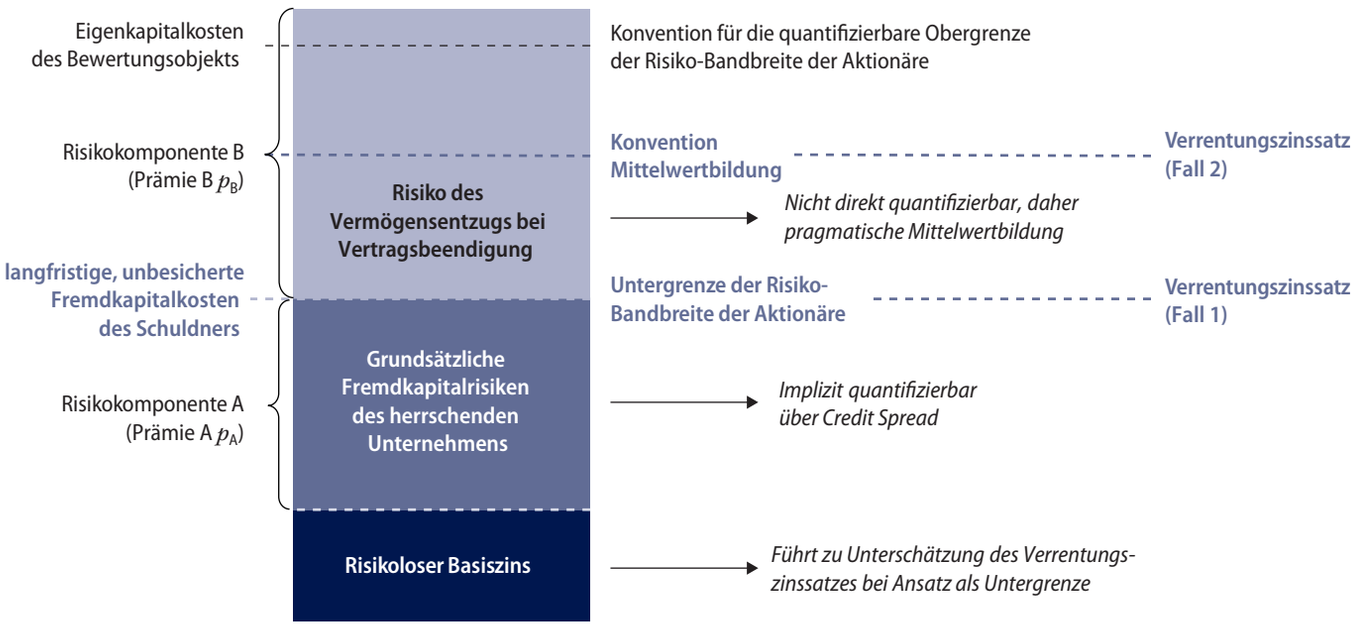
Sofern eine vertragliche Zusicherung wie in Fall 1, die den (Bar-)Abfindungsanspruch der Minderheitsaktionäre im Falle einer Kündigung wieder aufleben lässt, nicht vorliegt, ist die Stellung der Minderheitsaktionäre nach Ablauf des BGAV gleich der von regulären Aktionären mit entsprechend eigentümerspezifischem Chancen- und Risikoprofil der vorhandenen Substanz und Ertragskraft des dann bestehenden Unternehmens. In Bezug auf die Situation von Minderheitsaktionären wird deutlich, dass sich diejenigen, die ihre Aktionärsstellung in der beherrschten Gesellschaft aufrechterhalten, im Vergleich zu denjenigen, die sich unmittelbar nach in Inkrafttreten des BGAV zur

33 Vgl. Lauber, a.a.O. (Fn. 3), S. 23; Baums, a.a.O. (Fn. 1), S. 66 sowie OLG Frankfurt/M. vom 24.11.2011 – 21 W 7/11, juris Rdn. 201-203.

34 Diese sind nicht „nach persönlichen Steuern", sondern nur „vor persönlichen Steuern" beobachtbar, sodass die Ermittlung des Verrentungszinssatzes vor persönlichen Steuern auch aus diesem Grund vorzugswürdig ist.

35 Zum unsystematischen Risikoanteil in Credit Spreads und die Möglichkeiten zur Bereinigung des im Credit Spread enthaltenen unsystematischen Risikoanteils, vgl. Driessen, The Review of Financial Studies 2005 S. 165-195 und Elton/Gruber/Agrawal/Mann, Journal of Finance 2001 S. 247-277. Nach diesen Studien steigt der zu bereinigende unsystematische Risikoanteil mit abnehmendem Rating.

Abb. 2: Feststellungen zur Ermittlung des Verrentungszinssatzes



Annahme der (Bar-)Abfindung entschließen, dem zusätzlichen Risiko aussetzen, dass der Unternehmenswert während der Vertragslaufzeit aufgrund von Vermögenstransfers bzw. nachteiliger Weisungen der herrschenden Gesellschaft erheblich sinken könnte.[36] Spätestens wenn aufgrund der ungünstigen Geschäftslage die in der beherrschten Gesellschaft erwirtschafteten Gewinne nicht mehr ausreichen, die Ausgleichszahlung zu decken, hat die herrschende Gesellschaft einen Anreiz, den BGAV und damit die Ausgleichszahlungsverpflichtung gegenüber den Minderheitsaktionären zu beenden. Dies würde umso schneller eintreten, je mehr es zwischenzeitlich zu dem beschriebenen Vermögenstransfer an die herrschende Gesellschaft gekommen ist.[37]

Die Minderheitsaktionäre tragen damit bereits während der Laufzeit des BGAV stets das latente Risiko des Vermögensentzugs bzw. das Dividendenrisiko für das Unternehmen nach Beendigung des BGAV. Zwar erfolgt die Konkretisierung dieses Risikos erst mit tatsächlicher Beendigung des BGAV. Allerdings ist bereits die Möglichkeit des Vermögensentzugs als latentes Risiko über die gesamte Laufzeit des BGAV bei der Ermittlung des Verrentungszinssatzes zu berücksichtigen, um eine volle Entschädigung der Minderheitsaktionäre über die gesamte Vertragslaufzeit zu gewährleisten.

In der Literatur wird diskutiert, ob diese risikoerhöhenden Faktoren (je nach Motivation der herrschenden Gesellschaft) dazu führen können, dass der Verrentungszinssatz zur Ermittlung der Ausgleichszahlung über den Eigenkapitalkosten zur Berechnung des Unternehmenswerts zur Ermittlung der (Bar-)Abfindung nach § 305 AktG liegen können.[38] So könnten etwa durch die beschriebene Auflösung und Abführung stiller Reserven zusätzliche Risiken für die Schwächung der Ertragskraft bis zu einer erheblichen Wertminderung der beherrschten Gesellschaft zum Tragen kommen, denen ein Aktionär ohne Bestehen eines BGAV nicht ausgesetzt ist. Da die Ermittlung der Eigenkapitalkosten bei der Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung des Stichtagsprinzips jedoch auf Kapitalkosten ohne Berücksichtigung des BGAV erfolgt, ist das zusätzliche Risiko des Vermögensentzugs durch den BGAV zunächst nicht in den Eigenkapitalkosten enthalten. Damit ist aus theoretischer Sicht denkbar, dass der Verrentungszinssatz in Abhängigkeit des tatsächlichen Risikos des Vermögensentzugs auch über den Eigenkapitalkosten liegen kann.

Die Frage, wie dieses Risiko in einem konkreten Fall in seiner genauen Höhe zu spezifizieren ist, wurde bis dato nicht beantwortet, zumal sich eine Spezifizierung als komplex erweist.[39] Dieser Frage widmen wir uns im Folgenden anhand eines Modells.

V. Modell zur Ermittlung des Verrentungszinssatzes

In Abb. 2 sind die bis dato getroffenen Feststellungen zur Ermittlung des Verrentungszinssatzes schematisch zusammengefasst. Unabhängig von der Ausgestaltung des BGAV ist das Ausfallsrisiko der herrschenden Gesellschaft für die Minderheitsaktionäre stets gegeben, sodass der risikolose Basiszinssatz keine Untergrenze des Verrentungszinssatzes darstellen kann, sondern zusätzlich noch einen Aufschlag für das Kreditausfallrisiko der herrschenden Gesellschaft (Risikokomponente A) enthalten muss.
Darüber hinaus ist die vertragliche Ausgestaltung des BGAV explizit zu würdigen. Bei einer Absicherung der Minderheitsaktionäre durch eine Sicherungsklausel, bei der bei einer Kündigung das Andienungsrecht erneut auflebt, wären diese vor dem Entzug von Vermögenswerten durch die herrschende Gesellschaft geschützt (Fall 1). Damit wird für den Fall 1 der Verrentungszinssatz durch die laufzeitäquivalenten unbesicherten Fremdkapitalkosten des herrschenden Unternehmens determiniert:

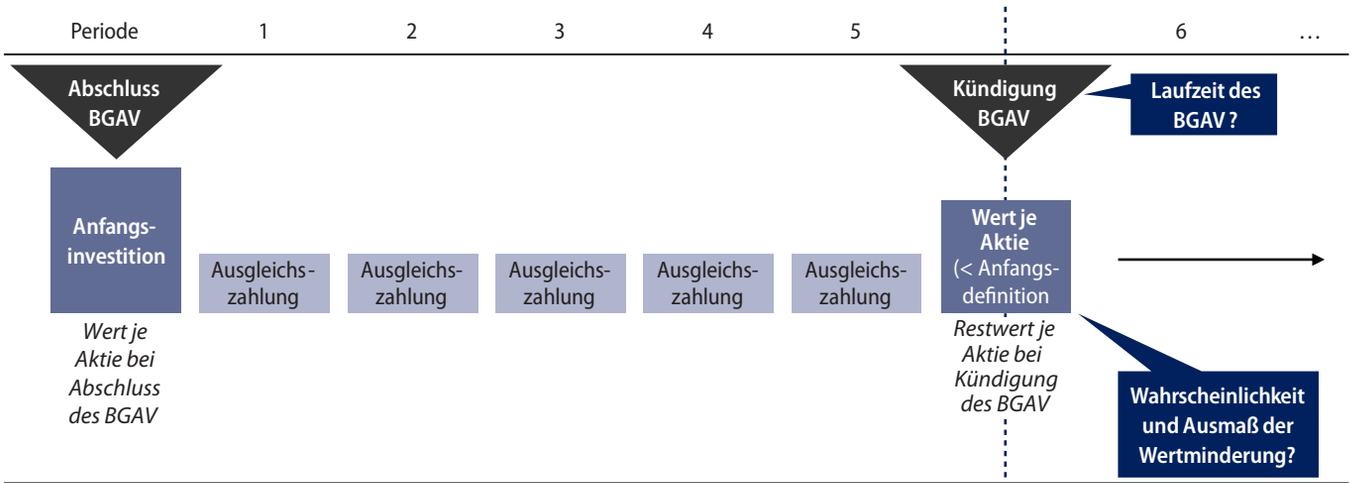
$$i_1 = r_f + p_A \qquad (1)$$

mit:

i_1 = Verrentungszinssatz (Fall 1: mit Sicherungsklausel)
r_f = Risikoloser Basiszins
p_A = Prämie Risikokomponente A (Credit Spread)

36 Vgl. Hecker, a.a.O. (Fn. 7), S. 354.
37 Vgl. Hecker, a.a.O. (Fn. 7), S. 356 f.
38 Vgl. Lauber, a.a.O. (Fn. 3), S. 209.
39 Vgl. Hecker, a.a.O. (Fn. 7), S. 363.

Abb. 3: Cashflow Betrachtung des BGAV



In einem Bewertungsfall (Fall 2), in dem keine weitergehenden Rechte zugesichert wurden, besteht dagegen das latente Risiko, dass der BGAV nach Durchführung von nachteiligen Geschäftsvorfällen für die beherrschte Gesellschaft (und vorteilhaften für die herrschende Gesellschaft) wieder aufgelöst wird, ohne dass ein zwischenzeitlicher oder anschließender Nachteilsausgleich zugunsten der beherrschten Gesellschaft erfolgt. Dieses Risiko besteht über die gesamte Vertragslaufzeit hinweg. Für diesen Fall sind die unbesicherten Fremdkapitalkosten nochmals um eine Risikoprämie (Risikokomponente B) zu erhöhen.

$$i_2 = r_f + p_A + p_B \qquad (2)$$

mit:

i_2 = Verrentungszinssatz (Fall 2: ohne Sicherungsklausel)

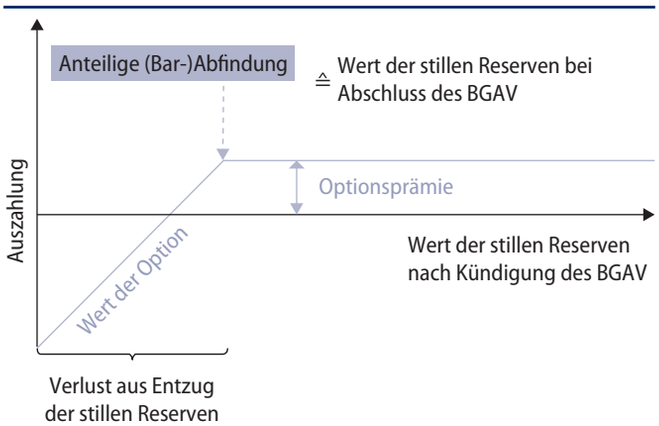
p_B = Prämie Risikokomponente B

Zur Bestimmung der Risikokomponente B betrachten wir die Zahlungs- bzw. Wertzuflüsse an die Minderheitsaktionäre (siehe Abb. 3).

Die zu analysierende Zahlungsreihe besteht annahmegemäß aus einer Anfangsinvestition, welche dem Wert der Anteile bzw. der gebotenen Abfindung bei Abschluss des BGAV entspricht.[40] Dieser Wert der Anteile lässt sich wiederum in den Buchwert des Eigenkapitals und in den (nicht bilanzierten) Wert der stillen Reserven aufteilen. Während der Laufzeit des BGAV erhalten die Aktionäre eine angemessene Ausgleichszahlung, die sich aus der Verrentung der Anfangsinvestition, d.h. dem Wert der Anteile bei Abschluss des BGAV, mit dem Verrentungszinssatz i_2 ergibt. Nach Kündigung des BGAV erhalten die Minderheitsaktionäre zudem den Wert je Aktie zum Zeitpunkt der Kündigung zurück, wobei der Erwartungswert für den Wert je Aktie unter der Anfangsinvestition, jedoch nicht unter dem Buchwert liegen kann. Liegt er oberhalb des Werts je Aktie, ist eine Kündigung des BGAV durch das herrschende Unternehmen ökonomisch nicht zu erwarten.

Um die Minderheitsaktionäre im Fall 2 nun so zu stellen, als wenn der BGAV nicht bestanden hätte, muss eine Risikoprämie so gewählt werden, dass in Abhängigkeit zur erwarteten Laufzeit des BGAV und zum erwarteten Entzug der Vermögenswerte der Nettobarwert aus der Anfangsinvestition und dem Barwert der Ausgleichszahlungen zzgl. des Barwerts des Werts je Aktie zum Zeitpunkt der Kündigung des BGAV gleich null ist. Mit anderen Worten erhalten Minderheitsaktionäre eine Prämie P_{SR} (ausgedrückt als jährliche Zahlung) bzw. Prämie p_{SR} (ausgedrückt als jährlicher Zinssatz) über den kapitalmarktäquivalenten Fremdkapitalkosten, um sie barwertig für den erwarteten Entzug der stillen Reserven zu entschädigen. An dieser Stelle kann wiederum die Analogie zu Optionen gezogen werden. Der Minderheitsaktionär schreibt in Bezug auf die Höhe der stillen Reserven eine Put-Option (Short Put).

Abb. 4: Fall 2 – Short Put-Option der Minderheitsaktionäre



Für das Schreiben der Put-Option erhält der Stillhalter eine Optionsprämie. Sobald der Preis des Basiswerts unter den Ausübungspreis fällt, stellt sich der absolute Gewinn- oder Verlust als Optionsprämie abzüglich der Differenz zwischen Ausübungspreis und Preis des Basiswerts dar. In Bezug auf die stillen Reserven bedeutet dies, dass der Minderheitsaktionär absolut einen Verlust erleidet, sobald die Höhe der entzogenen stillen Reserven über die erhaltene Prämie steigt.

40 Es sollte sichergestellt sein, dass der Aktienkurs nicht durch die Ankündigung einer Strukturmaßnahe beeinflusst und z.B. durch Abfindungsspekulationen geprägt wurde. Daher ist nach der Rspr. des BGH auf einen sog. Referenzkurs zurückzugreifen, der sich aus dem volumengewichteten Durchschnittskurs über einen Zeitraum von drei Monaten berechnet. Vgl. BGH vom 19.07.2010 – II ZB 18/09, BGHZ 186 S. 229 = DB 2010 S. 1693. Im Gegensatz zu einem Stichtagskurs unterliegt er in geringerem Maße Zufallseinflüssen und kurzfristigen Verzerrungen. Hierfür spricht auch die WpÜGAngebV (§ 5 Abs. 1, 3 WpÜGAngebV), nach der die nach WpÜG bei Übernahme- und Pflichtangeboten anzubietende angemessene Gegenleistung sich ebenfalls als gewichteter Dreimonatsdurchschnittskurs der inländischen Börsenkurse ermittelt.

Da die Prämie P_{SR} *bzw.* p_{SR} lediglich die Vergütung für den Entzug der stillen Reserven darstellt, ist bei der Ermittlung des Verrentungszinssatzes im Fall 2 i_2 zudem zu berücksichtigen, wie hoch der Anteil der stillen Reserven am gesamten Unternehmenswert bei Abschluss des BGAV ist. Dies ergibt sich aus der Verlustausgleichspflicht nach § 302 AktG, nach der die Aktionäre vor einem Entzug des Buchwerts geschützt sind. Insofern ist die Verrentung des Buchwertanteils des Unternehmenswerts lediglich in Höhe der ermittelten Fremdkapitalkosten des herrschenden Unternehmens vorzunehmen. Die vom Entzug betroffenen stillen Reserven als Differenz zwischen Buch- und ermitteltem Unternehmenswert (Marktwert) dagegen sind mit den Fremdkapitalkosten zzgl. der Prämie p_{SR} zu verrenten. Somit ergibt sich der Verrentungszinssatz i_2 als ein mit dem Marktwert-Buchwert-Verhältnis gewichteter Durchschnittszinssatz:

$$i_2 = w_{SR} \times \left(i_1 + p_{SR}\right) + w_{BW} \times i_1 \tag{3}$$

mit:

i_2 = Verrentungszinssatz (Fall 2: ohne Sicherungsklausel)

i_1 = Fremdkapitalkosten des herrschenden Unternehmens

p_{SR} = Risikoprämie für den Entzug stiller Reserven ausgedrückt als Zinssatz

w_{SR} = Anteil der stillen Reserven am Marktwert des Eigenkapitals

w_{BW} = Anteil des Buchwerts am Marktwert des Eigenkapitals

Zur Ableitung der für den Entzug der stillen Reserven zu zahlenden Prämie p_{SR} können wir die o.g. Betrachtung der Zahlungsreihe auf den Wert der stillen Reserven beschränken. Die Anfangsinvestition entspricht dann lediglich den vom Vermögensentzug betroffenen Wert der stillen Reserven. Bei Beendigung des BGAV erhalten die Minderheitsaktionäre analog einen Teil der stillen Reserven zurück. Damit der Minderheitsaktionär in Bezug auf die stillen Reserven so gestellt wird, als wenn der BGAV nicht besteht, muss analog zur obigen Betrachtung des gesamten Unternehmenswerts der Nettobarwert aus der Anfangsinvestition, d.h. der stillen Reserven, und der Ausgleichszahlung bezogen auf die stillen Reserven zzgl. des Barwerts der verbleibenden stillen Reserven bei Kündigung des BGAV gleich null sein:

$$NPV = 0 = -SR + PV_{Ausgleich\ SR} + PV_{vSR} \tag{4}$$

mit:

NPV = Nettobarwert

SR = Wert der stillen Reserven bei Abschluss des BGAV

$PV_{Ausgleich\ SR}$ = Barwert der Ausgleichszahlungen für den Entzug der stillen Reserven

PV_{vSR} = Barwert der verbleibenden stillen Reserven nach Kündigung des BGAV

und

$$NPV = 0 = -SR + \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{\left(1+i_1\right)^t} \tag{5}$$

mit:

CF_t = Cashflows der Periode t

i_1 = Risikoäquivalente Fremdkapitalkosten

Der Cashflow setzt sich zusammen aus der Vergütung für die Risikokomponente A bezogen auf die stillen Reserven zzgl. der Prämie P_{SR} für das Risiko des Entzugs der stillen Reserven. Die Prämie ist notwendig, damit bei Diskontierung mit den risikoäquivalenten Fremdkapitalkosten i_1 ein Nettobarwert (NPV) von null erreicht werden kann. Hieraus ergibt sich in absoluten Cashflows:

$$NPV = -SR + \frac{SR \times i_1 + P_{SR}}{\left(1+i_1\right)^t} + \frac{SR \times i_1 + P_{SR}}{\left(1+i_1\right)^{t+1}} + \ldots + \frac{SR \times i_1 + P_{SR} + RW}{\left(1+i_1\right)^n} \tag{6}$$

mit:

P_{SR} = Prämie für möglichen Verlust der stillen Reserven

RW = Restwert der stillen Reserven nach Beendigung des BGAV

oder ausgedrückt als Zinssatz:

$$NPV = -SR + \frac{SR \times \left(i_1 + p_{SR}\right)}{\left(1+i_1\right)^t} + \frac{SR \times \left(i_1 + p_{SR}\right)}{\left(1+i_1\right)^{t+1}} + \ldots + \frac{SR \times \left(i_1 + p_{SR}\right) + RW}{\left(1+i_1\right)^n} \tag{7}$$

mit:

P_{SR} = Prämie für den Entzug stiller Reserven ausgedrückt als jährlicher Zinssatz

Nach Auflösung nach p_{SR} erhält man:

$$p_{SR} = \frac{SR - \frac{RW}{\left(1+i_1\right)^n}}{SR \times \sum_{t=1}^{n} \frac{1}{\left(1+i_1\right)^t}} - i_1 \tag{8}$$

Die für die Verrentung der stillen Reserven anzuwendende Risikoprämie p_{SR} ist abhängig von der Höhe der stillen Reserven *SR* bei Abschluss des BGAV und dem diskontierten Restwert der stillen Reserven bei Kündigung des BGAV. Zudem ist die Höhe der Prämie p_{SR} abhängig vom Zeitpunkt der Kündigung bzw. der erwarteten Laufzeit des BGAV und der Höhe der risikoäquivalenten Fremdkapitalkosten.

Da für die Höhe der Prämie p_{SR} nicht die absolute Höhe der stillen Reserven und des Restwerts relevant ist, sondern vielmehr der Anteil des Restwerts im Verhältnis zu den gesamten stillen Reserven (sog. Recovery Rate) lässt sich die Formel weiter vereinfachen:

$$p_{SR} = \frac{1 - \frac{RR}{\left(1+i_1\right)^n}}{\sum_{t=1}^{n} \frac{1}{\left(1+i_1\right)^t}} - i_1 \tag{9}$$

mit:

RR = Wahrscheinlichkeitsgewichtete Recovery Rate bei Beendigung des BGAV oder verbleibender Anteil der stillen Reserven

Anhand dieses Modells lässt sich die Prämie p_{SR} zur Verrentung der stillen Reserven konkret bestimmen. Die Höhe der Prämie p_{SR} wird wesentlich durch die erwartete Recovery Rate und die Laufzeit des BGAV bestimmt. Die Recovery Rate ist dabei als Erwartungswert zu bestimmen und repräsentiert hierdurch verschiedene wahrscheinlichkeitsgewichtete Szenarien in Bezug auf die Entwicklung des Restwerts der stillen Reserven bzw. der Recovery Rate. Allerdings entsteht bei der Ermittlung der Prämie p_{SR} ein durch Moral Hazard begründetes Zirkularitätsproblem. Der Mehrheitsaktionär wird im Fall 2 dazu veranlasst möglichst viele stille Reserven zu entziehen, um aus seiner Sicht den maximalen Wert für die zu entrichtende Prämie zu erhalten. Diesen gesteigerten Anreiz müssten Minderheitsaktionäre wiederum zusätzlich in der Prämie berücksichtigen.[41] Zur Minderung dieser adversen Selektion könnte daher aus Sicht der Minderheitsaktionäre der Fall 1 mit Sicherungsklausel vorzugswürdig sein.

Zur Verdeutlichung der Sensitivität haben wir exemplarisch eine Berechnung der Prämie p_{SR} in Abhängigkeit zur Laufzeit des BGAV und der Recovery Rate erstellt (siehe Tab. 1[42]). Dabei wurden risiko- und laufzeitäquivalente Fremdkapitalkosten i_1 i.H.v. 5,0% angenommen.

Tab. 1: Sensitivitätsanalyse – Prämie p_{SR} für den Entzug der stillen Reserven

		Laufzeit (in Jahren)					
		5	10	15	20	25	30
Recovery Rate	100%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	95%	0,9%	0,4%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
	90%	1,8%	0,8%	0,5%	0,3%	0,2%	0,2%
	85%	2,7%	1,2%	0,7%	0,5%	0,3%	0,2%
	80%	3,6%	1,6%	0,9%	0,6%	0,4%	0,3%
	75%	4,5%	2,0%	1,2%	0,8%	0,5%	0,4%
	70%	5,4%	2,4%	1,4%	0,9%	0,6%	0,5%
	65%	6,3%	2,8%	1,6%	1,1%	0,7%	0,5%
	60%	7,2%	3,2%	1,9%	1,2%	0,8%	0,6%
	55%	8,1%	3,6%	2,1%	1,4%	0,9%	0,7%
	50%	9,0%	4,0%	2,3%	1,5%	1,0%	0,8%
	45%	10,0%	4,4%	2,5%	1,7%	1,2%	0,8%
	40%	10,9%	4,8%	2,8%	1,8%	1,3%	0,9%
	35%	11,8%	5,2%	3,0%	2,0%	1,4%	1,0%
	30%	12,7%	5,6%	3,2%	2,1%	1,5%	1,1%
	25%	13,6%	6,0%	3,5%	2,3%	1,6%	1,1%
	20%	14,5%	6,4%	3,7%	2,4%	1,7%	1,2%
	15%	15,4%	6,8%	3,9%	2,6%	1,8%	1,3%
	10%	16,3%	7,2%	4,2%	2,7%	1,9%	1,4%
	5%	17,2%	7,6%	4,4%	2,9%	2,0%	1,4%
	0%	18,1%	8,0%	4,6%	3,0%	2,1%	1,5%
Minimum		**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**	**0,0%**
Maximum		**18,1%**	**8,0%**	**4,6%**	**3,0%**	**2,1%**	**1,5%**
Durchschnitt		**9,0%**	**4,0%**	**2,3%**	**1,5%**	**1,0%**	**0,8%**

Bei einer Laufzeit des BGAV von lediglich fünf Jahren und einem totalen Verlust der stillen Reserven ergibt sich eine jährliche Prämie von 18,1%. Bei einer Laufzeit von 30 Jahren und einer Recovery Rate von 95% dagegen ermittelt sich eine jährliche Prämie i.H.v. 0,1%. Da grundsätzlich von einer langen Laufzeit eines BGAV ausgegangen werden kann, erscheint eine Orientierung am oberen Ende der Bandbreite bzw. die Annahme kurzer Laufzeiten nicht angemessen. Stellt man auf eine Laufzeit von ca. 20 Jahren für den BGAV und eine Bandbreite der Recovery Rate von 20% bis 80% ab, so liegt die jährliche Prämie zwischen 0,6% und 2,1%.

Bis dato wurde allerdings, wie bereits erläutert, lediglich die Prämie p_{SR} zu Verrentung des Anteils der stillen Reserven am Unternehmenswert ermittelt. Der zur Verrentung des gesamten Unternehmenswerts anzuwendende Verrentungszinssatz i_2 dagegen stellt einen Mischzinssatz unter Berücksichtigung des Anteils des Buchwerts des Eigenkapitals und der stillen Reserven am Unternehmenswert dar. Zur Übersetzung der Prämie p_{SR} in einen absoluten Aufschlag p_B gegenüber den risikoäquivalenten Fremdkapitalkosten i_1 wurde zudem eine Sensitivitätsanalyse bei einer angenommenen Laufzeit von 20 Jahren und Fremdkapitalkosten i_1 von 5,0% in Abhängigkeit zur Recovery Rate und dem Anteil der stillen Reserven am Unternehmensgesamtwert durchgeführt (siehe Tab. 2).

Grundsätzlich ist der Aufschlag auf die risikoäquivalenten Fremdkapitalkosten i_1 insgesamt umso höher, je höher der Anteil der stillen Reserven und je niedriger die Recovery Rate ist. Bei einer Recovery Rate von 95% beträgt der maximale Verrentungszinssatz i_2 5,2%, was einem Aufschlag p_B von 0,2% entspricht. Beträgt die Recovery Rate dagegen lediglich 5,0% ergeben sich ein maximaler Aufschlag p_B von 2,9% und ein maximaler Verrentungszinssatz von 7,9%. Der Anteil der stillen Reserven am Gesamtunternehmenswert ist im Wesentlichen abhängig vom Geschäftsmodell des Unternehmens. Unternehmen mit einer marktwertnahen Bilanz, wie z.B. Banken, verfügen i.d.R. über verhältnismäßig geringe stille Reserven. Unternehmen mit einer geringen Kapitalintensität, wie z.B. Beratungsunternehmen, weisen dagegen hohe stille Reserven aus, sodass die Höhe der Prämie maßgeblich durch das Geschäftsmodell geprägt ist.

In der Praxis der Unternehmensbewertung wären weitere empirische Untersuchungen hinsichtlich der durchschnittlichen Laufzeiten eines BGAV und der Höhe der Recovery Rates nach Beendigung eines BGAV wünschenswert.[43] Sofern eine Anwendung des hier skizzierten Modells aufgrund der hohen Sensitivität der Inputparameter und mangelnder Empirie nicht in Frage kommt, ist die pragmatische Vorgehensweise, den Verrentungszinssatz als Durchschnitt aus den (verschuldeten) Eigenkapitalkosten der beherrschten Gesellschaft als Obergrenze und den Fremdkapitalkosten des herrschenden Unternehmens als Untergrenze des Verrentungszinssatzes zu bestimmen, nicht grundsätzlich abzulehnen. Auch wenn es sich bei der Durchschnittsbildung allenfalls um eine Konvention handelt, berücksichtigt diese Vorgehensweise zumindest eine Risikoprämie auf die

41 Vgl. Stiglitz/Weiss, American Economic Review 1983 S. 912-927.

42 Die ausführlichen Ergebnisse zu der Sensitivitätsanalyse in Tab. 1 finden Sie online unter CF1220983.

43 Vgl. Baums, a.a.O. (Fn. 1), S. 205 und Hecker, a.a.O. (Fn. 7), S. 364-369.

Tab. 2: Sensitivitätsanalyse – Verrentungszinssatz i_2 Fall 2 (Laufzeit 20 Jahre)

		Anteil der stillen Reserven										
		0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Recovery Rate	100%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
	95%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,2%
	90%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%
	85%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,3%	5,3%	5,4%	5,4%	5,5%
	80%	5,0%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,3%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%
	75%	5,0%	5,1%	5,2%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%
	70%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%
	65%	5,0%	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	6,0%	6,1%
	60%	5,0%	5,1%	5,2%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	6,0%	6,1%	6,2%
	55%	5,0%	5,1%	5,3%	5,4%	5,5%	5,7%	5,8%	6,0%	6,1%	6,2%	6,4%
	50%	5,0%	5,2%	5,3%	5,5%	5,6%	5,8%	5,9%	6,1%	6,2%	6,4%	6,5%
	45%	5,0%	5,2%	5,3%	5,5%	5,7%	5,8%	6,0%	6,2%	6,3%	6,5%	6,7%
	40%	5,0%	5,2%	5,4%	5,5%	5,7%	5,9%	6,1%	6,3%	6,5%	6,6%	6,8%
	35%	5,0%	5,2%	5,4%	5,6%	5,8%	6,0%	6,2%	6,4%	6,6%	6,8%	7,0%
	30%	5,0%	5,2%	5,4%	5,6%	5,8%	6,1%	6,3%	6,5%	6,7%	6,9%	7,1%
	25%	5,0%	5,2%	5,5%	5,7%	5,9%	6,1%	6,4%	6,6%	6,8%	7,0%	7,3%
	20%	5,0%	5,2%	5,5%	5,7%	6,0%	6,2%	6,5%	6,7%	6,9%	7,2%	7,4%
	15%	5,0%	5,3%	5,5%	5,8%	6,0%	6,3%	6,5%	6,8%	7,1%	7,3%	7,6%
	10%	5,0%	5,3%	5,5%	5,8%	6,1%	6,4%	6,6%	6,9%	7,2%	7,4%	7,7%
	5%	5,0%	5,3%	5,6%	5,9%	6,1%	6,4%	6,7%	7,0%	7,3%	7,6%	7,9%
	0%	5,0%	5,3%	5,6%	5,9%	6,2%	6,5%	6,8%	7,1%	7,4%	7,7%	8,0%
Minimum		**5,0%**	**5,0%**	**5,0%**	**5,0%**	**5,0%**	**5,0%**	**5,0%**	**5,0%**	**5,0%**	**5,0%**	**5,0%**
Maximum		**5,0%**	**5,3%**	**5,6%**	**5,9%**	**6,2%**	**6,5%**	**6,8%**	**7,1%**	**7,4%**	**7,7%**	**8,0%**
Durchschnitt		**5,0%**	**5,2%**	**5,3%**	**5,5%**	**5,6%**	**5,8%**	**5,9%**	**6,1%**	**6,2%**	**6,4%**	**6,5%**

Fremdkapitalkosten für das BGAV-spezifische Risiko des Vermögenswertentzugs.

VI. Fazit

Um die Risikostruktur der Ausgleichszahlung des zugrundeliegenden BGAV angemessen zu berücksichtigen, muss der Verrentungszinssatz für den Ausgleich die Ausgestaltung des Vertrags, die Handlungsmöglichkeiten beider Parteien während der Laufzeit und die Verhältnisse nach Kündigung des BGAV (mit einem möglichen Transfer von Vermögenswerten) berücksichtigen.

Insgesamt kommt die jährliche Ausgleichzahlung während eines BGAV im Hinblick auf ihr Risikoprofil einer Unternehmensanleihe am nächsten. Durch die zusätzlichen Risiken aufgrund einer möglichen Kündigung des Vertrags wird sie jedoch durch den fehlenden Nachteilsausgleich mit dem Risiko des Vermögensentzugs angereichert, sofern eine Sicherungsklausel nicht besteht (Fall 2). Folglich bilden die risiko- und laufzeitäquivalenten Fremdkapitalkosten des herrschenden Unternehmens bzw. von Emittenten gleicher Bonität die Untergrenze des Verrentungszinssatzes. Sofern eine Sicherungsklausel (Fall 2) nicht besteht, ist zudem eine Risikoprämie in Abhängigkeit von der Laufzeit des BGAV, des Anteils stiller Reserven am Wert des Eigenkapitals und der Recovery Rate zu bestimmen.

In der Praxis der Unternehmensbewertung werden bisher lediglich pragmatische Konventionen angewandt. Die am häufigsten zu beobachtende Bildung eines Durchschnittszinssatzes aus dem risikolosen Basiszins und den verschuldeten Eigenkapitalkosten des beherrschten Unternehmens ist abzulehnen, da hierdurch der Verrentungszinssatz systematisch nach unten verzerrt wird. Sofern die Anwendung des hier skizzierten Modells aufgrund zu hoher Unsicherheit hinsichtlich der einzelnen Parameter nicht vorgenommen werden kann, ist jedenfalls die Bestimmung des Verrentungszinssatzes als Mittelwertbildung aus den Fremdkapitalkosten und den verschuldeten Eigenkapitalkosten als vereinfachende Konvention anzuwenden. Zwar haben wir anhand einer exemplarischen Berechnung zeigen können, dass bei kurzen Laufzeiten des BGAV und geringer Recovery Rates ein Verrentungszinssatz oberhalb der risikoadjustierten Eigenkapitalkosten liegen könnte, jedoch aufgrund der Annahme einer langen Laufzeit eines BGAV i.d.R. die Eigenkapitalkosten als pragmatische Obergrenze des Verrentungszinssatzes dienen können. Diese Vorgehensweise gewährleistet die Berücksichtigung einer Prämie gegenüber den Fremdkapitalkosten einerseits und wird andererseits der Tatsache gerecht, dass die Fremdkapitalkosten die absolute Untergrenze des Verrentungszinssatzes darstellen.