

Kolloquium zu gesellschafts- rechtlichen Entscheidungen

- Wiederholung und Vertiefung -

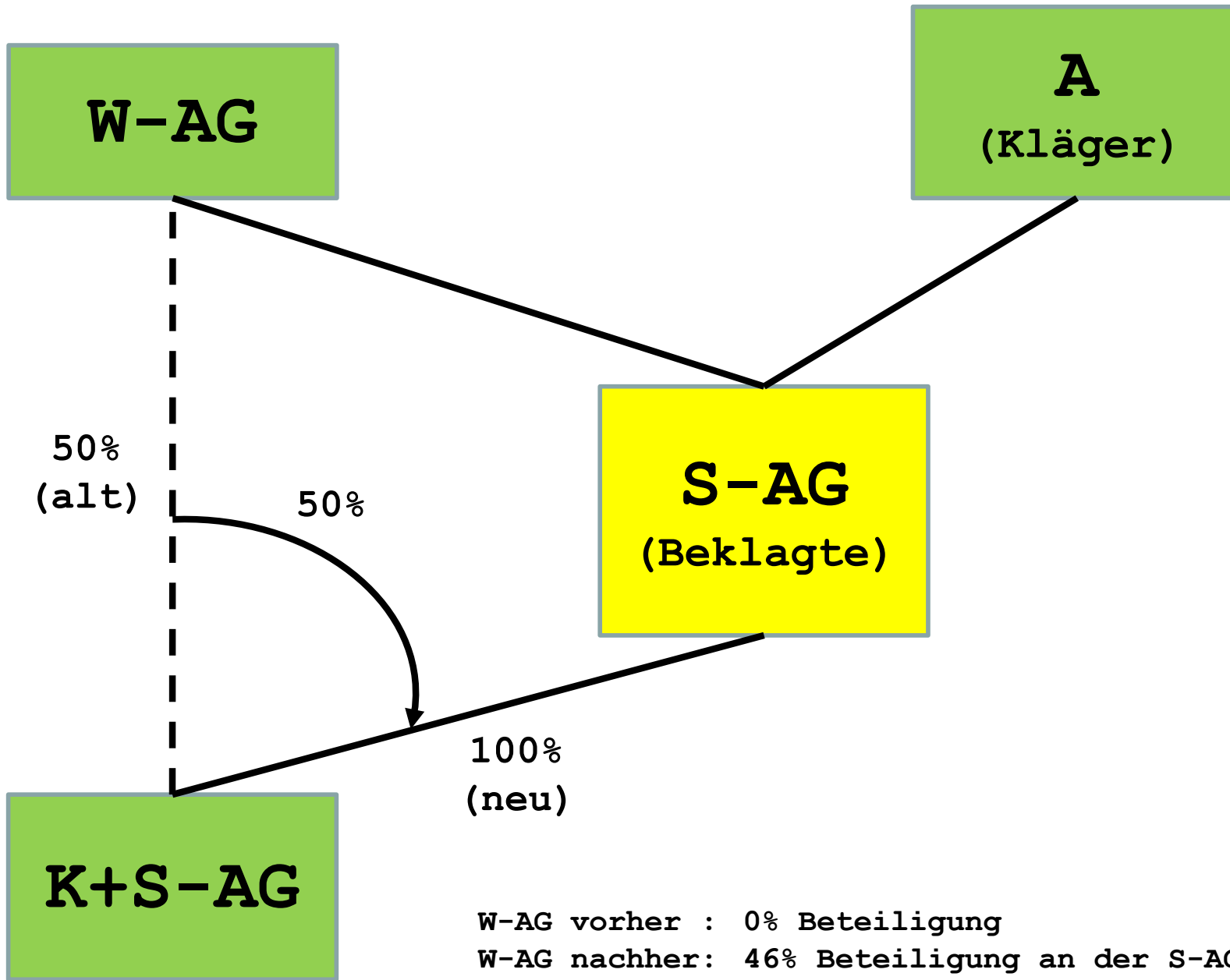
Fall 7 - *Kali & Salz*

PD Dr. Sebastian Mock, LL.M. (NYU)
Attorney-at-Law (New York)

A. Sachverhalt

Der Kl. ist Aktionär der S-AG. Er ficht Beschlüsse an, die in der Hauptversammlung der S-AG am 13.7.1972 mit mehr als $\frac{3}{4}$ des vertretenen Grundkapitals gefasst worden sind. Durch sie wurden unter Ausschluss des Bezugsrechts der Aktionäre das Grundkapital der S-AG von 125 Mio. DM um 107 Mio. DM auf 232 Mio. DM erhöht und der Vorstand zu einer weiteren Erhöhung um 18 Mio. DM auf 250 Mio. DM ermächtigt. Zur Übernahme der neuen Aktien wurden nur die W-AG zugelassen, die als Sacheinlage ihre insgesamt 50%ige Beteiligung an der K+S-AG einzubringen hatte; die anderen 50% hielt die Bekl., die heute die Firma der nicht mehr bestehenden K+S-AG weiterführt. Die W-AG erhielt für die von ihr eingebrachten K + S-AG-Aktien im Nennbetrag von 85 Mio. DM neue Aktien der S-AG im Nennbetrag von 107 Mio. DM, also im Verhältnis 4:5. Die Bekl. hat die angefochtenen Beschlüsse damit begründet, dass ihre Existenz, mindestens aber ihre Liquidität ernstlich bedroht gewesen sei. Der Kl. hat die Richtigkeit der Bewertungen, die zum Umtauschverhältnis 4:5 geführt hatten, bestritten und behauptet, die W-AG habe sich mit Hilfe der angefochtenen Beschlüsse eine hohe Mehrheit verschaffen wollen. Hierdurch und durch die gezielte Unterbewertung der S-AG seien ihr ungerechtfertigte Sondervorteile zugeflossen. Der Ausschluss des gesetzlichen Bezugsrechts der Aktionäre sei nicht notwendig gewesen; die Bekl. hätte auch auf andere Weise der Lage Herr werden können. Der Kl. hat beantragt, die genannten Hauptversammlungsbeschlüsse für nichtig zu erklären.

(angelehnt an BGH v. 13.3.1978 - II ZR 142/76 (*Kali & Salz*), BGHZ 71, 40 = NJW 1978, 1316)



W-AG vorher : 0% Beteiligung
W-AG nachher: 46% Beteiligung an der S-AG für 50% Beteiligung an der K+S-AG

B. Hintergrund der Entscheidung

I. Kapitalmaßnahmen (allgemein)

- Kapitalmaßnahmen zur **Finanzierung der Unternehmung**
 - Selbstfinanzierung durch Einbehalt der Gewinne
 - Fremdfinanzierung (z.B. Darlehen, Schuldverschreibungen)
 - Zuführung zusätzlicher Mittel als Eigenkapital (Kapitalerhöhung)
- Veränderung des Grund- bzw. Stammkapitals ist immer **Satzungsänderung**
 - Beschluss der Gesellschafterversammlung (§ 179 Abs. 1 S. 1 AktG, § 53 Abs. 1 GmbHG)
 - qualifizierte Mehrheit von drei Viertel des vertretenen Grundkapitals (§ 179 Abs. 2 S. 1 AktG, § 53 Abs. 2 GmbHG)
 - ggf. Zustimmung der betroffenen Gattungen (§ 180 AktG)
- Satzungsänderung nur mit **Eintragung ins Handelsregister** wirksam (§ 181 Abs. 3 AktG)

B. Hintergrund der Entscheidung

I. Kapitalmaßnahmen (allgemein)

- **Kapitalerhöhung** (§§ 182 ff. AktG, § 55 ff. GmbHG)
 - ordentliche Kapitalerhöhung (§§ 182 ff. AktG, § 55 GmbHG)
 - bedingte Kapitalerhöhung (§§ 192 ff. AktG)
 - genehmigtes Kapital (§§ 202 ff. AktG, § 55a GmbHG)
 - nominelle Kapitalerhöhung (§§ 207 ff. AktG)
- **Kapitalherabsetzung** (§§ 222 ff. AktG, §§ 58 ff. GmbHG)
 - ordentliche Kapitalherabsetzung
 - vereinfachte Kapitalherabsetzung
- **Aufnahme von Fremdkapital** ohne Mitwirkung der Gesellschafterversammlung
 - historische Vorstellung der fehlenden (direkten) Einflussnahme von Fremdkapitalgebern
 - Wandel durch zunehmende Vereinbarung sogenannter Covenants (Problem des mittelbaren Gesellschafterstellung)
 - Wandel durch Schaffung eines vereinfachten Debt-to-Equity-Swaps durch das ESUG → Problem der Unternehmensübernahme durch Schuldenaufkauf

B. Hintergrund der Entscheidung

II. Ordentliche Kapitalerhöhung

- Ausgabe neuer Aktien gegen Bar- oder Sacheinlagen (§ 182 Abs. 1 S. 2 u. S. 4 AktG, §§ 55, 56 GmbHG)
- Voraussetzungen:
 - Erhöhungsbeschluss nach § 182 AktG, §§ 53, 55 GmbHG)
 - Übernahme der neuen Aktien, die sog. Zeichnung der neuen Aktien (§ 185 AktG, § 55 GmbHG)
 - aktienrechtliche Praxis:
 - Bankenkonsortium übernimmt alle Aktien und platziert sie am Markt, indem sie sie den bisherigen Aktionären und anderen Anlegern anbietet
 - Vorstand schlägt Hauptversammlung regelmäßig eine Kapitalerhöhung nur dann vor, wenn er dahingehende verbindliche Zusagen der Banken hat (§ 186 Abs. 5 AktG)
- Schutz der Altaktionäre vor Verwässerung der relativen Beteiligungshöhe durch Bestehen des Bezugsrechts (§ 186 AktG) – siehe H.III.

B. Hintergrund der Entscheidung

IV. Unternehmensbewertung

- Problem der Bestimmung des Unternehmenswertes → *iudex non calculat*
- **fehlende gesetzliche Regelung** für die Bestimmung des Unternehmenswertes
- Abkopplung der Unternehmenswertbestimmung von Strukturmaßnahmen durch das **Spruchverfahren** (Spruchverfahrensgesetz) im Aktienrecht
- Anwendung **verschiedener Methoden** bzw. Werte:
 - Substanzwert
 - Liquidationswert
 - Buchwert
 - Ertragswert → typischerweise gängige Methode der Bestimmung des Unternehmenswerts

Beispiel 1

AG mit einem Vermögensgegenstand, der für zehn Jahre nutzbar ist (z.Bsp. Spezial-LKW) Anschaffungskosten 500.000 €. Aktionär A ist an dieser AG mit 5% beteiligt. Wie hoch ist seine Abfindung beim Ausscheiden?

- o *Substanzwert* (LKW kann noch genutzt und verkauft werden): 400.000 €
 - o *Liquidationswert* (LKW muss „schnell“ verkauft werden): 300.000 €
 - o *Buchwert* (Anschaffungswert): 500.000 €
 - o *Ertragswert* (siehe nachfolgende Folie)
-

Beispiel 2

AG mit einem Vermögensgegenstand, der für zehn Jahre nutzbar ist (z.Bsp. Spezial-LKW) Anschaffungskosten 500.000 €. Aktionär A ist an dieser AG mit 5% beteiligt. Wie hoch ist seine Abfindung beim Ausscheiden nach fünf Jahren?

- o *Substanzwert* (LKW kann noch genutzt und verkauft werden): 200.000 €
- o *Liquidationswert* (LKW muss „schnell“ verkauft werden): 100.000 €
- o *Buchwert* (Anschaffungswert - Abschreibung [50T pro Jahr]): 250.000 €
- o *Ertragswert* (siehe nachfolgende Folie)

B. Hintergrund der Entscheidung

IV. Unternehmensbewertung

- **fair value** = abgezinste Summe der künftigen Zahlungsströme
- **fair value** = Jahr 1 (98) + Jahr 2 (96) + Jahr 3 (70) + Jahr 4 (69) + Jahr 5 (68) + Jahr 6 (53) + Jahr 7 (52) + Jahr 8 (51) + Jahr 9 (42) + Jahr 10 (41) → **640** (die *risk free rate* beträgt [in diesem Beispiel] 2 %)
- **fair value** = Jahr 1 (95) + Jahr 2 (90) + Jahr 3 (60) + Jahr 4 (57) + Jahr 5 (55) + Jahr 6 (45) + Jahr 7 (42) + Jahr 8 (40) + Jahr 9 (32) + Jahr 10 (31) → **547** (die *risk free rate* beträgt [in diesem Beispiel] 5 %)

Jahr 1 = 100	Jahr 2 = 100	Jahr 3 = 75	Jahr 4 = 75	Jahr 5 = 75	Jahr 6 = 60	Jahr 7 = 60	Jahr 8 = 60	Jahr 9 = 50	Jahr 10 = 50
--------------	--------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	--------------

2%
640 T€ am Anfang
265 T€ nach fünf Jahren

5%
547 T€ am Anfang
244 T€ nach fünf Jahren

$$K_n = K_0 \left(1 + \frac{p}{100} \right)^n$$

B. Hintergrund der Entscheidung

IV. Unternehmensbewertung

- Übersicht zu den einzelnen Werten in Beispiel 1:

	<u>Unternehmenswert</u>	<u>Anteil von A</u>
• Substanzwert:	400.000 €	20.000 €
• Liquidationswert	300.000 €	15.000 €
• Buchwert:	500.000 €	25.000 €
• Ertragswert (1)	640.000 € (risk free rate bei 2%)	32.000 €
• Ertragswert (2)	547.000 € (risk free rate bei 5%)	27.350 €

- Übersicht zu den einzelnen Werten in Beispiel 2:

	<u>Unternehmenswert</u>	<u>Anteil von A</u>
• Substanzwert:	200.000 €	10.000 €
• Liquidationswert	100.000 €	5.000 €
• Buchwert:	250.000 €	12.500 €
• Ertragswert (1)	265.000 € (risk free rate bei 2%)	13.250 €
• Ertragswert (2)	244.000 € (risk free rate bei 5%)	12.200 €

C. Lösung des Gerichts

- Ausschluss des Bezugsrechts nach § 186 III AktG nicht im freien Ermessen der $\frac{3}{4}$ -Mehrheit
- Erfordernis der Rechtfertigung des Bezugsrechtsausschlusses im Gesellschaftsinteresse → Ziel der Kapitalerhöhung kann mit Gewährung des Bezugsrechts an alle nicht erreichen werden
- Bezugsrecht notwendig zur Erreichung von Quoren für Minderheitenrechte, zur Vermeidung der Abhängigkeit und zur Vermeidung des Wertverlusts
- Abwägung der Interessen und Verhältnismäßigkeit von Mittel und Zweck
- geringere Rechtfertigung bei Sacheinlage bei nach vernünftigen kaufmännischen Überlegungen bestehendes dringendes Interesse an dem Gegenstand
- keine Beweislast für den klagenden Aktionär → aber Darlegungslast für die AG
- Unternehmensbewertung als Tatsachen- und nicht als Rechtsfrage bei Anfechtung nach § 255 II AktG → freie Würdigung durch den Tatrichter

D. Heutige Rechtslage

- unveränderte Rechtslage im Aktienrecht → aber weitere Konkretisierung des sachlichen Interesses der Gesellschaft (BGHZ 125, 239 = NJW 1994, 1410)
- keine ausdrückliche Regelung im GmbH-Recht (analoge Anwendung von § 186 AktG)
- ungeklärte Rechtslage im Publikumpersonengesellschaftsrecht
- bis heute fehlende Normierung der Unternehmensbewertung → faktische Maßgeblichkeit der Bewertungsstandards des IDW (*Institut der Wirtschaftsprüfer*)



Unternehmensbewertung als Königsdisziplin des Gesellschaftsrechts