

Rapp, David

Article

Abfindungsbemessung beim aktienrechtlichen Squeeze-out:
Einige grundsätzliche Anmerkungen zum vermeintlichen Primat
der Praktikabilität und zur Neuen Politischen Ökonomie der
Unternehmensbewertung

Schmalenbach Journal of Business Research (SBUR)

Provided in Cooperation with:

Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.

Suggested Citation: Rapp, David (2020) : Abfindungsbemessung beim aktienrechtlichen Squeeze-out: Einige grundsätzliche Anmerkungen zum vermeintlichen Primat der Praktikabilität und zur Neuen Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung, Schmalenbach Journal of Business Research (SBUR), ISSN 2366-6153, Springer, Heidelberg, Vol. 72, Iss. 2, pp. 253-264, <https://doi.org/10.1007/s41471-020-00088-z>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/286424>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Abfindungsbemessung beim aktienrechtlichen Squeeze-out: Einige grundsätzliche Anmerkungen zum vermeintlichen Primat der Praktikabilität und zur Neuen Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung

David J. Rapp 

Eingegangen: 16. April 2020 / Angenommen: 27. April 2020 / Online publiziert: 6. Mai 2020
© Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V. 2020

Zusammenfassung Die Festlegung einer angemessenen Abfindung beim aktienrechtlichen Minderheitsausschluss ist ein zentrales Problem der rechtlichen Unternehmensbewertung. Dieser Beitrag möchte die jüngst erneut aufkeimende Diskussion um die Abfindungsbemessung um einige grundsätzliche Überlegungen erweitern: Einerseits bezogen auf das Spannungsfeld von Zweckmäßigkeit und Praktikabilität, andererseits hinsichtlich des Forschungsansatzes der Neuen Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung. Er argumentiert, dass eine primär an der Praktikabilität ausgerichtete Abfindungsbemessung nicht sinnvoll sein kann, solange die Zweckmäßigkeit stiefmütterlich behandelt wird. Ausgangspunkt der Abfindungsbemessung muss Letztere sein; zweifellos notwendige Praktikabilitäts Gesichtspunkte sind in einem zweiten Schritt zu bedenken. Darüber hinaus zeigt der Beitrag auf, inwieweit sich Vertreter der Neuen Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung in einen argumentativen Widerspruch verwickeln, indem sie auf materieller Ebene der Unternehmensbewertung neoklassische Modellierungen im Grundsatz ablehnen, sich dieser für eigene, prozessuale Analysen allerdings selbst bedienen.

Schlüsselwörter Squeeze-out · Investitionstheorie · Finanzierungstheorie · CAPM · Neue Politische Ökonomie der Unternehmensbewertung

JEL-Classification G32 · K22

D. J. Rapp
Law, Economics, and Finance Department, Institut Mines-Télécom Business School (grande école),
9 Rue Charles Fourier, 91011 Evry, Frankreich

Forschungslabor LITEM, Université Paris-Saclay, Univ Evry, IMT-BS, 91025 Evry-Courcouronnes,
Frankreich
E-Mail: david.rapp@imt-bs.eu

Compensation Assessment in Stock Corporation Law-based Squeeze-outs: Some Fundamental Remarks on the Supposed Primacy of Practicability and the New Political Economy of Business Valuation

Abstract The determination of an appropriate compensation in the case of the exclusion of minority shareholders under stock corporation law is a central problem of juridical business valuation. This article seeks to extend the recently reemerging discussion on the assessment of the compensation by some fundamental considerations: On the one hand, with regard to the tension between expediency and practicability, on the other hand, with regard to the research approach called New Political Economy of Business Valuation. The paper argues that compensation assessments primarily geared to practicability cannot be meaningful as long as expediency is treated as an orphan. The starting point for such assessments must be the latter; the undoubtedly necessary consideration of practicability aspects follows in a second step. In addition, the article shows to what extent representatives of the New Political Economy of Business Valuation become involved in an argumentative contradiction by widely rejecting neoclassical models on a material level of business valuation, but applying them for their own processual analyses.

Keywords Squeeze-out · investment theory · finance theory · CAPM · New Political Economy of Business Valuation

1 Aktienrechtlicher Squeeze-out und Unternehmensbewertung

§ 327a Abs. 1 AktG erlaubt dem Mehrheitseigentümer einer AG oder KGaA, der mindestens 95 % der Anteile auf sich vereint, die Aktien der verbleibenden Minderheit zwangsweise auf sich übertragen zu lassen, die übrigen Aktionäre mithin aus der Gesellschaft hinauszudrängen (sog. Squeeze-out). Den Minderheitsaktionären ist es nicht möglich, sich gegen diesen Vorgang *per se* zur Wehr zu setzen; ihnen steht allerdings zumindest eine Barabfindung für den erlittenen Eigentumsverlust zu, deren Angemessenheit sie in Spruchverfahren gerichtlich überprüfen lassen können. Aus dem originär (aktien-)rechtlichen Sachverhalt wird insofern ein zugleich betriebswirtschaftliches, genauer gesagt ein bewertungstheoretisches Problem. Eine sachgemäße Auseinandersetzung bedarf daher einer symbiotischen Betrachtung über die jeweilige Disziplinergrenze von Jura einerseits und Betriebswirtschaftslehre andererseits hinweg.

Follert (2020) nimmt sich dieser Thematik an. Er untersucht zunächst im Lichte der investitionstheoretischen Lösung des Abfindungsproblems, inwieweit die Praxis der Rechtsprechung über Abfindungen beim aktienrechtlichen Squeeze-out betriebswirtschaftlichen Maßstäben gerecht zu werden vermag. Sein (Zwischen-)Fazit ist ernüchternd: dies sei weitgehend nicht der Fall. Um Erklärungsmuster zu finden, bedient er sich in einem zweiten Analyseschritt – in Anlehnung an Quill (2016) – der Neuen Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung. Auf diese rekurrend modelliert er Interessenlagen und Verhalten beteiligter Gruppen (Richter, Sachverständige, Mehrheits-, Minderheitsaktionäre). Er zieht aus seiner Analyse

den Schluss, dass die Mehrheit dieser Gruppen gewichtiges Interesse am *status quo*, nicht hingegen an einer normzweckadäquaten Abfindungsbemessung hätte. Der an Letzterer interessierte Minderheitsaktionär sähe sich insofern einer mächtigen Koalition zu seinen Lasten gegenüber.

Ballwieser (2020) rezensierte ebendiese Arbeit Follerts jüngst in dieser Zeitschrift. Neben einigen wenigen wohlmeinenden Passagen hagelt es von Seiten des Rezensenten vor allem fundamentale Kritik. Unter anderem drohten den Ausführungen Follerts „Grautöne oder Maß und Mitte“ abzugehen, zudem schwebte er teils „in einsamer Höhe“.

Dieser Beitrag greift die fortlaufend schwelende, nunmehr durch Follert (2020) und Ballwieser (2020) erneut entfachte Diskussion rund um die Abfindungsbemessung beim aktienrechtlichen Squeeze-out auf und möchte sie um einige grundsätzliche Überlegungen erweitern. Einerseits, indem er der von Ballwieser (2020) vorgebrachten inhaltlichen Kritik entkräftend entgegentritt. Andererseits, indem er die Argumentationskette der Neuen Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung, der sich Follert (2020) bedient, infrage stellt. Hierzu skizziert der Beitrag in Kap. 2 zunächst das von den Vertretern der investitionstheoretischen bzw. funktionalen Bewertungstheorie hergeleitete Vorgehen zur Lösung des Abfindungsproblems und diskutiert sodann die Kritik Ballwiesers daran. Kap. 3 widmet sich der Neuen Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung und arbeitet heraus, dass sich deren Vertreter in einem argumentativen Dilemma befinden, ihre Aussagen mithin auf wackligem Fundament stehen. Der Beitrag schließt mit einem Fazit.

2 Investitionstheoretisches Vorgehen und das vermeintliche Primat der Praktikabilität

2.1 Investitionstheoretische Abfindungsbemessung

Betriebswirtschaftlich lässt sich der durch den Ausschluss der Minderheitsaktionäre verursachte Eigentumsübergang als Kauf (Sicht des Mehrheitsaktionärs) bzw. – spiegelbildlich – als Verkauf (Sicht der Minderheitsaktionäre) klassifizieren. Das Eigentum am Unternehmen geht vom Minderheits- auf den Mehrheitsaktionär über, der im Gegenzug eine Geldleistung, den Preis, schuldet. Grundsätzlich wird sich ein solcher Kauf bzw. Verkauf nur dann einstellen, wenn er für beide Seiten von Vorteil ist (Menger 1871). Nur dann, wenn beide Parteien einen positiven Kapitalwert aus der Transaktion erwarten, werden sie die Situation des (Ver-)Kaufs derjenigen des Unterlassens vorziehen.

Der aktienrechtliche Squeeze-out stellt indes insofern eine Ausnahme von diesem Grundsatz dar, als dass die beteiligten Minderheitsaktionäre nicht frei sind in der Entscheidung, ihr Gesellschaftseigentum aufzugeben; sie werden vielmehr vom Hauptaktionär zur Übertragung ihrer Anteile gedrängt. Aufgrund dieser Machtstrukturen sind sie besonders schutzbedürftig (etwa Olbrich und Rapp 2012; Karami 2014). Wenn sie schon gezwungenermaßen ihr Eigentum aufgeben müssen, sollten sie zumindest ökonomisch nicht schlechter gestellt werden als ohne Ausschluss. Folgerichtig konkretisiert die höchstrichterliche Rechtsprechung des BVerfG mit

Entscheidung vom 27. April 1999 (1 BvR 1613/94), die nach herrschender Meinung auf den aktienrechtlichen Squeeze-out anwendbar ist (Schilling 2006 m. w. N. und unter Verweis auf den Beschluss des BVerfG vom 23. August 2000 (1 BvR 68/95; 1 BvR 147/97)), dass ein hinausgedrängter Minderheitsaktionär die „volle Abfindung“ (Rn. 48) zu erhalten hat. Zu gewährleisten ist, dass „die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung [...] erlangt hätten“ (Rn. 57). Zugleich erklärt das BVerfG den Verkehrswert, der im Falle von an der Börse notierten Unternehmen nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses bestimmt werden darf, zur Abfindungsuntergrenze (Rn. 54).

Inwieweit sich die Parteien in einer freiwilligen (Ver-)Kaufsituation zu deren Durchführung entscheiden, hängt maßgeblich davon ab, welchen Wert, mithin welchen zukünftigen Nutzen sie dem in Rede stehenden Objekt zuschreiben (Matschke 1975). Dieser findet – durch Diskontierung transformiert in eine Gegenwartsgröße – Ausdruck in demjenigen (Grenz-)Preis, den ein Akteur in Anbetracht seiner Erwägungen gerade noch zu zahlen (Käufer) bzw. gerade noch zu akzeptieren (Verkäufer) bereit ist (Drukarczyk 1975; Matschke 1975). Der Grenzpreis unterscheidet sich von Akteur zu Akteur, mithin von Minderheitsaktionär zu Minderheitsaktionär, da er durch individuelle Ziele und persönliche Handlungsmöglichkeiten determiniert wird und folglich subjektiver Natur ist (statt vieler Rapp et al. 2018).

Die Forderung des BVerfG nach einer vollen Abfindung unter Fingierung einer freien Verkaufsentscheidung verlangt folglich eine Ermittlung der Grenzpreise von Mehrheitsaktionär und Minderheitsaktionären. Übersteigt der Grenzpreis des Käufers (Mehrheitsaktionär) diejenigen der Verkäufer (Minderheitsaktionäre), ist die Abfindung in dem durch die jeweiligen Grenzpreise abgesteckten Intervall zu verorten (Matschke und Brösel 2013). Dabei ist zu beachten, dass gemäß § 53a AktG „Aktionäre [...] unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln“ sind. Zur Abgrenzung des möglichen Abfindungsbereichs ist damit der höchste Grenzpreis innerhalb der Gruppe der Minderheitsaktionäre auszuwählen, da nur dieser sowohl eine vollwertige Abfindung als auch eine Gleichbehandlung aller erlaubt (Matschke 1979; Matschke et al. 2010; Brösel und Karami 2011; Olbrich und Rapp 2011; Rapp 2012). Dass der Mehrheitseigentümer allen Minderheitsaktionären, abgesehen vom „Grenzaktionär“, nach diesem Ansatz eine Abfindung gewährt, die über den jeweiligen individuellen Anteilswerten (Grenzpreisen) liegt, erscheint einerseits als unproblematisch, andererseits gar als geboten: Unproblematisch ist es, da der Mehrheitsaktionär die Abfindungsgewährung eigenständig auslöst; das Anstoßen eines aktienrechtlichen Squeeze-outs ist seine freiwillige unternehmerische Entscheidung, deren Konsequenzen er ex ante zu antizipieren und ex post zu tragen hat. Als geboten erscheint es aufgrund der Vorgabe des BVerfG, nach der der Minderheitsaktionär zumindest nicht weniger erhalten darf als bei einem freiwilligen Verkauf. Auch bei diesem wird der Verkäufer regelmäßig einen Preis oberhalb seines Grenzpreises vereinnahmen, da nur ein solcher die Handlung an sich erst erstrebenswert macht. Zudem schließt der Wortlaut des BVerfG („jedenfalls nicht weniger“) keineswegs aus, dass die Abfindung höher als der Anteilswert ausfällt; sie darf Letzteren nur nicht unterschreiten.

Liegt der Grenzpreis des Mehrheitsaktionärs unterhalb des höchsten Grenzpreises innerhalb der Gruppe der Minderheitsaktionäre, ist Letzterer im Rahmen der

Abfindungsbemessung dennoch zu wahren (Moxter 1976). Das liegt schlicht daran, dass sich der Mehrheitsaktionär aus freien Stücken für oder wider einen aktienrechtlichen Squeeze-out entscheidet; die Minderheitsaktionäre hingegen müssen die Konsequenzen dieser Entscheidung gezwungenermaßen vollumfänglich tragen. Aus diesem Grund muss eine *volle* Abfindung zumindest ihrem Grenzpreis entsprechen.

Das investitionstheoretische Konzept zur Abfindungsbemessung ist grenzpreisbasiert, ein etwaiger Börsenkurs als Untergrenze von geringer Bedeutung. Das liegt schlicht daran, dass die Minderheitsaktionäre dadurch, dass sie zu diesem nicht verkauft haben, gerade signalisieren, dass ihnen ihre Beteiligung mehr wert ist als der Preis, den sie an der Börse erzielen könnten (Mises 1949; Olbrich und Rapp 2012; Rapp 2012). Der Börsenkurs entspricht somit nicht dem vollen Wert des Anteils; er wird den Anforderungen der Rechtsprechung an die Abfindung folglich nicht gerecht.

Für das skizzierte Vorgehen plädiert auch Follert (2020). Ballwieser (2020) äußert hingegen Bedenken mit Blick auf die „reine Lehre“ des investitionstheoretischen Ansatzes“; Follert kritisiert er dafür, diese „missionarisch gepredigt“ zu haben. Ballwieser (2020) scheint dabei primär an der aus seiner Sicht nicht vorhandenen oder zumindest eingeschränkten Praktikabilität der investitionstheoretischen Lösung des Abfindungsproblems Anstoß zu nehmen; seine Kritik sei im Folgenden näher beleuchtet.

2.2 Zum Problem mangelnder Praktikabilität

2.2.1 Die Kritik Ballwiesers

Ballwiesers (2020) Bedenken hinsichtlich der Umsetzbarkeit des soeben skizzierten Procederes kommen in mehreren seiner Passagen zum Ausdruck: Erstens würde es ihn „interessieren, wie er [Follert] sich vorstellt, dass ein Sachverständiger für Abfindenden und Abzufindenden das Verfahren dem Richter so unterbreiten kann, dass dieser den Normzweck angemessen erfüllen kann.“ Zweitens fragt er sich mit Blick auf von Follert (2020) beschriebene Probleme der Kalkulationszinsabschätzung auf unvollkommen Kapitalmärkten: „Was macht nun damit der Bewerter?“ Drittens wäre es für Ballwieser (2020) bezogen auf die notwendige Schätzung des Diskontierungszinses „interessant zu erfahren, wie der Sachverständige eine solche Schätzung vor Gericht plausibel machen kann.“ Viertens sei, so Ballwieser (2020), „zu fragen, wie sich der Verfasser die Unterstützung der Richter bei Spruchverfahren durch Sachverständige vorstellt.“

Ballwieser (2020) meldet indes nicht nur fundamentale Praktikabilitätsbedenken am investitionstheoretischen Vorgehen an; zugleich unternimmt er den Versuch, nicht erst seit Follert (2020) bestehende Kritik an finanzierungstheoretisch geprägten Abfindungsbemessungen zu relativieren. Einerseits wiederholt er hinlänglich bekannte Behauptungen über die Zusammenhänge von Ausschüttungen mit auf Unternehmensebene anfallenden Cashflows und den bei „korrekter“ Anwendung aller DCF-Verfahren identisch ermittelbaren Unternehmenswert. Andererseits bekräftigt er, dass das CAPM trotz seiner Gleichgewichtslogik, mit der bei Anwendung auf Bewertungsprobleme im unvollkommenen Ungleichgewicht der Realität unauflös-

bare denklöologische Probleme einhergehen, „für eine praktische Anwendung nicht völlig ungeeignet“ sei. Er plädiert mangels einer Optimallösung dafür, durch den Rückgriff auf das CAPM „aus der Not eine Tugend [zu] machen“. Dass er dem CAPM eine *nicht völlige* Ungeeignetheit attestiert, erscheint Ballwieser (2020) offenbar als zu diesem Zweck bereits ausreichend. Ironischerweise bestätigt er damit geradezu explizit Follerts (2020) Einschätzung, manche Akteure seien primär an Praktikabilität und Glaubwürdigkeit der Abfindungsbemessung, nicht hingegen an deren Zweckadäquanz interessiert.

2.2.2 *Pragmatisch richtig oder richtig falsch?*

Ballwiesers Kritik besitzt ohne Zweifel einen wahren Kern; das theoretisch elegante investitionstheoretische Vorgehen zur Abfindungsbemessung ist in der Tat mit Problemen hinsichtlich seiner praktischen Umsetzung behaftet. Hierunter fällt insbesondere die notwendige Identifikation des Anteilseigners mit dem höchsten Grenzpreis innerhalb der Gruppe der Minderheitsaktionäre (Olbrich und Rapp 2011; Rapp 2012). Dazu bedarf es theoretisch der Grenzpreisermittlung aller Abfindungsberechtigten. Um festzustellen, ob einer der Minderheitsgrenzpreise oder aber ein zwischen den Grenzpreisen von Minderheit und Mehrheitsaktionär liegender Vermittlungswert als Abfindung heranzuziehen ist, muss auch der Grenzpreis des Mehrheitsaktionärs bestimmt werden. Bei all diesen Grenzpreisermittlungen sind ob der mit ihnen einhergehenden Unsicherheit in mehrfacher Hinsicht gewisse Beurteilungen unabdingbar: Einerseits über die in die Bewertung einfließenden unsicheren, da zukünftigen Größen. Andererseits im Hinblick auf die Frage, inwieweit die Akteure die für die Berechnungen ihrer Grenzpreise benötigten Informationen bereitwillig und wahrheitsgemäß preisgeben oder versuchen, mithilfe von Argumentationswerten (Matschke 1976) das Ergebnis zu ihren Gunsten zu beeinflussen.

Sowohl die Beeinträchtigungen einer praktischen Umsetzung des investitions-theoretischen als auch die Problemherde eines von der Realität abstrahierenden finanzierungstheoretischen Vorgehens verdeutlichen vor allem eines: Die *optimale* Lösung des Abfindungsproblems existiert realiter schlicht nicht; die Schlechtstrukturierung des Problems verlangt vielmehr nach einer heuristischen, im Ergebnis als zufriedenstellend empfundenen Lösung (etwa Rapp 2012). Sowohl ein pragmatisches Umsetzen des investitionstheoretischen Konzepts als auch ein Rückgriff auf finanzierungstheoretische Bausteine trotz ihrer Realitätsferne lassen sich vor diesem Hintergrund als zwei verschiedene Anwendungsheuristiken auf der Suche nach einer zufriedenstellenden Lösung des nicht optimal lösbaren Abfindungsproblems verstehen.

Ganz grundsätzlich stellt sich bei der Entscheidung über die zweckmäßigste Heuristik die Frage: Richtet man diese am theoretischen Ideal aus, das in seiner praktischen Umsetzung Einschränkungen verzeichnet, und versucht, dieses in Anbetracht realer Gegebenheiten bestmöglich umzusetzen, oder verwirft man den Versuch, den faktischen Gegebenheiten bestmöglich gerecht zu werden, unmittelbar zu Beginn des Prozesses, und greift auf Modellierungen in einem hypothetischen Marktgleichgewicht zurück, in dem es freilich den Bewertungsanlass an sich überhaupt nicht gäbe?

Natürlich ist Letzteres möglich; und natürlich ist es für die im CAPM beabsichtigte Analyse möglicher Marktergebnisse vonnöten, die Rahmenbedingungen des Marktes und die Verhaltensweisen (Entscheidungsregeln, Handlungsmöglichkeiten) der Marktteilnehmer qua Annahme festzulegen. Die zentrale Frage lautet dann aber: Wozu das alles? Die Tatsache, dass sich reale Marktergebnisse infolge unzähliger Einzelwertungen und schlussendlich -handlungen ergeben, die auf individuellen Zielen, Mitteln zur Zielerreichung und Präferenzen basieren und sich im Zeitverlauf ändern (Mises 1949), erlaubt schlicht keine sinnvolle modelltheoretische Abbildung eines Marktprozesses und seiner Ergebnisse. Verhalten sich nur einige wenige Marktteilnehmer anders als vom Modell angedacht, sind dessen statische (Schein-)Erkenntnisse längst hinfällig.

Die Eleganz finanzierungstheoretischer Ansätze für die Abfindungsbemessung liegt durchaus auf der Hand: Ein gewisses Maß der hierfür relevanten Parameter wird regelmäßig in Form beobachtbarer Marktdaten operationalisiert (etwa Hering 2017), sie sind folglich einfach zu plausibilisieren und entfalten daher insbesondere vor Gericht ein hohes Maß an Stringenz, Seriosität und Glaubwürdigkeit (Follert 2020). Allerdings lässt sich auf diesem Wege lediglich eine trügerische Scheinsicherheit erlangen. Nur, weil sich mathematisch elegant und praktikabel eine Zahl berechnen lässt, heißt das noch lange nicht, dass diese betriebswirtschaftlich sinnvoll und zugleich rechtlich von Relevanz sein muss. Eine solche Zahl, die unter Missachtung der zentralen realen Gegebenheiten ermittelt wird, wirft Fragen auf: Wie übersetzt man eine Abfindung, die mittels DCF-Verfahren samt CAPM hergeleitet wurde, in die Realität? Was bedeutet es, wenn nicht alle Minderheitsaktionäre risikoscheu sind? Wie wirken sich individuell unterschiedliche Entscheidungsregeln auf die Höhe der Abfindung aus? Wie verändert es den ermittelten Betrag, wenn die Minderheitsaktionäre individuell unterschiedliche Anlage- und Finanzierungsformen haben? Welchen Einfluss hat es, dass die Minderheitsaktionäre unterschiedliche Informationsstände besitzen? Wie verändert es den ermittelten Betrag, dass die Minderheitsaktionäre mehrperiodige Planungshorizonte haben mögen, während das CAPM im Standardfall nur einen einperiodigen besitzt? Welchen Einfluss hat die Existenz von Transaktionskosten auf die Abfindung? Auf diese und weitere Fragen müssen Verfechter finanzierungstheoretisch basierter Abfindungsbemessungen Antworten liefern, ehe man diesem Vorgehen einen betriebswirtschaftlich fundierten Lösungsbeitrag attestieren kann. Es versteht sich indes von selbst, dass diese Fragen naturgemäß nicht zu beantworten sind.

Das Problem der Abfindungsbemessung ist im Kern das Problem der Wahl der zweckmäßigsten Heuristik in Abwesenheit einer Optimallösung. Der Bewerter und schließlich auch die Gerichte müssen entscheiden, welche Vorgehensweise eher eine zufriedenstellende Lösung des nicht optimal lösbaren Ausgangsproblems erlaubt. Der Verfasser kann nicht erkennen, wie ein finanzierungstheoretisches Vorgehen ob der in diesem Beitrag skizzierten und zahlreich in der Literatur diskutierten Probleme tatsächlich dazu beitragen kann, eine zufriedenstellende Lösung des Abfindungsproblems zu erreichen. Zumindest solange nicht, wie der Anspruch darin besteht, nicht nur eine Zahl zu präsentieren, die mehr Fragen aufwirft als sie zu beantworten imstande ist.

Eine befriedigende Antwort auf das Problem der Abfindungsbemessung kann nach hier vertretener Sicht nicht darauf basieren, rein aus Praktikabilitätsgesichtspunkten zentrale Facetten des Problems per Annahme auszuschließen. Auch wenn das die Aufgaben der Bewerter und Richter erleichtern und aus deren Sicht daher auf den ersten Blick als wünschenswert erscheinen mag, steht dieses Vorgehen im Verdacht, Minderheitsaktionäre strukturell zu benachteiligen (Matschke 2016; Knoll 2017; Follert 2020) und so fragwürdige Umverteilungseffekte von Minderheits- zu Mehrheitsaktionär zu verursachen. Ein System, das zwar praktikable und im Zweifel für glaubwürdig empfundene, aber unsachgemäße Ergebnisse produziert, hat seinen Zweck verfehlt. Dass Gerichte finanzierungstheoretisch basierte Abfindungsbemessungen trotz deren weitgehenden Abstraktion von den eigentlichen Problemcharakteristika validieren (zahlreiche Beispiele finden sich bei Follert 2020), ist zu bedauern und erinnert an das allseits bekannte Motto der Pippi Langstrumpf: Auch die macht sich die Welt, wie sie ihr gefällt. Allerdings hängen von deren erkennbar fragwürdigen Berechnungen zumindest nicht Wohl und Wehe von aus einer Gesellschaft hinausgedrängten Minderheitsaktionären ab.

Das theoretische Ideal als Ausgangspunkt zu wählen und es so pragmatisch wie möglich umzusetzen, erscheint vor diesem Hintergrund als bessere der Alternativen. Es ist Aufgabe betriebswirtschaftlicher Forschung, weitere Überlegungen zur praktischen Umsetzung der Abfindungsbemessung anzustellen und dabei auch die von Ballwieser (2020) nicht zu Unrecht aufgeworfenen Fragen zu beantworten. Der Weisheit letzter Schluss kann es dabei indes nicht sein, sich *primär* von Praktikabilitätsgesichtspunkten leiten zu lassen, wenn diese über Gebühr zu Lasten der Zweckmäßigkeit gehen. Die originäre Ursache der Bewertung, namentlich realiter stattfindende aktienrechtliche Squeeze-outs, und deren bewertungsrelevante Spezifika müssen im Zentrum der Analysen stehen.

3 Neue Politische Ökonomie der Unternehmensbewertung und ihr argumentatives Dilemma

Follert (2020) positioniert sich mit seiner Arbeit als Vertreter der in jüngerer Vergangenheit aufkeimenden sog. Neuen Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung. Er verweist auf das grundlegende Werk Quills (2016) und baut seine Analyse erkennbar an dessen Vorgehen angelehnt auf. Die Kernidee dieser Forschungsrichtung „besteht darin, Unternehmensbewertung als Feld gesellschaftlicher Gestaltung zu beschreiben“ (Quill 2016, S. 211). Dazu werden mehrstufige Modellierungen beteiligter Akteure und ihres Wirkens vorgenommen: Bezug nehmend auf den methodologischen Individualismus betrachtet Follert (2020) in einem ersten Schritt die individuelle Sphäre der Akteure und entwickelt ein „Individualmodell“, in dem einerseits die für die Abfindungsbemessung relevanten Akteure identifiziert und deren Interessen stereotyp (*sic!*) definiert werden. Auf der zweiten Stufe erfolgt eine Aggregation der Akteure, indem das ursprüngliche Individualmodell in ein „Kollektivmodell“ überführt wird. Im dritten und letzten Modellierungsschritt zeigt Follert (2020) die sich ergebenden Wirkungen für die jeweiligen Akteure auf (sog. „Wirkungsmodell“).

Dieses Vorgehen ist insofern bedenklich, als es einen fundamentalen Widerspruch in der Argumentation verursacht, mithin in einem argumentativen Dilemma mündet: Im Zusammenhang mit der dem CAPM innewohnenden Annahme ausschließlich risikoaverser Marktteilnehmer gelangt Follert (2020, S. 147) selbst zu der Einsicht, dass es „generell problematisch [ist], individuell agierenden Marktteilnehmern ein homogenes Handeln zu unterstellen“. Aus diesem Grund verwundert es sehr, dass sich seine eigene Analyse in der Folge einer dem CAPM exakt strukturgleichen Modellierungslogik bedient. So, wie es für das CAPM unentbehrlich ist, Verhaltensweisen der Marktteilnehmer per Annahme festzulegen, um einen Marktprozess konstruieren und dessen Ergebnis herleiten zu können, so notwendig ist es für Modellierungen der Neuen Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung, die Interessenlagen und Präferenzprofile der Individuen qua Annahme zu bestimmen. Follert (2020) tut dies in Form einer Zusammenfassung von Akteuren zu Gruppen vermeintlich homogener Stereotype. Ohne diesen Kunstgriff bliebe es auch der Neuen Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung verwehrt, das Zusammenwirken der Interessen und die sich einstellenden Effekte zu folgern. Auch für Modelle dieser Forschungsrichtung gilt daher, was bereits für das CAPM herausgestellt wurde: Folgen die Individuen (partiell) nicht der konstruierten Modelllogik, sind auch dessen (Schein-)Erkenntnisse hinfällig. Letztlich wird das Modell exakt die Ergebnisse liefern, die durch die spezifische Festlegung der Eingangsdaten bereits vorab determiniert sind; es bildet lediglich Wirkungen eines ganz bestimmten, statischen Szenarios ab.

Auch Follert (2020) selbst scheint ein gewisses Störgefühl zu empfinden, fühlt er sich doch dazu veranlasst, sein Vorgehen wiederholt zu rechtfertigen und sich so vermeintlich gegen mögliche Kritik zu immunisieren. Einerseits, so Follert (2020, S. 162), gehe „jede Aggregation individueller Interessen mit einer Typisierung einher, die jedoch aus Gründen der Komplexitätsreduktion notwendig ist und dem Zweck der Untersuchung auch nicht zuwiderläuft.“ Andererseits führt er (Follert 2020, S. 161) aus, dass die „Betrachtung der Akteursgruppen als Aggregat der einzelnen Spieler [...] nicht im Widerspruch zum Individualverhalten des Menschen“ stehe. Beide Passagen sind allerdings problematisch. Wer einmal zu der Einsicht gelangt ist, dass individuell handelnde Akteure nicht sachgemäß in ein Korsett von als homogen *definierten* Gruppen gezwängt werden können, wie Follert es mit Blick auf das CAPM nachweislich getan hat, der sollte dies auch strikt unterlassen. Auch der Verweis auf den Untersuchungszweck hilft an dieser Stelle freilich kaum weiter, denn der Zweck heiligt *nicht* jedes Mittel. Wem bewusst ist, dass die komplexen Interessenlagen, Ziele, Motive, Handlungsmöglichkeiten usw. auch innerhalb scheinbar homogener Gruppen aufgrund ihrer subjektiven Natur stark variieren können, der sollte ganz grundlegend den Zweck einer Untersuchung infrage stellen, die sich über diese zentrale Erkenntnis gerade hinwegsetzt. Mit exakt demselben Argument, dem Verweis auf den Zweck, ließe sich freilich auch die Logik des CAPM verteidigen: Wer den Zweck verfolgt, Marktergebnisse herzuleiten, der muss nun mal unter Zugrundelegung bestimmter Annahmen festlegen, welche Möglichkeiten den Akteuren zugänglich sind und welche Verhaltensweisen sie an den Tag legen. Es steht indes zu bezweifeln, dass die doch eigentlich der Investitionstheorie verbundenen Vertreter der Neuen Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung dieses

Argument zugunsten des CAPM gelten ließen. Die Vermutung, dass an dieser Stelle mit zweierlei Maß gemessen würde, liegt nahe.

Das Kernproblem der nur scheinbar mit der investitionstheoretischen Schule kompatiblen Neuen Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung besteht darin, dass sie sich zwar auf den methodologischen Individualismus beruft, indes den methodologischen Subjektivismus gänzlich außer Acht lässt. Ersterer beschreibt die Bezugnahme auf Individuen als originäre Analyseeinheit (Mises 1949; ferner etwa Neck 2019), während Letzterer die Subjektivität der Ziele, Mittel, Präferenzen und somit der Handlungsdeterminanten von Individuen meint (Menger 1871; ferner etwa Beitzinger 2004). Die im deutschsprachigen Raum entwickelte Investitionstheorie vereint beides in sich. Sie baut maßgeblich auf der Österreichischen Schule der Nationalökonomie auf (Herbener und Rapp 2016), deren Ursprünge in den bahnbrechenden Grenznutzenüberlegungen Mengers (1871) zu verorten sind (Bloch 1940) und die ihrerseits bereits beide Aspekte zu zentralen Säulen erklärte (z. B. Horwitz 1994).

Der methodologische Individualismus ist indes nicht nur der Österreichischen Schule (Horwitz 1994) und der Investitionstheorie (Matschke und Brösel 2013), sondern zugleich auch der Neoklassik (statt vieler Boland 2005), mithin der Finanzierungstheorie (beispielsweise Wilhelm 1991; Bank 1998) inhärent. Die Neoklassik verzichtet indes auf den für die Investitionstheorie so zentralen methodologischen Subjektivismus. Daher ist der Verweis der Vertreter der Neuen Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung darauf, dass die Neue Politische Ökonomie an sich grundsätzlich auf den neoklassischen *Homo oeconomicus* rekurriert (Quill 2016), auch keineswegs verwunderlich. Bereits Abplanalp und Hettlage (1979, S. 293–294) stellten doch treffend fest, dass es der Neuen Politischen Ökonomie gerade um eine Übertragung der „als bewährt geltenden Instrumente des neoklassischen Forschungsparadigmas“ auf weitere Bereiche gehe. Auch wenn sie sich durch den Einbezug politischer Prozesse inhaltlich etwas von der Neoklassik entkoppelt, bleibt sie „über die Analyseinstrumente [...] der Neoklassik verhaftet“. Mit anderen Worten: Die Modellierungen der Neuen Politischen Ökonomie, mithin der Neuen Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung sind – auch wenn sich Letztere zumindest vom *Homo oeconomicus* lossagt (Quill 2016; Follert 2020) – neoklassischer Couleur (etwa Beitzinger 2004). Das mag als sinnvoll oder als abwegig angesehen werden; die von den Vertretern der Neuen Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung vorgenommene Verquickung des einerseits strikt subjektivistischen Argumentationsstrangs der Investitionstheorie samt Ablehnung neoklassischer Bausteine bei Fragen der materiellen Unternehmensbewertung mit neoklassischen, die Subjektivität vernachlässigenden Modellierungen auf prozessualer Ebene erscheint jedoch in jedem Fall als widersinnig.

4 Fazit

Die Bestimmung der angemessenen Abfindung beim aktienrechtlichen Minderheitsausschluss ist nicht nur ein interdisziplinäres Problem auf der Schnittstelle von Jura und Betriebswirtschaftslehre, sondern sie erzeugt zugleich auch ein Spannungs-

feld aus Zweckmäßigkeitüberlegungen einerseits und Praktikabilitätsgesichtspunkten andererseits.

Dieser Beitrag greift die durch Follert (2020) und Ballwieser (2020) neuerlich entfachte Diskussion um die Abfindungsbemessung beim aktienrechtlichen Minderheitsausschluss auf. Einerseits plädiert er für den Primat der Zweckmäßigkeit bei der Abfindungsbemessung und lehnt ein primär an Praktikabilitätsgesichtspunkten orientiertes Vorgehen ab. Es ist an der betriebswirtschaftlichen Forschung, die nicht zu Unrecht geäußerten Bedenken Ballwiesers (2020) im Hinblick auf die Praktikabilität der zweckmäßigen Lösung des Abfindungsproblems aufzulösen.

Andererseits stellt dieser Beitrag den von Follert (2020) verfolgten aufkeimenden Forschungsansatz der Neuen Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung infrage. Deren Vertreter, neben Follert (2020) grundlegend Quill (2016), argumentieren auf Ebene der materiellen Unternehmensbewertung strikt investitionstheoretisch, basierend sowohl auf methodologischem Individualismus als auch auf methodologischem Subjektivismus. Aus diesem Grund lehnen sie neoklassische Modellierungen, etwa die des CAPM, weitestgehend strikt ab. Allerdings kehrt sich die Argumentation im Rahmen ihrer prozessualen Analyse gerade um: Hier bedienen sie sich den methodologischen Subjektivismus gänzlich außer Acht lassender Modellierungen, die von ihrer Art anderen neoklassischen Modellierungen sehr ähnlich sind. Die Verwendung Letzterer einerseits scharf zu kritisieren, sie sich andererseits indes selbst zunutze zu machen, führt in ein argumentatives Dilemma. Die Vertreter der Neuen Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung müssen sich entscheiden: Stehen sie neoklassischen Modellierungen von (Markt-)Prozessen trotz ihren restriktiven Annahmen wohlwollend oder gerade wegen dieser ablehnend gegenüber? Beides zugleich ist nicht möglich; eine entsprechende Verquickung auf materieller Ebene einerseits und prozessualer Ebene andererseits verursacht einen unauflösbaren argumentativen Widerspruch.

Danksagung Der Autor dankt dem verantwortlichen Associate Editor, Herrn Prof. Dr. Dr. h.c. Wolfgang Ballwieser, für wertvolle Hinweise.

Interessenkonflikt D.J. Rapp gibt an, dass kein Interessenkonflikt besteht.

Literatur

- Abplanalp, Peter A., und Robert Hettlage. 1979. Wirtschaftspolitik und kommunikative Umwelt in der „Neuen Politischen Ökonomie“: einige soziologische Bedenken. *Jahrbuch für Sozialwissenschaft: Zeitschrift für Wirtschaftswissenschaften* 30:293–311.
- Ballwieser, Wolfgang. 2020. Rezension zu: Follert, Florian, Zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren aus interessentheoretischer Sicht. *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* <https://doi.org/10.1007/s41471-020-00085-2>.
- Bank, Matthias. 1998. *Gestaltung von Finanzierungsbeziehungen. Diversifikation und Liquidität als Aktionsparameter*. Wiesbaden: Gabler.
- Beitzinger, Franz. 2004. *Politische Ökonomie des Politikbetriebs*. Stuttgart: Lucius & Lucius.
- Bloch, Henri-Simon. 1940. Carl Menger: the founder of the Austrian school. *Journal of Political Economy* 48:428–433.
- Boland, Lawrence A. 2005. *Critical economic methodology. A personal odyssey*. London, New York: Routledge.
- Brösel, Gerrit, und Behzad Karami. 2011. Der Börsenkurs in der Rechtsprechung: Zum Spannungsverhältnis zwischen Minderheitenschutz und Rechtssicherheit. Anmerkungen zum Stollwerck-Beschluss vom 19.07.2010. *Die Wirtschaftsprüfung* 64:418–430.

- Drukarczyk, Jochen. 1975. *Probleme individueller Entscheidungsrechnung. Kritik ausgewählter normativer Aussagen über individuelle Entscheidungen in der Investitions- und Finanzierungstheorie*. Wiesbaden: Gabler.
- Follert, Florian. 2020. *Zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren aus interessentheoretischer Sicht. Der aktienrechtliche Minderheitenausschluss im Lichte der Neuen Politischen Ökonomie*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Herbener, Jeffrey M., and David J. Rapp. 2016. Toward a subjective approach to investment appraisal in light of Austrian value theory. *Quarterly Journal of Austrian Economics* 19:3–28.
- Hering, Thomas. 2017. *Investitionstheorie*, 5. Aufl., Berlin, Boston: De Gruyter Oldenbourg.
- Horwitz, Steven. 1994. Subjectivism. In *The Elgar companion to Austrian economics*, Hrsg. Peter J. Boettke, 17–22. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar.
- Karami, Behzad. 2014. *Unternehmensbewertung in Spruchverfahren beim „Squeeze out“*. *Der Zeitaspekt in Gesetz, Rechtsprechung und Gutachterpraxis aus funktionaler Sicht*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Knoll, Leonhard. 2017. Rechtsgeprägte Unternehmensbewertung: Richtigkeit, Vertretbarkeit und das IDW. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 69:300–311.
- Matschke, Manfred J. 1975. *Der Entscheidungswert der Unternehmung*. Wiesbaden: Gabler.
- Matschke, Manfred J. 1976. Der Argumentationswert der Unternehmung – Unternehmensbewertung als Instrument der Beeinflussung in der Verhandlung. *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis* 28:517–524.
- Matschke, Manfred J. 1979. *Funktionale Unternehmensbewertung, Band II, Der Arbitriumwert der Unternehmung*. Wiesbaden: Gabler.
- Matschke, Manfred J. 2016. Wider die Orientierung an Standards berufsständischer Gruppierungen bei der Abfindungsbemessung aus Anlass des Ausschlusses von Minderheitsaktionären. In *Bewertung von Unternehmen. Festschrift für Wolfgang Nadvornik*, Hrsg. Alexander Brauneis, Gudrun Fritzsche-Schmied, Sabine Kanduth-Kristen, Tanja Schuschnig, und Reinhard Schwarz, 101–134. Wien: Linde.
- Matschke, Manfred J., and Gerrit Brösel. 2013. *Unternehmensbewertung. Funktionen – Methoden – Grundsätze*, 4. Aufl., Wiesbaden: Springer Gabler.
- Matschke, Manfred J., Gerrit Brösel, and Behzad Karami. 2010. Unternehmensbewertung im Rahmen der Rechtsprechung aus Sicht der funktionalen Lehre. In *Unternehmensbewertung, Festschrift für Gervald Mandl*, Hrsg. Heinz Königsmair, Klaus Rabel, 421–450. Wien: Linde.
- Menger, Carl. 1871. *Grundsätze der Volkswirtschaftslehre*. Wien: Wilhelm Braumüller.
- von Mises, Ludwig. 1949. *Human action*. New Haven: Yale University Press.
- Moxter, Adolf. 1976. *Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung*. Wiesbaden: Gabler.
- Neck, Reinhard. 2019. Der Methodologische Individualismus. In *Handbuch Karl Popper*, Hrsg. Giuseppe Franco, 447–462. Wiesbaden: Springer VS.
- Olbrich, Michael, and David J. Rapp. 2011. Zur Berücksichtigung des Börsenkurses bei der Unternehmensbewertung zum Zweck der Abfindungsbemessung. *Deutsches Steuerrecht* 42:2005–2007.
- Olbrich, Michael, and David J. Rapp. 2012. Wider die Anwendung der DVFA-Empfehlungen in der gerichtlichen Abfindungspraxis. *Corporate Finance biz* 3:233–236.
- Quill, Tobias. 2016. *Interessengeleitete Unternehmensbewertung. Ein ökonomisch-soziologischer Zugang zu einem neuen Objektivismusstreit*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Rapp, David J. 2012. Einige kritische Überlegungen zur Praxis der Abfindung von Minderheitsgesellschaftern gemäß §§ 327a ff. AktG. *Der Konzern* 10:8–10.
- Rapp, David J., Marius Haßlinger, and Michael Olbrich. 2018. Investments as key entrepreneurial action: the case of financially distressed target companies. *International Journal of Entrepreneurial Venturing* 10:558–580.
- Schilling, Dirk. 2006. *Der Ausschluss von Minderheitsaktionären. Eine sozialökonomische und rechtswissenschaftliche Analyse*. Wiesbaden: Gabler.
- Wilhelm, Jochen. 1991. Spurensuche: Neoklassische Elemente in der „neuen“ Finanzierungstheorie. In *Betriebswirtschaftslehre und Ökonomische Theorie*, Hrsg. Dieter Ordeltelheide, Bernd Rudolph, und Elke Büsselmann, 173–196. Stuttgart: Poeschel.