

# Der Fungibilitätszuschlag

Dr. Carl W. Barthel, Steuerberater

Auszugsweise Veröffentlichung aus dem im  
HANDBUCH DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG (HdUBew)  
(Fach 2) abgedruckten Beitrag (ohne Fußnoten)

Zitervorschlag: Barthel, C.W.: Der Fungibilitätszuschlag, in: HdUBew, Teil 2, S. 1-34.

1. Einleitung
2. Theoretische Fundierung
3. Meinungsspiegel in der Literatur
4. Rechtsprechungsübersicht
5. Berufsständische Auffassungen
6. Einflussfaktoren auf die Höhe
7. Determinanten des Fungibilitätszuschlags
8. Studien zur Ähnlichkeit vergleichbarer Sachverhalte
9. Discountermittlung in den USA und Kanada
10. Tabellarische Bestimmung des Fungibilitätszuschlags
11. Fungibilitätszuschläge beim Delisting
12. Zusammenfassung

## 1. Einleitung

Man überdenke einmal die nachfolgenden Fragestellungen, ausgehend von einem - hier unterstellt - unstrittigen Gesamtmarktwert eines Einzelunternehmens (dies könnte auch eine freiberufliche Praxis sein) von 1.200.000 EUR.

1. Alternative: Es handle sich nicht um ein Einzelunternehmen, sondern um eine Personengesellschaft mit den Gesellschaftern A, B und C. Gesellschafter C möchte verkaufen. A und B sind erklärtermaßen kaufunwillig. Es liegen keine Verkaufsbeschränkungen lt. Gesellschaftsvertrag vor. Was ist der Anteil von C (gegenüber einem quotalen Anteil weniger) "wert"?
2. Alternative: Wie Alternative 1, es liegt aber eine Einschränkung des Gesellschaftsvertrages vor, wonach der Verkauf des Anteils C der Einwilligung von A und B bedarf (ergänzende Variante: die nur bei wichtigem Grund verweigert werden darf).
3. Alternative: Wie Alternative 1, nur besteht ein Anteilsbindungsvertrag zwischen B und C, wonach die Gesellschafter B und C nur mit Zustimmung des jeweils anderen Gesellschafters das Stimmrecht ausüben und ihren Anteil nur an den jeweils anderen Gesellschafter verkaufen können.
4. Alternative: Der kaufwillige K besitzt 1.200.000 EUR in börsennotierten Papieren einer Staatsanleihe, die letztlich - hier vereinfachend unterstellt - langfristig voraussichtlich den gleichen Ertrag wie das Einzelunternehmen erzielen. Wie viel ist das Einzelunternehmen dem K (weniger) wert, wenn die Frage des Risikos hier ebenfalls vereinfachend außer Betracht bleiben soll?
5. Alternative: Wie viel ist das Einzelunternehmen (rsp. Einzelpraxis) im Ausgangsfall im Rahmen eines Gerichtsgutachtens "wert", wenn der Einzelunternehmer gar nicht verkaufen will, sehr wohl aber den Zugewinn gegenüber dem Ehegatten ausgleichen muss und anderes Vermögen nicht vorhanden ist?

6. Alternative: Wie Alternative 1, nur steht C unter enormem Verkaufszwang (= hohe Dringlichkeit), z.B. wegen einer plötzlich eingetretenen schweren Erkrankung.

#### Seite 2:

Die vorgenannten Fallgruppen sind keineswegs seltene Ausnahmefälle für Wertbetrachtungen über (Anteile an) Unternehmen, vielmehr sind diese eher die Regel. Es gibt keine Unternehmensbewertung, bei der Fragen der Fungibilität außer Betracht bleiben können. Trotz der enormen Auswirkung auf den Unternehmenswert bleiben diese Betrachtungen aber regelmäßig außen vor, weil in Theorie, Praxis, Rechtsprechung und berufsständischen Empfehlungen die Frage der Berücksichtigungsfähigkeit eines Fungibilitätszuschlags zum Basiszinssatz umstritten ist und auch der Zugang zu einer marktmäßigen Ableitung eines Fungibilitätszuschlages sich für einen Bewerter nur sehr schwer erschließt. Einer solchen Lösung, dass nämlich *"eine unmittelbare Ableitung von Fungibilitätszuschlägen aus Marktdaten aufgrund fehlender empirischer Auswertungen nicht möglich" sei, und daher "eine uneingeschränkte Befürwortung von Fungibilitätszuschlägen ... abzulehnen"* ist, kann nicht zugestimmt werden.

Zwischen einer börsenfähigen Staatsanleihe und einem an der Börse nicht notiertem Unternehmen besteht ein wichtiger Unterschied darin, dass die Staatsanleihe in hohem Maß fungibel, hingegen die Anteile bzw. das Eigentum an einem Unternehmen in geringerem Ausmaß fungibel sind.

Eine einfache Überlegung hierzu: Der Wert einer Staatsanleihe zu einem bestimmten Nennwert betrage entsprechend des aktuellen Börsenkurses laut Tageszeitung 1 Mio. €; ein Telefonat mit der Bank zwecks Verkauf wird dazu führen, dass 1 Mio. € abzüglich Provision und etwaiger positiver oder negativer Differenz zum Abrechnungskurs in etwa zwei Tagen auf dem Girokonto zur freien Verfügung des Eigentümers stehen.

Der Gegensatz dazu stellt der Fall dar, in dem der Eigentümer statt dessen Anteile an einem Unternehmen mit einem Wert von - unbestritten - 1 Mio. € hat. Es wird aber kaum der Fall sein, dass dieser Anteil wirklich für 1 Mio. € zeitnah zum Stichtag zu verkaufen ist. Es müssen zunächst Kaufinteressenten gefunden werden, deren Berater werden Einsicht in die Bücher nehmen, den relevanten Markt analysieren und das Objekt besichtigen wollen; wohlmöglich ist eine Due Dilligence angezeigt; es müssen Finanzierungsfragen mit der Bank sowie betriebswirtschaftliche Sofortmaßnahmen bzw. strategische Überlegungen bedacht werden. Dann muß noch ein allseits akzeptabler Konsens bezüglich der Kaufvertragsbestimmungen gefunden und schließlich noch ein Notartermin zwecks rechtlicher Wirksamkeit wahrgenommen werden. Wann der Kaufpreis auf dem Bankkonto des Eigentümers gutgeschrieben wird, ob sofort nach Vertragsschluss oder erst in monatlichen oder jährlichen Raten, ist auch nicht immer gesagt.

In diesem simplen Beispiel werden bereits die beiden entscheidenden Kriterien sichtbar, die zur Abwertung führen: (a) eine bestehende Dringlichkeit des Verkäufers nach liquiden Mitteln sowie (b) die Nichtexistenz eines effizienten Markts für den Kauf von Unternehmen von der gleichen Art des Bewertungsobjekts. Aus theoretischer Sicht sollte die Strategie eines Kaufinteressenten entsprechend darauf abzielen, eine (bestehende oder sich entwickelnde) Dringlichkeit zum Verkauf

auszunutzen und/oder die Zahl der potenziellen bzw. konkurrierenden Kaufinteressenten zu minimieren oder gar auf Null zu bringen (also den Markt auszuschalten).

### Seite 3:

Hochfungibles Eigentum wie eine börsennotierte Staatsanleihe hat im Ergebnis - ceteris paribus - einen höheren Wert als Eigentum, für das zwecks Versilberung kein effizienter M&A-Markt existiert und zudem auf diesem Markt ein Käufer für das Bewertungsobjekt in angemessener Zeit gefunden werden muss.

Fungibilität wird hierbei im Folgenden als die Fähigkeit verstanden, das Eigentumsrecht an einem (Anteil an einem) Unternehmen schnell, sicher und ohne hohe Kosten durch Geld substituieren zu können. Voraussetzung dafür ist letztendlich ein Markt, auf dem Käufer wie Verkäufer ungehindert Angebote einholen und abgeben sowie einen Kaufabschluss tätigen können.

Das Ausmaß der Fungibilität und damit die Höhe der Wertminderung werden dominiert von den Einschränkungen in Bezug auf die Schnelligkeit (aus Verkäufersicht: „Dringlichkeit“) und auf die Markteffizienz. Potenzielle Käufer ziehen ebenfalls im Hinblick auf einen möglichen späteren Wiederverkauf eine später noch bestehende oder noch entstehende Einschränkung der Fungibilität in ihre Überlegungen mit ein.

Seltsam mutet das Ansinnen in der fachwissenschaftlichen Diskussion an, der Fungibilitätszuschlag müsse theoretisch über die Bernoulli-Theorie fundiert sein - so Gampner/Behrendt -, wonach es *"folglich ... kein eigenständiges, auf den Fungibilitätszuschlag zugeschnittenes Referenzmodell, das willkürfreie Zuschläge impliziert"*, gebe. Das bessere Referenzmodell ist das Substitutionsmodell und eben nicht das Investitionsmodell, welches im Rahmen der Sicherheitsäquivalenzmethode u.a. auf der Bernoulli-Theorie aufsetzt.

Um die eingangs geforderte Äquivalenz in Bezug auf die beiden Erträge aus diesen Eigentumsrechten zu erreichen, ist daher im Rahmen der nutzenorientierten Unternehmensbewertung ein besonderer Zuschlag zum Zinsertrag und damit, insbesondere bei Verwendung der Formel der ewigen Rente, zum Basiszinssatz erforderlich, der als Zuschlag zur Nennergröße wertmindernd wirkt. Der Basiszinssatz wird im Rahmen der nutzenorientierten Unternehmensbewertung vielfach aus der Rendite für öffentliche Staatsanleihen abgeleitet. Dann gilt:

$$\text{Basiszinssatz} = \text{„Zinsertrag einer Staatsanleihe“} / \text{„Marktpreis dieser Staatsanleihe“}.$$

Wird ein Prognoseverfahren (z.B. Phasenmethode) verwendet, so kann die eingeschränkte Verfügbarkeit von der Methodik her nicht in den jährlichen Zukunftserträgen, sondern allenfalls bei der Berechnung bzw. Schätzung des Residualwerts Berücksichtigung finden, denn die (eingeschränkte) Fungibilität bezieht sich nicht auf jährliche künftige Stromgrößen, sondern auf den Fall der späteren (unterstellten) Desinvestition. Dies schränkt die Tauglichkeit prognoseorientierter Verfahren sowohl für Zwecke einer Marktpreisbestimmung, als auch für Zwecke einer Investitionsrechnung im Sinne eines Vorteilhaftigkeitsvergleichs insgesamt erheblich ein.

### Seite 4:

In der US-amerikanischen Variante wird bewertungstechnisch diese Wertminderung am Ende der Bewertungsdurchführung als *Abschlag* (Discount for lack of marketability) von einem Unternehmenszwischenwert vorgenommen. Bewertungstechnisch ist dies nicht logisch, jedoch von großem Vorteil, da bei nachfolgenden Wertberechnungs- und Preisfindungsdiskussionen eine griffige Betragsgröße existiert, die es erlaubt, unmittelbar die Auswirkung von Veränderungen auf den Endwert bzw. Endpreis erkennen zu können.

Methodisch bedeutsam ist noch die begrifflich ungewöhnliche Verknüpfung des Begriffs "Verfügbarkeitsäquivalenz" in Teilen der Literatur, soweit sich diese nicht auf Marktfähigkeitsüberlegungen, sondern auf unterschiedliche Steuersätze im Planungszeitraum künftiger Auszahlungsüberschüsse sowie auf unterschiedliche Steuersätze von potentiellen Anteilseigner bezieht. Dieser fremd anmutende Ansatz mit erheblichen Vereinfachungen und Typisierungen wird hier nicht weiter verfolgt.

Häufig werden als Äquivalenzprinzipien, die etwas einseitig auf die Verwendung nutzenorientierter Verfahren abstellen, u.a. unterschieden: Planungshorizontäquivalenz (Zinssatz einer *langfristigen* Staatsanleihe), Kaufkraftäquivalenz (Inflationsabschlag), Risikoäquivalenz (Risikozuschlag) und Verfügbarkeitsäquivalenz (im Folgenden: Fungibilitätszuschlag). Wenn eine solche Strukturierung hier einmal gefolgt werden soll, so fehlt die Besteuerungsäquivalenz. Eine bisweilen zu lesende Fehlinterpretation der Verfügbarkeitsäquivalenz bezieht sich denn darauf, dass aufgrund der steuerlich unterschiedlichen Behandlung der Nettoentnahmen entsprechende Zu- oder Abschläge zum Basiszinssatz zu verwenden seien.

Zur Verwechslung von Besteuerungsäquivalenz und Verfügbarkeitsäquivalenz: Da der Zinsertrag bei einer Staatsanleihe der vollen Einkommensbesteuerung, der Ertrag aus dem Eigentum an einer Kapitalgesellschaft hingegen beim derzeit geltenden Halbeinkünfteverfahren nur zur Hälfte der Einkommensbesteuerung unterliegt, ist diese Besteuerungsäquivalenz aktuell sehr bedeutsam. Wird beim Halbeinkünfteverfahren die geschuldete Körperschaftsteuer als Unternehmenssteuer voll ertragsmindernd berücksichtigt, so ist - grob vereinfacht - zur Erlangung von Äquivalenz der Kapitalisierungssatz entsprechend nur zur Hälfte anzusetzen; bleibt hingegen bei einem anderen Steuersystem die Körperschaftsteuer bei der Ertragsermittlung unberücksichtigt, entfällt die Kürzung des Kapitalisierungssatzes.

## 2. Theoretische Fundierung

Die Ableitung eines Fungibilitätszuschlags gehört zu den schwierigsten Teilgebieten der Unternehmensbewertungslehre. Wenn der „Ertrag aus dem Unternehmen“ und der „Ertrag aus einer Staatsanleihe (im Rahmen dieses Beitrags wird

**Seite 5:** „Unternehmen“ i. S. von „Bewertungsobjekt“ bzw. „Staatsanleihe“ i. S. von „Vergleichsobjekt“ verstanden) äquivalent sind, so entspricht der Wert des Anteils an einem Unternehmen dem Marktpreis des Anteils an einer Staatsanleihe, wenn beide Erträge betragsmäßig identisch sind. Dieser Ansatz entspricht dem Substitutionsmodell (der zu bewertende Unternehmensanteil wird hier durch börsennotierte Papiere einer Staatsanleihe substituiert); dieser Ansatz steht im direk-

ten Gegensatz zum Investitionsmodell, wonach der Ertragswert einem Kapitalwertkalkül der Investitionstheorie entspricht. Das Substitutionsmodell geht von Methodenpluralismus aus (je nach dem durch welches Vergleichsobjekt - dies kann auch ein anderes Unternehmen sein - das Bewertungsobjekt substituiert wird); das Investitionsmodell geht vom methodischen Ansatz her von einem Methodenmonoismus aus (Diskontierung von prognostizierten Zahlungsüberschüssen). Das Substitutionsmodell geht von einem rational handelnden Marktteilnehmer aus, der als Käufer nicht mehr bezahlen will, als zur gleichen Zeit ein anderer für ein gleiches oder zumindest ähnliches Gut gezahlt hat bzw. als Verkäufer nicht weniger erhalten will, als zur gleichen Zeit ein anderer für ein gleiches oder zumindest ähnliches Gut erhalten hat.

Folgerichtig stehen die Vertreter des Investitionsmodells einem - wertmindernden - Fungibilitätszuschlag zum Basiszinsfuß (also Nennergröße) aus Anlass einer Beeinträchtigung beim Verkauf des Bewertungsobjektes eher ablehnend gegenüber, da der Fokus eben auf künftige (jährliche) Zahlungsüberschüsse, nicht aber auf Marktfähigkeitsüberlegungen, die im künftigen zu diskontierenden Zahlungsstrom zu berücksichtigen sind, liegt. So soll nach Gampenrieder/Behrend *"in der Ertragsbandbreite ... mangelnde Fungibilität ebenso enthalten (sein) wie andere Risiken, etwa das Kapitalstrukturrisiko. Folglich ist der Fungibilitätszuschlag implizit im Risikozuschlag enthalten"*.

Der Unterschied liegt darin begründet, dass sich die (eingeschränkte) Fungibilität eben nicht auf die künftigen Erträge, sondern auf die Verkaufsfähigkeit des Anteils am Markt selbst bezieht. Die künftigen Erträge aus dem Eigentum an einer Staatsanleihe oder an einem Unternehmen mögen künftig z.B. sehr sicher sein; dies hat aber nichts mit der Verkaufsfähigkeit einer (börsennotierten) Staatsanleihe bzw. alternativ (des Anteils) eines Unternehmens am Markt zu tun. Eine Staatsanleihe weist ein äußerst geringes Risiko, aber eine äußerst hohe Fungibilität auf; diese Begriffe denn auch zu vermischen, macht ebenso wenig Sinn, wie die Fungibilität als Teil des

#### Seite 6:

Risikos zu interpretieren. Bei Anteilen an Gesellschaften mit sehr restriktiven Vertragsklauseln kann die Fungibilität dieses Anteils sehr gering sein, was im übrigen keine Aussage über das Risiko macht.

Die hier angesprochene Äquivalenz – statt Äquivalenz sollte man im Hinblick auf den Vergleich von „Zähler“-Größen besser von Kongruenz sprechen - bezieht sich auf die Gleichheit - oder zumindest auf die „Ähnlichkeit“ - der Bezugsgrößen der Art nach (ggf. nach erfolgter Adjustierung). Bei „Unternehmen“ und „Staatsanleihe“ liegt Gleichheit offensichtlich niemals vor; selbst die Annahme einer „Ähnlichkeit“ ist nicht ohne Zweifel.

Es gilt: Nimmt die Verschiedenartigkeit („Unähnlichkeit“) zwischen Unternehmen und dem Vergleichsobjekt (hier: Staatsanleihe) zu, wird eine auf der „Ähnlichkeit“ zwischen einem Unternehmen und einer Staatsanleihe beruhende Unternehmensbewertung spekulativ bzw. vergrößern sich die Bandbreiten, innerhalb derer Nachvollziehbarkeit für Dritte und mutmaßliche Richtigkeit des Bewertungsergebnisses gegeben ist. In der Grundgleichung aller eindimensionaler Bewer-

tungsverfahren ( $W_{BO} / BG_{BO} = P_{VO} / BG_{VO}$ ) bezieht sich die Ähnlichkeit sowohl auf die Zählerähnlichkeit von Bewertungsobjekt -BO- und Vergleichsobjekt -VO- (= Substitut) als auch auf die Nennerähnlichkeit zwischen den beiden Bezugsgrößen (BG) hinsichtlich der Erträge aus Bewertungs- und Vergleichsobjekt; W = Wert; P = (Markt-)Preis. Die Äquivalenz zielt hierbei nur auf die Nennerähnlichkeit (z.B. Ertrag aus dem Bewertungsobjekt -  $BG_{BO} = E$  - bzw. dem (Zins-)Ertrag aus dem Vergleichsobjekt) ab. Ist das Substitut (Vergleichsobjekt) eine Staatsanleihe und wird die Grundgleichung nach  $W_{BO}$  aufgelöst, so ergibt sich im Ergebnis die Formel der ewigen Rente, da der Term  $P_{VO} / BG_{VO}$  nichts anderes ist als  $1 / BG_{VO}$ :  $P_{VO} = 1 / i$  (somit gilt:  $W_{BO} = BG_{BO} / i$  oder vereinfacht:  $W = E / i$ ). Beim Substitutionsmodell werden, wie oben in der ersten Formel ausgeführt, letztlich zwei Relationen mit einer verglichen. Sowohl Substitutionsmodell wie Investitionsmodell führen unter Beachtung von Vereinfachungen zur "Formel der ewigen Rente"; beim Substitutionsmodell werden Anpassungen aufgrund der Unähnlichkeit zwischen (Anteil an einem) Unternehmen und Staatsanleihe erforderlich, beim Investitionsmodell werden u.a. Anpassungen aufgrund der unterschiedlichen Prognoseeinschätzungen und der subjektiven Einschätzung des Risikozuschlages erforderlich.

Die Ableitung des Werts eines Bewertungsobjekts als potentieller Marktpreis erfolgt letztlich aufgrund des Bündels von Rechten („bundle of rights“), die mit dem Eigentum des Bewertungsobjektes verbunden sind.

#### Seite 7:

Wird ein Recht, das „normalerweise“ mit diesem Bündel verbunden ist, entfernt, ist dieser Nachteil durch einen Zuschlag zum Basiszinssatz oder durch einen Abschlag zur Adjustierung des Endwerts zu berücksichtigen.

Wenn andererseits ein Recht, das „normalerweise“ nicht zum Bewertungsobjekt zugehörig ist, zu diesem Bündel hinzugefügt wird (z.B. der Bewertungsgegenstand stellt eine Vielzahl von Aktien dar, die hierdurch eine Sperrminorität bewirken oder gar ein „Squeeze-out-Verfahren“ erlauben), so ist ein Zuschlag (z.B. Paketzuschlag zum Börsenkurs) angezeigt.

### 3. Meinungsspiegel in der Literatur

Der Fungibilitätszuschlag ist in der Literatur nicht unumstritten; eine Reihe von Autoren bezweifeln sogar die Berechtigung eines solchen Zuschlags bzw. erfassen diesen Aspekt im Rahmen des Risikozuschlags. Da der Begriff „Fungibilitätszuschlag“ in der Bewertungspraxis eingeführt ist, wird im Folgenden dieser Begriff weiter verwendet. Auch die synonyme Bezeichnung „Mobilitätszuschlag“, z.T. auch: „Immobilitätszuschlag“ ist teilweise verbreitet.

Nach Mandl/Rabel z.B. umfasst das Mobilitätsrisiko „begrifflich nur Unsicherheitskomponenten, die aus einem in Zukunft eintretenden, unvorhergesehenen Erfordernis der Veräußerung der Unternehmensanteile resultieren; würden die Unternehmensanteile in einem solchen Fall zu einem Preis veräußert, der z.B. erheblich unter dem Barwert der seinerzeit erhofften Erträge nach diesem Zeitpunkt liegt, habe dies mit einem Mobilitätsrisiko nichts zu tun. Denn der *Verlust* werde hier bereits durch den Nichteintritt der seinerzeitigen Erwartungen und nicht erst durch eine erforderliche Veräußerung der Unternehmensanteile verursacht.

Hingegen wird von *Piltz* unter ausdrücklicher Bezugnahme auf die Rechtsprechung und „entsprechender betriebswirtschaftlicher Auffassung“ der Ansatz eines Fungibilitätszuschlags bejaht.

Großfeld hat sich "für gesellschaftsrechtliche Abfindungen" gegen den Ansatz eines Fungibilitätszuschlages ausgesprochen, insbesondere weil die Berufung auf die schwere Veräußerbarkeit im Verhältnis von Gesellschaftern untereinander treuwidrig sei; im übrigen sei die mangelnde Mobilität der Anteile für die Gesellschaft auch vorteilhaft, da sie gegen "aufgedrängte" Gesellschafter schütze, weshalb die geringe Mobilität als parteienbezogener Wert keine Rolle spiele.

Seite 8:

### 4. Rechtsprechungsübersicht

Die Fungibilität wird in der Rechtsprechung uneinheitlich berücksichtigt.

Im BGH-Urteil vom 11. 12. 2002 und vom 9. 5. 1968 sowie LG Frankfurt, Beschluss vom 8. 2. 1982 wird dem Gesichtspunkt einer verminderten Fungibilität *expressis verbis* Rechnung getragen.

Teilweise werden aber Fungibilitätszuschläge ergebnisorientiert auch unter Bevorzugungsgesichtspunkten einer Partei beurteilt, teilweise werden Zuschläge mit Abschlägen verwechselt, was zu dramatischen Fehlbewertungen führen kann, so z.B. OLG Köln vom 26. 3. 1999: *„Die zur Begründung sowohl des spezifischen Risikozuschlags als auch des - in der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre unbekanntes - Inflationszuschlags (gemeint ist: Inflationsabschlags, d. Verf.) angeführten Umstände stellen sämtlich spezielle Unternehmensrisiken dar, die der SV, soweit überhaupt einschlägig, bereits zutreffend bei der Prognose des Zukunftserfolges berücksichtigt hat. Die Frage, ob ein Immobilitätszuschlag überhaupt berücksichtigungsfähig ist, kann hier dahingestellt bleiben. Diesem Gedanken kann jedenfalls für die gesellschaftsrechtliche Abfindung eines zum Austritt aus wichtigen Grund veranlassten Gesellschafters wie des Klägers nicht gefolgt werden. Die Be-*



*rücksichtigung einer - möglicherweise - geminderten Mobilität würde in einem solchen Fall den Mehrheitsgesellschafter völlig ungerechtfertigt einseitig bevorzugen“.* Gemeint ist offenbar hier nicht der Mehrheitsgesellschafter, sondern der Minderheitsgesellschafter, dessen Nachteil gegenüber dem Mehrheitsgesellschafter durch eine Wertverbesserung seines Anteils auszugleichen ist.

In der Steuerrechtsprechung existiert bei der Berücksichtigung der mangelnden bzw. eingeschränkten Fungibilität von Eigentum an einem Unternehmen gegenüber Eigentum an einer Staatsanleihe keine klare Linie. Bereits frühzeitig wurde in finanzgerichtlichen Verfahren auf die wertmindernde Bedeutung eingeschränkter Veräußerungsmöglichkeiten hingewiesen, so z.B. RFH-Urteil vom 9. 2. 1926: *„Sind aber die Ertragsaussichten infolge der ungünstigen Wirtschaftslage für solche Unternehmungen nicht besser, sondern schlechter als die von Pfandbriefen, dann wird der Käufer von GmbH-Anteilen, deren Wert an sich schon durch die schwere Veräußerungsmöglichkeit vermindert ist, prozentual noch weniger als für 9 %-ige Pfandbriefe anzulegen geneigt sein“.*

Andererseits wird in der neueren finanzgerichtlichen Rechtsprechung, so z.B. BFH-Urteil vom 9. 3. 1994, offen gelassen, ob Unternehmenseigentum weniger fungibel sei; jedenfalls handle es sich lt. BFH um steuerlich nicht berücksichtigungsfähige

#### Seite 9:

„persönliche Verhältnisse. Der gemeine Wert einer nicht börsennotierten Stammaktie ist danach grundsätzlich vom Börsenkurs der börsenfähigen Vorzugsaktie desselben Unternehmens abzuleiten; der unterschiedlichen Ausstattung der Stammaktien gegenüber den Vorzugsaktien ist nach Maßgabe der einzelnen werterhöhenden oder wertmindernden Ausstattungsmerkmale durch Zu- und Abschläge Rechnung zu tragen; dem ist zuzustimmen, weil die Ähnlichkeit zwischen einem Bewertungsobjekt und (s)einem Börsenkurs größer als gegenüber einer Staatsanleihe ist.

Im genannten Urteil (es handelte sich um einen größeren Konzern) ist dann aber - etwas überraschend, aber mit erheblichen finanziellen Auswirkungen - ausgeführt: „Auch soweit die Klägerin geltend macht, dass es einen Stammaktionär aufgrund der Veräußerungsbeschränkungen des Aktienbindungsvertrags und des Vorerwerbsrechts der anderen Familienaktionäre zum Vermögensteuermesswert nicht ohne weiteres möglich sei, den unter Renditegesichtspunkten ermittelten „theoretischen“ Veräußerungspreis auch tatsächlich zu erzielen, so dass der mangelnden Fungibilität der Stammaktie durch einen pauschalen Abschlag von rund 25 % Rechnung getragen werden müsse, vermag der Senat dem nicht zu folgen.“ Begründung: Nach § 9 Abs. 2 Satz 3 BewG müssen persönliche Verhältnisse außer Betracht bleiben, die genannten Beschränkungen könnten die Gesellschafter selbst wieder beseitigen und die vereinbarten Veräußerungsbeschränkungen dienen dem Schutz der Gesellschaft. Diese Auffassung kann nicht nachvollzogen werden. Bei einem Aktienbindungsvertrag handelt es sich nicht um „persönliche Verhältnisse“ eines Gesellschafters. Das Argument des Vorteils für die Gesellschaft (Schutzfunktion) verkennt den Unterschied zwischen der Bewertung einer Gesellschaft und der Bewertung eines Anteils an einer Gesellschaft. Der (mögliche) Vorteil für die Gesellschaft wird dann zum Nachteil für den Gesellschafter in Bezug auf dessen Anteil.



Die Wertminderung infolge eines solchen Aktienbindungsvertrags wird hingegen - zutreffend - vom Fiskus in den USA nicht ignoriert. *„Where the option, or buy and sale agreement, is the result of voluntary action by the stockholders and is binding during the life as well as at the death of the stockholders, such agreement may or may not, depending upon the circumstances of each case, fix the value for estate tax purposes. However, such agreement is a factor to be considered, with other relevant factors, in determining fair market value.“* ... Entscheidend in den USA wird auf "die Ähnlichkeit" abgestellt, dem zuzustimmen ist: *„Although the only restrictive requirement as to comparable corporations specified in the statute is that their lines of business be the same or similar, yet it is obvious that consideration must be given to other relevant factors in order that the most valid comparison possible will be obtained. For illustration, a corporation having one or more issues of preferred stock bonds of debentures in addition to its common stock should not be considered to be directly comparable to one having only common stock outstanding“.*

**Seite 10:**

Es erstaunt, dass diese Sichtweise in Deutschland penetrant ignoriert wird, da sonst sehr viel Gleichklang in den betriebswirtschaftlichen Ansichten zwischen diesen Ländern besteht.

## **5. Berufsständische Auffassungen**

Auch die berufsständischen Auffassungen sind nicht einheitlich.

Im Fachgutachten KFS/BWI, Abschn. 7.2.3 der Österreichischen Kammer der Wirtschaftstreuhänder wird der Ansatz eines Fungibilitätszuschlags explizit gefordert: *„Unternehmen und nicht notierte Unternehmensanteile sind schwerer verkäuflich als Anleihen. Die geringere Mobilität erfordert einen Zuschlag zum Kapitalmarktzinssatz. Dieser Zuschlag hängt unter anderem von der Branche, der Unternehmensgröße, der Rechtsform, dem Standort und der Standortgebundenheit sowie der Einbringung in einen Unternehmensverbund ab.“*

Hingegen erfolgt nach IDW S 1, Abschn. 7.2.4 ff. eine Adjustierung des Basiszinssatzes zwar bezüglich des Risikos und u.U. des Wachstums, nicht aber bezüglich der unterschiedlichen Fungibilität zwischen Bewertungs- und Vergleichsobjekt.

Im WP-Handbuch 2002 wird der Gutachter dazu aufgefordert, der geringeren Fungibilität des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zur alternativen Geldanlage in öffentlichen Anleihen „angemessen“ Rechnung zu tragen. Diese Aufforderung läuft jedoch dann ins Leere, wenn hierfür nicht gleichzeitig für Dritte nachvollziehbare Kriterien und ein Algorithmus für eine Quantifizierung angegeben werden sowie darüber hinaus eine Marktbezogenheit der Ableitung von Fungibilitätszuschlägen nicht erkennbar wird.

## 6. Einflussfaktoren auf die Höhe des Fungibilitätszuschlags

Der Nichtansatz eines Fungibilitätszuschlags durch Unternehmensbewerter dürfte sich vielfach durch die Schwierigkeit begründen, diesen, wie oben in den Zitaten bereits angeführt, marktmäßig fundiert ableiten zu können; bei Verwendung eines prognoseorientierten Verfahrens (z.B. das Phasenmodell) im Sonderfall der Ermittlung von Entscheidungswerten im Rahmen einer Investitionsrechnung, kommt als Erschwernis noch hinzu, „künftig“ anzunehmende Fungibilitätszuschläge zu den ebenfalls prognostizierten Zinssätzen nachfolgender Jahre für Staatsanleihen „berechnen“ zu müssen; wird stets mit gegenwartsnahen Beträgen - wie bei der Anwendung der Formel der ewigen Rente – gerechnet, entfällt aber diese Erschwernis.

Festzuhalten bleibt, dass (Anteile an) Unternehmen per se gegenüber einer Staatsanleihe weniger gut fungibel sind - es sei denn, diese sind selbst als Aktie börsenfähig (dann aber sind eine Bewertung und Überlegungen zur Fungibilität entbehrlich, von dem Sonderfall marktenger Werte einmal abgesehen).

Der Grad der mangelnden Marktfähigkeit richtet sich wiederum nach verschiedenen Aspekten, insbesondere nach den im Fachgutachten KFS/BWI, Abschn. 7.2.3 genannten Kriterien. Insgesamt betrachtet dürfen Kriterien aber nicht doppelt

### Seite 11:

berücksichtigt werden, also nicht bezüglich des Fungibilitätszuschlags und gleichzeitig beim Unternehmensertrag und/oder beim Risikozuschlag. Darüber hinaus ist zu beachten, dass sich die Stimmung in den Märkten bzw. die Einschätzung der Marktteilnehmern durchaus schnell ändern kann: Anteile an (nicht börsennotierten) IT-Unternehmen waren beispielsweise Ende 1999 bis 2002 vergleichsweise sehr fungibel, bereits zwei Jahre später nur eingeschränkt veräußerbar.

Nachfolgend werden zunächst zwölf Faktoren behandelt, die die Fungibilität oder die Auffassung eines Bewerter über die Fungibilität eines Eigentums beeinflussen können. Hierbei werden Überschneidungen der einzelnen Faktoren bewusst nicht ausgeschlossen. Im dann folgenden Abschnitt werden hieraus vier Determinanten herausgefiltert bzw. entsprechend durch Oberbegriffe Zusammenfassungen vorgenommen. Bei diesen vier Determinanten ist wiederum eine Schnittmenge vorhanden sowie davon auszugehen, dass einige Determinanten zueinander positiv korreliert sind; um zu einer praxeologisch sinnvollen Ausrichtung einer Bestimmung des Fungibilitätszuschlags zu kommen, werden von diesen vier Determinanten die beiden dominanten Merkmale ausgewählt, die im Abschnitt 10 zu einer Ergebnismatrix zusammengeführt werden.

Es werden nachfolgend fünfzehn Einflussfaktoren für die Einschätzung der Marktteilnehmer bzw. für die Bemessung der Höhe eines Fungibilitätszuschlags durch Bewerter unterschieden:

1. Administrative Hürden (z.B. Zustimmung von Kartellbehörden)
2. Beleihbarkeit
3. Datenbasis (fehlende oder eingeschränkte Informationen in Bezug auf die Bemessungsgrundlagen)
4. Divisibility (Teilbarkeit der Güter)

5. Elastizität (Marktgängigkeit in speziellen Märkten)
6. Komplexität
7. Liquidierbarkeit
8. Monetary Part (Anteil geldnaher Teilgüter)
9. Realisierung einer zügigen Verkaufsabwicklung
10. Prompte Zahlung
11. Restriktionen (und zwar in Bezug auf das Eigentumsrecht, z.B. infolge Aktienbindungsvertrag oder durch gesellschaftsrechtliche Klauseln)
12. Standardisierungsgrad
13. Strategische Akquisitionen
14. Teilbarkeit des Eigentums
15. Transaktionskosten (Erlangung der Börsenfähigkeit je nach Bewertungsmethode, Notar- und Gerichtskosten)
16. Qualitativer Aspekt (unterschiedliche Art der einzelnen Güter, also von Bewertungs- und Vergleichsobjekt)

## Seite 12

### **Administrative Hürden**

Von der Nachfrageseite her kann die Fungibilität eines (Anteils an einem) Unternehmen eingeschränkt sein, wenn z.B. ein Großteil der potenziellen Käufer aus kartellrechtlichen Gründen ausfällt.

### **Beleihbarkeit**

Die Verpfändung eines (Anteils an einem) Unternehmen(s) im Ganzen für Sicherungszwecke ist problematisch. Börsenfähige Staatsanleihen dienen hingegen problemlos als Sicherung für Verbindlichkeiten. Eine hohe Beleihbarkeit ist indirekt ein Indiz für hohe Fungibilität.

### **Datenbasis**

Durch marktmäßig beobachtbaren Unterschiede zwischen der Veräußerung nicht notierter Beteiligungen und Börsenkursen der Vorzugsaktien dieser Unternehmen können die Auswirkungen quantifiziert werden. Hier sind aber Informationsasymmetrien zu beachten. Eine Adjustierung im Hinblick auf die Verkaufsmodalitäten der beobachteten Transaktionen ist notwendig (dies gilt insbesondere bei Übernahme durch Venture-Capital-Unternehmen). Die deutsche Finanzverwaltung tut sich trotz der marktmäßig zu beobachtenden Unterschiede schwer mit der Anerkennung von marktmäßigen oder rechtlichen Einschränkungen der Verfügbarkeit über einen Gesellschaftsanteil: *„Die schwere Verkäuflichkeit der Anteile und die Zusammenfassung aller oder mehrerer Anteile in einer Hand begründen nicht ohne weiteres einen Zu- oder Abschlag. Dies gilt auch für Verfügungsbeschränkungen, die sich Gesellschafter selbst auferlegt haben. Es kann jedoch ein Abschlag bis zu 5 % in Betracht kommen, wenn neu in die Gesellschaft eintretende Gesellschafter oder aber auch die verbliebenen Gründungsgesellschafter nicht (mehr) in der Lage sind, diese Verfügungsbeschränkung zu beseitigen.“* Der hier von der Finanzverwaltung genannte Wertabschlag von 5 % als Obergrenze ist indiskutabel zu niedrig. Auf die Höhe der US-amerikanischen Discounts (z.T. über 50 %) wird verwiesen.

### **Divisibility**

Zigaretten in den Nachkriegsjahren waren in Deutschland - nicht zuletzt wegen der günstigen Teilbarkeit - hochfungibel, in anderen Ländern zur gleichen Zeit bzw. in Deutschland zur heutigen Zeit „normal“ fungibel. Ein Unternehmen mit verschiedenen (teilbaren) Sparten kann leichter handelbar sein als ein Großunternehmen ohne ausgeprägte Spartenorganisation.

### **Elastizität**

Volkswirtschaftlich betrachtet richtet sich die Fungibilität nach der Preis-Absatz-Funktion von Gütern. Je elastischer diese im Fall einer (beabsichtigten oder potenziellen) Veräußerung eines Guts (Unternehmens) ist, um so weniger ist dessen Fungibilität eingeschränkt. Ein lebhafter Markt für den Handel mit Eigentumsrechten (für Anteile) an Unternehmen vermindert augenscheinlich den Abstand zu einer Börsensituation und verringert Wertabstand, was auf einen geringen Fungibilitätszuschlag zum Basiszinssatz hinausläuft.

**Seite 13:**

### **Liquidierbarkeit**

Die Schnelligkeit, sich von dem Eigentum an Aktienbesitz einerseits bzw. an (dem Anteil an) einem Unternehmen ist ein wichtiges Indiz für das Ausmaß des Fungibilitätszuschlages. Ist die voraussichtlich erforderliche Zeit niedrig, ist von einer hohen Fungibilität auszugehen (et vice versa). Der hier angesprochene Zeitfaktor hängt eng mit der Dringlichkeit zusammen, mit der es möglich ist, sich von dem Eigentum im gewünschten Umfang trennen zu können.

### **Komplexität**

Der potenzielle Käufer hat beim Kauf eines Gesellschaftsanteils eine Vielzahl von Kriterien zu beurteilen, insbesondere die Auswirkungen der Marktumgebung, der Finanzierungsseite, einer Vielzahl vertraglicher Rechte und Pflichten, der späteren Wiederveräußerbarkeit usw. Bei börsenzugelassenen Papieren erfolgt hingegen die Transaktion einschließlich der Bezahlung regelmäßig auf staatlich reglementierten und überwachten Märkten, die Vertrauen des Käufers wie des Verkäufers verdienen.

### **Monetary Part**

Der Fungibilitätszuschlag ist eher niedrig, wenn das Vermögen eines Unternehmens aus „geldnahen“ Vermögensteilen (z.B. bei Banken und Versicherungen) besteht, umgekehrt ist er bei schwer liquidierbaren Vermögensteilen (teulfertige Arbeiten, Anlagevermögen, langfristige Darlehen) eher hoch.

### **Realisierung einer zügigen Verkaufsabwicklung**

Die Realisierung einer zügigen Verkaufsabwicklung ist bei Gesellschaftsanteilen und nicht börsennotierten Aktien regelmäßig nicht gewährleistet, weil hier die potentiellen Käufer nicht Schlange stehen. Bei renommierten Gesellschaften mag dies noch bisweilen gegeben sein, die Masse der Transaktionen betrifft aber eben nicht den Verkauf von sog. "blue chips". Damit ist die Planbarkeit der finanziellen Ressourcen des Eigentümers deutlich eingeschränkt.

## **Prompte Zahlung**

Mit der Findung eines Käufers ist eine Transaktion noch nicht beendet. Der Käufer muss zur Finanzierung des Kaufpreis willens und in der Lage sein. Hierzu im Gegensatz ist die Bezahlung des Kaufs eines börsennotierten Papiers immer gewährleistet.

## **Restriktionen**

Vertragliche Bindungen - insb. in Gesellschafts- und Erbverträgen - können sehr einschneidend die Fungibilität von Anteilen an Unternehmen einschränken. Der Risikozuschlag – so zeigt es sich hier – ist gedanklich völlig vom Fungibilitätszuschlag zu trennen. Vinkulierte Namensaktien haben eine geringere Fungibilität als Aktien einer anderen Gattung. Dies gilt im Besonderen, wenn die Satzung keine Kriterien nennt, von denen die Zustimmung zur Übertragung der Aktien abhängen soll. Besteht ein Aktienbindungsvertrag, so ist sicher, dass insoweit die Preiserzielungsmöglichkeiten stark eingeschränkt sind; insoweit besteht ein Nachteil wegen verminderter Marktfähigkeit, nicht aber wegen Risiko. Häufig werden Stammaktien gepoolt und/oder als vinkulierte Namensaktien ausgegeben. Mangels Börsenzulassung bestehen dann für diese Anteile innerhalb des Pools nur beschränkte

### **Seite 14:**

Preiserzielungsmöglichkeiten, wobei häufig die Modalitäten in Bezug auf Art, Umfang, Zeit und Höhe noch weiter reglementiert sein können und zusätzlich fungibilitätsmindernd wirken. Veräußerungen außerhalb des Pools sind in diesen Fällen mit einem hohem Wertabschlag verbunden, da im Regelfall keine Einflusspositionen erreichbar sind, häufig noch nicht einmal eine Sperrminorität, weshalb hier ein Unternehmenshandel regelmäßig unterbleibt. Weitere fungibilitätsmindernde Beschränkungen ergeben sich regelmäßig bei Konsortial- und Treuhandverträgen.

In der Rechtsprechung wird bisweilen die eingeschränkte Fungibilität aufgrund von restriktiven Bestimmungen im Gesellschaftsvertrag so hoch angesehen, dass der Wert eines Gesellschaftsanteils auf Null (!) sinkt. Das Urteil des OLG Saarbrücken v. 28.6.1984 betraf die Bewertung des Sozietätsanteils eines Rechtsanwaltes im Zugewinnausgleichsverfahren. Die Sozietät bestand aus 7 Anwälten. Aus dem Sozietätsvertrag ergab sich, dass über die in § 717 BGB normierte Unübertragbarkeit des Gesellschafterrechts hinaus auch jeder Ausgleichsanspruch des einzelnen Sozius ausgeschlossen war. Dies hatte die Wirkung, dass hiernach beim Ausscheiden oder beim Tod eines Gesellschafters weder der Sozius noch seine Erben Ansprüche - insbesondere auch nicht wegen eines Goodwill - gegen die Sozietät hatten. Der innere Wert der Sozietät war - nach OLG Saarbrücken - auch nicht verwertbar durch eine Hereinnahme eines weiteren Sozius; hieran würde auch ein evtl. bestehendes Knebelungsverbot nichts bewirken, da dies, wenn überhaupt, sich nur im Bereich des Substanzwertes auswirken würde. Diese Entscheidung ist von der Auswirkung her - Abwertung auf Null - nicht ohne Bedenken; eine Abwertung um 30 % bis 50 % wäre prima facie sicherlich problemangemessener gewesen. Es könnte sich sonst bei einer solch rigiden Rechtsprechung empfehlen, gut gehende freiberufliche Praxen jeweils noch rechtzeitig vor Rechtsanhängigkeit des Scheidungsantrages in eine Sozietät mit entsprechenden restriktiven gesellschaftsrechtlichen Klauseln einzubringen; dann aber wäre - analog der Fungibilitätsausgleichspflicht im

Falle des Delistings börsennotierter Gesellschaften - auch hier der Nachteil des ausgleichsberechtigten Ehegatten als besonderer Wert zu erfassen und auszugleichen.

### **Standardisierungsgrad**

Das Eigentumsrecht der Aktien und die Handelbarkeit auf bestimmten Börsen sind gesetzlich standardisiert. Der Gesetzgeber unterscheidet zwar eine Reihe von Aktien, dies aber in überschaubarer und leicht nachvollziehbarer Weise. Bei Gesellschaftsanteile sind hingegen eine Vielzahl möglicher Einzelregelungen zu beachten, die häufig nicht die Prägnanz und Eindeutigkeit erreichen wie gesetzliche Vorschriften.

Seite 15:

### **Strategische Akquisitionen**

Strategische Akquisitionen zeichnen sich dadurch aus, dass der Erwerber ein zu erwerbendes Unternehmen nicht in naher Zukunft am Markt veräußern will, sondern andere Optionen für zielführender hält, beispielsweise die völlige Integration in das bisherige Unternehmen. Wenn dem so ist, kann für diesen Typ von Erwerber nicht von einer eingeschränkten oder mangelnden Fungibilität die Rede sein. Ein Fungibilitätszuschlag entfällt daher, was die zum Teil sehr hohen Kaufpreise in diesen Fällen erklärt.

### **Teilbarkeit des Eigentums**

Das Eigentum in einem börsennotierten Papier lässt sich leicht durch Verkauf teilen, indem nur ein Teil des Aktienbesitzes zum Verkauf an der Börse eingestellt wird. Bei Gesellschaftsanteilen ist dies, wie die Praxis zeigt, selten und regelmäßig nur erschwert möglich.

### **Transaktionskosten**

Auch der Aspekt der Höhe der Transaktionskosten kann die Fungibilität in Spezialfällen beeinträchtigen. Ist das Vergleichsobjekt ein anderes börsennotierte Unternehmen so werden im angelsächsischen Sprachraum die Kosten für die Erlangung der Börsenfähigkeit im Rahmen des Discount for lack of marketability berücksichtigt. Der Verkauf von börsennotierten Papieren erfordert keine Notar- und Gerichtskosten.

### **Qualitativer Aspekt**

Betrachtet man ein am Markt operativ tätiges Unternehmen (oder einen Anteil an einem solchen Unternehmen) als ein einheitlich bewertbares Gut und vergleicht diese Art von Gütern mit anderen Gütern, für die Marktpreise bekannt sind, so kann man ein „Ranking“ bezüglich der Unterschiedlichkeit dieser Güter in Bezug auf Fungibilität vornehmen. Dabei weist Geld - insb. wenn es sich um Dollar oder EURO handelt - sicherlich die höchste Fungibilität, einzelne (liquidierbare, aber handelbare) Güter eine mittlere Fungibilität und „Unternehmen in Krisenbranchen“ oder „Geld in nicht konvertierbaren Währungen“ eine sehr niedrige Fungibilität auf. Beim Handel mit Gesellschaftsanteil kommt es entscheidend auf die Branche des Unternehmens an.

## 7. Determinanten des Fungibilitätszuschlags

Aus den vorstehenden Einflussfaktoren lassen sich vier Determinanten als Oberbegriffe herausfiltern, in denen sich die erschwerte Veräußerbarkeit eines Unternehmens oder eines Anteils an einem Unternehmen gegenüber einer börsenfähigen Staatsanleihe äußert. Die ersten beiden sind für die Bestimmung des Grads einer eingeschränkten Fungibilität dominant und die letzten beiden aufgeführten Determinanten weisen eher Indikatorwirkung auf:

Seite 16:

	Determinanten	(Anteil an einem) Unternehmen - Bewertungsobjekt -	Staatsanleihe - Vergleichsobjekt -
1.	<b>Markteffizienz</b>	Ein effizienter (lebhafter) Markt existiert nur für wenige Branchen (z.B. Freiberufler-, Taxiunternehmen, Lottogeschäfte,). Vielfach existiert für Anteile an Unternehmen noch nicht einmal ein Sekundärmarkt.	Für Staatsanleihen existiert ein lebhafter, geregelter unter Staatsaufsicht stehender Markt.
2.	<b>Dringlichkeit</b>	Bis ein Käufer gefunden ist und bürokratische Hemmnisse beseitigt sind (Vermieter, Notar), können Wochen und Monate vergehen. Bei einem Notverkauf ist die Fungibilität extrem niedrig und somit der F. Zuschlag sehr hoch.	An Börsentagen findet der Verkaufsinteressent stets einen Käufer (wenn auch ggf. zu stark gesunkenem Kurs).
3.	<b>Teilbarkeit</b>	Ein - kleineres oder mittleres - Unternehmen oder ein Anteil an diesem wird im Normalfall im Ganzen veräußert. Die nur teilweise Versilberung führt regelmäßig zu einem (unterschiedlich hohen) Disagio.	Eine Staatsanleihe kann - je nach Wunsch des Eigentümers - ganz oder nur teilweise versilbert werden. Teilbarkeit erhöht die Flexibilität und damit den Optionsraum potenzieller Käufer.
4.	<b>Komplexität</b>	Der potenzielle Käufer hat eine Vielzahl von Kriterien zu beurteilen, insbesondere die Auswirkungen der Marktumgebung, der Finanzierungsseite, einer Vielzahl vertraglicher Rechte und Pflichten, der späteren Wiederveräußerbarkeit usw.	Es besteht ein hoher Grad an rechtlicher Standardisierung. Der potenzielle Käufer hat nur Kaufpreis sowie Höhe und Dauer des Zinsertrags zu beurteilen. Je weniger Komplexität vorhanden ist, um so größer ist der potenzielle Käuferkreis.

## 8. Studien zur Ähnlichkeit vergleichbarer Sachverhalte

Im Rahmen der Unternehmensbewertung bzw. im M&A-Bereich werden für die Berücksichtigung einer unterschiedlichen Fungibilität zwischen Bewertungs- und Vergleichsobjekt in den USA Abschläge vom (Basis-) Unternehmenswert (*Discount for lack of marketability* - „Abschlag für fehlende Börsengängigkeit“) von 35 % bis zu 40 % vorgenommen. Die Spannweite kann im Einzelfall 5 % bis 70 % erreichen; der Begriff „Abschlag“ entspricht hier analog dem „Zuschlag“ zum Basiszinssatz.

Bezüglich der Möglichkeit der Quantifizierbarkeit eines *Discount for lack of marketability* anlässlich von familien- und gesellschaftsrechtlichen Auseinandersetzungen, aber auch gegenüber dem Fiskus im Hinblick auf die Verminderung der Schenkung- und Erbschaftsteuer, gibt es in den USA zahlreiche **Studien** und Sammlungen ökonomischer Sachverhalte und gerichtlicher Entscheidungen, die auf

Seite 17:



der Ähnlichkeit vergleichbarer Sachverhalte aufsetzen. Diese vergleichbaren Sachverhalte zur Ableitung von Wertunterschieden aufgrund unterschiedlicher Fungibilität lassen sich dreifach strukturieren:

- a) *Option Pricing Studies*: Optionspreise für den späteren Erwerb eines Wertpapiers stellen den Unterschied zu einem ursprünglich nicht marktfähigen Unternehmensanteil dar (Direktansatz).
- b) *Restricted Stock Studies*: Unterschied zwischen gehandelten und nicht gehandelten Aktien derselben Gesellschaft in gleichen Zeiträumen (horizontaler Ansatz).
- c) *Pre-Initial Public Offerings Studies*: Unterschied zwischen gehandelten Preisen unmittelbar vor und unmittelbar nach Börsengang (vertikaler Ansatz).

### ***Option Pricing Studies***

Es gibt in den USA hunderte Untersuchungen zu dieser Thematik. Einen ausgezeichneten Überblick über ***Option Pricing Studies*** bieten:

- Jackwerth/Rubinstein: Recovering Probabilities and Risk Aversion from Option Prices and Realized Returns, in: Essays in Honor of Fisher Black, editor: Bruce Lehmann, Oxford University Press, Oxford 2004
- Engle/Rosenberg: Empirical Pricing Kernels, Journal of Financial Economics 2002, 64(3), 341-372;
- Huang/Wu: Specification Analysis of Option Pricing Models Based on Time-Changed Lévy Processes, Journal of Finance, 2004, 59(3), 1405--1439
- Bakshi/Kapadia/Madan: Stock Return Characteristics, Skew Laws, and Differential Pricing of Individual Equity Options, Review of Financial Studies 2003, 16(1), 101-143.

### ***Restricted Stock Studies***

Die Abschläge können nach Maßgabe der SIC- und NAICS-Codes der Unternehmen, ihrer Umsätze und Einkommen bei zahlreichen Anbietern, teilweise sogar kostenlos im Internet abgerufen werden. Eine Liste von Abschlägen und Berechnungsbeispielen bieten:

- Federal Tax Valuation Digest
- FMV Opinions Inc.: MV Restricted Stock Study
- Shannon P. Pratt, John Wiley & Sons: Business Valuation Discounts and Premiums
- Houlihan Lokey Howard & Zukin: Mergerstat Review
- Partnership Profiles Inc.: Partnership Re-Sale Discount Study
- *Oliver/Meyers*: Management Planning.
- Chaffee ermittelt Abschläge von 32 % bis 49%

**Seite 18:**

### ***Pre-Initial Public Offerings Studies***

Eine große Bedeutung hat im Bereich der Pre-Initial Public Offerings Studies die Emory Pre-IPO Discount Studies erlangt, in der 302 Verhandlungen bezüglich nicht börsennotierter Unternehmen

„vor IPO" innerhalb 8 Perioden zwischen 1/1980 und 4/1997 untersucht und durchschnittliche Discounts for lack of marketability zwischen 40 % und 45 % ermittelt wurden. Hierbei wurden in sechs einzelnen Studien für den US-amerikanischen Markt folgende Discounts (Mean/Median) ermittelt (es wurde jeweils 100 bis 700 IPO's analysiert):

- 1987 bis 1989: 45 % / 45 %
- 1989 bis 1990: 45 % / 40 %
- 1991 bis 1993: 45 % / 44 %
- 1994 bis 1995: 45 % / 45 %
- 1995 bis 1997: 43 % / 42 %
- 1997 bis 2000: 54 % / 54 %.

Insgesamt ist hiernach eine leicht steigende Tendenz erkennbar, d.h. die Fungibilität gehandelter (Anteile an) Unternehmen ist marktmäßig mehr eingeschränkt worden oder dem Kriterium der Fungibilität wird marktmäßig mehr Bedeutung zugemessen. Da im angesprochenen Zeitraum sich andererseits das Preisniveau für (Anteile an) Unternehmen tendenziell erhöht hat, wurde die (wertmindernde) Fungibilität durch (werterhöhende) andere Unternehmenseigenschaften (z.B. Wachstumschancen in der Zukunft) überkompensiert.

Auch hierzu gibt es in den USA zahlreiche empirische Studien; im einzelnen seien beispielhaft aufgeführt:

- Die SEC kommt in einer empirischen Studie für den Zeitraum 1966 bis 1969 auf einen Average Price Discount von 25,8 % (SEC overall average) bzw. 32,6 % (SEC Nonreporting OTC companies).
- Nach Robert W. Baird & Company wurde im Rahmen von Initial Public Offerings Studies auf der Basis von 310 Transaktionen zwischen 1981 und 1997 ein durchschnittlicher Abschlag (Median) als Nachteil einer eingeschränkten Marktfähigkeit von Wertpapieren von 43 % ermittelt.
- Die Analysen von *Oliver/Meyers* führten in einer Langzeitstudie zu einem durchschnittlichen Preisabschlag wegen eingeschränkter Vermarktbarkeit von 27,1 % für den Zeitraum 1980 bis 1996.
- Chaffee ermittelt unter Verwendung des horizontalen Ansatzes Abschläge von 32 % bis 49 %.

## Seite 19:

### 9. Discountermittlung in den USA und Kanada

In den *USA* liegt die „Musik" bei Auseinandersetzungen über Bewertungen gerade in den Zu- und Abschlägen, wie ein Beispiel von *Williams/Linder* verdeutlicht:

Controlling equity value	1.000.000 \$
Discount for lack of control at 23 %	<u>-230.000 \$</u>
Minority, marketable equity value	770.000 \$
Discount for lack of marketability at 35 %	<u>-269.500 \$</u>
Minority, non-marketable equity value	<u>500.500 \$</u>
Number of shares	1.000
Minority, non-marketable per share value	500.50 \$

In der US-amerikanischen **Judikatur** zur Erbschaftssteuer werden Abschläge wegen eingeschränkter oder fehlender Vermarktbarkeit bis 40 % und mehr anerkannt. In der Entscheidung Dailey et al. v. Commissioner of Internal Revenue, T.C. Memo. 2001-263 akzeptierte das Gericht einen Abschlag von 40 % wegen eingeschränkter Marktfähigkeit eines Anteils an einer Kommanditgesellschaft, die selbst ausschließlich (!) börsenfähige Wertpapiere und sonst keine anderen Vermögensgegenstände aufwies. In der Entscheidung vom 22. 7. 1985 Gallo v. Commisioner kam ein vergleichsorientierter Bewertungsansatz (Publicly Traded Company Method) zur Anwendung; die Finanzverwaltung wollte einen Discount for lack of marketability nur von 10 % akzeptieren, der klagende Steuerzahler reklamierte einen Abschlag von 36 % bis 45 %, während das Gericht letztlich einen Discount von 36 % anerkannte. Im Rahmen einer anderen gesellschaftsrechtlichen Entscheidung (ESOP) Howard v. Shay kam der Sachverständige auf einen Discount wegen eingeschränkter Vermarktbarkeit von immerhin 50 %, während hingegen der Beklagte erfolgreich unter Bezugnahme auf empirische Studien einen Abschlag nur von 38 % akzeptierte.

Insgesamt bleibt unerfindlich, warum in Deutschland im Gegensatz zu den USA bei gleichen methodischen Ansätzen im Rahmen der Unternehmensbewertung, wie z.B. bei den DCF-Verfahren, Fungibilitätsüberlegungen gänzlich entfallen sollen, obgleich in den USA hierfür Wertabschläge bis 50 % (und in Einzelfällen noch darüber hinaus)

#### Seite 20:

gang und gäbe sind. International werden Bewertungsgutachten mit typisch deutschen Attitüden wie Berücksichtigung von (sogar noch typisierten) Steuersätzen und Verzicht auf Abschläge für eingeschränkte Vermarktbarkeit zu Recht nicht für ernst genommen. Die Amerikaner rechnen zutreffend methodenpluralistisch, "vor Steuern" und mit Marktfähigkeitsadjustierungen.

In den USA werden im discount for lack of marketability die einzelnen Facetten einer eingeschränkten Vermarktbarkeit des Bewertungsobjekts durch Bezugnahme auf vergleichbare Sachverhalte eher pauschal erfasst. Hingegen erscheint für deutsche Verhältnisse im Hinblick auf die (noch bestehende) Dominanz nutzen- bzw. prognoseorientierter Verfahren eine differenzierte Betrachtung geboten. Im Wesentlichen geht es um drei Aspekte:

1. Die eingeschränkte Vermarktbarkeit allein aufgrund der Tatsache, dass das Vergleichsobjekt (Staatsanleihe) - da börsennotiert - hochfungibel ist, das Bewertungsobjekt diese Eigenschaft nicht aufweist (General Lack of Marketability).
2. Die (zusätzlich) eingeschränkte Vermarktbarkeit aufgrund der Tatsache, dass es sich nicht um ein Unternehmen im Ganzen, sondern lediglich um einen Anteil handelt, der nicht zusätzlichen Einfluss auf die Geschäftspolitik gewährt (also z.B. bei einer Gesellschaft mit fünf Anteilen von je 20 %, nicht aber bei Anteilen von 49 % / 49 % / 2 %).
3. Die (zusätzlich) eingeschränkte Vermarktbarkeit aufgrund der Beachtung gesetzlicher (z.B. Kartellrecht), satzungsmäßiger (z.B. durch Regeln über die Neuaufnahme von Gesellschaftern) oder vertraglicher Beschränkungen (z.B. Aktienpool) der Veräußerungsfähigkeit.

Ergänzende Hinweise zu 1:

Im Hinblick auf die Erlangung von Äquivalenz sollte dieser Nachteil bei nutzenorientierten Verfahren durch einen Zuschlag zum Basiszins Berücksichtigung finden. In Deutschland ist dieser Nachteil aufgrund der bestehenden Marktmenge erheblich höher als in den USA, wo der größte und liquideste Markt der Welt für Transaktionen besteht.

Ergänzende Hinweise zu 2:

Hier wird der „Discount for minority interest“ angesprochen, der sich nicht immer exakt vom Discount for lack of marketability trennen lässt. Steven E. Bolten kommt in einer breit angelegten Studie zum Ergebnis, dass im Durchschnitt „39,86 % for nonmarketability discount“ und „29,37 % discount for minority position“ ermittelt wurden und zieht folgende Schlussfolgerung: „The growing body of studies and evidence and the issues of minority position and nonmarketable discounts sustains their presence at observed, substantial levels. The average total substantiated discount for both from a comparable public trade security is over 69 percent.“

#### Seite 21:

Ergänzende Hinweise zu 3:

In Estate of Arthur F. Little, Jr. akzeptierte der US Tax Court einen Discount von 60 %, davon 15 % infolge vertraglicher Verfügungsbeschränkungen für die Dauer von 2 Jahren. In William T Piper, Sr. Est. akzeptierte das Gericht einen Discount von 64 % für den Anteil an einem Unternehmen, das neben öffentlich gehandelten Papieren auch über Immobilien als Renditeobjekte verfügte; hiervon entfielen

- 35 % für „lack of marketability“,
- 17 % auf „relatively unattractive investment portfolios“ und weitere
- 12 % auf etwaig anfallende Börsenregistrierungskosten.

Bewertungstechnisch wird eine mangelnde oder eingeschränkte Fungibilität bei internationalen Transaktionen eher in Abschlägen von Zwischenwerten Berücksichtigung finden.

Neuerdings werden diese Aspekte auch durch den Realoptionenansatz in der Unternehmensbewertung berücksichtigt. Sie erklären auch die Wertunterschiede zwischen Stamm- und Vorzugsaktien, zwischen Unternehmensgesamtwert und Anteilswert am Unternehmen, zwischen dem Wert eines Gesellschaftsanteils, welcher zusätzliche Rechte verleiht (Einfluss auf die Geschäftspolitik mit vielfältigen Optionen), und einer Beteiligung mit ausschließlichem Gewinnanspruch, und sie erklären auch die Diskrepanz zwischen quotalen und disquotalen Werten von Anteilen.

In *Kanada* wird der Fungibilitätsabschlag bisweilen auch als „Illiquidity Discount“ bezeichnet. Insbesondere tritt dieser Abschlag zusätzlich neben (und nicht anstelle) des „Minority Discount“.

Auch der Nachteil eines Wertverzehrs (shrinkage = Schrumpfung) für den - nie auszuschließenden - Fall einer Liquidation wird erfasst. Beispielsweise in der sehr bedeutsamen kanadischen Entscheidung Estate of Doris Kathleen Chipman Taylor v. Minister of National Revenue, 67 DTC 405 erkannte das Gericht auf

- 10 % als „discount for minority interest“ und
- 35 % als „discount for shrinkage an liquidation of assets of a private company“.

Während ein börsenfähiges Wertpapier an der Börse immer seinen Käufer findet - wenn auch ggf. mit großem Preisabschlag -, so finden im Fall der Verwertung des Vermögens eines Unternehmens qua Versteigerung die einzelnen Vermögensgegenstände auch stets einen Käufer, allerdings mit einem insgesamt noch größeren Preisabschlag, der bisweilen an Wertvernichtung grenzt.

**Seite 22:**

## **10. Tabellarische Bestimmung des Fungibilitätszuschlags**

Zunächst erfolgt die Bestimmung der unteren und oberen Grenze des Fungibilitätszuschlags. Danach wird eine Unterteilung dieser Spannweite (Skalierung) über qualitative Merkmale vorgenommen, die die Ableitung eines Fungibilitätszuschlags in einer konkreten Bewertungssituation für Dritte nachvollziehbar ermöglicht.

Marktdaten zur unmittelbaren Ableitung eines Fungibilitätszuschlags (im Folgenden: „fu“) gibt es für Deutschland (noch) nicht in ausreichendem Maße. Auch in absehbarer Zeit wird sich dies kaum ändern, weil in der Wissenschaft Fungibilitätszuschläge strikt abgelehnt werden; dann aber braucht man erst empirische Erhebungen gar nicht zu machen. Die Attitüden der Wissenschaft mit ihrer einseitigen Akzeptanz von Fungibilitätszuschlägen in den USA, weil diese dort empirisch fundiert sind und der konträren Ablehnung dieser Zuschläge in Deutschland wegen ihrer empirischen Diffusität, ist in sich widersprüchlich. Eine globale Verwendung globaler Erkenntnisse scheint nicht gewollt zu sein.

Diese Einstellung im wissenschaftlichen Raum verwundert um so mehr, als die Alternative, Fungibilitätszuschläge in den USA zu akzeptieren, weil diese dort empirisch belegbar sind, in Deutschland diese aber abzulehnen, weil diese Zuschläge "irgendwie gegriffen" erscheinen, in sich widersprüchlich ist. Es scheint, dass die Verwendung globaler Erkenntnisse aus grundsätzlichen Gründen nicht gewollt ist.

So ist auch die nachfolgende These von Gampenrieder / Behrendt, formuliert als Ergebnis einer Gesamtbetrachtung sehr verwunderlich: *"Eine Nichtberücksichtigung der Fungibilität bei der Bewertung scheint angesichts willkürlicher Zuschläge im Zweifel die bessere Alternative zu sein"*. Andererseits heißt es: *"Im Gegensatz zu den USA ist in Deutschland eine unmittelbare Ableitung von Fungibilitätszuschlägen aus Marktdaten aufgrund fehlender empirischer Auswertungen nicht möglich"*. Wenn dem so sein sollte, wird die Forderung nach empirischen Erhebungen in Deutschland gänzlich vermisst.

Bisweilen wird ein Argument vorgetragen, welches an der Berechnung eines Fungibilitätsnachteils ansetzt, und zwar mit dem Ziel, einen solchen von vornherein zu verneinen: So soll nach Hering/Olbrich ein Ausgleich für einen möglicherweise eintretenden Fungibilitätsnachteil - hier durch Beseitigung der Mehrstimmrechte - nur bestehen, wenn hierdurch der Ausschüttungsstrom an die ehemals begünstigten Eigentümer - hier die früheren Mehrstimmrechtsaktionäre -

schrumpft. Zunächst ist zu beanstanden, dass hier sofort einseitig an prognose- und nutzenorientierte Bewertungsverfahren angeknüpft und der bestehende Methodenpluralismus (z.B. Verwendung vergleichsorientierte Verfahren) ignoriert wird. Da überdies der Ausschüttungsstrom an verschiedenen Kriterien anknüpft (Art der Rechnungslegung,

#### Seite 23:

Wirtschaftslage, Bemessung der Ausschüttungshöhe durch Aufsichtsratsvorschlag und Hauptversammlungsmehrheit, usw.) lässt sich ein evtl. Schrumpungsanteil kaum rechnerisch isolieren. Gerade bei der Abschaffung der Mehrstimmrechtsaktien waren nach der Gesetzesbegründung zu § 5 EGAktG neben dem Stimmrechtseinfluss, der sich seinerseits nicht in der Beeinflussung der Dividende erschöpfen muss, *expressis verbis* weitere Kriterien zu berücksichtigen. Hier stellt sich denn auch gleich die Frage nach Machtasymmetrien zwischen Hauptaktionär, dem einem Hauptaktionär regelmäßig geneigten - auf Entlastung und Wiederwahl hoffenden Vorstand - und der Masse der Bewertungsfachleute in Wissenschaft, Lehre und Praxis, die - Ausnahmen bestätigen die Regel - ebenfalls nicht unbedingt die Verbesserung der Rechte von Minderheitsgesellschafter im Fokus haben. Selbst unabhängige Richter sind nicht vor dem Argument gefeit, eine Zusatzbelastung der Gesellschaft zum Vorteil der Anteilseigner, die ausscheiden oder nur Minderheitsanteile haben, könnte gerade in wirtschaftliche schweren Zeiten die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens beeinträchtigen und Arbeitsplätze gefährden.

In der Literatur finden sich feste Prozentsätze als Zuschlag zum Basiszinsfuß, so Fischer und Helbling (beide zwischen 1 % und 3 %); ähnlich auch in der Judikatur. Wie aber der Vergleich mit Inflationsländern, insbesondere bei Hyperinflation wie z.B. in Argentinien, zeigt, besteht eine hohe Korrelation zwischen Fungibilitätszuschlag und Basiszinssatz, d.h. der Fungibilitätszuschlag kann mathematisch als Funktion des Basiszinssatzes und weiterer Einflussgrößen interpretiert werden. Wenn das Zinsniveau in einem Land mit galoppierender Inflationsrate (z.B. >100 %) und entsprechendem Zinsniveau (z.B. > 100 % + x %) liegt, macht die Herleitung fester Fungibilitätszuschläge keinen Sinn.

Wen *Helbling* von einem Zuschlag zum Basiszinssatz für erschwerte Verkäuflichkeit i. H. von 1 % bis 3 %) in Zeiten von Basiszinsfüßen zwischen 3 % und 7 % spricht, dann stellt dies bei einer relativen statt absoluten Betrachtungsweise eine maximale Auswirkung von rund 50 % dar.

Auch *Schmalenbach* sah eine hohe Korrelation zwischen dem "Zuschlag für Nichtmobilisierung" und dem Basiszinssatz; er schätzte diesen Zuschlag auf 50 % zum Basiszinssatz, und zwar ausdrücklich mit der Begründung, dass "man im Allgemeinen damit rechnet, dass eine nichtmobilisierte Beteiligung eine 50 % höhere Rendite als eine mobilisierte Beteiligung verlangt".

Der Fall einer extrem hohen Fungibilität bildet die untere Grenze (woraus folgt:  $f_{u_{\min}} = 0$ ). Diese untere Grenze liegt vor bei börsennotierten Anteilen, insb. beim

#### Seite 24:

Handel mit Staatsanleihen; werden aber Börsenkurse für Unternehmen bzw. Anteile von Unternehmen festgestellt, erübrigt sich insoweit eine Bewertung. Wird z.B. der Wert von nicht notierten



Stammaktien aus den Preisen für Vorzugsaktien abgeleitet, so ist zwar von einer eingeschränkten Fungibilität auszugehen, die aber dann marktmäßig nur als gering einzustufen sein wird, wenn auf leichte Weise die Börsenfähigkeit der Stammaktie erreicht werden kann. Die partiell bestehende Unähnlichkeit sollte eher durch Zu- und Abschläge bereinigt werden, als durch die Bezugnahme auf ein Vergleichsobjekt, welches eine noch größere Unähnlichkeit aufweist, wie z.B. die Bezugnahme auf eine Staatsanleihe, bei der es regelmäßig keine Marktmenge gibt.

Bei IPO's sollte man annehmen, dass im Hinblick auf die kurz bevor stehende Börsennotierung nur von einem äußerst geringen Fungibilitätszuschlag auszugehen ist, tatsächlich ergaben sich in Deutschland - ähnlich wie auch im Ausland - in den Jahren bis 2001 zum Teil erhebliche Aufschläge; auf die Gründe für das underpricing soll hier nicht eingegangen werden.

Die obere - extreme - Grenze liegt, was auch die vielfältigen empirische Studien in den USA zeigen, bei der Hälfte des Basiszinssatzes ( $b$ ). Es erscheint abwegig, eine Diskontierung der künftigen Auszahlungsüberschüsse mit einem Fungibilitätssatz vorzunehmen, der dann um einen Basiszinssatz "adjustiert" ist. Bei nutzenorientierten Bewertungsverfahren dominiert eindeutig der Basiszinssatz; erst danach folgt der Risikozuschlag, dann der Fungibilitätszuschlag. Dem Aspekt „Fungibilität“ wird über die einzelnen Jahre und einzelnen Ländern und Regionen hinweg in unterschiedlichem Maße Bedeutung zugemessen. Diesen Aspekt gilt es, durch Marktdaten zu untermauern, so dass der Bruchteil vom Basiszinssatz (hier: 0,5) ggf. anzupassen ist. Hieraus folgt:  $f_u > 0,5 \times b$ . Die obere Grenze ist anzunehmen,

- wenn die alsbaldige Weiterveräußerung des Bewertungsobjekts dringlich ist, und
- wenn es sich einseitig um einen extremen Käufermarkt d. h. um einen schlecht funktionierenden (ineffizienten) M&A-Markt handelt.

Wenn die Wahrscheinlichkeit des Eintretens einer späteren Weiterveräußerung des Bewertungsobjekts sehr gering ist (z.B. bei strategisch motivierten Akquisitionen), ist nur ein geringer Fungibilitätszuschlag anzunehmen.

Aus Vorstehendem folgt:  $0 < f_u < 0,5 \times b$ . Die konkrete Höhe des Fungibilitätszuschlags ist somit innerhalb der festgelegten Spannweite von den vorstehenden zwei Einflussfaktoren abhängig. Die Einschätzung der Dringlichkeit kann nach Maßgabe

#### Seite 25:

des Bewertungsanlasses (Kauf/Verkauf, Zugewinnausgleich, Fusion usw.) sowie nach dem Verschuldungsgrad des Bewertungsobjekts erfolgen. Die Markteffizienz kann im Zeitablauf stark schwanken.

Bezüglich der Art und des Umfangs des Fungibilitätszuschlags kann in typisierter Form vereinfachend von folgender Tabelle ausgegangen werden, wobei in diesem (stark vereinfachenden) Beispiel von einem maximalen Fungibilitätszuschlag von 50 %, eines Basiszinssatzes von 10 % und damit von einer Spannweite von 0 % bis 5 % ausgegangen wird; die Dringlichkeit wurde mit "2" und die Markteffizienz mit "3" beurteilt. Hiernach ermittelt sich der Fungibilitätszuschlag wie folgt:



Markteffizienz	v	Dringlichkeit →					
		extrem gering	sehr gering	gering	hoch	sehr hoch	extrem hoch
		1	2	3	4	5	6
extremer Verkäufermarkt	1	0,0 %	0,5 %	1,0 %	5 %	2,0 %	2,5 %
ausgeprägter Verkäufermarkt	2	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
eher Verkäufermarkt	3	1,0 %	<b>1,5 %</b>	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %
eher Käufermarkt	4	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %
ausgeprägter Käufermarkt	5	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %	4,5 %
extremer Käufermarkt	6	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %

Nach den in diesem Beispiel angenommenen Prämissen beträgt der Fungibilitätszuschlag zum Basiszinssatz 1,5 %, was zu einem Kapitalisierungszinssatz unter sonst gleichen Annahmen von 11,5 % führt. Dies bedeutet letztlich eine Reduktion von 13,1 % zum Wert vor dieser Modifikation (bei einem Ertrag von 10.000 GE ergibt sich ein Wert von 869.565 GE statt 1.000.000 GE). Die Bestimmung eines Fungibilitätszuschlags bei anderen Parametern dürfte hiernach ebenso einfach wie nachvollziehbar sein.

## 11. Fungibilitätszuschläge beim Delisting

Der **Grundgedanke** bezüglich des Fungibilitätszuschlags für Minderheitsaktionäre beim Delisting (auch als Synonym: "going private") ist, obgleich die Auswirkungen diametral entgegengesetzt sind (hier werterhöhend, beim Fungibilitätszuschlag zum Basiszinssatz wertmindernd) der gleiche wie beim Fungibilitätszuschlag für eingeschränkte Marktfähigkeit eines Unternehmensanteils: In beiden Fällen wird ein börsenfähiges Papier (Wertpapier bzw. Staatsanleihe) mit einem nicht börsenfähigen Unternehmensanteil verglichen, wobei evident ist, dass ein börsenfähiges Wertpapier gegenüber einem Unternehmensanteil, wo ein Käufer erst einmal gesucht werden muss und zusätzliche administrative Hürden bestehen (Gang zum

### Seite 26:

Notar zwecks Anteilsübertragung usw.) ceteris paribus einen (erheblich) höheren Wert hat. Dies führt unmittelbar zur Fungibilitätsausgleichspflicht bei einem Börsenrückzug und damit zum Problem der Bemessung.

Eine vollständige andere Art der (Verpflichtung zur) Berücksichtigung eines Fungibilitätszuschlages ergibt sich somit beim Börsenrückzug (Delisting) zu Gunsten der Minderheitsaktionäre. Hier geht es also nicht – wie bisher - um einen (stark) wertmindernden Zuschlag zum Basiszinssatz im Rahmen nutzenorientierter Verfahren, sondern um einen (stark) werterhöhenden Zuschlag in prozentualer

Höhe zu einem vorläufigen Gesamtwert eines Aktien- bzw. Anteilbesitzes im Sinne eines Zwischenwertes, der z.B. aus den letzten Börsenkursen errechnet wurde (also z.B. im Rahmen eines vergleichsorientierten Bewertungsansatzes), und zwar zum Ausgleich eines Nachteils zu Lasten der Minderheitsaktionäre. Zur Erläuterung: Man unterscheidet zwischen einem vollständigen und einem partiellen Delisting. Das vollständige Delisting als Totalrückzug von der Börse erfordert, dass eine Gesellschaft den Widerruf ihrer Zulassung für alle Börsensegmente und Börsenplätze beantragt. Beim partiellen Delisting gibt die Gesellschaft lediglich einzelne Börsennotierungen auf, z.B. indem sich die Gesellschaft ihrer Notierung in einem von mehreren Börsensegmenten begibt, oder die Gesellschaft in ein Marktsegment von höherer bzw. niedriger Qualität wechselt bzw. einen von mehreren Börsenplätzen aufgibt oder sich ganz an einen neuen Börsenplatz begibt.

Je nach Sichtweise wird von einem Marktfähigkeitszuschlag – aus der Sicht der dies fordernden Kleinaktionäre beim Delisting - oder von einem Marktfähigkeitsabschlag – aus der Sichtweise eines Minderheitsaktionärs -, den es nach erfolgtem Delisting wegen des geringeren Wert eines Unternehmensanteils anzugleichen gilt, gesprochen. Diese Thematik wird in den USA unter *marketability discount* bzw. *marketability surcharge* behandelt.

Gerade die Entwicklung am neuen Markt in der Phase der Jahre ab 1997 hat gezeigt, dass die bisherigen Eigentümer eines Unternehmens durch den Börsengang mit einem Preisaufschlag gegenüber den bisherigen Unternehmenswerten rechnen konnten, der zum Teil sehr erheblich war; es stellt sich die Frage, ob im umgekehrten Fall bei einem Börsenrückzug die durch den Börsengang mittels eines Preisaufschlages erkaufte Verkehrsfähigkeit durch einen Wertzuschlag für den Verlust der Börsennotierung auszugleichen ist.

Der Minderheitsaktionär erleidet durch ein Delisting einen Nachteil einfach deshalb, weil er nunmehr für seinen Anteil bzw. für einen Teil seines Anteils einen Käufer suchen muss. Hierzu im Gegensatz erleidet der Mehrheitsaktionär keinen Nachteil: Will er desinvestieren, so macht dies über die Börse regelmäßig keinen Sinn wegen der dann eintretenden Kursverlusten und Verzicht auf einen Paketzuschlag; will er nicht desinvestieren, braucht er sich nicht mehr um die strengen Börsenregeln,

#### Seite 27:

Veröffentlichungsverpflichtungen und anderen Regeln zum Schutz von Minderheitsaktionären zu kümmern.

Nachfolgendend soll der Fokus auf der *materiell-rechtlichen* Fragestellung nämlich, ob überhaupt ein Fungibilitätsausgleichanspruch besteht oder nicht und wenn ja, in welcher Höhe, gelegt werden; die *formal-rechtliche* Frage, ob ein solcher Anspruch vor oder nach Wirksamwerden des Börsenrückzugs oder im Rahmen einer Anfechtungsklage bzw. alternativ beim Spruchstellenverfahren geltend gemacht werden muss, bleibt außen vor. Der Hauptaktionär kann bereits mit 75 % des Grundkapitals, was bei großen Gesellschaften schon mit einer entsprechend niedrigeren Hauptversammlungsmehrheit erreichen kann, ein Delisting gegen die Interessenlage alle anderen

Aktionären erreichen. Insofern spricht Lutter zutreffend von der Möglichkeit, dass ein Großaktionär durch den Börsenrückzug die restlichen 25 % „einmauern“ kann.

Nach OLG München stellt die Frage der Börsenzulassung eine Strukturmaßnahme von herausragender Bedeutung für die Gesellschaft dar. Es führt insoweit aus:

*„Nach den Grundsätzen der Holzmüller-Entscheidung (BGHZ 83, 122 = NJW 1982, 1703) besteht eine ungeschriebene Zuständigkeit für Maßnahmen der Gesellschaft, die in ihrer Tragweite für die Aktionäre denjenigen entsprechen, die das Gesetz der Entscheidungskompetenz der Hauptversammlung unterstellt. Erfasst werden danach solche Entscheidungen, die in die Mitgliedschaftsrechte der Aktionäre und deren im Anteilseigentum verkörpertes Vermögensinteresse so stark eingreifen, dass der Vorstand vernünftigerweise nicht annehmen kann, er dürfe sie ausschließlich in eigener Verantwortung treffen. ... Die mit dem „Going Private“ verbundene Einschränkung der Handelbarkeit der Geschäftsanteile, die durch den Freiverkehr nicht ausgeglichen werden kann, der Wegfall von Publizitäts- und Verhaltenspflichten nach dem Börsen- und Wertpapierhandelsgesetz, wie die kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten, §§ 44 ff. BörsenG und die Ad-hoc-Publizität, § 15 WPHG, die den amtlichen oder geregelten Markt voraussetzen, tangieren massiv die wirtschaftlichen Interessen der Aktionäre. Vor allem die eingeschränkte Fungibilität der Aktien steht der ursprünglichen Investitionsentscheidung insbesondere der Minderheitsaktionäre relevant entgegen. Die Bedeutung der Handelbarkeit als Eigenschaft des Aktieneigentums liegt bei Beteiligungen an börsennotierten Aktiengesellschaften nämlich insbesondere darin, dass es den Aktionären – jedenfalls in Zeiten eines funktionierenden Kapitalmarktes – praktisch jederzeit möglich ist, die Aktien zu marktgerechten, ordnungsgemäß zustande gekommenen und staatlich überwachten Preisen veräußern zu können.“*

Bei einem partiellen Delisting ist ebenfalls von einer Strukturmaßnahme auszugehen. Der Fungibilitätszuschlag fällt dann - natürlich - geringer aus, sonst würde einer "Salami-Taktik" des Mehrheitsaktionärs Tor und Tür geöffnet.

Die Fungibilitätsausgleichspflicht beantwortet somit die Frage, inwieweit die besondere Verkehrsfähigkeit börsennotierter Aktien bei einem Börsenrückzug zu einer Entschädigungspflicht der Minderheitsaktionäre zu Lasten der Gesellschaft führt. Nicht vollständig geklärt sind die Rechtsgrundlagen sowie die Bemessung der Ausgleichshöhe.

#### Seite 28:

Als **gesetzliche Regelung** sieht lediglich § 38 Abs. 4 BörsG ein börsen-rechtliches geregeltes Delistingverfahren vor. Dieses Verfahren wird aber selten gewählt; in Praxis besteht eine Reihe umwandlungs- und formwechselnder Alternativen, welche insgesamt als „kaltes“ Delisting bezeichnet werden.

Hierzu zählen im Einzelnen:

- die formwechselnde Umwandlung in eine nichtbörsenfähige Rechtsform
- die Verschmelzung auf eine nicht börsenorientierte oder nicht börsenfähige Gesellschaft
- die neue aktienrechtliche Squeeze-out-Regelung
- die Aufspaltung in zwei oder mehr nicht börsennotierte oder börsenfähige Gesellschaften
- die Mehrheitseingliederung in eine nicht börsenorientierte Hauptgesellschaft.

Als Rechtsgrundlage bietet sich § 196 Satz 1 UmwG an, wonach Ausgleichszahlungen dafür verlangt werden können, dass Gesellschaftsanteile durch einen Formwechsel an Wert eingebüßt haben. Im Falle des Delistings haben nur die Anteile „einzelner“ Anteilsinhaber an Wert verloren, der Anteil des Mehrheitsaktionärs hat keine Wertminderung erfahren.

Der Fungibilitätszuschlag entfällt nicht bereits deshalb, wenn der Minderheitsaktionär von seinem „Abfindung-mindestens-zum-Börsenwert-Recht“ keinen Gebrauch macht, weil hierfür eine Rechtsgrundlage nicht ersichtlich ist. Entscheidend ist vielmehr darauf abzustellen, ob der Börsenkurs kurz

vor dem Stichtag (Fassung des Hauptversammlungsbeschlusses) vom Großaktionär direkt oder indirekt beeinflusst war oder nicht. Hat ein Großaktionär bereits 95 % der Anteile und verkauft von diesen 95 % nur 2 % kurz vor dem Stichtag, so ist evident, dass der Kurs hiernach sinken wird. Es besteht rechtlich kein Grundsatz, dass ein Großaktionär zusätzlich zu Lasten der Minderheitsaktionäre belohnt wird, nur weil er 75 % oder mehr der Aktien besitzt.

Die **Rechtsprechung** ist uneinheitlich.

Bereits vor über 40 Jahren hat das Bundesverfassungsgericht mit Urteil v. 7.8.1962 (Feldmühle-Entscheidung) betont, dass dem Art. 14 GG entspringende Eigentumsgrundrecht gemäß all das auszugleichen ist, was einem Minderheitsaktionär durch die Konzerierungsmaßnahme an Eigentum verloren geht.

Nach der Grundsatzentscheidung des BVerfG „DAT / Altana“ vom 27.4.1999 darf die Verkehrsfähigkeit als besondere Eigenschaft des Aktieneigentums bei der Wertbestimmung eines Unternehmensanteils nicht außer Betracht bleiben; im übrigen sei die Aktie des Minderheitsaktionärs gerade deshalb so attraktiv, weil er sein Kapital nicht auf längere Zeit bindet, sondern es ständig veräußern könne.

#### Seite 29:

Im Fall der DAT AG fand an vielen Tagen des Jahres kein Börsenhandel statt. Trotzdem normierte das Bundesverfassungsgericht, dass in einen solchermaßen gelagerten Fall dennoch vom Börsenkurs einer Aktie in der Regel auf den Verkehrswert zu schließen ist. Dieser Auffassung ist bereits deshalb zuzustimmen, weil Marktdaten gegenüber anderen Bewertungsverfahren, insbesondere aufgrund mathematischer Formeln, die eher den Focus auf die Ermittlung des „inneren Wertes“ eines Anteils legen, den Vorzug verdienen.

Es dürfte hiernach außer Frage stehen, dass derjenige, der ohne Ausgleich *unfreiwillig* Gesellschafter einer nunmehr nichtbörsennotierten Gesellschaft wird, einen rechtswidrigen Eingriff in das grundgesetzlich geschützte Eigentum erleidet.

In der Entscheidung v. 2.5.2002 hat das Landgericht Hanau den Verschmelzungsbeschluss einer Aktiengesellschaft unter Berufung auf § 243 Abs. 3 AktG aufgehoben, weil im Verschmelzungsvertrag „kein Fungibilitätsausgleich für die von dem Börsenrückzug betroffenen Kleinaktionäre festgesetzt worden war“. Letztlich läuft jegliche Argumentation für einen Fungibilitätszuschlag zu Gunsten von Minderheitsaktionären auf den einfachen Vergleich eines investitionswilligen Anleger hinaus, der bei der Wahl zwischen einem Investment in ein börsennotiertes oder in ein nicht börsennotiertes, im übrigen aber identisches Unternehmen nicht bereit sein wird, für beide Gesellschaften den gleichen Preis zu bezahlen. Dieser Investor wird sich stets für das börsennotierte Unternehmen entscheiden, weil er sich von seinem Investment ganz oder teilweise an einem organisierten Markt in kürzester Frist wieder trennen kann und der Kaufpreis prompt gezahlt wird.

In diesem Urteil hat das LG Hanau ausgeführt: *"Der Schaden der Minderheitsaktionäre liegt im Wegfall der Börsennotierung. Dies ist eine wesentliche Beeinträchtigung der Rechte der Minderheitsaktionäre, weil sie die Handelbarkeit der Aktien erheblich einschränkt und insbesondere dem*

*Aktionär die Möglichkeit nimmt, ohne weiteres festzustellen, wie hoch der Wert seiner Aktie ist. ... Diesem Schaden steht ein Sondervorteil der Großaktionärsgruppe gegenüber."* Dem ist zuzustimmen. Wenn aber der Schaden der Minderheitsaktionäre dem Sondervorteil der Großaktionärsgruppe gegenüber steht, so ist nicht nachzuvollziehen, warum der Ausgleichsverpflichtete die Gesellschaft und eben nicht die Großaktionärsgruppe sein soll, da die Gesellschaft selbst keinen Vor- oder Nachteil erleidet, sondern unverändert am Markt operativ tätig ist. Wenn also z.B. 100 Mio. Euro von der Gesellschaft - und eben nicht von der Großaktionärsgruppe - an die Minderheitsaktionäre (unterstellt 5 % Anteil), die weiterhin in der Gesellschaft verbleiben, gezahlt werden, dann vermindert sich das Barvermögen der Gesellschaft eben um diesen Betrag, was letztlich bedeutet, dass die Zahlung von 100 Mio. Euro durch die Gesellschaft bei sonst gleichen Verhältnissen zu einer entsprechenden Wertminderung der Gesellschaftsanteile - auch der Minderheitsaktionäre - führt. Erfolgt der Fungibilitätsausgleich durch die Gesellschaft, ist dieser zusätzliche Nachteil bei der Bemessung zu Gunsten der Minderheitsaktionäre zu berücksichtigen.

### Seite 30:

Es sind in der Praxis eine Reihe von Fällen bekannt geworden, wo ausdrücklich ein „Ausgleich für die fehlende Börsenfungibilität“ vereinbart worden; im einzelnen wurde ein Fungibilitätszuschlag gewährt:

- im Rahmen der Eingliederung der Computer 2000 in die nicht börsennotierte Germany AG,
- Formwechsel der Jute Spinnerei, Weberei Bremen AG in die Jute Weberei und Handels GmbH & Co KG
- im Rahmen der sog. Macrotron-Entscheidung des BGH-Urteil v. 25.11.2002, wonach das Delisting „eine beeinträchtigende Maßnahme“ darstellt,
- in der Entscheidung des Landgerichts Hanau, wonach den Minderheitsaktionären bei einem Börsenrückzug ein Fungibilitätsausgleich zu gewähren ist.

Rechtlich kann es dahingestellt bleiben, ob sich ein Fungibilitätszuschlag explizit aus dem Gesetz ergibt. Unter dem Gesichtspunkt der Ermittlung des von dem Bundesverfassungsgerichts artikulierten Ausgleich im Hinblick auf den „wahren Wert“ ist nämlich die hier gestellte Fragestellung letztlich betriebswirtschaftlich, nämlich als ein Problem der Unternehmensbewertung, zu lösen.

In der **Literatur** finden sich trotz der enormen Bedeutung von Fungibilitätszuschlägen vergleichsweise wenig Hinweise, obgleich Schmalenbach bereits 1966 das Thema „Fungibilität“ im Rahmen der Unternehmensbewertung besetzt hat. Gegen die Berücksichtigung eines Fungibilitätszuschlags hat sich insbesondere Großfeld ausgesprochen.

Populär ist derzeit der "Null-Ausgleich". Hier wird die Fungibilitätsausgleichspflicht dem Grunde nach bejaht, jedoch die Bemessung auf Null gestellt, weil - unter Verwendung eines monoistischen Bewertungsansatzes in Form eines prognose- und nutzenorientierten Verfahrens (Ertragswert- oder DCF-Verfahren) - infolge negativer Prognose künftiger Erträge, Nettoentnahmen bzw. Einzahlungsüberschüsse der Ausschüttungsstrom sich nicht verringert. Diese

## Seite 31:

Auffassung ist strikt abzulehnen, da nicht auf den künftigen Ausschüttungsstrom - typisch bei Verwendung des Kapitalwertkalküls, sondern auf die unterschiedliche Handelbarkeit des Bewertungsobjektes selbst abzustellen ist; insofern zeigt sich auch hier das vom Verfasser präferierte Substitutionsmodell dem überkommenen Investitionsmodell überlegen.

Nach Grupp ist es offensichtlich, „dass die Börsennotierung des Emittenten und die hohe Fungibilität kotierter Titel für sich bereits einen Wert darstellen“.

Nach Kruse sprechen gute Gründe für eine Barabfindungspflicht analog § 29 Abs. 1 UmwG bzw. § 320 b Abs. 1 Satz 3 AktG.

Das Hauptproblem besteht in **der Bezifferung der Höhe der durch das Delisting eingeschränkten Verkehrsfähigkeit**. Insbesondere Kleppe hält die Bezifferung des Wertes der Handelbarkeit kaum für möglich.

Nach Kruse lässt es sich „zum gegenwärtigen Zeitpunkt mangels hinreichender Erfahrung schwer beziffern, welcher wirtschaftlicher Wert der durch eine Börsennotierung erhöhten Fungibilität einer Aktie zukommt, so dass die Anerkennung eines Fungibilitätsausgleichsanspruchs gegenwärtig tatsächlich nicht „unproblematisch“ erscheint.

Das Problem der Ableitung bzw. Bemessung eines Fungibilitätszuschlages kann jedoch keinesfalls ein Grund sein, einen solchen Anspruch von vornherein zu versagen. Dies würde darauf hinauslaufen, dass z.B. in den USA bei sonst gleichen Verhältnissen bis zu 30 % und mehr als Zuschlag für die verminderte Marktfähigkeit gefordert und gezahlt werden, was im einzelnen eine Vermögensverschiebung von einigen Milliarden Dollar / Euro zu Lasten der jeweiligen Gesellschaft und Zugunsten der Minderheitsaktionäre ausmachen kann.

Mercer, eine der weltweit anerkanntesten Unternehmensbewerter beschreibt für die USA diese ungewöhnlich anmutende Bewertungsdurchführung folgendermaßen: *"In einem typischen Unternehmensbewertungs-Gutachten werden 40 bis 60 oder mehr Seiten dafür benötigt, ein vorläufiges Bewertungsergebnis zu präsentieren. Danach verwendet der Analytiker die nächsten ein bis drei Absätze dazu, eine der folgenden zwei gewagten Anpassungen vorzunehmen: 1. Falls eine Beteiligung mit Einflussmöglichkeiten auf die Geschäftsführung ("controlling interest") bewertet wird, wird eine Kontrollprämie von 40 % abgezogen oder dazugezählt. ... 2. Falls eine nicht vermarktete Minoritätsbeteiligung ("non-marketable minority interest")*

## Seite 32:

*bewertet wird, wird ein Abschlag wegen erschwelter Vermarktbarkeit von 40 % abgezogen oder dazugezählt ...".*

Bezüglich einer Bemessung des Fungibilitätszuschlages in den Delistingfällen ist anzusetzen, was die höhere Fungibilität einer Aktie einer Gesellschaft gegenüber dem nicht börsennotierten Anteil dieser Gesellschaft ausmacht.



Der Fungibilitätszuschlag ähnelt einer Put-Option aber mit dem Unterschied, dass dort ein fester Käufer und ein fester Preis garantiert werden, hingegen bei einem börsennotierten Papier der Desinvestor mit nahezu vollständiger Sicherheit davon ausgehen kann, sein Papier zu einem angemessenen Preis verkaufen zu können. Erst recht gilt dies im Fall der Betreuung einer Aktie durch einen „Designated Sponsor“, der regelmäßig für zusätzliche Liquidität sorgt.

Dieser höhere Wert resultiert letztlich aus der besonderen Verkehrsfähigkeit einer zum Börsenhandel zugelassenen Aktie, die es dem Anleger gestattet, sich praktisch „jeder Zeit“ von der Aktie wieder zu trennen. Auch hier wird Bezug genommen auf eine besondere (extrem hohe) Dringlichkeit einer Desinvestition, die bei einer Aktie im Gegensatz zu einem Gesellschaftsanteil eben zu jeder Zeit möglich ist. Unter Bezugnahme auf die im vorangegangenen Abschnitt dargelegte Tabelle, ist infolgedessen bzgl. der Dringlichkeit im Fall der Bemessung des Fungibilitätszuschlages in Delistingfällen stets von der Annahme einer extrem hohen Dringlichkeit bei dem Vergleich zwischen börsenorientierter Aktie und nicht börsenorientiertem Anteil auszugehen, weil die Realisierung der Dringlichkeit durch die Börse sicher gestellt ist.

Andererseits ist auch hier darauf abzustellen, wie die Marktverhältnisse sind, also ob ein „extremer“ Verkäufermarkt, oder eher ein „extremer“ Käufermarkt für Gesellschaftsanteile in der jeweiligen Branche vorliegt. In dieser Überlegung können auch Informationen über die Zahl der Tage einfließen, an denen vorher ein Börsenhandel bzgl. dieser Aktie überhaupt stattgefunden hat. Hier kommt es entscheidend auf die Branche an; es gab Zeiten, in denen z.B. Anteile bzw. Aktien von Gesellschaften, die im Bereich der Informationstechnologie tätig waren, stark gesucht worden; ein Jahr später sah es wieder ganz anders aus; andererseits gibt es Branchen, die über Jahre hinweg eine eher gleichmäßige Angebots- und Nachfragesituation aufweisen, beispielsweise im Bereich der Stromerzeuger (EVU's).

Die Zahlen in der nachfolgenden Tabelle beziehen sich als Basis auf den Anteil am Gesellschaftsvermögen ohne Berücksichtigung eines Fungibilitätszuschlages. Da dieser Zuschlag maximal 50 % ergeben kann, ergibt sich – soweit von der Betriebswirtschaftslehre keine anderen empirischen Erhebungen vorgenommen wurden – folgende Anhaltswerte, die es gilt, künftig schrittweise zu verfeinern:

Seite 33:

<b>Markteffizienz</b>	<b>Rang</b>	<b>Fungibilitätszuschlag</b>
Extremer Verkäufermarkt	1	25 %
Ausgeprägter Verkäufermarkt	2	30 %
Eher Verkäufermarkt	3	35 %
Eher Käufermarkt	4	40 %
Ausgeprägter Käufermarkt	5	45 %
Extremer Käufermarkt	6	50 %

Solange empirische Daten, die noch auf die jeweilige Region herunter gezogen werden können, nicht vorliegen, muss es bei einer groben Abschätzung des Fungibilitätszuschlages im Falle des Delistings



bleiben. Die Schwierigkeit einer Berechnung oder Ermittlung rechtfertigt keinesfalls die Einstellung eines Bewerbers, man könne auf den Ansatz dieser Adjustierungsvariable vollständig verzichten. Die Verwendung komplizierter Formeln in dem hier angesprochenen Bereich spiegelt allenfalls eine Scheingenaugigkeit wieder und führt letztlich zur mangelnden Akzeptanz bei den Bewertungsadressaten.

Als **Resumée** ergibt sich eine Fungibilitätsausgleichspflicht zu Gunsten eines Minderheitsaktionärs zu Lasten der Gesellschaft; es ergibt sich keine Fungibilitätsausgleichspflicht weder zu Lasten noch zu Gunsten eines Mehrheitsaktionärs, der selbst den Börsenrückzug herbeigeführt hat.

Die Betriebswirtschaftslehre ist im übrigen aufgerufen, überzeugende Modelle zu entwickeln und empirische Erhebungen zur Berechnung des genauen Wertes der Fungibilität einer Aktie vorzunehmen.

Zu klären ist auch, ob und inwieweit der Wert einer Fungibilität im Falle des Delistings von der Menge der überhaupt zum Börsenhandel zugelassenen Aktien abhängt.

Die Betriebswirtschaftslehre müsste künftig in den speziellen Fällen des Delistings ergänzende Aussagen darüber machen, ob bei einer andauernde Unterbewertung einer Aktie sich der Fungibilitätszuschlag oder (alternativ) die Basis, auf den der Fungibilitätszuschlag zu beziehen ist, verändert (d.h. sich erhöht), um methodisch zutreffend argumentieren und vorgehen zu können.

## 12. Zusammenfassung

Infolge der eingeschränkten Ähnlichkeit zwischen einem (Anteil an einem) Unternehmen als Bewertungsobjekt und einer börsenfähigen Staatsanleihe als Vergleichsobjekt darf im Rahmen nutzenorientierter Bewertungsverfahren die unterschiedliche

### Seite 34:

Fungibilität der beiden Eigentumsarten nicht außer Ansatz belassen werden. Der Ansatz eines (wertmindernden) Fungibilitätszuschlags zum Basiszinssatz wäre im Rahmen der Ertragswertverfahren (insbesondere der sog. Phasenmethode) bzw. der DCF-Verfahren, methodisch richtig; international durchgesetzt hat sich aber ein Wertabschlag am Ende der Bewertungsdurchführung als *dicount for lack of marketability*.

Die *Dringlichkeit* des Verkäufers, zu verkaufen, und das Vorhandensein bzw. Nicht-Vorhandensein eines möglichst lebhaften Markts für den Handel mit Gesellschaftsanteilen (*Markteffizienz*) sind die beiden dominanten Einflussfaktoren zur Bemessung der eingeschränkten oder gar fehlenden Marktfähigkeit von Eigentum an einem Unternehmen. Solange für Deutschland keine Studien zur Höhe der erforderlichen Wertabschläge vorliegen, sind auf die Ergebnisse der zahlreichen international bzw. branchenmäßig breit angelegten Studien abzustellen. Zahlreiche Untersuchungen in den USA führten letztlich zu Wertabschlägen um 35 %, teilweise sogar weit über 50 % des Berechnungsergebnisses infolge Berücksichtigung der unterschiedlichen Fungibilität.

Es ist zu befürchten, dass auch hier der nationale Sonderweg auf die mangelnde Akzeptanz der unter Vernachlässigung der eingeschränkten oder gar mangelnden Fungibilität ermittelten Ertragswerte im internationalen Bereich stoßen wird, wenn diese Lücke nicht geschlossen wird. Es bleibt dann nur zu hoffen, dass die höchstrichterliche Rechtsprechung sich in einer Grundsatzentscheidung dieser Thematik im Hinblick auf die aufgezeigten bedeutsamen Auswirkungen widmen wird.

Der Nachteil der eingeschränkten Vermarktbarkeit nicht notierter Stammaktien kann nicht infolge unzureichender Datenbasis unterbleiben, weil es dann an der erforderlichen Ähnlichkeit von Vergleichsobjekt zu Bewertungsobjekt mangelt. Das Argument der dann vorliegenden unzureichenden Äquivalenz gilt unabhängig davon, ob die Wertableitung von Kursen börsennotierter Vorzugsaktien derselben Gesellschaft oder von börsennotierten Aktien ähnlicher Gesellschaften oder von börsennotierten Staatsanleihen im Rahmen nutzenorientierter Verfahren erfolgt.

Die Nichtberücksichtigung der unterschiedlichen Fungibilität zwischen Bewertungs- und Vergleichsobjekt stellt auch für den Bereich der Besteuerung einen nicht akzeptierbaren Kunstfehler dar. In besonderem Maß gilt dies für die Bewertung von Anteilen an Gesellschaften im Gegensatz zum Gesamtwert eines Unternehmens sowie bei Vorliegen von Aktienbindungsverträgen.