

Leseprobe zu



Fleischer/Hüttemann (Hrsg.)  
**Rechtshandbuch Unternehmensbewertung**

2015, 1248 Seiten, Handbuch, 16 x 24cm  
ISBN 978-3-504-45560-6

179,00 €

# Erster Teil Einführung

## § 1 Unternehmensbewertung als Rechtsproblem

	Rz.		Rz.
<b>I. Bewertung von Unternehmen als Gegenstand der Wirtschaftswissenschaft</b> .....	1	e) Quotaler Unternehmenswert oder Anteilswert .....	40
<b>II. „Rechtsgebundene“ Unternehmensbewertung als juristische Aufgabe</b> .....	5	f) Bewertung zum Börsenkurs .....	41
<b>III. Rechtliche Bewertungsanlässe</b>		4. Zusammenfassung .....	43
1. Gesellschafts-, Umwandlungs- und Kapitalmarktrecht .....	9	<b>V. Wertermittlung als Tatsachefeststellung</b>	
2. Familien- und Erbrecht .....	14	1. Schwierigkeiten der Wertermittlung .....	44
3. Bilanz- und Steuerrecht .....	17	2. Wertermittlung durch Schätzung	
4. Weitere Bewertungsanlässe ....	20	a) Zulässigkeit einer Schätzung	45
<b>IV. Bewertungsziel als Rechtsfrage</b>		b) Richterliches Schätzungs- ermessen .....	46
1. „Normwert“ als Bewertungsvorgabe .....	25	3. Beauftragung von Sachverständigen .....	50
2. Abfindung ausscheidender Gesellschafter als Beispiel		4. Zur Eignung einzelner Bewertungsverfahren	
a) § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB als Ausgangspunkt .....	26	a) Ertragswert- und DCF-Methoden .....	52
b) „Angemessene“ Barabfindung ausscheidender Aktionäre (§ 305 Abs. 3 Satz 2 AktG) .....	28	b) Substanzwert und Mischverfahren .....	57
c) Verfassungsrechtliche Vorgaben für die Abfindungsbemessung (Art. 14 Abs. 1 GG) .....	29	c) „Marktorientierte“ Bewertungsansätze .....	59
d) Zwischenergebnis .....	31	d) Börsenkurse und gezahlte Kaufpreise .....	62
3. Überblick über rechtliche Bewertungsvorgaben		e) Auswahl der Bewertungsmethode .....	65
a) Normorientierung .....	32	f) Methodenänderungen und „Rückwirkung“ .....	66
b) Stichtagsprinzip .....	33	5. Zusammenfassung .....	67
c) Bewertung des „Unternehmens als Einheit“ .....	36	<b>VI. Unternehmensbewertung und Verfahrensrecht</b>	
d) Liquidationswert als Wertuntergrenze .....	38	1. Kein einheitliches Verfahrensrecht .....	68
		2. Spruchverfahren .....	69
		3. Streitiges Verfahren .....	71
		4. Schiedsgericht und Schiedsgutachten .....	72
		5. Steuerverfahren .....	74

	Rz.		Rz.
<b>VII. Ausblick</b>		2. Internationale Unternehmens-	
1. Vom „theoretisch richtigen		bewertung . . . . .	77
Wert“ zur Bandbreite „vertret-		3. Reform der rechtlichen Bewer-	
barer“ Werte . . . . .	75	tungsvorgaben? . . . . .	78

**Schrifttum:** *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007; *Ballwieser*, Unternehmensbewertung durch Rückgriff auf Marktdaten, in Heintzen/Kruschwitz (Hrsg.), Unternehmen bewerten, 2003, S. 13; *Brähler*, Der Wertmaßstab der Unternehmensbewertung nach § 738 BGB, WPg 2008, 209; *Brösel/Karami*, Der Börsenkurs in der Rechtsprechung: Zum Spannungsverhältnis zwischen Minderheitenschutz und Rechtssicherheit – Anmerkungen zum Stollwerck-Beschluss vom 19.07.2010, WPg 2011, 418; *Bungert*, Rückwirkende Anwendung von Methodenänderungen bei der Unternehmensbewertung, WPg 2008, 811; *Bungert/Wettich*, Vorgaben aus Karlsruhe zum Referenzzeitraum des Börsenwerts für die Abfindung bei Strukturmaßnahmen, BB 2010, 2230; *Bungert/Wettich*, Die zunehmende Bedeutung des Börsenkurses bei Strukturmaßnahmen im Wandel der Rechtsprechung, FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 157; *Decher*, Wege zu einem praktikablen und rechtssicheren Spruchverfahren, FS Maier-Reimer, 2010, 57; *Drukarczyk/Schüler*, Unternehmensbewertung, 6. Aufl. 2009; *Fleischer*, Die Barabfindung außenstehender Aktionäre nach den §§ 305 und 320b AktG: Stand-alone-Prinzip oder Verbundberücksichtigungsprinzip?, ZGR 1997, 368; *Fleischer*, Rechtsfragen der Unternehmensbewertung bei geschlossenen Kapitalgesellschaften – Minderheitsabschlag, Fungibilitätsabschlag, Abschlag für Schlüsselpersonen, ZIP 2012, 1633; *Fleischer*, Zu Bewertungsabschlägen bei der Anteilsbewertung im deutschen GmbH-Recht und im US-amerikanischen Recht der *close corporation*, FS Hommelhoff, 2012, 223; *Fleischer*, Die Behandlung des Fungibilitätsrisikos bei der Abfindung außenstehender Aktionäre (§§ 305, 320b AktG), FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 331; *Fleischer*, Unternehmensbewertung bei aktienrechtlichen Abfindungsansprüchen: Bestandsaufnahme und Reformperspektiven im Lichte der Rechtsvergleichung, AG 2014, 97; *Fleischer/Schneider*, Der Liquidationswert als Untergrenze der Unternehmensbewertung bei gesellschaftsrechtlichen Abfindungsansprüchen, DStR 2013, 1736; *Großfeld*, Bewertung von Anteilen an Unternehmen, JZ 1981, 641 ff.; *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl. 2012; *Großfeld*, Europäische Unternehmensbewertung, NZG 2002, 353; *Großfeld*, Globale Unternehmen bewerten, in Heintzen/Kruschwitz (Hrsg.), Unternehmen bewerten, 2003, S. 101; *Großfeld*, Interkulturelle Unternehmensbewertung, FS Yamauchi, 2006, S. 123; *Hachmeister/Ruthardt/Eitel*, Unternehmensbewertung im Spiegel der neueren gesellschaftsrechtlichen Rechtsprechung – Aktuelle Entwicklungen 2010 – 2012, WPg 2013, 762; *Hachmeister/Ruthardt/Lampenius*, Unternehmensbewertung im Spiegel der neueren gesellschaftsrechtlichen Rechtsprechung – Bewertungsverfahren, Ertragsprognose, Basiszinssatz und Wachstumsabschlag, WPg 2011, 519; *Hachmeister/Ruthardt/Lampenius*, Unternehmensbewertung im Spiegel der neueren gesellschaftsrechtlichen Rechtsprechung – Berücksichtigung des Risikos, Risikozuschlags und persönlicher Steuern, WPg 2011, 829; *Henselmann/Munkert/Winkler/Schrenker*, 20 Jahre Spruchverfahren – Empirische Ergebnisse zur Abfindungserhöhung in Abhängigkeit vom Antragsteller und von den Bewertungsobjekten, WPg 2013, 1206; *Hüttemann*, Unternehmensbewertung als Rechtsproblem, ZHR 162 (1998), 563; *Hüttemann*, Neuere Entwicklungen bei der Unternehmensbewertung im Gesellschaftsrecht, StbJb. 2000/2001, 2001, 385; *Hüttemann*, Börsenkurs und Unternehmensbewertung, ZGR 2001, 454; *Hüttemann*, Rechtsfragen der Unternehmensbewertung, in Heintzen/Kruschwitz (Hrsg.), Unternehmen bewerten, 2003, S. 151; *Hüttemann*, Rechtliche Vorgaben für ein Bewertungskonzept, WPg 2007, 812; *Hüttemann*, Stichtagsprinzip und Wertaufhellung, FS Priester, 2007, S. 301; *Hüttemann*, Zur „Rückwirkung“ geänderter Bewertungsstandards im Spruchverfahren, WPg 2008, 822; *Hüttemann*, Vorbelastungshaftung, Vorbelastungsbilanz und Unternehmensbewertung, FS Huber, 2006, S. 757; *Hüttemann*, Überschuldung, Überschuldungsbilanz und Unternehmensbewertung, FS K. Schmidt, 2009, S. 761; *Hüttemann*, Die

angemessene Barabfindung im Aktienrecht, FS Hoffmann-Becking 2013, S. 603; *Hüttemann*, Richterliche Unternehmensbewertung zwischen Rechts- und Tatfragen, FS Schilken, 2015, S. 319; *Krause*, Die Entdeckung des Marktes durch die Rechtsprechung bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung im Rahmen aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen, FS Hopt, 2010, S. 1005; *Kuhner/Maltry*, Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2012; *Lauber*, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327a ff. AktG, 2014; *Luttermann*, Zum Börsenkurs als gesellschaftsrechtliche Bewertungsgrundlage – Die Maßgeblichkeit des Marktpreises im Zivil- und Steuerrecht, ZIP 1999, 45; *Luttermann*, Zur Rechtspraxis internationaler Unternehmensbewertung bei der Publikums-Aktiengesellschaft, NZG 2007, 611; *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, 4. Aufl. 2013; *Meilicke*, Die Barabfindung für den ausgeschlossenen und ausscheidungsberechtigten Minderheitskapitalgesellschafter, 1975; *Meinert*, Neuere Entwicklungen in der Unternehmensbewertung (Teil I), DB 2011, 2397; *Mertens*, Zur Geltung des Stand-alone-Prinzips für die Unternehmensbewertung bei der Zusammenführung von Unternehmen, AG 1992, 326; *Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 1983; *W. Müller*, Der Wert der Unternehmung, JuS 1973, 603 ff.; *W. Müller*, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, FS Westermann, 2000, S. 705; *W. Müller*, Anteilswert oder anteiliger Unternehmenswert? Zur Frage der Barabfindung bei der kapitalmarktorientierten Aktiengesellschaft, FS Röhrich, 2005, S. 1015; *Olbrich/Rapp*, Zur Berücksichtigung des Börsenkurses bei der Unternehmensbewertung zum Zweck der Abfindungsbemessung, DStR 2010, 2005; *Olbrich/Rapp*, Wider die Anwendung der DVFA-Empfehlungen in der gerichtlichen Bewertungspraxis, CFB 2012, 233; *Olzen*, Das Verhältnis von Richtern und Sachverständigen im Zivilprozess unter besonderer Berücksichtigung des Grundsatzes der freien Beweiswürdigung, ZZZ 93 (1980), 66; *Paulsen*, Rezeption wissenschaftlicher Thesen durch die Gerichte, WPg 2007, 823; *Piltz*, Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl. 1994; *Piltz*, Unternehmensbewertung und Börsenkurs im aktienrechtlichen Spruchstellenverfahren, ZGR 2001, 187; *Peemöller* (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl. 2012; *Riegger/Wasmann*, Das Stichtagsprinzip in der Unternehmensbewertung, FS Goette, 2011, S. 433; *Ruthardt/Hachmeister*, Das Stichtagsprinzip in der Unternehmensbewertung, WPg 2012, 451; *Ruthardt/Hachmeister*, Unternehmensplanung und (optimales) Unternehmenskonzept in der Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung, DB 2013, 2666; *Schmalenbach*, Die Werte von Anlagen und Unternehmungen in der Schätzungstechnik, ZfhF 1918, 1; *Schön*, Der Aktionär im Verfassungsrecht, FS Ulmer, 2003, S. 1359; *Schülke*, IDW-Standards und Unternehmensrecht, 2014; *Schwetzel/Aders/Adolff*, Zur Anwendung der DVFA Best-Practice-Empfehlungen in der gerichtlichen Abfindungspraxis, CFB 2012, 237; *Schulze-Osterloh*, Unternehmenskauf und Unternehmensbewertung aus rechtswissenschaftlicher Sicht, in Heintzen/Kruschwitz (Hrsg.), Unternehmen bewerten, 2003, S. 175; *Seetzen*, Unternehmensbewertung im Spruchstellenverfahren, WPg 1991, 166; *Seetzen*, Spruchverfahren und Unternehmensbewertung im Wandel, WM 1999, 565; *Sieben*, Der Entscheidungswert in der Funktionenlehre der Unternehmensbewertung, BFuP 28 (1976), 491; *Steinhauer*, Der Börsenpreis als Bewertungsgrundlage für den Abfindungsanspruch von Aktionären, AG 1999, 299; *Stilz*, Börsenkurs und Verkehrswert – Besprechung der Entscheidung BGH ZIP 2001, 734, ZGR 2001, 875; *Stilz*, Die Anwendung der Business Judgment Rule auf die Feststellung des Unternehmenswerts bei Verschmelzungen, FS Mailänder, 2006, S. 423; *Stilz*, Unternehmensbewertung und angemessene Barabfindung – Zur vorrangigen Maßgeblichkeit des Börsenkurses, FS Goette, 2011, S. 529; *Tonner*, Zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses bei der Bewertung des Anteilseigentums – Konsequenzen aus der Rechtsprechung des BVerfG, FS K. Schmidt, 2009, S. 1581; *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 2008; *Wollny*, Der objektivierte Unternehmenswert, 2. Aufl. 2010; WP-Handbuch 2014, Bd. II.

## I. Bewertung von Unternehmen als Gegenstand der Wirtschaftswissenschaft

- 1 Wer den Erwerb eines Unternehmens erwägt, wird fragen, was er höchstens bezahlen darf, ohne einen Nachteil zu erleiden. Auch ein potentieller Verkäufer überlegt, wieviel er mindestens erhalten muss, um sich ohne Verlust von seinem Unternehmen zu trennen. Die gesuchten Entscheidungswerte<sup>1</sup> können jeweils nur durch einen Vergleich des Unternehmens mit alternativen Investitionsobjekten ermittelt werden. Bewerten heißt also vergleichen.<sup>2</sup> Auch außerhalb von Unternehmenstransaktionen sind vergleichende Bewertungen erforderlich, wenn etwa im Rahmen einer „wertorientierten Unternehmensführung“ nach Strategien gesucht wird, wie der Gesamtwert der Unternehmung langfristig gesteigert werden kann.<sup>3</sup> Unternehmenswerte dienen also vor allem der **Vorbereitung wirtschaftlicher Entscheidungen** und bilden daher einen **Gegenstand der Wirtschaftswissenschaft**. Es sind deshalb vor allem Ökonomen, die den theoretischen Diskurs über Wertbegriffe und Bewertungsmethoden dominiert haben und in der Praxis (insbesondere als Wirtschaftsprüfer und Finanzanalysten) mit der Durchführung von Unternehmensbewertungen befasst sind.
- 2 Die **betriebswirtschaftlichen Wertkonzeptionen** und Anschauungen darüber, wie Unternehmenswerte zu ermitteln sind, haben sich im Zeitablauf gewandelt (zur betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie eingehend *Böcking/Rauschenberg*, § 2 Rz. 6 ff.).<sup>4</sup> Während in den 1950er Jahren noch ein „objektives“ Wertverständnis vorherrschte, das Unternehmen (zumeist unter Betonung des Substanzwertes) einen allgemein gültigen „objektiven“ Wert beilegte, setzte sich in den 1960er Jahren die Auffassung durch, dass Unternehmenswerte stets **subjektiver Natur** sind, weil der Nutzwert von den konkreten Zielen abhängt, die die Unternehmenseigner verfolgen.<sup>5</sup> Die Subjektivierung des Bewertungsproblems<sup>6</sup> hatte nicht nur Rückwirkungen auf die Bewertungsmethode (Vor-

---

1 Zu Entscheidungswerten und zur Entscheidungsfunktion der Unternehmensbewertung s. nur *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, S. 133 ff.; *Moxter*, Grundsätze, S. 9, 13.

2 So treffend *Moxter*, Grundsätze, S. 121.

3 Zur Unternehmensbewertung als Instrument einer „wertorientierten Unternehmensführung“ vgl. die Hinweise bei *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, S. 61 ff.; ferner zur „wertorientierten Steuerung“ *Drukarczyk/Schüler*, Unternehmensbewertung, S. 419 ff.

4 Für einen Überblick über die Dogmengeschichte der Bewertungskonventionen s. *Kuhner/Maltry*, Unternehmensbewertung, S. 53 ff.; *Drukarczyk/Schüler*, Unternehmensbewertung S. 87 ff.; *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, S. 14 ff.; *Henselmann* in Peemöller, Praxishandbuch, S. 93 ff.

5 Zur Eignerbezogenheit von Unternehmenswerten nur *Moxter*, Grundsätze, S. 23.

6 Wegweisend *Schmalenbach*, ZfH 1918, 1: „Alle die eine Wirtschaftsanlage kaufen oder sich in irgend einer Form an ihr beteiligen wollen, und alle die eine Wirtschaftsanlage verkaufen wollen, werden, wenn sie wirtschaftlich denken, von dem Gedanken beherrscht: Was kann diese Anlage in Zukunft an Gewinn bringen.“ Für weitere Nachweise zur subjektiven Bewertungslehre vgl. *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, S. 18 ff.

dringen des Ertragswertverfahrens), sondern bereitete zugleich die Grundlage für den Siegeszug der **funktionalen Bewertungslehre** in den 1970er Jahre:<sup>1</sup> Wenn Unternehmenswerte subjektbezogen sind, muss sich auch die Auswahl der Bewertungsmethode nach dem konkreten Bewertungszweck richten, weil ein rein käuferbezogener „Grenzpreis“ auf anderen Annahmen beruht als ein „Schiedswert“, der die Interessen aller Beteiligten angemessen berücksichtigt. Seit den 80er Jahren haben verstärkt **kapitalmarktorientierte Bewertungsansätze** Einzug in die Unternehmensbewertung gehalten und zu einem weiteren Paradigmenwechsel geführt.<sup>2</sup> Das Unternehmen wird nicht länger nur aus dem Blickwinkel einer bestimmten Person, sondern „extern“ aus der Perspektive des Kapitalmarktes bewertet. Eine Folge ist, dass verstärkt Aktienkurse und Multiplikatoren als Bewertungsparameter herangezogen werden.<sup>3</sup> Darüber hinaus sind die ertragsabhängigen Bewertungsverfahren durch kapitalmarkttheoretische Überlegungen ergänzt worden. Ein Beispiel ist die Ableitung von Risikozuschlägen auf der Basis des CAPM.<sup>4</sup>

Paradigmenwechsel in der Bewertungstheorie wirken sich immer erst mit einer gewissen Zeitverzögerung auf die **Bewertungspraxis** aus (zur historischen Entwicklung der berufsständischen Bewertungspraxis näher *Jonas*, § 3 Rz. 7 ff.). Dies ist nicht nur dem Umstand geschuldet, dass sich „neue“ theoretische Erkenntnisse zunächst im wissenschaftlichen Wettstreit durchsetzen müssen, bevor sie im Rahmen der Aus- und Weiterbildung an die Berufsträger weitergegeben werden. Eine große Rolle spielt auch das berufsständische Umfeld. In Deutschland wird die Praxis der Unternehmensbewertung weitgehend vom Berufsstand der Wirtschaftsprüfer dominiert, so dass dem (privatrechtlich organisierten) **Institut der Wirtschaftsprüfer e.V. (IDW)** eine herausgehobene Stellung bei der Fortentwicklung der Bewertungspraxis zufällt.<sup>5</sup> Das IDW erarbeitet im Rahmen der Facharbeit Empfehlungen und Stellungnahmen, die sich als „fachliche Regeln“ an die Angehörigen des Berufsstandes richten.<sup>6</sup> Im Bereich der Unternehmensbewertung ist dies der **IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1)** i.d.F. 2008.<sup>7</sup> Diese „Standardisierung“ der Bewertungspraxis hat zwar den Vorteil einer gewissen

1 Grundlegend *Sieben*, BFuP 1976, 491 ff.; weitere Hinweise bei *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, S. 22 ff.

2 Zum Einfluss „marktorientierter“ Bewertungsverfahren s. *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, S. 26 ff.; *Ballwieser* in Heintzen/Kruschwitz, Unternehmen bewerten, S. 13 ff.

3 Beispielhaft die „Best-Practice-Empfehlungen“ des DVFA-Arbeitskreises „Corporate Transactions and Valuation“, CFB 2012, 43; s. dazu auch die Kritik von *Olbrich/Rapp*, CFB 2012, 233 und die Erwiderung von *Schwetzer/Aders/Adolff*, CFB 2012, 237.

4 Vgl. dazu etwa *Drukarczyk/Schüler*, Unternehmensbewertung, S. 55 ff.; *Kuhner/Maltry*, Unternehmensbewertung, S. 154 ff.

5 Eingehend dazu *Schülke*, IDW-Standards und Unternehmensbewertung, S. 49 ff.

6 Die Einhaltung der berufsständischen Standards hat nicht nur eine haftungsrechtliche Bedeutung, sondern ist auch durch § 43 WPO vorgegeben.

7 IDW S 1 (2008), WPg-Supplement 3/2008, S. 68.

Filterung neuer fachwissenschaftlicher Erkenntnisse und kann zu einer sinnvollen Vereinheitlichung der Bewertungsmaßstäbe und -methoden beitragen.<sup>1</sup> Der notwendige Abstimmungsprozess innerhalb der Gremien des IDW vergrößert aber auch den „time lag“ bis zur Umsetzung von Erkenntnisfortschritten in die Praxis und kann bei stichtagsbezogenen Änderungen der Bewertungsstandards (dazu auch unten Rz. 66) zu Akzeptanzproblemen führen.<sup>2</sup>

- 4 Fragt man angesichts des beständigen Wandels der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre und -praxis nach einer „Konstante“, so ist vor allem auf die Annahme hinzuweisen, dass bei der Lösung des Bewertungsproblems **lediglich „finanzielle“ Ziele berücksichtigt werden**.<sup>3</sup> Diese Beschränkung ist zwar aus theoretischer Sicht nicht zwingend, weil ein subjektiv verstandenes Ertragswertkalkül durchaus für nichtfinanzielle Nutzenbestandteile Raum lässt.<sup>4</sup> Die Beschränkung auf finanzielle Vorteile ist aber ein wichtiger Beitrag zur Komplexitätsreduktion:<sup>5</sup> Sie erlaubt nicht nur eine „eindimensionale“ Betrachtung, weil finanzielle und nichtfinanzielle Zielsetzungen nicht gegeneinander abgewogen werden müssen, sondern erspart zugleich die Überführung nichtfinanzieller Nutzenbestandteile in „monetäre“ Größen. Man mag diese Bewertungskonvention – ebenso wie die Annahme rational handelnder Bewertungssubjekte – auch in den Erfahrungssatz kleiden, dass potentielle Käufer und Verkäufer – so bereits *Schmalenbach* – „wirtschaftlich denken“.<sup>6</sup> Dass so ermittelte „Werte“ von tatsächlich beobachteten „Preisen“, die auch von nichtfinanziellen Motiven und Irrationalitäten der handelnden Akteure beeinflusst sind, abweichen werden, liegt auf der Hand.

## II. „Rechtsgebundene“ Unternehmensbewertung als juristische Aufgabe

- 5 Unternehmensbewertung ist nicht nur ein Instrument zur Vorbereitung wirtschaftlich sinnvoller Entscheidungen, sondern wird zum „Rechtsproblem“, wenn die **Rechtsanwendung die Feststellung von Unternehmenswerten erfordert**.

---

1 Auf diesen Gesichtspunkt hinweisend OLG Stuttgart v. 24.7.2013 – 20 W 2/12, AG 2013, 840 (841).

2 Vgl. zum Streit über die „rückwirkende“ Anwendung von „neuen“ IDW-Standards zuletzt OLG Karlsruhe v. 30.4.2013 – 12 W 5/12, AG 2013, 765; Überblick über den Meinungsstand bei *Großfeld*, *Recht der Unternehmensbewertung*, Rz. 215 ff.; *Bunger*, *WPg* 2008, 811; *Hüttemann*, *WPg* 2008, 822.

3 Beispielhaft *WP-Handbuch* 2014, Bd. II, Rz. A 5: „Unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele bestimmt sich der Wert eines Unternehmens durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Netto-Zuflüsse an die Unternehmenseigner“.

4 Zutreffend *Matschke/Brösel*, *Unternehmensbewertung*, S. 172.

5 Ebenso *Matschke/Brösel*, *Unternehmensbewertung*, S. 173 f.

6 *Schmalenbach*, *ZfH* 1918, 1.

**dert.**<sup>1</sup> Die Rechtsordnung kennt zahlreiche Anlässe, in denen Unternehmen von Rechts wegen bewertet werden müssen (vgl. unten Rz. 11 ff.). Man denke nur an die Ermittlung der gesetzlich geschuldeten Abfindung ausscheidender Gesellschafter oder die Bewertung eines im Nachlass befindlichen Unternehmens für Zwecke des Pflichtteils- oder des Erbschaftsteuerrechts. Anders als z.B. bei Unternehmenskäufen findet die Bewertung hier nicht im „rechtsfreien Raum“ betriebswirtschaftlicher Überzeugungen statt, sondern die Beteiligten sind an rechtliche Vorgaben gebunden. Können sich z.B. die Gesellschafter einer OHG nicht über die Höhe der Abfindung eines ausscheidenden Gesellschafters einigen, muss notfalls **der Richter die gesetzlich geschuldete Abfindung unter Berücksichtigung des Unternehmenswerts verbindlich festlegen.** Die „rechtsgebundene“ Unternehmensbewertung<sup>2</sup> ist mithin eine juristische Aufgabe und somit „Teil der Jurisprudenz“.<sup>3</sup>

Die Feststellung von Unternehmenswerten im rechtlichen Kontext ist **keine bloße Tatsachenfrage**, die der Richter mangels eigener Sachkunde einfach dem Sachverständigen (z.B. einem Wirtschaftsprüfer) überlassen kann.<sup>4</sup> Ein derartiges Vorgehen wäre nur zulässig, wenn Unternehmenswerte – im Sinne der überholten „objektiven“ Bewertungslehre – eine für jedermann gültige Größe darstellen würden, die dem „Unternehmen an sich“<sup>5</sup> anhaften. Wie die subjektive Bewertungslehre gezeigt hat, gibt es aber nicht den „einen“ Unternehmenswert, sondern der Bewertungszweck bestimmt die Bewertungsmethodik (s. oben Rz. 2). Dieser Einsicht kann sich der Richter auch nicht dadurch entziehen, dass er für die rechtsgebundene Bewertung auf einen „wahren“ oder „wirklichen“ Unternehmenswert abstellt. Zwar ist die in der Rechtsprechung schon früh gebräuchliche Formel vom „**wahren Wert**“<sup>6</sup> bzw. „**wirklichen Wert des lebenden Unternehmens als Einheit**“<sup>7</sup> grundsätzlich geeignet, um bestimmte von vornherein unbrauchbare Werte – wie z.B. die auf historischen

- 1 Zur Unternehmensbewertung als „Rechtsproblem“ s. aus dem neueren rechtswissenschaftlichen Schrifttum vor allem *Adolff*, Unternehmensbewertung, 2007; *Fleischer*, ZGR 1997, 368; *Fleischer*, ZIP 2012, 1633; *Fleischer*, AG 2014, 97; *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz. 1 ff.; *Hüttemann*, ZHR 162 (1998), 563; *Hüttemann*, WPg 2007, 812; *Lauber*, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327a ff. AktG, 2014; aus dem älteren Schrifttum s. etwa *W. Müller*, JuS 1973, 603 ff.; *Großfeld*, JZ 1981, 641 ff.; *Meilicke*, Die Barabfindung für den ausgeschlossenen und ausscheidungsberechtigten Minderheitskapitalgesellschafter, 1975; *Meincke*, Das Recht der Nachbewertung im BGB, 1973; *Piltz*, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 1994.
- 2 *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 4 spricht von „rechtsgeleiteter“ Unternehmensbewertung; ähnlich *Fleischer*, ZGR 1997, 368, 375: „Normprägung“.
- 3 So prägnant *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz. 1.
- 4 Dazu nur *Fleischer*, ZIP 2012, 1633 (1642); *Hüttemann*, WPg 2007, 812 (813).
- 5 Zur Wechselbeziehung von objektiver Wertlehre und der Lehre vom „Unternehmen an sich“ instruktiv *Kuhner/Maltry*, Unternehmensbewertung, S. 54.
- 6 Siehe bereits RG v. 13.11.1908 – VII 590/07, Warn. 1909 Nr. 138; RG v. 5.11.1918 – Rep. II 243/18, RGZ 94, 106 (108); RG v. 22.12.1922 – II 621/22, RGZ 106, 128 (132); BGH v. 21.4.1955 – II ZR 227/53, BGHZ 17, 130 (136).
- 7 So BGH v. 30.3.1967 – II ZR 141/64, NJW 1967, 1464; BGH v. 24.9.1984 – II ZR 256/83, GmbHR 1985, 113 = WM 1984, 1506.



Anschaffungskosten beruhenden Buchwerte in der Handels- oder Steuerbilanz – aus der Betrachtung auszuschneiden.<sup>1</sup> Sie erweist sich im Übrigen aber als Leerformel, weil sie die entscheidende Frage nicht adressiert: **Aus welcher Perspektive soll das Unternehmen als Ganzes von Rechts wegen bewertet werden?** Übertragen auf die Abfindung des ausscheidenden Gesellschafters ist also zu fragen:<sup>2</sup> Soll es für die Höhe der gesetzlichen Abfindung eines ausscheidenden Gesellschafters darauf ankommen, was das Unternehmen ihm wert ist, oder kommt es entscheidend auf die Wertvorstellungen der verbleibenden Gesellschafter an? Ist eine Abfindung angemessen, die als fiktiver Einigungswert aus den subjektiven Wertvorstellungen beider Gesellschaftergruppen abgeleitet wird, oder hat der Richter das Unternehmen vom Standpunkt eines gedachten dritten Erwerbers – also am Maßstab eines fiktiven Veräußerungspreises – zu bewerten? Es liegt auf der Hand, dass sich je nach Perspektive andere Unternehmenswerte ergeben werden, so dass der Richter diese Frage nicht offen lassen darf (s. näher unten Rz. 30 ff.).

- 7 Welche Bewertungsperspektive von Rechts wegen einzunehmen ist, lässt sich nicht für alle Bewertungsanlässe einheitlich beantworten, sondern ist im **jeweiligen Normkontext durch Auslegung zu entscheiden**. Die Verfasser des BGB hielten zwar eine gesetzliche Vorschrift zur Wertbestimmung für entbehrlich, weil – so heißt es in den Materialien zum Allgemeinen Teil<sup>3</sup> – „der Begriff des Werthes [...] an sich für das Privatrecht gegeben und im Allgemeinen auch nicht zweifelhaft sei.“ Sie dachten dabei offenbar an den „gemeinen Wert“ im Sinne des Verkehrswertes,<sup>4</sup> der aber – wie die abweichenden Sonderregelungen in §§ 1376 Abs. 4, 1515 Abs. 4, 2049, 2312 BGB betreffend die Bewertung von Landgütern mit dem Ertragswert zeigen – nicht ausnahmslos zur Anwendung kommen sollte. Auch beim Schadensersatz für eine Sache sollte nach der – später als „entbehrlich“<sup>5</sup> gestrichenen – Vorschrift des § 220E I nicht der „gemeine Verkehrswert“ sondern ein „außerordentlicher Werth“ (also ein nach den besonderen Verhältnisse des Geschädigten zu ermittelnder Wert) maßgebend sein.<sup>6</sup> Im steuerlichen Bewertungsrecht stellt der „gemeine Wert“ nach § 9 Abs. 2 BewG schon immer den Regelwert dar, wenn besondere Bewertungsvorgaben fehlen. Er wird „durch den Preis bestimmt, der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach der Beschaffenheit des Wirtschaftsguts bei einer Veräußerung zu erzielen wäre.“ Diese gesetzliche Definition erinnert an den „objektiven“ Wert, den die betriebswirtschaftliche Bewertungslehre längst aufgegeben

1 Vgl. nur RG v. 13.11.1908 – VII 590/07, Warn. 1909 Nr. 138: „[...] nicht zu dem zu niedrigeren Buchwerte“; ähnlich auch BGH v. 24.9.1984 – II ZR 256/83, GmbHR 1985, 113 = WM 1984, 1506: „[...] entspricht nicht dem Ergebnis der Addition der Buchwerte“.

2 Dazu eingehend etwa *Fleischer*, ZGR 1997, 368 (378 ff.); *Hüttemann*, ZHR 162 (1998), 563 (573 ff.); *Hüttemann* in FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 603 (606 ff.).

3 *Mugdan*, Bd. III, S. 17.

4 Siehe nur *Meincke*, Das Recht der Nachbewertung im BGB, 1973, S. 187 ff.

5 Vgl. *Jakobs/Schubert*, Die Beratung des BGB, Bd. II, Recht der Schuldverhältnisse I, 1978, S. 98.

6 Zur Subjektbezogenheit des Schadensbegriffs vgl. nur *Piltz*, Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, S. 104.

hat (vgl. oben Rz. 2). Der „gemeine Wert“ lässt sich aber auch vor dem Hintergrund der subjektiven Bewertungstheorie einordnen, wenn man das Unternehmen aus der Perspektive eines „typischen“ gedachten Erwerbers bewertet. Ein so verstandener gemeiner Wert ist kein „objektiver“, sondern ein **„objektivierter“ Wert**, der ausgehend von bestimmten Annahmen über die **Ziele eines typisierten gedachten Erwerbers** ermittelt wird.<sup>1</sup> Ein solcher „Wert“ entspricht einem potentiellen „Preis“, zu dem eine Transaktion zustande kommen könnte.<sup>2</sup> In diese Richtung zielt auch die Aussage des BFH, bei der Feststellung des „gemeinen Wertes“ müsse ein „möglicher Käufer unterstellt werden“.<sup>3</sup> Gerade das Steuerrecht ist als Massenfallrecht<sup>4</sup> schon aus Gründen der Gleichbehandlung und Verwaltungsvereinfachung auf derartige Typisierungen und Objektivierungen angewiesen. Ob dieses Wertverständnis auch für andere rechtliche Bewertungsanlässe passt, ist im jeweiligen Normzusammenhang zu entscheiden.

Wie ein Blick auf die Entwicklung der Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung zeigt, ist **das Bewusstsein für die rechtliche Dimension des Bewertungsproblems in den letzten Jahrzehnten deutlich gewachsen**.<sup>8</sup> Viele Jahrzehnte haben sich die Gerichte in bewertungsrelevanten Rechtsstreitigkeiten auf die einfach klingende Formel vom „wirklichen“ Wert zurückgezogen und die Schätzung dieses Wertes mehr oder weniger allein in die Hände der Sachverständigen gelegt. So hat der BGH noch im Jahr 1978 festgestellt, es unterliege „dem pflichtgemäßen Urteil der mit der Bewertung befassten Fachleute, unter den in der Betriebswirtschaftslehre und der betriebswirtschaftlichen Praxis vertretenen Verfahren das im Einzelfall geeignet erscheinende auszuwählen“.<sup>5</sup> In den letzten 30 Jahren hat die gerichtliche Kontrolldichte erheblich zugenommen. Dies belegen nicht nur der Umfang aktueller Entscheidungen im Spruchverfahren,<sup>6</sup> sondern auch die Intensität, mit der sich die Gerichte heute mit Einzelfragen der Bewertungsmethodik (u.a. Ertragsprognose und Planungsrechnungen, Berücksichtigung persönlicher Steuern, Kapitalisierungszinssatz einschließlich Risikozuschläge nach CAPM, Plausibilisierung anhand von Börsenkursen) auseinandersetzen.<sup>7</sup>

1 Vgl. dazu *Hüttemann*, ZHR 162 (1998), 563 (574 ff.); zum Unterschied zwischen objektiven und „objektivierten“ Unternehmenswerten s. auch *Wollny*, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 28 ff.

2 Zum Verhältnis von Wert und Preis vgl. *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, S. 6 f.

3 BFH v. 29.4.1987 – X R 2/80, BStBl. II 1987, 769 (771).

4 Dazu nur *Isensee*, Die typisierende Verwaltung, 1975, S. 52.

5 BGH v. 13.3.1978 – II ZR 142/76, WM 1978, 401 (405).

6 Siehe nur den 141 Randziffern langen Beschluss des OLG Stuttgart v. 5.11.2013 – 20 W 4/12, AG 2014, 291 = NZG 2014, 140.

7 Beispielhaft OLG Stuttgart v. 24.7.2013 – 20 W 2/12, AG 2013, 840; für einen Überblick über die neuere Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung vgl. *Hachmeister/Ruthardt/Lampenius*, WPg 2011, 519; *Hachmeister/Ruthardt/Lampenius*, WPg 2011, 829; *Hachmeister/Ruthardt/Eitel*, WPg 2013, 762.

### III. Rechtliche Bewertungsanlässe

#### 1. Gesellschafts-, Umwandlungs- und Kapitalmarktrecht

- 9 Im Gesellschafts-, Umwandlungs- und Kapitalmarktrecht gibt es naturgemäß besonders viele Anlässe, in denen Unternehmensbewertungen von Rechts wegen vorzunehmen sind. Die älteste Regelung dieser Art findet sich in § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB, der die **Abfindung ausscheidender Personengeschafter** bei der Gesellschaft bürgerlichen Rechts regelt und über §§ 105 Abs. 3, 161 Abs. 2 HGB auch für Fälle des Ausscheidens aus einer OHG und KG gilt (zur Unternehmensbewertung bei Personengesellschaften eingehend *Fleischer*, § 22 Rz. 9 ff.).<sup>1</sup> Danach ist dem ausscheidenden Gesellschafter „dasjenige zu zahlen, was er bei der Auseinandersetzung erhalten würde, wenn die Gesellschaft zur Zeit seines Ausscheidens aufgelöst worden wäre“. Die gesetzlich geschuldete Abfindung ist also auf der Basis einer hypothetischen Liquidation der Gesellschaft (nicht des Unternehmens) zu bestimmen (dazu näher unten Rz. 26). Diese gesetzliche Vorgabe<sup>2</sup> gilt nach gefestigter Rechtsprechung<sup>3</sup> entsprechend für **GmbH-Gesellschafter**, deren Anteil eingezogen wird oder die aus wichtigem Grund ausscheiden bzw. ausgeschlossen werden (zur Unternehmensbewertung im GmbH-Recht vgl. *Fleischer*, § 22 Rz. 10). Der gesetzliche Abfindungsanspruch wird zwar regelmäßig im Gesellschaftsvertrag durch Abfindungsklauseln abbedungen, um die Liquidität der Gesellschaft zu schonen und klare Berechnungsmaßstäbe festzulegen. Gleichwohl behält der gesetzliche Abfindungsanspruch auch in diesen Fällen seine Bedeutung, denn die Wirksamkeit solcher Abfindungsklauseln beurteilt sich u.a. nach dem Abstand zwischen vertraglicher und gesetzlicher Abfindung.<sup>4</sup>
- 10 Die Vorschrift des § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB war gesetzgeberisches Vorbild<sup>5</sup> für § 305 Abs. 2 Nr. 2 und 3 AktG, der die Pflicht zur Gewährung einer **angemessenen Barabfindung an ausscheidende Minderheitsaktionäre** im Fall des **Abchlusses eines Gewinnabführungs- oder Beherrschungsvertrages mit einer Aktiengesellschaft** regelt, sofern den Minderheitsaktionären nicht Aktien des anderen Vertragsteils anzubieten sind. Die angemessene Barabfindung muss nach § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG „die Verhältnisse im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen“ (zur Unternehmensbewertung im Aktien- und Konzernrecht vgl. eingehend *Adolff*, § 19).

1 Entsprechendes gilt bei der sog. atypischen stillen Gesellschaft, vgl. BGH v. 13.4.1995 – II ZR 132/94, WM 1995, 1277.

2 Missverständlich daher WP-Handbuch 2014, Bd. II, Rz. A 13, wo § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB den „Bewertungen auf vertraglicher Grundlage“ zugeordnet wird. Zwar beruht das Gesellschaftsverhältnis – wie die Beteiligung des Aktionärs – auf einer vertraglichen Grundlage, § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB ist aber eine (in bestimmten Grenzen disponible) gesetzliche Bewertungsvorgabe.

3 Siehe nur BGH v. 16.12.1991 – II ZR 58/91, BGHZ 116, 359 (370 f.) = GmbHR 1992, 257.

4 Zur Inhaltskontrolle von Abfindungsklauseln vgl. BGH v. 16.12.1991 – II ZR 58/91, BGHZ 116, 359 = GmbHR 1992, 257; BGH v. 20.9.1993 – II ZR 104/92, BGHZ 123, 281.

5 Dazu näher *Hüttemann*, ZHR 162 (1998), 563 (578 f.).

Eine Barabfindungspflicht ist darüber hinaus bei der **Eingliederung** (§ 320b Abs. 1 Satz 3 AktG) sowie beim Ausschluss von Minderheitsaktionären (**Squeeze-out**) nach Aktienrecht (§ 327a Abs. 1 Satz 1 AktG), Übernahmerecht (§ 39a Abs. 1 Satz 1 WpÜG) und Umwandlungsrecht (§ 62 Abs. 5 UmwG) vorgesehen. Ein Barabfindungsanspruch besteht auch bei **Gründung oder Verlegung einer SE** (§§ 7, 12 SEAG) sowie im **Umwandlungsrecht** (dazu eingehend *Bungert*, § 20), und zwar bei Umwandlungen mit einem Rechtsträger anderer Rechtsform im Fall der Verschmelzung durch Aufnahme (§ 29 Abs. 1 UmwG) oder Neugründung (§ 36 Abs. 1 Satz 1 UmwG), bei der Auf- und Abspaltung (§ 125 Satz 1 UmwG) sowie bei der Umwandlung durch Übertragung des Vermögens (§ 174 UmwG). Barabfindungspflichten finden sich ferner im Übernahmerecht (hierzu *Winner*, § 21) bei öffentlichen **Übernahmeangeboten** (§ 31 WpÜG). Schließlich hat die Rechtsprechung über die gesetzlich geregelten Fälle hinaus noch bei weiteren Sachverhalten eine Barabfindungspflicht statuiert, so z.B. bei der **übertragenden Auflösung** nach § 179a AktG.<sup>1</sup> Abweichend von einer früheren Rechtsprechung<sup>2</sup> halten BVerfG<sup>3</sup> und BGH<sup>4</sup> eine Barabfindung beim **Delisting** nicht mehr für erforderlich (vgl. näher *Adolff*, § 16 Rz. 16).

Neben der Barabfindung kennt das Aktienrecht auch die Möglichkeit, dem Minderheitsaktionär bei **Abschluss eines Gewinnabführungs- oder Beherrschungsvertrages** als Ersatz für den Verlust der wirtschaftlichen Eigenständigkeit seiner Gesellschaft einen **festen Ausgleich** zu gewähren (§ 304 Abs. 2 Satz 2 AktG). Diese wiederkehrende Geldzahlung ist nach der bisherigen Ertragslage und den Ertragsaussichten der Gesellschaft zu bemessen, wobei insbesondere die Wertäquivalenz von Barabfindung und festem Ausgleich<sup>5</sup> nicht unumstritten ist (dazu näher *Adolff*, § 19 Rz. 20 ff.).

Während bei der Barabfindung und beim festen Ausgleich nur die wirtschaftlichen Verhältnisse der jeweiligen Gesellschaft betroffen sind und deshalb nur ein einziges Unternehmen zu bewerten ist, erfordert die **Ermittlung der angemessenen Umtauschrelation** insbesondere in Umwandlungsfällen eine Bewertung der Unternehmen beider beteiligten Rechtsträger (s. näher *Bungert*, § 20 Rz. 10). Ein solches Umtauschverhältnis ist vor allem bei der **Verschmelzung** (§ 5 Nr. 3 UmwG) und der **Auf- und Abspaltung** (§ 126 Nr. 3 UmwG) zu bestimmen. Aber auch außerhalb des Umwandlungsrechts bedarf es beim **variablen Ausgleich** bzw. bei der **Abfindung in Aktien im Fall des Abschlusses eines Gewinnabführungs- oder Beherrschungsvertrages**, bei der **Eingliederung** (§ 320b AktG) sowie bei der **Gründung einer SE** (§§ 6, 11 SEAG) der Festlegung eines Umtauschverhältnisses. Da in diesen Fällen stets zwei Unternehmen verglei-

1 Dazu BVerfG v. 23.8.2000 – 1 BvR 68/95, 1 BvR 147/97, AG 2001, 42 = ZIP 2000, 1670.

2 Zur früheren Rechtsprechung vgl. BGH v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47 = AG 2003, 273.

3 BVerfG v. 11.7.2012 – 1 BvR 3142/07, 1 BvR 1569/08, BVerfGE 132, 99 = AG 2012, 557.

4 BGH v. 8.10.2013 – II ZB 26/12, AG 2013, 877.

5 Dazu eingehend *Lauber*, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327a ff. AktG, S. 145 ff.

chend zu bewerten sind, stellen sich hier zusätzliche Fragen in Bezug auf die Vergleichbarkeit der Bewertungsmethoden (dazu *Bungert*, § 20 Rz. 24).

- 13 Unternehmensbewertungen sind im gesellschaftsrechtlichen Kontext ferner erforderlich, wenn Unternehmen im Rahmen der Gründung oder einer späteren Kapitalerhöhung als **Sacheinlage in eine Kapitalgesellschaft eingebracht werden** (§§ 5 Abs. 4, 9 und 56 GmbHG, §§ 27, 36a, 183 und 255 Abs. 2 AktG). Entsprechendes gilt, wenn das Gesellschaftsvermögen im **Rahmen der Auseinandersetzung** einer Personen- oder Kapitalgesellschaft nicht versilbert wird, sondern ein Gesellschafter das Gesellschaftsunternehmen oder einen Unternehmensteil unter Anrechnung auf seine Liquidationsquote in Natur übernimmt. Auch bei der Ermittlung einer **Vorbelastungshaftung** kann nach der Rechtsprechung des BGH eine Unternehmensbewertung erforderlich werden, wenn im Rahmen der Aufnahme der wirtschaftlichen Tätigkeit vor Eintragung bereits ein „Unternehmen“ geschaffen worden ist.<sup>1</sup>

## 2. Familien- und Erbrecht

- 14 Im **Familienrecht** kommen Unternehmensbewertungen (dazu näher *Born*, § 23) vor allem im Bereich des **ehgüterrechtlichen Zugewinnausgleichs** vor, wenn zum Anfangs- oder Endvermögen eines Ehegatten ein Unternehmen oder eine freiberufliche Praxis gehört (§§ 1374 ff. BGB)<sup>2</sup> oder ein Unternehmen als anzurechnender Vorausempfang gewährt worden ist (§ 1380 Abs. 2 BGB). Eine Unternehmensbewertung kann auch bei der **Auseinandersetzung der Gütergemeinschaft** (§§ 1471 ff. BGB) erforderlich werden, wenn z.B. ein Ehegatte unter Ersatz des Wertes ein Unternehmen aus der Gütergemeinschaft übernimmt (§ 1477 Abs. 2 BGB).<sup>3</sup>
- 15 Das **Erbrecht** (dazu näher *Lange*, § 24) kennt verschiedene Fälle, in denen eine Unternehmensbewertung erforderlich ist. Zu denken ist etwa an eine **Teilungsanordnung**, durch die der Erblasser ein zum Nachlass gehörendes Unternehmen einem Miterben zuwendet (§ 2048 BGB). Hier ist – wenn die Höhe der Ausgleichspflicht nicht testamentarisch bestimmt ist – eine Bewertung des Unternehmens erforderlich. Das Gleiche gilt im **Pflichtteilsrecht**, wenn ein Unternehmen zum Nachlass gehört und der Wert des gesetzlichen Erbteils berechnet werden muss (§ 2303 BGB).
- 16 Bemerkenswert ist, dass der Gesetzgeber im Familien- und Erbrecht **besondere Bewertungsvorschriften für land- und forstwirtschaftliche Betriebe** („Landgut“) vorgesehen hat. Solche Betriebe sind nach §§ 1376 Abs. 4, 1515 Abs. 4, 2049, 2312 BGB mit dem „Ertragswert“ zu bewerten, der regelmäßig unter dem „gemeinen Wert“ (Verkehrswert der Grundstücke) liegen wird. Mit dieser – agrarpolitisch gerechtfertigten<sup>4</sup> – Regelung soll verhindert werden, dass z.B. der den

1 BGH v. 9.11.1998 – II ZR 190/97, BGHZ 140, 35 = GmbHR 1999, 31 = AG 1999, 122; dazu *Hüttemann* in FS Huber, 2006, S. 757.

2 Zuletzt BGH v. 6.11.2013 – XII ZB 434/12, NJW 2014, 294.

3 Vgl. BGH v. 7.5.1986 – IVb ZR 42/85, FamRZ 1986, 776.

4 Zur verfassungsrechtlichen Zulässigkeit vgl. BVerfG v. 16.10.1984 – 1 BvL 17/80, BVerfGE 67, 348 (367).

Betrieb fortführende Erbe mangels ausreichender Liquidität zum Verkauf gezwungen wird, um den Pflichtteilsberechtigten auszubezahlen.

### 3. Bilanz- und Steuerrecht

Das Bilanzrecht ist ein weiteres Rechtsgebiet, in dem Unternehmensbewertungen von Rechts wegen erforderlich sind (vgl. näher *Leverkus*, § 25). Zwar gilt im Handelsbilanzrecht der Grundsatz der Einzelbewertung, d.h. es findet gerade keine Gesamtbewertung des Unternehmens statt, so dass ein selbst geschaffener „originärer“ Geschäfts- und Firmenwert schon mangels Einzelbewertungsfähigkeit nicht aktiviert werden darf. Allerdings besteht für einen **entgeltlich erworbenen „derivativen“ Geschäfts- oder Firmenwert** eine Aktivierungspflicht (§ 246 Abs. 1 Satz 4 HGB) sowie – neben der Pflicht zur planmäßigen Abschreibung (§ 253 Abs. 3 Satz 1 HGB) – auch eine Pflicht zur außerplanmäßigen Abschreibung bei einer voraussichtlich dauernden Wertminderung (§ 253 Abs. 3 Satz 3 HGB). Weitere Fälle, in denen eine Unternehmensbewertung im Rahmen der Folgebewertung unverzichtbar ist, sind außerplanmäßige Abschreibungen auf **Unternehmensbeteiligungen** nach § 253 Abs. 3 Satz 3 HGB. Auch die Internationalen Rechnungslegungsstandards (IAS/IFRS) machen bei bestimmten Bilanzierungssachverhalten eine Unternehmensbewertung erforderlich, z.B. für die jährliche Werthaltigkeitsprüfung („*impairment-test*“) bei einem entgeltlich erworbenen Goodwill (IAS 36).

Das Steuerrecht gehört zu den Rechtsgebieten mit der längsten Erfahrung mit rechtsgebundenen Unternehmensbewertungen, denn zahlreiche Steuertatbestände knüpfen an Unternehmenswerte an<sup>1</sup>. In der steuerrechtlichen Gewinnermittlung für Zwecke der Einkommen-, Gewerbe- und Körperschaftsteuer (dazu *Kohl*, § 26) ist – ebenso wie im Handelsbilanzrecht – eine Unternehmensbewertung zunächst bei der **Folgebewertung von entgeltlich erworbenen Geschäfts- und Firmenwerten sowie von Unternehmensbeteiligungen** erforderlich (zur Abschreibung auf den niedrigeren Teilwert vgl. § 6 Abs. 1 Nr. 1 und 2 EStG). Ferner ordnet das Einkommensteuerrecht an verschiedenen Stellen ausdrücklich eine Bewertung von Vermögensgegenständen mit dem „gemeinen Wert“ an, z.B. bei Sachspenden (§ 10b Abs. 3 EStG) und einer Betriebsaufgabe (§ 16 Abs. 3 EStG). Darüber hinaus macht der steuerrechtliche Fremdvergleich bei Geschäften zwischen Gesellschafter und Kapitalgesellschaft Unternehmensbewertungen erforderlich, z.B. bei der Prüfung verdeckter Gewinnausschüttungen und verdeckter Einlagen (§ 8 Abs. 3 KStG) oder bei der von der Rechtsprechung geforderten Angemessenheitsprüfung hinsichtlich der **Gewinnverteilung in Familienpersonengesellschaften**.<sup>2</sup>

Die meisten steuerlich veranlassenden Unternehmensbewertungen finden allerdings im Bereich der **Erbschaft- und Schenkungsteuer** statt (dazu *Kohl*, § 26), wenn Unternehmen oder Unternehmensteile von Todes wegen (§ 3 ErbStG) oder durch Schenkung unter Lebenden (§ 7 ErbStG) auf einen anderen Rechts-

<sup>1</sup> Eingehend *Krumm*, Steuerliche Bewertung als Rechtsproblem, 2014.

<sup>2</sup> Vgl. nur BFH v. 29.5.1972 – GrS 4/71, BStBl. II 1973, 5; BFH v. 19.2.2009 – IV R 83/06, BStBl. II 2009, 798 = GmbHR 2009, 672.

träger übergehen oder zum Vermögen einer Familienstiftung gehören (§ 1 Abs. 1 Nr. 4 ErbStG). Die praktische Bedeutung des Bewertungsproblems für das Steuerrecht wird daran deutlich, dass der Steuergesetzgeber bereits 1925<sup>1</sup> für alle bewertungsabhängigen Steuern (dazu gehören neben der Erbschaft- und Schenkungsteuer noch die Grund- und Grunderwerbsteuer sowie die seit 1997 in Deutschland nicht mehr erhobene Vermögensteuer) mit dem Bewertungsgesetz (BewG) ein **steuerartenübergreifendes Bewertungsrecht** geschaffen hat. Das BewG enthält nicht nur eine allgemeine Definition des „gemeinen Werts“ (§ 9 Abs. 2 BewG) und besondere Bewertungsvorschriften für die Bewertung von Unternehmensanteilen (§ 11 BewG) und Betriebsvermögen (§§ 95 ff. BewG), sondern seit 2009 auch ein **vereinfachtes Bewertungsverfahren für die Bewertung nicht notierter Anteile an Kapitalgesellschaften und von Betriebsvermögen** (§§ 199 ff. BewG). Diese Vorschriften gelten über die Verweisung in § 12 ErbStG auch für die erbschaftsteuerrechtliche Bewertung von nachlasszugehörigen Unternehmen und Unternehmensanteilen.

#### 4. Weitere Bewertungsanlässe

- 20 Bei **Unternehmenskäufen** kann – wenn das gesetzliche Gewährleistungsrecht nicht ohnehin abbedungen worden ist – eine Unternehmensbewertung im Zusammenhang mit einer Minderung (§§ 437 Nr. 2, 441 BGB) erforderlich werden.<sup>2</sup> Ferner ist an die Berechnung eines Vermögensschadens bei „betriebsbezogenen“ **deliktischen Eingriffen in den eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb** zu denken (§ 823 Abs. 1 BGB). Auch im Bereicherungsrecht kann eine Unternehmensbewertung geboten sein, wenn ein **rechtsgrundloser Unternehmenserwerb** – z.B. infolge zwischenzeitlicher Umstrukturierungen durch den Bereicherungsschuldner – nicht mehr in Natur rückabgewickelt werden kann, so dass Wertersatz in Geld nach § 818 Abs. 2 BGB zu leisten ist.<sup>3</sup>
- 21 Im Rahmen der insolvenzrechtlichen **Überschuldungsprüfung** nach § 19 Abs. 2 InsO kann eine Unternehmensbewertung erforderlich werden, wenn zum Vermögen des Gemeinschuldners ein (noch) „lebensfähiges“ Unternehmen mit einem Geschäftswert gehört, da die rein vergangenheitsorientierten Handelsbilanzwerte grundsätzlich nicht für eine Überschuldungsprüfung geeignet sind.<sup>4</sup>
- 22 Nach Art. 14 Abs. 3 GG ist eine Enteignung zum Wohl der Allgemeinheit entschädigungspflichtig. Die **Höhe der Enteignungsentschädigung** ist unter gerechter Abwägung der Interessen der Allgemeinheit und der Beteiligten zu bestimmen.<sup>5</sup> Dabei steht allerdings der Verlust des Grundbesitzes im Vordergrund, der bei gewerblich genutzten Grundstücken als „Folgeschäden“ (vgl.

1 Gesetz v. 18.8.1925, RGBl. I 1925, 214.

2 Dazu *Schulze-Osterloh* in Heintzen/Kruschwitz, Unternehmen bewerten, S. 175.

3 Beispielhaft BGH v. 5.7.2006 – VIII ZR 172/05, BGHZ 168, 220.

4 Vgl. etwa BGH v. 8.3.2012 – IX ZR 102/11, WM 2012, 665; ferner *Hüttemann* in FS K. Schmidt, 2009, S. 761.

5 Dazu BVerfG v. 26.10.1977 – 1 BvL 9/72, BVerfGE 46, 268 (285).

§ 96 BauGB) auch Kosten der Betriebsverlegung umfassen kann.<sup>1</sup> Ein „Unternehmenswert“ kann in diesem Zusammenhang jedoch als Obergrenze der Entschädigung von Bedeutung sein.<sup>2</sup>

Im **Kosten- und Gebührenrecht** kann eine Unternehmensbewertung notwendig werden, wenn z.B. der Gegenstandswert eines Rechtsstreits über ein Unternehmen oder Unternehmensanteil ermittelt werden muss.<sup>3</sup> 23

Die vorstehende Aufzählung nennt nur die wichtigsten Anlässe für rechtsgebundene Unternehmensbewertungen und hat folglich **keinen abschließenden Charakter**.<sup>4</sup> 24

#### IV. Bewertungsziel als Rechtsfrage

##### 1. „Normwert“ als Bewertungsvorgabe

Die Frage nach dem „Normwert“, also die **Ermittlung der gesetzlichen Bewertungsvorgabe**, bildet den Ausgangspunkt für jede „Unternehmensbewertung im Rechtssinne“. Sofern ausdrückliche Bewertungsvorschriften fehlen, ist durch Auslegung zu entscheiden, aus welcher Perspektive und unter welchen Annahmen das Unternehmen zu bewerten ist. Dafür kommt neben Wortlaut, Systematik und Entstehungsgeschichte vor allem dem Zweck der Regelung eine wesentliche Bedeutung zu. Welche Gesichtspunkte insoweit zu beachten sind, soll im Weiteren beispielhaft für Abfindungsansprüche ausscheidender Gesellschafter aufgezeigt werden. 25

##### 2. Abfindung ausscheidender Gesellschafter als Beispiel

###### a) § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB als Ausgangspunkt

Nach § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB ist dem ausscheidenden Gesellschafter „dasjenige zu zahlen, was er bei der Auseinandersetzung erhalten würde, wenn die Gesellschaft im Zeitpunkt seines Ausscheidens aufgelöst worden wäre“. Die Abfindung ist also nach dem **Anteil des Ausscheidenden in einer fiktiven Liquidation der Gesellschaft** – nicht des Unternehmens als Sachgesamtheit – zu bemessen. Dieser Bewertungsmaßstab lässt sich mit dem Gedanken rechtfertigen, dass das Ausscheiden eines Gesellschafters gegen Abfindung nur eine abgekürzte Form der „Auseinandersetzung“ der Gesellschaft darstellt, die den Interessen aller Beteiligten gerecht wird: Ein Ausscheiden gegen Abfindung erspart den verbleibenden Gesellschaftern eine „reale“ Liquidation der Gesellschaft mit anschließender Neugründung, gleichzeitig wird über den Ab- 26

1 Siehe BGH v. 8.2.1971 – III ZR 65/70, BGHZ 55, 294.

2 Vgl. *Aust/Jacobs/Pasternak*, Die Enteignungsentschädigung, 6. Aufl. 2007, Rz. 758 ff.

3 Zum Geschäftswert eines Gesellschaftsanteils s. BGH v. 23.10.2013 – V ZB 190/12, juris; BGH v. 17.4.1975 – III ZR 171/72, NJW 1975, 1471.

4 Vgl. weitere Übersichten zu rechtlichen Bewertungsanlässen bei *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz. 47 ff.; *Piltz*, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, S. 65 ff.; *Wollny*, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 48 ff.



findungsanspruch das vermögensrechtliche Interesse des Ausscheidenden gewahrt.<sup>1</sup> Für die Unternehmensbewertung im Abfindungsfall folgt aus § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB, dass das Unternehmen aus der Perspektive eines gedachten „markttypischen“ Unternehmenskäufers in der Liquidation zu bewerten ist (Liquidationshypothese).<sup>2</sup> Die Abfindung ist also keine „Entschädigung“, die sich allein nach dem subjektiven Grenzpreis des Ausscheidenden richtet, und es geht auch nicht um einen „Schiedswert“, der aus den Grenzpreisen der Beteiligten abzuleiten ist.<sup>3</sup> Entscheidend ist vielmehr die Wertung, dass in der Liquidation jeder Gesellschafter das Recht hat, „**auf die vorteilhafteste Verwertung des Gesellschaftsvermögens zu drängen**“.<sup>4</sup> Ohnehin geht den Ausscheidenden die Fortführung der Gesellschaft durch die verbleibenden Gesellschafter nichts mehr an,<sup>5</sup> so dass deren Grenzpreise nicht die Obergrenze der Abfindung darstellen können.

- 27 Übersetzt man die Liquidationshypothese in die Sprache der Bewertungslehre, ist das Unternehmen also aus der Perspektive eines gedachten Erwerbers zu bestimmen. Dies entspricht der Formel des BGH, maßgebend sei der „**Preis, der bei einem Verkauf des Unternehmens als Einheit erzielt würde**“.<sup>6</sup> Aus der Bewertungsvorgabe des § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB – Abfindung als fiktiver Liquidationsanteil – folgt darüber hinaus, dass stets ein „quotaler“ Unternehmenswert und nicht der Wert des Gesellschaftsanteils des Ausscheidenden zu ermitteln ist.<sup>7</sup> Da unterschiedliche Herrschaftsrechte in der Liquidation bedeutungslos sind (vgl. §§ 145 ff. HGB), verbieten sich auch Zu- oder Abschläge für Mehrheits- bzw. Minderheitsbeteiligungen.<sup>8</sup> Ferner ist von der wirtschaftlich vorteilhaftesten Verwertung des Gesellschaftsvermögens auszugehen,<sup>9</sup> so dass ein Liquidations- oder Zerschlagungswert stets – und ganz unabhängig von der Fortführungsabsicht der verbleibenden Gesellschafter – die Wertuntergrenze bildet, weil sich dann eine Unternehmensfortführung „nicht lohnt“.<sup>10</sup> Für andere Be-

1 Näher *Hüttemann* in FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 603 (608).

2 Eingehend *Hüttemann*, ZHR 162 (1998), 563 (576); ebenso *Piltz*, Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, S. 69, zustimmend *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 366; *Brähler*, WPg 2008, 209 (210); *Wollny*, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 44.

3 A.A. *Neuhaus*, Unternehmensbewertung und Abfindung, 1990, S. 96.

4 So bereits RG v. 13.11.1908 – VII 590/07, Warn. 1909 Nr. 138; RG v. 22.12.1922 – II 621/22, RGZ 106, 128 (132); BGH v. 30.3.1967 – II ZR 141/64, NJW 1967, 1464.

5 Ebenso *Flume*, Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts, Erster Teil, Die Personengesellschaft, 1977, S. 170.

6 BGH v. 21.4.1955 – II ZR 227/53, BGHZ 17, 130 (136); BGH v. 24.9.1984 – II ZR 256/83, GmbHR 1985, 113 = WM 1984, 1506.

7 Siehe nur *Hüttemann*, WPg 2007, 812 (815).

8 *Hüttemann* in Heintzen/Kruschwitz, Unternehmen bewerten, S. 151, 155; *Hüttemann*, WPg 2007, 812 (815); im Ergebnis auch *Fleischer*, ZIP 2012, 1633 (1641).

9 Vgl. RG v. 13.11.1908 – VII 590/07, Warn. 1909 Nr. 138; RG v. 22.12.1922 – II 621/22, RGZ 106, 128 (132); BGH v. 21.4.1955 – II ZR 227/53, BGHZ 17, 130 (133); BGH v. 30.3.1967 – II ZR 141/64, NJW 1967, 1464; BayObLG v. 31.5.1995 – 3Z BR 67/89, GmbHR 1995, 662 = AG 1995, 509.

10 Siehe nur *Hüttemann*, ZHR 162 (1998), 563 (585); im Ergebnis auch *Fleischer/Schneider*, DStR 2013, 1736 (1743).

wertungsaspekte – z.B. die künftige Unternehmensstrategie und die Abgrenzung des betriebsnotwendigen Vermögens – ist von „**markttypischen**“ **Annahmen über die Person des gedachten Erwerbers** auszugehen.<sup>1</sup>

**b) „Angemessene“ Barabfindung ausscheidender Aktionäre (§ 305 Abs. 3 Satz 2 AktG)**

Während § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB ausdrücklich auf eine fiktive Liquidation verweist, haben ausscheidende Minderheitsaktionäre nach § 305 Abs. 1 und 3 Satz 2 AktG Anspruch auf eine „**angemessene**“ **Barabfindung**, die „die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Vertrag“ berücksichtigt (dazu näher *Adolff*, § 19). In Rechtsprechung und Schrifttum ist umstritten, ob die aktienrechtliche Barabfindung anderen Bewertungsvorgaben folgt als die Abfindung im Personengesellschaftsrecht.<sup>2</sup> Während der BGH in seiner neueren Rechtsprechung im Einklang mit der wohl überwiegenden Ansicht im Schrifttum die Abfindung als „Entschädigung“ versteht und sich am subjektiven Grenzpreis des Minderheitsaktionärs orientieren will,<sup>3</sup> stellt die Abfindung nach anderer Auffassung das Ergebnis einer fiktiven Verhandlungslösung dar („Einigungswert“), so dass der Minderheitsaktionär z.B. auch an möglichen Synergievorteilen des Mehrheitsaktionärs zu beteiligen wäre.<sup>4</sup> Wie an anderer Stelle näher dargelegt worden ist, sprechen insbesondere Entstehungsgeschichte und Normzweck des § 305 AktG dafür, **die aktienrechtliche Barabfindung an den zu § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB entwickelten Maßstäben auszurichten.**<sup>5</sup> Die Liquidationshypothese kann zudem begründen, weshalb die Abfindung als „quotaler“ Unternehmenswert und nicht als Anteilswert zu bemessen ist,<sup>6</sup> und warum Zu- und Abschläge für Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligungen unzulässig sind. Eines Rückgriffs auf den aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz (§ 53a AktG) bedarf es deshalb nicht.<sup>7</sup>

28

1 Dazu näher *Hüttemann*, ZHR 162 (1998), 563 (582 ff.).

2 Eingehend *Hüttemann* in FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 603 ff. mit weiteren Nachweisen.

3 So vor allem BGH v. 4.3.1998 – II ZB 5/97 – „Entschädigungsleistung“, BGHZ 138, 136 (139) = AG 1998, 286; aus dem Schrifttum *Koch* in Hüffer, § 305 AktG Rz. 18; *Koppensteiner* in KölnKomm. AktG, 3. Aufl. 2004, 305 AktG Rz. 65; *Paulsen* in MünchKomm. AktG, 3. Aufl. 2010, § 305 AktG Rz. 72; *Veil* in Spindler/Stilz, 2. Aufl. 2010, § 305 AktG Rz. 46.

4 Dafür *Fleischer*, ZGR 1997, 368 (393); *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 386 ff.; *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz. 330 ff.

5 Vgl. näher *Hüttemann*, ZHR 162 (1998), 563 (578 f.); *Hüttemann* in FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 603 (604 ff.).

6 *Hüttemann*, WPg 2007, 812 (815); ebenso *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 359: „das normadäquate Bewertungsmodell“; kritisch *W. Müller* in FS Röhrich, 2005, S. 1015.

7 *Hüttemann*, WPg 2007, 812 (815); a.A. etwa *Hirte/Hasselbach* in GroßKomm. AktG, 4. Aufl. 2005, § 305 AktG Rz. 212.

c) **Verfassungsrechtliche Vorgaben für die Abfindungsbemessung (Art. 14 Abs. 1 GG)**

- 29 Das Beispiel der aktienrechtlichen Barabfindung gibt zugleich Gelegenheit, auf die **Wechselwirkungen zwischen Gesellschafts- und Verfassungsrecht** im Bereich der Unternehmensbewertung einzugehen. In seiner Rechtsprechung hat das BVerfG – beginnend mit dem Feldmühle-Urteil aus dem Jahr 1962<sup>1</sup> – aus Art. 14 Abs. 1 GG bestimmte verfassungsrechtliche Mindeststandards zum Schutz von Minderheitsgesellschaftern vor Eingriffen des beherrschenden Gesellschafters in ihre Beteiligung abgeleitet.<sup>2</sup> Dazu zählt die Forderung nach wirksamen Rechtsbehelfen zum Schutz vor missbräuchlichen Maßnahmen sowie ein Recht auf „volle Entschädigung“. In der Sache geht es bei der Abfindungspflicht – schon mangels staatlichen Eingriffs – nicht um eine Enteignungsentscheidung i.S.v. Art. 14 Abs. 3 GG, sondern um den Sonderfall einer **entschädigungspflichtigen Inhalts- und Schrankenbestimmung**.<sup>3</sup> Die Grundsätze dieses „Abfindungsverfassungsrechts“<sup>4</sup> binden die Zivilgerichte und strahlen über den Begriff der „Angemessenheit“ in § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG auf die Auslegung der aktienrechtlichen Abfindungsvorschrift aus.<sup>5</sup>
- 30 Die Rechtsprechung des BVerfG zur Unternehmensbewertung hat mit dem **DAT/Altana-Beschluss** aus dem Jahr 1999<sup>6</sup> noch weiter an Bedeutung gewonnen. Darin hat das BVerfG entschieden, dass es mit Art. 14 Abs. 1 GG unvereinbar ist, wenn bei der Ermittlung des Werts der Unternehmensbeteiligung im Rahmen von § 305 AktG der Kurswert der Aktie völlig außer Betracht bleibt. Vielmehr folge aus dem Grundsatz der „vollen“ Entschädigung, dass **keine niedrigere Barabfindung als der Börsenkurs** festgelegt werden dürfe. Damit will das BVerfG dem Umstand Rechnung tragen, dass die Aktie nicht nur mitgliedschaftliche Herrschafts- und Vermögensrechte verkörpert, sondern auch eine „Sphäre individueller Freiheit in finanzieller Hinsicht“<sup>7</sup> vermittelt. Mit der Entschädigung zum Börsenkurs soll der Aktionär für den Verlust seiner Möglichkeit zur „Deinvestition“ durch Veräußerung über die Börse entschädigt werden. Die Zivilgerichte haben die Vorgaben des DAT/Altana-Beschlusses dahingehend umgesetzt, dass regelmäßig eine Doppelbewertung stattfinden

1 BVerfG v. 7.8.1962 – 1 BvL 16/60, BVerfGE 14, 263; vgl. auch den DAT/Altana-Beschluss des BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 = AG 1999, 566.

2 Zum Aktieneigentum aus verfassungsrechtlicher Perspektive vgl. aus der großen Zahl der Beiträge nur *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 292 ff.; *Klöhn*, Das System der aktien- und umwandlungsrechtlichen Abfindungsansprüche, 2009, S. 77 ff.; *Hüttemann*, ZGR 2001, 454 ff.; *Schön* in FS Ulmer, 2003, S. 1359 ff.; ferner *Hüffer/Schmidt-Aßmann/Weber*, Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 2005; *Schoppe*, Aktieneigentum, 2011.

3 Dazu nur *Klöhn*, Das System der aktien- und umwandlungsrechtlichen Abfindungsansprüche, 2009, S. 95 f.; *Hüttemann*, ZGR 2001, 454 (456 f.).

4 So treffend *Klöhn*, Das System der aktien- und umwandlungsrechtlichen Abfindungsansprüche, 2009, S. 77.

5 Zur mittelbaren Drittwirkung von Grundrechten nur BVerfG v. 15.1.1958 – 1 BvR 400/51, BVerfGE 7, 198 (203 ff.).

6 BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 = AG 1999, 566.

7 So BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 (305) = AG 1999, 566.

muss, um festzustellen, ob der „wahre“ Wert der Beteiligung über dem Börsenkurs liegt.<sup>1</sup> Dieser Ansatz wäre entbehrlich, wenn man die Barabfindung ausschließlich nach dem Börsenkurs festlegen würde, den Börsenkurs also nicht nur als Wertuntergrenze, sondern als Schätzungsparameter für den „wahren“ Wert der Beteiligung i.S.d. quotalen Unternehmenswerts (dazu unten Rz. 62) anwenden würde<sup>2</sup>. Eine andere Frage ist, welche Folgerungen aus der Börsenkurs-Rechtsprechung des BVerfG für andere Fallgestaltungen zu ziehen sind (z.B. für die Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses bei Verschmelzung<sup>3</sup>), und ob die Rechtsprechung – rechtsformübergreifend – u.U. auch bei anderen Gesellschaftsformen eine stärkere Berücksichtigung von Marktpreisen als „Wertuntergrenze“ gebietet.

#### d) Zwischenergebnis

Das Beispiel des gesellschaftsrechtlichen Abfindungsanspruchs erlaubt einige **allgemeine Schlussfolgerungen** für die „Unternehmensbewertung im Rechtsinne“. Im Mittelpunkt der rechtsgebundenen Bewertung steht die Ableitung gesetzlicher Bewertungsvorgaben. Dies ist eine juristische Aufgabe, die durch Auslegung derjenigen Vorschriften, die eine Unternehmensbewertung erforderlich machen, zu lösen ist. In diesem Rahmen müssen auch **übergeordnete Wertungen des jeweiligen Teilrechtsgebiets** berücksichtigt werden. So kommt für die Abfindung nach § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB dem Recht jedes Gesellschafters auf bestmögliche Verwertung des Gesellschaftsvermögens in der Liquidation eine entscheidende Bedeutung zu. Schließlich zeigt der DAT/Altana-Beschluss des BVerfG, dass auch **verfassungsrechtliche Vorgaben** (Art. 14 Abs. 1 GG) in die Auslegung der einfachgesetzlichen Vorschriften einfließen können. 31

### 3. Überblick über rechtliche Bewertungsvorgaben

#### a) Normorientierung

Rechtsgebundene Unternehmensbewertungen müssen „normorientiert“ erfolgen und daher lassen sich die maßgeblichen Bewertungsziele jeweils nur bezogen auf den konkreten Bewertungsanlass ermitteln. Für anlassspezifische Besonderheiten ist deshalb auf die vertieften Ausführungen zu den verschiedenen Rechtsgebieten im vierten bis sechsten Teil zu verweisen (§§ 19–26). Allerdings gibt es einige Bewertungsvorgaben, die „allgemeinen“ Charakter haben, d.h. für die meisten rechtlichen Bewertungsanlässe (Gesellschafts-, Familien-, 32

1 Siehe BGH v. 12.3.2001 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 = AG 2001, 417; BGH v. 19.7.2010 – II ZB 18/09, BGHZ 186, 229 = AG 2010, 629.

2 Dafür etwa *Steinhauer*, AG 1999, 299, 306; *Hüttemann*, ZGR 2001, 454 (467 ff.); *Hüttemann* in FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 603 (613 ff.); *W. Müller* in FS Röhrich, 2005, S. 1015 (1026); *Stilz* in FS Goette, 2012, S. 529 (537 ff.); *Tonner* in FS K. Schmidt, 2009, S. 1581 (1586 f.); in diese Richtung auch OLG Stuttgart v. 5.5.2009 – 20 W 13/08, AG 2009, 707 (712); OLG Frankfurt v. 3.9.2010 – 5 W 57/09, AG 2010, 751 (752 f.).

3 Dazu nur BVerfG v. 26.4.2011 – 1 BvR 2658/10, AG 2011, 511.

Erb- und Steuerrecht) gelten. Sie sollen an dieser Stelle überblicksartig dargestellt werden.

### b) Stichtagsprinzip

- 33 Unternehmenswerte sind keine feststehenden Größen, sondern hängen von den Zielen des Bewertungsobjekts, dem wirtschaftlichen Umfeld und den Erwartungen über die Zukunft ab. Daraus folgt, dass jede Unternehmensbewertung zwangsläufig „stichtagsbezogen“ ist.<sup>1</sup> Die **Festlegung des relevanten Stichtags** gehört deshalb zu den fundamentalen Bewertungsvorgaben,<sup>2</sup> die im Rahmen einer rechtsgebundenen Unternehmensbewertung durch Auslegung der einschlägigen Normen zu präzisieren ist (eingehend zum Stichtagsprinzip *Hüttemann/Meyer*, § 12). In den meisten Fällen ist der relevante Stichtag gesetzlich vorgegeben. So ist z.B. für die aktienrechtliche Barabfindung nach § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG auf den „Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Vertrag“ abzustellen. Im Recht des Zugewinnausgleichs ist das Anfangs- und Endvermögen „beim Eintritt“ bzw. „bei der Beendigung des Güterstands“ zu ermitteln (§ 1376 Abs. 1 und 2 BGB). Im Erbschaftsteuerrecht kommt es auf den Zeitpunkt der Entstehung der Steuer an (§ 11 ErbStG).
- 34 Von der Rechtsfrage des maßgeblichen Stichtags ist die Frage zu unterscheiden, wie ein stichtagsbezogener Unternehmenswert **in tatsächlicher Hinsicht zu ermitteln** ist. Dies ist ein Problem der Tatsachenfeststellung (zur Wertfeststellung durch Schätzung s. unten Rz. 44 ff.). Hier besteht naturgemäß die Gefahr von Rückschaufehlern (*hindsight-biases*), weil der Richter im Regelfall erst viele Jahre nach dem Stichtag über den „richtigen“ Unternehmenswert urteilt. Es besteht im Grundsatz Einigkeit, dass die weitere tatsächliche Entwicklung nach dem Stichtag nicht relevant ist.<sup>3</sup> Die Gerichte haben dazu die „Wurzelttheorie“ entwickelt, d.h. es werden nur die Entwicklungen nach dem Stichtag berücksichtigt, die am Stichtag bereits „in der Wurzel angelegt“ waren.<sup>4</sup> Ob diese naturalistische Metapher die erforderliche Abgrenzung zwischen – bilanzrechtlich formuliert – wertaufhellenden und wertbegründenden Ereignissen<sup>5</sup> erleichtert, darf bezweifelt werden (dazu näher *Hüttemann/Meyer*, § 12 Rz. 41 ff.).<sup>6</sup>
- 35 Besondere Schwierigkeiten im Zusammenhang mit dem Stichtagsprinzip ergeben sich beim Börsenkurs als verfassungsrechtlicher Wertuntergrenze (dazu nä-

1 Dazu nur *Moxter*, Grundsätze, S. 168 ff.; *Meincke*, Recht der Nachlassbewertung im BGB, 1973, S. 211 ff.

2 Statt vieler *Hüttemann*, StbJb. 2000/2001, 385 (392).

3 Vgl. nur OLG Stuttgart v. 24.7.2013 – 20 W 2/12, AG 2013, 840 (843).

4 Siehe aus der Rechtsprechung etwa BGH v. 4.3.1998 – II ZB 5/97, BGHZ 138, 136 (140) = AG 1998, 286; OLG Celle v. 31.7.1998 – 9 W 128/97, AG 1999, 128; OLG Düsseldorf v. 19.10.1999 – 19 W 1/96 AktE, AG 2000, 323; OLG München v. 15.12.2004 – 7 U 5665/03, AG 2005, 486.

5 Zum Stichtagsprinzip im Bilanzrecht vgl. *Hüttemann* in FS *Priester*, 2007, S. 301.

6 Ablehnend *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 370; kritisch auch *Ruthardt/Hachmeister*, WPg 2012, 451.

her *Adolff*, § 16 Rz. 71 ff.). Hier hat die Zivilrechtsprechung die Vorgaben des BVerfG im DAT/Altana-Beschluss<sup>1</sup> dahingehend umgesetzt, dass es nicht auf einen Stichtagskurs ankommt, sondern auf einen **nach Umsätzen gewichteten Durchschnittskurs während eines Referenzzeitraums von drei Monaten** vor Bekanntmachung der Strukturmaßnahme abzustellen ist.<sup>2</sup> Diese Abweichung vom Stichtagsprinzip ist der tatsächlichen Schwierigkeit geschuldet, einen von der Ankündigung der Strukturmaßnahme „unbeeinflussten“ Verkehrswert zu ermitteln, macht aber bei längeren Zeiträumen zwischen der Bekanntgabe der Maßnahme und dem Tag der Hauptversammlung fragwürdige „Hochrechnungen“ des Börsenkurses erforderlich.<sup>3</sup> Ferner bleibt ein gewisses Spannungsverhältnis zu der vom BVerfG betonten „freien Deinvestitionsentscheidung“, die sich der Sache nach nur auf Tageskurse beziehen kann, da an der Börse ein „Handel zu Durchschnittskursen“ nicht stattfindet.<sup>4</sup>

### c) Bewertung des „Unternehmens als Einheit“

Die Rechtsprechung verlangt, dass grundsätzlich vom **„Wert des Unternehmens als lebende wirtschaftliche Einheit“** auszugehen ist.<sup>5</sup> Hinter dieser Bewertungsvorgabe verbirgt sich die schlichte Einsicht, dass ein (erfolgreiches) Unternehmen als Sachgesamtheit regelmäßig mehr wert ist als die Summe seiner Einzelteile. Dieser Zusammenhang drückt sich bei Unternehmenskäufen auf Erwerberseite bilanziell im Ansatz eines Geschäfts- und Firmenwertes aus, den § 246 Abs. 1 Satz 4 HGB als „Unterschiedsbetrag“ definiert, „um den die für die Übernahme eines Unternehmens bewirkte Gegenleistung den Wert der einzelnen Vermögensgegenstände des Unternehmens abzgl. der Schulden im Zeitpunkt der Übernahme übersteigt“. Auch ein gedachter Erwerber wird sich bei der Bewertung des Zielunternehmens nicht an den (vergangenheitsorientierten) Bilanzwerten orientieren, sondern am Barwert der erwarteten finanziellen Überschüsse, die das Unternehmen als Einheit abzuwerfen verspricht.<sup>6</sup> Daraus folgt beispielsweise für die Abfindung nach § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB, dass der ausscheidende Gesellschafter auch an den stillen Reserven und einem originären Geschäftswert zu beteiligen ist.<sup>7</sup> Denn nach der Liquidationshypothese ist „der Wert zu ermitteln, der sich bei einer möglichst vorteilhaften Verwertung des Gesellschaftsvermögens im ganzen ergeben würde“. <sup>8</sup> Das ist aber bei einem wirtschaftlich erfolgreichen Unternehmen in der Regel die Veräußerung im Ganzen. Die Bewertungsvorgabe „wirklicher Wert des lebenden Unternehmens als Einheit“ ist also vor allem als **Absage an eine Einzelbewertung**

1 BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 = AG 1999, 566.

2 Vgl. BGH v. 19.7.2010 – II ZB 18/09, BGHZ 186, 229 = AG 2010, 629.

3 So BGH v. 19.7.2010 – II ZB 18/09, BGHZ 186, 229 (240) = AG 2010, 629 im Anschluss an *Weber*, ZGR 2004, 280 (287); kritisch dazu etwa *Bungert/Wettich*, BB 2010, 2228; *Olbrich/Rapp*, DStR 2011, 2005.

4 Vgl. *Hüttemann*, ZGR 2001, 454 (461 f.).

5 So beispielsweise BGH v. 30.3.1967 – II ZR 141/64, NJW 1967, 1464; BGH v. 24.9.1984 – II ZR 256/83, GmbHR 1985, 113 = WM 1984, 1506.

6 So bereits *Schmalenbach*, ZfH 1918, 1.

7 Dafür bereits RG v. 13.11.1908 – VII 590/07, Warn. 1909 Nr. 138.

8 So ausdrücklich BGH v. 30.3.1967 – II ZR 141/64, NJW 1967, 1464.

auf der Basis bilanzieller Buchwerte zu verstehen, die auch in ihrer Summe von vornherein nicht den Verkehrswert des Unternehmens widerspiegeln.<sup>1</sup> Sie darf aber – wie die separate Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens und die Heranziehung eines höheren Liquidationswerts zeigt (dazu unten Rz. 37 ff.) – nicht dahin missverstanden werden, dass von Rechts wegen immer eine Gesamtveräußerung des Unternehmens unterstellt werden muss. Aus rechtlicher Sicht ist vielmehr entscheidend, ob alle wirtschaftlich sinnvollen Handlungsalternativen bei der Bewertung zu berücksichtigten sind.

- 37 Die Feststellung, dass zumindest in der Regel eine Veräußerung „des lebenden Unternehmens als Einheit“ zu unterstellen ist, führt zu der Frage, welches **Unternehmenskonzept** der Bewertung zugrunde zu legen und nach welchem Maßstab die **relevante Bewertungseinheit** abzugrenzen ist. Würde man das Unternehmen einfach so bewerten, wie es zum Bewertungsstichtag „steht und liegt“,<sup>2</sup> bestünde die Gefahr, dass das Unternehmen nicht aus der Perspektive eines gedachten Erwerbers, sondern nach den subjektiven Vorstellungen der Unternehmensleitung bzw. des Mehrheitsgesellschafters bewertet wird. Es ist aber aus rechtlicher Sicht nicht einzusehen, weshalb sich etwa ein ausscheidender Minderheitsgesellschafter das „vorhandene“ Unternehmenskonzept entgegenhalten lassen muss, obwohl der Mehrheitsgesellschafter selbst an diese Planungen rechtlich nicht gebunden ist.<sup>3</sup> Nichts anderes gilt, wenn man – ausgehend von der Liquidationshypothese – das Unternehmen aus der Perspektive eines gedachten Erwerbers bewertet. Lehnt man aber aus Rechtsgründen eine Bewertung nach dem „vorhandenen“ Unternehmenskonzept ab, hat dies auch Auswirkungen auf die Abgrenzung der relevanten Bewertungseinheit vom „nicht betriebsnotwendigen“ Vermögen. Es kommt dann weniger auf die am Stichtag vorhandene Unternehmensplanung, sondern die wirtschaftliche Vorteilhaftigkeit einer gesonderten Verwertung von Vermögensgegenständen (z.B. Grundbesitz) an (dazu *Hüttemann/Meinert*, § 7 Rz. 24 ff.)<sup>4</sup> Ferner dürfen auch alternative Fortführungskonzepte nicht ausgeblendet werden, wenn das vorhandene Unternehmenskonzept „suboptimal“ erscheint.<sup>5</sup> Aus den gleichen Gründen scheidet auch eine Bewertung nach der „stand-alone-Methode“<sup>6</sup> regelmäßig aus, weil dabei vernachlässigt wird, dass sich mögliche Verbundvorteile bzw. Synergieeffekte werterhöhend in einem gedachten Veräußerungspreis niederschlagen können (zu diesem Problembereich näher *Winner*, § 14). Na-

1 Dazu schon RG v. 13.11.1908 – VII 590/07, Warn. 1909 Nr. 138; ebenso BGH v. 30.3.1967 – II ZR 141/64, NJW 1967, 1464.

2 So die klassische Formulierung in den IDW-Grundsätzen HFA 2/83, WPg 1983, 468, 473.

3 Vgl. dazu *Hüttemann*, ZHR 162 (1998), 563 (586 ff.); *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 372; ferner *Ruthardt/Hachmeister*, DB 2013, 2666 (2670 ff.).

4 Vgl. nur *Hüttemann*, ZHR 162 (1998), 563 (592 f.); *Meinert*, DB 2011, 2397 (2402 f.); zurückhaltender OLG Frankfurt v. 20.12.2011 – 21 W 8/11, AG 2012, 330 (334): Abkehr von Unternehmensplanung nur, wenn diese „zu offenkundig unwirtschaftlichen Ergebnissen führt“.

5 So bereits *Hüttemann*, ZHR 162 (1998), 563 (586 ff.); zustimmend *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 372.

6 Vgl. dazu aus dem umfangreichen Schrifttum nur einerseits *Mertens*, AG 1992, 321 (326); andererseits *Fleischer*, ZGR 1997, 368.

türlich hat eine derart erweiterte Bewertungsperspektive erhebliche **Prognose- und Objektivierungsprobleme** zur Folge. Folglich muss – in den Worten von *Mertens* – verhindert werden, dass derjenige die höchste Abfindung erhält, „der in Bezug auf die Zukunft die besten Geschichten erzählt“.<sup>1</sup> Dies ist aber – wenn man aus Rechtsgründen eine Bindung an das gegenwärtig vorhandene Unternehmenskonzept ablehnt – ein Problem der tatsächlichen Wertfeststellung mittels Schätzung, das auf der Ebene des Beweisrechts zu lösen ist (dazu unten Rz. 44 ff.).

#### d) Liquidationswert als Wertuntergrenze

Während in der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre wohl einhellig davon ausgegangen wird, dass der sog. Liquidationswert die Wertuntergrenze bildet,<sup>2</sup> ist diese Frage für die „rechtsgebundene“ Unternehmensbewertung umstritten geblieben.<sup>3</sup> Der Liquidationswert unterscheidet sich vom Gesamtwert des Unternehmens als „lebender Einheit“ dadurch, dass eine **Zerschlagung des Unternehmens mit anschließender Einzelveräußerung der Bestandteile** unterstellt wird, wobei von einer möglichst vorteilhaften Verwertung der Unternehmenssubstanz auszugehen ist, was eine Gesamtveräußerung bestimmter Unternehmensteile (z.B. Abteilungen oder Betriebsstätten) mit einschließen kann. Natürlich sind Liquidationswerte besonders unsichere Werte,<sup>4</sup> weil auch die Abwicklungskosten (z.B. Sozialpläne etc.) „realitätsgerecht“ berücksichtigt werden müssen (zum Liquidationswert näher *Fleischer*, § 8). Ob der Liquidationswert von Rechts wegen die Wertuntergrenze darstellt, hängt entscheidend davon ab, ob man – unabhängig von den konkreten Absichten des Unternehmensinhabers – alle denkbaren Handlungsalternativen vergleichend in die Bewertung einbezieht.<sup>5</sup> Dies ist im Rahmen der Liquidationshypothese (§ 738 Abs. 1 Satz 2 BGB) schon deshalb zwingend, weil jeder Gesellschafter auf die bestmögliche Verwertung des Gesellschaftsvermögens drängen kann (dazu oben Rz. 26), so dass es auf die Fortführungsabsicht der verbleibenden Gesellschafter nicht ankommen kann. Aber auch bei anderen Bewertungsanlässen – z.B. im Familien- und Erbrecht – gilt nichts anderes, wenn man einen „objektivierten“ Wert i.S. eines gedachten Veräußerungspreises zugrunde legt und auf der Tatsachenebene bei der Wertschätzung einen „rational“ handelnden Erwerber unterstellt, der lediglich finanzielle Ziele verfolgt. Darüber hinaus lässt sich der Liquidationswert als Mindestwert auch mit Gründen der „Missbrauchsprävention“ rechtfertigen, weil ein Abstellen auf die – rechtlich unver-

38

1 *Mertens*, AG 1992, 321 (326, Fn. 31).

2 Dazu nur WP-Handbuch 2014, Bd. II Rz. A 193 ff.; *Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, S. 103; zum Liquidationswert als „Variante des Zukunftserfolgswertes“ s. *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, S. 326 f.

3 Für einen aktuellen Überblick über den Stand von Rechtsprechung und Lehre s. *Fleischer/Schneider*, DStR 2013, 1736.

4 Siehe etwa BayObLG v. 31.5.1995 – 3Z BR 67/89, AG 1995, 509 (510): „fiktiver“ Wert.

5 Dafür *Fleischer/Schneider*, DStR 2013, 1736 (1741 ff.); *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 373; *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, 2010, Rz. 1263; *Piltz*, Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, S. 190.



bindliche – Fortführungsabsicht des Unternehmensinhabers am Stichtag zu willkürlichen Ergebnissen führen kann.<sup>1</sup>

- 39 Es gibt allerdings Bewertungsanlässe, in denen **von Rechts wegen eine Bewertung mit dem Liquidationswert ausgeschlossen** ist. Dazu zählen die Sachverhalte, in denen das Gesetz für landwirtschaftliche Betriebe im Familien- und Erbrecht eine Bewertung mit dem niedrigeren „Ertragswert“ ausdrücklich vorsieht, um eine Betriebsfortführung zu erleichtern (vgl. §§ 1376 Abs. 4, 1515 Abs. 4, 2049, 2312 BGB). Ob Liquidationswerte darüber hinaus auch dann auszublen- den sind, wenn – wie z.B. bei Unternehmen der Daseinsvorsorge – ein rechtlicher Zwang zur Unternehmensfortführung besteht oder die Schließung eines Unternehmens im Einzelfall aus faktischen Gründen (z.B. wegen Reputationsverlusten bei einem Arbeitsplatzabbau) ausscheidet,<sup>2</sup> bedarf gesonderter Überlegungen (dazu *Fleischer*, § 8 Rz. 43 f.). Vielfach bietet es sich aber an, „faktische“ Zwänge durch den Ansatz höherer Abwicklungskosten schon bei der Berechnung eines Liquidationswertes zu berücksichtigen. Schließlich ist zwischen dem öffentlich-rechtlichen Versorgungsauftrag des Unternehmens- trägers und den Abwicklungskosten des Unternehmens zu unterscheiden.<sup>3</sup>

#### e) Quotaler Unternehmenswert oder Anteilswert

- 40 Die Frage nach dem normgerechten Bewertungsobjekt gehört wohl unstrittig zu den Rechtsfragen einer „Unternehmensbewertung im Rechtssinne“. Ob der Wert einer Unternehmensbeteiligung (Gesellschaftsanteil, Aktie) indirekt als „quotaler“ Unternehmenswert oder direkt als Anteilswert zu ermitteln ist, hängt **vom konkreten Bewertungsanlass** ab (ebenso *Fleischer*, § 18 Rz. 2). So gehen Rechtsprechung und die überwiegende Ansicht im Schrifttum zutreffend davon aus, dass gesellschaftsrechtliche Abfindungsansprüche – als vermögens- rechtliche Teilhaberechte – nach der indirekten Methode als „quotaler Unter- nehmenswert“ zu ermitteln sind, was der Liquidationshypothese entspricht.<sup>4</sup> Eine Folge der indirekten Bewertung ist, dass Zu- oder Abschläge für Mehr- heits- oder Minderheitsbeteiligungen von Rechts wegen unzulässig sind.<sup>5</sup> Diese Grundsätze lassen sich aber nicht auf das Familien- und Erbrecht übertragen, wo Unternehmensbeteiligungen nicht aus der Binnenperspektive des Gesell- schafters als (wirtschaftlichen) „Teilhabers“ am Gesellschaftsvermögen, son- dern – gleichsam aus der Außenperspektive – als Bestandteil des Vermögens eines Ehegattens oder des Erblassers mit dem Anteilswert anzusetzen sind.<sup>6</sup> Auch das Steuerrecht verlangt wegen des auf den Steuerpflichtigen als Anteils-

1 *Hüttemann*, WPg 2007, 812 (816); *Fleischer/Schneider*, DStR 2013, 1736 (1742); a.A. BGH v. 17.1.1973 – IV ZR 142/70, NJW 1973, 509 für das Pflichtteilsrecht.

2 Dafür vor allem OLG Düsseldorf v. 28.1.2009 – I-26 W 7/07 (AktE), AG 2009, 667 (668); OLG Düsseldorf v. 27.5.2009 – I-26 W 1/07 AktE, AG 2009, 907 (909 f.); zu- rückhaltend *Fleischer/Schneider*, DStR 2013, 1736 (1742 f.).

3 Siehe *Hüttemann*, WPg 2007, 812 (815).

4 Für einen aktuellen Überblick vgl. nur *Fleischer*, ZIP 2012, 1633; *Fleischer* in FS Hommelhoff, 2012, S. 223.

5 Dazu nur *Hüttemann*, WPg 2007, 812 (815); ebenso *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 379 ff.

6 So auch *Piltz*, Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, S. 237.

eigner bezogenen Grundsatzes der steuerlichen Leistungsfähigkeit eine direkte Anteilsbewertung, weshalb z.B. Paketzuschläge sogar ausdrücklich vorgesehen sind (§ 11 Abs. 3 BewG).

#### f) Bewertung zum Börsenkurs

Bei börsennotierten Aktiengesellschaften erscheint es naheliegend, für Zwecke der Bewertung auf den Börsenkurs zum Stichtag abzustellen, weil dieser – bezogen auf die einzelne Aktie – den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt.<sup>1</sup> Nähert man sich der Frage aus rechtlicher Sicht, ist zu unterscheiden: Eine Bewertung zum Börsenkurs ist nur dann rechtlich zwingend, wenn der Börsenkurs im konkreten Normkontext als **gesetzlicher Bewertungsmaßstab** vorgeschrieben ist. Hinzuweisen ist etwa auf § 11 Abs. 1 BewG, der für steuerliche Zwecke eine Bewertung börsennotierter Aktien mit dem Stichtagskurs vorschreibt. Entsprechendes gilt nach § 253 Abs. 4 Satz 1 HGB für die Bewertung von Aktien im Umlaufvermögen. Im Bereich des Kapitalmarktrechts bestimmt § 31 Abs. 1 WpÜG, dass die den Aktionären der Zielgesellschaft anzubietende „angemessene“ Gegenleistung den „durchschnittlichen Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft“ zu berücksichtigen hat. Schließlich ist an die Rechtsprechung des BVerfG zum Börsenkurs als Untergrenze der angemessenen Barabfindung zu erinnern.<sup>2</sup>

Fehlt eine gesetzliche Vorgabe zur Bewertung zum Börsenkurs, bleibt noch auf der Ebene der tatrichterlichen Unternehmenswertschätzung zu überlegen, ob der Richter stichtagsbezogene Börsenkurse als „**Schätzungsparameter**“ oder als Kontrollwerte zur Plausibilisierung eines „rein fundamentalanalytisch“ ermittelten Unternehmenswertes berücksichtigen darf (dazu näher unten Rz. 62 ff.). Insoweit geht es nicht um Rechtsanwendung, sondern um die beweisrechtliche Frage, auf welche Weise der Tatrichter den Gesamtunternehmenswert des Unternehmens oder eines Anteils zulässigerweise schätzen darf (§ 287 Abs. 2 ZPO).<sup>3</sup>

#### 4. Zusammenfassung

Festzuhalten ist, dass die Festlegung des Bewertungsziels bei rechtlichen Bewertungsanlässen eine juristische Aufgabe darstellt. Dies bedeutet zugleich, dass der Richter dem Sachverständigen das Bewertungsziel vorzugeben hat. Ferner sind Fehler bei der Ermittlung der gesetzlichen Bewertungsvorgabe als Rechtsverletzung revisibel. Zudem hat sich gezeigt, dass es keine allgemeine Bewertungsvorgabe gibt, sondern der Richter **das jeweilige gesetzliche Bewertungsziel** durch Auslegung der einschlägigen Rechtsnormen zu bestimmen hat. Schließlich finden sich in einigen Rechtsgebieten (z.B. Familien- und Erbrecht, Steuerrecht) Sonderregelungen zur Unternehmens- und Anteilsbewertung, mit denen der Gesetzgeber auf spezifische Regelungsbedürfnisse reagiert

1 BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 (309) = AG 1999, 566.

2 BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 = AG 1999, 566.

3 Dazu bereits *Hüttemann*, ZGR 2001, 454 (463 ff.).

hat (z.B. §§ 1376 Abs. 4, 1515 Abs. 2, 2049, 2312 BGB betreffend landwirtschaftliche Güter).

## V. Wertermittlung als Tatsachenfeststellung

### 1. Schwierigkeiten der Wertermittlung

- 44 Die Hauptschwierigkeit bei der Bewertung von Unternehmen ist darin zu sehen, dass der Unternehmenswert keine objektive Eigenschaft ist, die sich direkt beobachten lässt. Es gibt auch – wie es der BGH im Jahr 1973 ausgedrückt hat<sup>1</sup> – „für Handelsunternehmen wegen ihrer individuellen Verschiedenheit **keinen Markt, auf dem sich ein Preis bilden könnte**“. Von einem „Marktpreis“ i.S. eines Verkehrswertes kann allenfalls bei börsennotierten Aktien die Rede sein, wenn der Preisbildungsprozess gewissen ökonomischen Mindestanforderungen entspricht.<sup>2</sup> Allerdings bezieht sich dieser Verkehrswert auf den einzelnen Anteil und nicht auf das Unternehmen als Ganzes. Gleichwohl fordert das Gesetz die Ermittlung von Unternehmenswerten, damit z.B. ein ausscheidender Gesellschafter angemessen abgefunden wird oder Ehegatten und Pflichtteilsberechtigten ihren Anteil an einem unternehmerisch gebundenen Vermögen erhalten. Auch der Steuergesetzgeber darf – schon aus Gründen der steuerlichen Gleichbehandlung (Art. 3 Abs. 1 GG) – Betriebsvermögen und Gesellschaftsanteile nicht von der Bemessungsgrundlage der Erbschaft- und Schenkungsteuer ausnehmen.<sup>3</sup> Der Gesetzgeber darf die praktischen Schwierigkeiten bei der Wertermittlung aber nicht ignorieren, sondern muss der Komplexität des Bewertungsproblems auf der Ebene des **Verfahrensrechts durch entsprechende Erleichterungen** angemessen Rechnung tragen, damit Gerichte und Behörden die ihnen gestellte Bewertungsaufgabe „methodensauber, aber mit verfahrensökonomisch vertretbarem Aufwand“<sup>4</sup> lösen können.

### 2. Wertermittlung durch Schätzung

#### a) Zulässigkeit einer Schätzung

- 45 Die Verfasser des BGB haben die tatsächliche Dimension des Bewertungsproblems nicht übersehen, wie etwa die Regelungen in §§ 738 Abs. 2, 2311 Abs. 2 BGB zeigen. Danach ist der Wert des Gesellschaftsvermögens bzw. des Nachlasses für Zwecke der Berechnung der Abfindung bzw. des Pflichtteils „soweit erforderlich“ durch Schätzung zu ermitteln. Darüber hinaus sieht § 287 Abs. 2 ZPO für Entscheidungen über streitige vermögensrechtliche Ansprüche ganz

<sup>1</sup> BGH v. 17.1.1973 – IV ZR 142/70, NJW 1973, 509.

<sup>2</sup> Für einen Überblick über die Theorie der Preisbildung am Kapitalmarkt vgl. *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 11 ff.

<sup>3</sup> Zu den verfassungsrechtlichen Vorgaben für die Bewertung vgl. BVerfG v. 22.6.1995 – 2 BvR 552/91, BStBl. II 1995, 671 = GmbHR 1995, 679; BVerfG v. 7.11.2006 – 1 BvL 10/02, BStBl. II 2007, 192 = GmbHR 2007, 320.

<sup>4</sup> So OLG Stuttgart v. 24.7.2013 – 20 W 2/12, AG 2013, 840 (841) unter Berufung auf *Stilz* in FS Goette, 2011, S. 529 (540).

allgemein die **Möglichkeit einer richterlichen Schätzung** vor, wenn die „vollständige Aufklärung aller hierfür maßgebenden Umstände mit Schwierigkeiten verbunden ist, die zu der Bedeutung des streitigen Teiles der Forderung in keinem Verhältnis stehen“. Im Steuerrecht kann die Finanzbehörde nach § 162 AO Besteuerungsgrundlagen, die sie nicht ermitteln oder berechnen kann, schätzen. Zu diesen Besteuerungsgrundlagen gehört z.B. auch der gemeine Wert von Unternehmensanteilen.<sup>1</sup> Die rechtliche Zulässigkeit einer schätzweisen Ermittlung von Vermögenswerten beruht auf der Einsicht des Gesetzgebers, dass es „den“ einen normgerechten Wert nicht gibt und gerade Unternehmenswerte nicht zur „vollen richterlichen Überzeugung“ (§ 286 Abs. 1 ZPO) ermittelt werden können.<sup>2</sup> Deshalb reicht im Rahmen der Schätzung ein geringerer Grad der Wahrscheinlichkeit hinsichtlich der Angemessenheit des Wertes aus. Diese Herabsetzung des erforderlichen Beweismaßes<sup>3</sup> macht gerichtliche oder behördliche Entscheidungen über unternehmenswertabhängige Ansprüche oder Steuerfolgen in der Praxis überhaupt erst möglich.

#### b) Richterliches Schätzungsermessen

Nach § 287 Abs. 1 Satz 1 ZPO entscheidet der Richter im Rahmen einer Schätzung „unter Würdigung aller Umstände nach freier Überzeugung“. Für die richterliche Überzeugungsbildung reicht also ein reduziertes Beweismaß im Sinne einer überwiegenden Wahrscheinlichkeit aus.<sup>4</sup> Allerdings muss der Richter seine Feststellungen noch auf „**hinreichende Anhaltspunkte**“ stützen können, d.h. die Schätzung muss einen „**ausreichenden Realitätsbezug**“ haben.<sup>5</sup> Mehr als einen solchen „Anhaltspunkt“ darf man aber gerade im Bereich der Unternehmensbewertung nicht von den Gerichten erwarten, weil die Wertermittlung nach den einzelnen Verfahren – wie das OLG Stuttgart zutreffend feststellt – „mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Prä-

1 Vgl. zur Ermittlung des gemeinen Wertes nach § 11 Abs. 2 BewG als Schätzung nur *Trzaskalik* in Hübschmann/Hepp/Spitaler, AO/FGO, Stand 1997, § 162 AO Rz. 10; *Meincke*, 16. Aufl. 2012, § 12 ErbStG Rz. 20.

2 Für die Zulässigkeit einer Schätzung des Unternehmenswertes nach § 287 Abs. 2 ZPO vgl. nur BGH v. 12.3.2001 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 (116 f.) = AG 2001, 417; OLG Düsseldorf v. 8.8.2013 – I-26 W 15/12 (AktE), ZIP 2013, 1816 (1817); OLG Stuttgart v. 24.7.2013 – 20 W 2/12, AG 2013, 840 (841); aus dem Schrifttum s. *Hüttemann*, ZGR 2001, 454 (474); *Stilz* in FS Goette, 2011, S. 529 (540 ff.).

3 Siehe nur OLG Stuttgart v. 24.7.2013 – 20 W 2/12, AG 2013, 840 (841); allgemein zum Beweismaß bei richterlichen Schätzungen *Ahrens* in *Wieczorek/Schütze*, 3. Aufl. 2008, § 287 ZPO Rz. 1; *Prütting* in *MünchKomm. ZPO*, 4. Aufl. 2013, § 287 ZPO Rz. 17; zur Schätzung im Steuerrecht s. *Trzaskalik* in Hübschmann/Hepp/Spitaler, AO/FGO, Stand 1997, § 162 AO Rz. 24.

4 Siehe nur *Ahrens* in *Wieczorek/Schütze*, 3. Aufl. 2008, § 287 ZPO Rz. 1; *Prütting* in *MünchKomm. ZPO*, 4. Aufl. 2013, § 287 ZPO Rz. 17.

5 Vgl. OLG Stuttgart v. 24.7.2013 – 20 W 2/12, AG 2013, 840 (841): „Eine Schätzung, die mangels greifbarer Anhaltspunkte völlig in der Luft hängen würde, ist allerdings unzulässig“; s. auch *Prütting* in *MünchKomm. ZPO*, 4. Aufl. 2013, § 287 ZPO Rz. 14.

missen verbunden ist, die [häufig] keinem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind.“<sup>1</sup>

- 47 Damit eine Wertschätzung diesen Anforderungen genügt, muss die angewandte Schätzungsmethode nach der Überzeugung des Richters **zur Ermittlung des gesuchten Wertes prinzipiell „geeignet“ und hinreichend „realitätsgerecht“ sein.**<sup>2</sup> Damit eine bestimmte Bewertungsmethode diesen Anforderungen genügt, muss sie vor allem dem gesetzlichen Bewertungsziel entsprechen, d.h. „normadäquat“ sein. Hat der Richter z.B. einen Verkehrswert zu schätzen, ist eine ausschließliche Orientierung an den bilanziellen Buchwerten grundsätzlich ungeeignet, weil dieser Bewertungsansatz die stillen Reserven und den originären Geschäftswert eines Unternehmens ausblendet und deshalb den normgerechten Wert von vornherein verfehlt.<sup>3</sup> Der erforderliche „Realitätsbezug“ setzt zunächst eine ausreichende Tatsachengrundlage<sup>4</sup> voraus. Die Schätzung muss also bei den bewertungsrelevanten tatsächlichen Verhältnissen des Bewertungsobjekts (Ertragskraft, Vermögensbestand etc.) und seines wirtschaftlichen Umfeldes (Zinsentwicklung, Marktrisiken etc.) ansetzen. Ferner muss die angewandte Methodik in der Fachwissenschaft hinreichend anerkannt sein.<sup>5</sup>
- 48 Die Frage, welche Bewertungsmethoden – gemessen am gesetzlichen Bewertungsziel – geeignete und realitätsgerechte Schätzungsgrundlagen darstellen, ist **keine Rechtsfrage**, sondern beurteilt sich nach dem Stand der einschlägigen Fachdisziplin, vorliegend also der **wirtschaftswissenschaftlichen Bewertungstheorie und Bewertungspraxis.**<sup>6</sup> Verfügt der Richter nicht über die erforderliche Sachkunde, kann also – weil es um Tatsachenfeststellung geht – ein Sachverständiger hinzugezogen werden, der den Richter bei der Auswahl der Bewertungsmethode unterstützt und die erforderlichen Berechnungen durchführt (dazu unten Rz. 50 ff.). Da es nach gegenwärtigem Erkenntnisstand der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre und Bewertungspraxis nicht nur eine einzige „anerkannte“ Methode zur Ermittlung von Unternehmenswerten gibt (zur Bewertungstheorie *Böcking/Rauschenberg*, § 2), kann es auch bei der rechtsgebundenen Unternehmensbewertung kein „Methodenmonopol“ geben. Zutreffend stellt daher das OLG Stuttgart fest: „Als Grundlage für die Schätzung stehen dem Gericht fundamentalanalytische Verfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Methoden, etwa eine Orientierung an Börsenkur-

1 OLG Stuttgart v. 14.9.2011 – 20 W 6/08, AG 2012, 49; OLG Stuttgart v. 8.7.2011 – 20 W 14/08, AG 2011, 795.

2 Vgl. auch *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz. 181 ff.

3 Vgl. nur RG v. 13.11.1908 – VII 590/07, Warn. 1909 Nr. 138; BGH v. 24.9.1984 – II ZR 256/83, GmbHR 1985, 113 = WM 1984, 1506: Wirklicher Wert „[...] entspricht nicht dem Ergebnis der Addition der Buchwerte“.

4 Dazu *Stilz* in FS Mailänder, 2006, S. 423 (434).

5 Vgl. dazu aus richterlicher Perspektive *Paulsen*, WPg 2007, 823; *Stilz* in FS Mailänder, 2006, S. 423 (435 f.).

6 Zur Abgrenzung von Rechts- und Tatfragen bei der richterlichen Unternehmensbewertung vgl. *Hüttemann* in FS Schilken, 2015, S. 319 ff.

sen. Entscheidend ist, dass die jeweilige Methode in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist.<sup>1</sup> Hält der Richter mehrere Verfahren für grundsätzlich gleich geeignet, hat er eine **ermessensgerechte Methodenauswahl** zu treffen (dazu unten Rz. 65).

Auch wenn die Gerichte über ein recht „weites Schätzungsermessen“<sup>2</sup> verfügen, unterliegt die tatrichterliche Wertfindung doch einer **begrenzten rechtlichen Überprüfung im Berufungs- und Revisionsverfahren** (vgl. für den Zivilprozess die §§ 513, 529, 546 ZPO). Insoweit können, was den Begriff der „Rechtsverletzung“ angeht, die Grundsätze herangezogen werden, die auch sonst für die Revisibilität tatsächlicher Feststellungen gelten, d.h. die Revisionsinstanz hat zu prüfen, ob die Feststellungen zur Wertermittlung in sich widersprüchlich sind, Denkgesetzen oder allgemeinen Erfahrungssätzen widersprechen oder Teile des Beweisergebnisses ungewürdigt lassen.<sup>3</sup> Nach diesem Maßstab wäre beispielsweise eine Bewertung als „rechtsfehlerhaft“ anzusehen, wenn der Richter ein Verfahren auswählt, das offensichtlich in Hinsicht auf das konkrete Bewertungsziel ungeeignet ist oder dessen Eignung – trotz bekannter fachwissenschaftlicher Einwände – nicht näher begründet wird. Auch offensichtliche Fehler und Widersprüche bei der Anwendung einer – grundsätzlich geeigneten – Bewertungsmethode stellen eine Rechtsverletzung dar. Dazu wird man neben schlichten „Rechenfehlern“ z.B. auch den Fall rechnen müssen, dass im Rahmen der Ertragswertmethode eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögen unterbleibt, obwohl das Unternehmen nach den tatsächlichen Feststellungen über erheblichen Grundbesitz verfügt, der nicht mehr für unternehmerische Zwecke genutzt wird. Allein der Umstand, dass der Tatrichter eine fachwissenschaftlich umstrittene Frage gegen den „betriebswirtschaftlichen Mainstream“ entscheidet, dürfte zumindest dann keine Rechtsverletzung darstellen, wenn der Richter seine abweichende Position in sachlicher Auseinandersetzung mit abweichenden Auffassungen in der Fachwissenschaft inhaltlich plausibel begründet.<sup>4</sup>

49

### 3. Beauftragung von Sachverständigen

Da es sich bei der Wertermittlung – anders als bei der Festlegung der Bewertungsaufgabe – um eine Tatfrage handelt, die mit den Mitteln des Beweisrechts zu lösen ist, kann der Richter einen Sachverständigen mit der Unternehmens-

50

1 OLG Stuttgart v. 5.6.2013 – 20 W 6/10, AG 2013, 724; OLG Stuttgart v. 24.7.2013 – 20 W 2/12, AG 2013, 840 (841).

2 So prägnant LG Köln v. 24.7.2009 – 82 O 10/08, AG 2009, 835 (838).

3 Vgl. für die Schätzung eines Unternehmenswertes nur BGH v. 7.5.1986 – IVb ZR 42/85, FamRZ 1986, 776; allgemein zum revisionsrechtlichen Prüfungsmaßstab bei Schätzungen BGH v. 6.12.2012 – VII ZR 84/10, NJW 2013, 525 (527); BGH v. 18.12.2012 – VI ZR 316/11, NJW 2013, 1539 f.; zum Steuerrecht s. BFH v. 19.7.2011 – X R 48/08, BFH/NV 2011, 2032.

4 Zur Rezeption wissenschaftlicher Thesen durch die Gerichte vgl. *Paulsen*, WPg 2007, 823 f.

wertschätzung beauftragen. Nach § 287 Abs. 1 Satz 2 ZPO liegt es im pflichtgemäßen Ermessen des Gerichts, „ob und inwieweit eine beantragte Beweisaufnahme oder von Amts wegen die Begutachtung durch Sachverständige anzuordnen ist“. In der Praxis stellt die **Beauftragung eines gerichtlichen Sachverständigen** (insbesondere eines Wirtschaftsprüfers oder Hochschullehrers der Betriebswirtschaft) den Regelfall dar, weil die wenigsten Richter über die erforderliche eigene Sachkunde verfügen. Der Sachverständige hat den Richter nicht nur bei der Methodenauswahl, sondern vor allem bei der eigentlichen Wertermittlung zu unterstützen. Darüber hinaus trifft den Sachverständigen eine Erklärungs- und Beratungspflicht.

- 51 Sachverständigengutachten unterliegen der freien Beweiswürdigung des Gerichts. Der Richter darf die Feststellungen des Gutachters also nicht einfach übernehmen, sondern muss sich nach Kräften und in den Grenzen seiner eigenen Sachkunde **mit den fachlichen Ausführungen auseinandersetzen und sich so eine eigene Meinung bilden**.<sup>1</sup> Natürlich dürfen die Erwartungen an die richterliche Überzeugungsbildung auch nicht überspannt werden: So wird man für eine CAPM-gestützte Schätzung von Risikozuschlägen (dazu näher *Franken/Schulte*, § 6 Rz. 43 ff.) nicht erwarten können, dass sich der Richter mit sämtlichen kapitalmarkttheoretischen Grundlagen des CAPM (Capital-Asset-Pricing-Model) vertraut gemacht hat.<sup>2</sup> Seine Beweiswürdigung muss aber zumindest erkennen lassen, dass ihm die wesentlichen Prämissen dieses Bewertungsansatzes bekannt sind und er sich mit den Vor- und Nachteilen dieses Verfahrens im Vergleich zu „gegriffenen“ Risikozuschlägen auseinandergesetzt hat. Fachliche Verständnisprobleme müssen im Gespräch mit dem Sachverständigen ausgeräumt werden. Will der Richter in einzelnen Punkten von den Einschätzungen des Sachverständigen abweichen, so muss er dies sorgfältig begründen und, wenn kein weiterer Sachverständiger herangezogen wird, seine eigene Sachkunde und die Grundlage seiner Kenntnisse (z.B. durch Angaben zu Fachschrifttum) belegen.<sup>3</sup> Hingegen gehört die rechtliche Überprüfung des Sachverständigengutachtens in Hinsicht auf die Einhaltung der Bewertungsvorgaben zu den originären Aufgaben des Richters.

#### 4. Zur Eignung einzelner Bewertungsverfahren

##### a) Ertragswert- und DCF-Methoden

- 52 Das Ertragswertverfahren (dazu näher *Böcking/Nowak*, § 4 Rz. 30 ff.) ist nach allgemeiner Ansicht ein geeignetes Verfahren zur Schätzung von Unterneh-

---

1 Zur Beweiswürdigung von Sachverständigengutachten s. näher *Olzen*, ZZP 93 (1980), S. 66 ff.; *K. Müller*, Der Sachverständige im gerichtlichen Verfahren, 1973, S. 2350 ff.; *E. Schneider*, Beweis und Beweiswürdigung, 5. Aufl. 1994, S. 316 ff.

2 Für einen Überblick s. *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 25 ff.; *Lauber*, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327a ff. AktG, S. 280 ff.

3 Siehe *Paulsen*, WPg 2007, 823 f.

menswerten.<sup>1</sup> Diese Bewertungsmethode beruht auf der (durch Erfahrungssatz gestützten) Annahme, dass sich der **Wert eines Unternehmens im Geschäftsverkehr nach den erwarteten finanziellen Überschüssen richtet**.<sup>2</sup> Das Ertragswertkalkül gehört heute zu den Grundfesten der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre (zu den bewertungstheoretischen Grundlagen *Böcking/Rauschenberg*, § 2 Rz. 44 ff.) und bildet auch die konzeptionelle Grundlage des IDW S 1.<sup>3</sup> In diesem Sinne ist auch die Aussage des BGH zu verstehen, der Ertragswert bilde „theoretisch den richtigen Wert eines Unternehmens“.<sup>4</sup> Sie darf jedoch nicht dahin missverstanden werden, dass die Ertragswertmethode das einzige „geeignete“ Bewertungsverfahren darstellt. So beruht auch die DCF-Methode (dazu näher *Jonas/Wieland-Blöse*, § 9) auf dem Konzept des Zukunftserfolgswertes und stellt deshalb ebenfalls ein „geeignetes“ Bewertungsverfahren dar,<sup>5</sup> auch wenn es bei gerichtlichen Bewertungen bisher noch keine große Rolle spielt.<sup>6</sup> Darüber hinaus ist zumindest in der neueren Rechtsprechung der OLG<sup>7</sup> anerkannt, dass dem Richter neben dem Ertragswertverfahren noch andere, „marktorientierte Verfahren“ zur Verfügung stehen (dazu unten Rz. 59 ff.). Ungeachtet dieser Bekenntnisse zu mehr „Methodenpluralität“ beherrscht das Ertragswertverfahren in der standardisierten Form des IDW S 1 die gerichtliche Praxis.<sup>8</sup>

Zu den **wesentlichen Elementen der Ertragswertmethode** gehört zunächst die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse, die sich nicht nur an Vergangenheitswerten, sondern in erster Linie an (zukunftsgerichteten) Planungsrechnungen zu orientieren hat (dazu näher *Franken/Schulte*, § 5). Geht man davon aus, dass das Unternehmen bei der rechtsgebundenen Unternehmensbewer-

- 1 Siehe nur OLG Stuttgart v. 24.7.2013 – 20 W 2/12, AG 2013, 840 (841 f.): Die Ertragswertmethode „ist als eine geeignete Methode der Unternehmensbewertung anerkannt“; BGH v. 21.7.2003 – II ZB 17/01, AG 2003, 627; BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 (307) = AG 1999, 566 bezeichnet die Ertragswertmethode als „verfassungsrechtlich unbedenklichen Ansatz“; aus dem Schrifttum nur *Großfeld*, *Recht der Unternehmensbewertung*, 2010, Rz. 1076 ff.; *Hüttemann*, *ZHR* 162 (1998), 563 (584 f.)
- 2 Prägnant *Schmalenbach*, *ZfHf* 1918, 1: „Was kann diese Anlage in Zukunft an Gewinn bringen?“
- 3 Vgl. nur *WP-Handbuch* 2014, Bd. II, Rz. A 7: „Der Unternehmenswert wird grundsätzlich als Zukunftserfolgswert ermittelt. In der Unternehmensbewertungspraxis haben sich als gängige und anerkannte Verfahren das Ertragswertverfahren und die DCF-Verfahren herausgebildet.“
- 4 BGH v. 9.11.1998 – II ZR 190/97, BGHZ 140, 35 (38) = *GmbHR* 1999, 31 = AG 1999, 122.
- 5 Siehe nur *Hüttemann*, *WPg* 2007, 812 (819).
- 6 Ablehnend noch OLG Karlsruhe v. 16.7.2008 – 12 W 16/02, AG 2009, 49 [keine Abweichung von Ertragswertmethode]; anders jetzt OLG Karlsruhe v. 30.4.2013 – 12 W 5/12, AG 2013, 765.
- 7 OLG Stuttgart v. 5.6.2013 – 20 W 6/10, AG 2013, 724; OLG Stuttgart v. 24.7.2013 – 20 W 2/12, AG 2013, 840 (841).
- 8 Vgl. dazu – auch im Rechtsvergleich – *Fleischer*, AG 2014, 97 (99 f.); kritisch *Hüttemann* in *FS Schilken*, 2015, S. 319 (327 ff.).



tung aus der Sicht eines „markttypischen“ Erwerbers zu bewerten ist, darf allerdings – abweichend von IDW S 1<sup>1</sup> – nicht nur das vorhandene Unternehmenskonzept zugrunde gelegt werden, sondern es sind – gerade bei suboptimaler Unternehmensführung – auch **naheliegende alternative Konzepte** einschließlich wertrelevanter Verbundvorteile in die Schätzung einzubeziehen, um der rechtlichen Bewertungsvorgabe gerecht zu werden.<sup>2</sup>

- 54 Die finanziellen Überschüsse sind in einem zweiten Schritt – zur Ermittlung eines Barwertes – mit einem Kapitalisierungszins auf den Stichtag **abzuzinsen** (dazu näher *Franken/Schulte*, § 6). Der Zinssatz setzt sich aus dem Basiszinssatz für eine sichere Alternativanlage, einer Risikoprämie (Risikozuschlag) und einem Wachstumsabschlag zusammen. Da die Abzinsung „laufzeitadäquat“ erfolgen muss, ist die zukünftige Zinsentwicklung – unter Rückgriff auf Zinsstrukturkurven – aus der Perspektive des Stichtags zu schätzen.<sup>3</sup> Ob der zur Herstellung einer Vergleichbarkeit mit risikolosen Alternativanlagen (Risikoäquivalenz) erforderliche Risikozuschlag – wie früher üblich<sup>4</sup> – unter Berücksichtigung der Verhältnisse des Einzelfalls „gegriffen“ oder – entsprechend den heutigen Empfehlungen des IDW<sup>5</sup> – unter Anwendung kapitalmarkttheoretischer Modelle<sup>6</sup> aus beobachteten Marktrisikoprämien und Beta-Faktoren „abgeleitet“ wird (dazu eingehend *Franken/Schulte*, § 6), hat der sachverständig beratene Richter im Rahmen seines Schätzungsspielraums und in Auseinandersetzung mit den Vor- und Nachteilen beider Ansätze zu entscheiden.<sup>7</sup> Der Wachstumsabschlag zur Inflationsberücksichtigung im Rahmen der ewigen Rente (dazu *Franken/Schulte*, § 5 Rz. 135) ist nach den Verhältnissen des Einzelfalls festzulegen.<sup>8</sup>
- 55 Das Ertragswertverfahren bezieht sich als Gesamtbewertungsverfahren immer nur auf das betriebsnotwendige Vermögen. Folglich bedarf es einer Abgrenzung der Bewertungseinheit, weil das **nicht betriebsnotwendige Vermögen** mit dem Einzelveräußerungswert gesondert zu bewerten und dem Ertragswert hinzuzurechnen ist (dazu näher *Hüttemann/Meinert*, § 7). Insoweit stellen sich ähnliche Fragen wie beim Unternehmenskonzept: Wenn man von Rechts wegen eine Bewertung des Unternehmens aus der Perspektive eines „markttypischen“ Erwerbers fordert, können weder die tatsächliche Nutzung der fragli-

1 WP-Handbuch 2014, Bd. II, Rz. A 86 f.: „am Bewertungsstichtag vorhandene Ertragskraft“; aus dem juristischen Schrifttum vor allem *Mertens*, AG 1992, 321.

2 Eingehend *Hüttemann*, ZHR 162 (1998), 563 (586 ff.); zustimmend *Adolff*, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007, S. 372 f.; *Ruthardt/Hachmeister*, DB 2013, 2666 (2670 ff.).

3 Siehe etwa OLG Stuttgart v. 11.9.2011 – 20 W 6/08, AG 2012, 49 (51).

4 Nachweise zur älteren Praxis bei *Piltz*, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, S. 361 ff.

5 WP-Handbuch 2014, Bd. II, Rz. A 305 ff.

6 Für einen Überblick *Kuhner/Maltry*, Unternehmensbewertung, S. 153 ff.

7 Ebenso *Stilz* in FS Goette, 2012, S. 529 (533 f.); kritisch zur Anwendung des CAPM im Rahmen rechtsgebundener Bewertungen *Lauber*, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327a ff. AktG, S. 280 ff.

8 So OLG Stuttgart v. 11.9.2011 – 20 W 6/08, AG 2012, 49 (52).

chen Vermögensgegenstände noch die Planungen der Unternehmenseigner am Stichtag allein ausschlaggebend sein.<sup>1</sup>

Um die Unternehmensbewertung für Zwecke der Erbschaft- und Schenkungsteuer zu erleichtern und zu vereinheitlichen, hat der Gesetzgeber im Rahmen der letzten Erbschaftsteuerreform ein sog. „**vereinfachtes Ertragswertverfahren**“ (§§ 199 ff. BewG) eingeführt, das im Feststellungsverfahren angewandt werden „kann“, wenn es nicht zu „offensichtlich unzutreffenden Ergebnissen führt“ (so § 199 Abs. 1 BewG). Dieses Verfahren (dazu näher *Kohl*, § 26 Rz. 167 ff.) enthält verschiedene Bewertungsvereinfachungen (z.B. die Anknüpfung an den durchschnittlichen Jahresertrag der letzten drei Jahre und einen gesetzlich normierten Risikozuschlag) und ist als kostengünstige Alternative zu den im Geschäftsverkehr üblichen Bewertungsverfahren (z.B. IDW S 1) gedacht. Es spielt außerhalb der steuerlichen Bewertung bisher keine Rolle. Dies schließt nicht aus, dass der Tatrichter einzelne Vereinfachungen und Annahmen (z.B. die Höhe des Risikozuschlags) auch bei gesellschaftsrechtlichen Abfindungsstreitigkeiten heranzieht, sofern er sie für sachlich vertretbar hält und dies auch begründet.<sup>2</sup> 56

#### b) Substanzwert und Mischverfahren

Der Substanzwert zielt nicht auf eine ertragsabhängige Gesamtbewertung des Unternehmens, sondern ist ein auf den „**Rekonstruktionswert**“ bezogenes Einzelbewertungsverfahren (dazu *Böcking/Rauschenberg*, § 2 Rz. 40 ff.). Diese Bewertungskonzeption orientiert sich an den Wiederbeschaffungskosten, die erforderlich wären, um das Unternehmen in seinem vorhandenen Zustand nachzubauen.<sup>3</sup> Der Substanzwert ist nach heutiger Auffassung zumindest bei erwerbswirtschaftlichen Unternehmungen **kein geeigneter Schätzungsmaßstab**,<sup>4</sup> denn – so *Münstermann* – „für das Gewesene gibt der Kaufmann nichts“.<sup>5</sup> Anders ausgedrückt: Der Substanzwert ist regelmäßig kein brauchbarer Anhaltspunkt für den gesuchten „wirklichen“ Unternehmenswert.<sup>6</sup> Dies kann anders sein, wenn es um „Non-Profit-Unternehmen“ geht, deren Verkehrswert – aus der Sicht eines ebenfalls nicht gewinnorientierten Erwerbers – in den ersparten Aufwendungen für einen „Nachbau“ bestehen kann.<sup>7</sup> Vom Liquidationswert unterscheidet sich der Substanzwert aufgrund der abweichenden Bewertungsperspektive. Während sich der Substanzwert auf den Beschaf-

1 Vgl. *Hüttemann*, WPg 2007, 812 (816); *Hüttemann*, ZHR 162 (1998), 563 (592 f.); *Meinert*, DB 2011, 2397 (2402 f.); zurückhaltender OLG Frankfurt v. 20.12.2011 – 21 W 8/11, AG 2012, 330 (334): Abkehr von Unternehmensplanung nur, wenn diese „zu offenkundig unwirtschaftlichen Ergebnissen führt“.

2 So etwa OLG München v. 18.2.2014 – 31 Wx 211/13, BB 2014, 625.

3 Vgl. näher WP-Handbuch 2014, Bd. II, Rz. A 444.

4 Siehe nur WP-Handbuch 2014, Bd. II, Rz. A 447; näher *Moxter*, Grundsätze, S. 41 ff.; *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, S. 315 ff.

5 *Münstermann*, Wert und Bewertung, 1966, S. 21.

6 Aus der Rechtsprechung nur BayObLG v. 11.12.1995 – 3Z BR 36/91, NJW-RR 1996, 1125 (1126) = AG 1996, 176: „Der früher stark betonte Substanzwert spielt heute bei den Bewertungen keine entscheidende Rolle mehr“.

7 Vgl. dazu WP-Handbuch 2014, Bd. II, Rz. A 421 f.

fungsmarkt bezieht, ist der Liquidationswert auf den Veräußerungsmarkt ausgerichtet.<sup>1</sup> Für das Erbschaftsteuerrecht bestimmt § 11 Abs. 2 Satz 3 BewG, dass ein (allerdings besonderer steuerlicher) „Substanzwert“ den Mindestwert darstellt (vgl. näher *Kohl*, § 26 Rz. 76 ff.).

- 58 Aus der Nichteignung des Substanzwertes als Schätzungsparameter für erwerbswirtschaftliche Unternehmen folgt auch, dass sog. **Mischverfahren (auch: Praktikerverfahren genannt)**, die den Unternehmenswert als Mittel aus Substanz- und Ertragswert bzw. durch eine Übergewinnkapitalisierung berechnen, für Zwecke der rechtsgebundenen Unternehmensbewertung heute<sup>2</sup> in der Regel nicht mehr zulässig sind, weil sie wegen der Berücksichtigung der Substanz ebenfalls zu einer systematischen Wertverzerrung führen. Zu den Mischverfahren (dazu auch *Franken/Schulte*, § 10 Rz. 80 ff.) ist auch das sog. **Stuttgarter Verfahren** zu rechnen, das vor Inkrafttreten der Erbschaftsteuerreform zum 1.1.2009 vom BFH in ständiger Rechtsprechung<sup>3</sup> als geeignetes Schätzungsverfahren zur Bewertung nicht notierter Anteile von Kapitalgesellschaften akzeptiert worden ist und den Unternehmenswert als Kombination aus Substanz- und Ertragswertkomponenten ermittelte.<sup>4</sup> Ihm ist durch die Streichung der Worte „des Vermögens“ in § 11 Abs. 2 Satz 2 BewG die gesetzliche Grundlage entzogen worden.<sup>5</sup>

### c) „Marktorientierte“ Bewertungsansätze

- 59 Die Öffnung der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre für „kapitalmarktbezogene“ Bewertungselemente seit den 1980er und 1990er Jahren<sup>6</sup> ist nicht ohne Rückwirkungen auf die rechtsgebundene Unternehmensbewertung geblieben. Unter „marktorientierten“ Bewertungsverfahren wird zum einen die Verfeinerung der Ertragswertverfahren unter Einbeziehung von kapitalmarkttheoretischen Ansätzen (z.B. eine Bemessung von Risikozuschlägen auf der Basis des Capital-Asset-Pricing-Model) verstanden.<sup>7</sup> Ferner geht es um die Heranziehung von beobachteten „Marktdaten“ (z.B. Börsenkursen und Multiplikatoren) als Schätzungsparameter für Unternehmenswerte.<sup>8</sup> „Marktbezogene“ Bewertungsverfahren bedeuten eine gewisse Abkehr vom strengen subjektbe-

1 Statt vieler *Wollny*, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 20.

2 Anders noch BGH v. 13.3.1978 – II ZR 142/76, WM 1978, 401 (405), wo eine „Verbindung von Substanz- und Ertragswert“ nicht beanstandet worden ist.

3 Vgl. nur BFH v. 6.3.1991 – II R 18/88, BStBl. II 1991, 558 (559).

4 Abschn. 95 ff. ErbStR a.F.

5 Siehe nur *Horn* in *Fischer/Jüptner/Pahlke/Wachter*, 5. Aufl. 2014, § 12 ErbStG Rz. 292.

6 Zum Einfluss „marktorientierter“ Bewertungsverfahren s. *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, S. 26 ff.; *Ballwieser* in *Heintzen/Kruschwitz*, Unternehmen bewerten, S. 13 ff.

7 Für einen Überblick *Ballwieser/Hachmeister*, Unternehmensbewertung, S. 99 ff.

8 Dazu – kritisch – etwa *Ballwieser* in *Heintzen/Kruschwitz*, Unternehmen bewerten, S. 13 ff.; *Lauber*, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327a ff. AktG, S. 371 ff.

zogenen Bewertungsmodell zugunsten einer Bewertung des Unternehmens aus der Sicht des Kapitalmarktes. Eine stärkere Einbeziehung der „Marktsicht“ entspricht schließlich auch der international üblichen Bewertungspraxis.<sup>1</sup>

Während die Gerichte bis Ende der 1990er Jahre einer „marktbezogenen“ Wert- 60  
ermittlung (z.B. auf der Grundlage von Börsenkursen) noch ablehnend gegenüber gestanden haben,<sup>2</sup> hat – spätestens seit dem DAT/Altana-Beschluss des BVerfG<sup>3</sup> – ein **Umdenkungsprozess eingesetzt**. So hat z.B. das OLG Stuttgart im Jahr 2011 zur Ermittlung der angemessenen Abfindung nach § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG festgestellt: „Als Grundlage für die Feststellung dieses Wertes stehen dem Gericht fundamentalanalytische Methoden wie das Ertragswertverfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Verfahren, etwa eine Orientierung an Börsenkursen“.<sup>4</sup> Dasselbe Gericht hatte auch keine Bedenken gegen eine Ermittlung von Risikozuschlägen anhand des CAPM, da dieses Verfahren „methodisch vorzugswürdig sei“.<sup>5</sup> Andere Gerichte waren zunächst zurückhaltender und bezweifelten, ob Risikoprämien nach CAPM einem von Sachverständigen „plausibel gegriffenen“ Risikozuschlag tatsächlich überlegen sind.<sup>6</sup>

Aus der Sicht der rechtsgebundenen Unternehmensbewertung wirft die Ein- 61  
beziehung „marktorientierter“ Bewertungsverfahren **zwei Fragen auf**:<sup>7</sup> Zunächst ist zu fragen, ob eine Schätzung „aus der Perspektive des Kapitalmarktes“ der gesetzlichen Bewertungsvorgabe noch entspricht. Wenn man ausgehend von der gesellschaftsrechtlichen „Liquidationshypothese“ (§ 738 Abs. 1 Satz 2 BGB) oder dem steuerlichen „gemeinen Wert“ (§ 9 Abs. 2 BewG) eine Bewertung aus der Sicht eines gedachten Erwerbers fordert, begegnet eine „marktbezogene“ – d.h. von den subjektiven Verhältnissen der Beteiligten losgelöste – Bewertung keinen grundsätzlichen Bedenken. Die zweite Frage betrifft die Eignung einzelner Bewertungsparameter als „Schätzungsgrundlage“: Insoweit hat sich der Tatrichter – im Dialog mit dem Sachverständigen – eine eigene Überzeugung zu bilden, ob aus modelltheoretischen Annahmen (CAPM) und am Markt beobachteten Risikoprämien abgeleitete Risikozuschläge „realitätsgerechter“ erscheinen als ein vom Sachverständigen nach den Verhältnissen des konkreten Unternehmens „gegriffener“ Wert. Stellt man den durch § 287 Abs. 2 ZPO eröffneten Schätzungsspielraum in den Vordergrund, dürften letztlich beide Bewertungsansätze trotz ihrer jeweiligen Vor-

1 Vgl. zu diesem Aspekt die „Best-Practice-Empfehlungen“ des DVFA-Arbeitskreises „Corporate Transactions and Valuation“, CFB 2012; ferner *Fleischer*, AG 2014, 97.

2 Eine Bewertung zum Börsenkurs strikt ablehnend noch BGH v. 30.3.1967 – II ZR 141/64, NJW 1967, 1464.

3 BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 = AG 1999, 566.

4 OLG Stuttgart v. 14.9.2011 – 20 W 6/08, AG 2012, 49.

5 OLG Stuttgart v. 14.9.2011 – 20 W 6/08, AG 2012, 49 (51); ebenso OLG Düsseldorf v. 27.5.2009 – I-26 W 5/07, WM 2009, 2220.

6 So LG München I v. 3.12.1998 – 5HK O 14889/92, AG 1999, 476 = DB 1999, 684 f.; gegen einen Vorrang des CAPM auch BayObLG v. 28.10.2005 – 3Z BR 71/00, AG 2006, 41 (43).

7 Vgl. *Hüttemann*, WPg 2007, 812 (819 ff.).

und Nachteile „vertretbar“ sein, weil beide den erforderlichen Realitätsbezug aufweisen und fachwissenschaftlich nicht eindeutig widerlegt sind.<sup>1</sup>

#### d) Börsenkurse und gezahlte Kaufpreise

- 62 Auch bei der Frage nach der Bewertungsrelevanz von Börsenkursen oder tatsächlich gezahlten Kaufpreisen gilt es – aus rechtlicher Sicht – zwei Ebenen zu unterscheiden:<sup>2</sup> Eine Bewertung „zum Börsenkurs“ oder auf der Grundlage von tatsächlich gezahlten Preisen für Unternehmensanteile ist von Rechts wegen immer dann zwingend, wenn das Gesetz den **Börsenkurs oder tatsächlich gezahlte Preise zum alleinigen Bewertungsmaßstab erhebt** (vgl. etwa § 31 Abs. 1 WpÜG, § 11 Abs. 1 und 2 BewG) oder der Börsenkurs nach den Grundsätzen des DAT/Altana-Beschlusses<sup>3</sup> von Verfassungen wegen den Mindestwert bildet. Eine Abweichung von dieser Vorgabe wäre als Rechtsverletzung revisionsrechtlich stets angreifbar. Im vorliegenden Zusammenhang geht es indes um die davon zu trennende Tatfrage, ob **Börsenkurse oder tatsächlich gezahlte Preise geeignete Schätzungsparameter für den „wahren“ Wert** darstellen können.<sup>4</sup> Dabei handelt es sich um ein Problem der tatrichterlichen Wertermittlung und insofern hat sich der Richter im Rahmen seines Schätzungsermessens unter Berücksichtigung fachwissenschaftlicher Erkenntnisse eine begründete eigene Ansicht zu bilden, die in der Revision nur eingeschränkt überprüft werden kann (zu Börsenkursen näher *Adolff*, § 16). Für seine Überzeugungsbildung wird der Richter auch berücksichtigen dürfen, dass der Gesetzgeber in bestimmten Bereichen (wie dem Übernahme- und Steuerrecht) Börsenkursen und Vorerwerbspreisen sogar von Rechts wegen eine „Bewertungsrelevanz“ zuerkannt hat.<sup>5</sup> Er ist aber an diese Vorgaben (§ 31 Abs. 1 WpÜG, § 11 Abs. 1 und 2 BewG) nicht zwingend gebunden.
- 63 Jede „**Unternehmensbewertung durch Rückgriff auf Marktdaten**“<sup>6</sup> steht allerdings vor einem konzeptionellen Problem, mit dem sich auch der Tatrichter

1 Gegen eine Ableitung von Risikozuschlägen nach CAPM/Tax-CAPM mit eingehender Begründung *Lauber*, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327a ff. AktG, S. 280 ff.

2 Siehe bereits *Hüttemann*, ZGR 2001, 454; für eine aktuelle Übersicht über die Börsenkursrechtsprechung vgl. *Bungert/Wettich* in FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 157.

3 BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 = AG 1999, 566.

4 Grundsätzlich bejahend: OLG Stuttgart v. 24.7.2013 – 20 W 2/12, AG 2013, 840 (841); OLG Frankfurt v. 3.9.2010 – 5 W 57/09, AG 2010, 751 (752); OLG Frankfurt v. 5.12.2013 – 21 W 36/12, NZG 2014, 464; OLG Düsseldorf v. 27.5.2009 – I-26 W 1/07 AktE, AG 2009, 907 (909); vgl. auch BVerfG v. 26.4.2011 – 1 BvR 2658/10, AG 2011, 511; aus dem Schrifttum s. *Steinhauer*, AG 1999, 299; *Luttermann*, ZIP 1999, 45; *Piltz*, ZGR 2001, 187; *Stilz*, ZGR 2001, 875 (883); *Stilz* in FS Goette, 2012, S. 529 (537 ff.); *Hüttemann*, ZGR 2001, 454 (467 ff.); *Hüttemann* in FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 603 (613 ff.).

5 So auch *Stilz* in FS Goette, 2012, S. 529 (540 f.); noch weitergehend LG Köln v. 24.7.2009 – 82 O 10/08, AG 2009, 835 (838), das § 11 Abs. 2 Satz 2 BewG als „allgemeingültigen“ Rechtsgedanken versteht.

6 Zum Folgenden nur *Ballwieser* in Heintzen/Kruschwitz, Unternehmen bewerten, S. 13 ff.

auseinanderzusetzen hat: Während bei § 11 Abs. 1 und 2 BewG nach „Anteilswerten“ gesucht wird, hat der Richter für Zwecke der Abfindungsbemessung (§ 738 Abs. 1 Satz 2 BGB, § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG) den „quotalen“ Unternehmenswert zu bestimmen. Aus Marktpreisen für einzelne Anteilsrechte (Börsenkurs oder gezahlte Kaufpreise) muss also ein Gesamtunternehmenswert des Unternehmens „abgeleitet“ werden, was regelmäßig mehr erfordert als eine schlichte „Hochrechnung“ in Form einer Börsenkurskapitalisierung. Ähnlich Fragen stellen sich, wenn man nicht nur tatsächlich gezahlte Kaufpreise für Anteile des zu bewertenden Unternehmens als Schätzungsparameter heranziehen möchte, sondern auch Marktpreise berücksichtigen will, die bei zeitnahen Transaktionen für „vergleichbare“ Unternehmen gezahlt worden sind (zu Vorwerbspreisen vgl. *Leverkus*, § 17), weil hier – ebenso wie bei der Verwendung von marktgestützten Multiplikatoren-Verfahren (dazu *Franken/Schulte*, § 10 Rz. 7 ff.) – zusätzlich das Problem der Vergleichbarkeit der betrachteten Unternehmen zu lösen ist.

Ungeachtet der vorstehend aufgezeigten Probleme und weiterhin bestehender Meinungsverschiedenheiten innerhalb der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre ist in den letzten Jahren eine **wachsende Offenheit der Gerichte für marktbezogene Unternehmensbewertungen** zu beobachten. Zwar haben Zivilgerichte schon in den 1980er Jahren tatsächlich gezahlte Kaufpreise vereinzelt als Bewertungsmaßstab akzeptiert.<sup>1</sup> Die in neuerer Zeit zu beobachtende „Entdeckung des Marktes durch die Rechtsprechung“<sup>2</sup> und stärkere Heranziehung von Börsenkursen als Schätzungsmaßstab oder Hilfsmittel zur Plausibilisierung von analytisch ermittelten Werten ist nicht nur auf den DAT/Altana-Beschluss des BVerfG<sup>3</sup> zurückzuführen, sondern spiegelt einen grundsätzlichen Mentalitätswechsel wider. Dieser beruht auf der zutreffenden Einsicht, dass es „den“ einen richtigen Unternehmenswert nicht gibt, weil – so das OLG Stuttgart – „die Wertermittlung nach den einzelnen Verfahren mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Prämissen verbunden ist, die (häufig) keinem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind“.<sup>4</sup> Die Hinwendung zum Börsenkurs ist also auch Ausdruck einer gewissen Ernüchterung der Spruchgerichte über die Leistungsgrenzen der (schein)genauen „fundamentalanalytischen“ Bewertungsverfahren.<sup>5</sup> 64

#### e) Auswahl der Bewertungsmethode

Da es nicht nur „ein“ geeignetes Verfahren zur Unternehmenswertschätzung gibt, hat der Richter im Rahmen von § 287 Abs. 2 ZPO ein gewisses Ermessen bei der Auswahl zwischen mehreren prinzipiell geeigneten Bewertungsverfahren. 65

1 BGH v. 17.3.1982 – IVa ZR 27/81, FamRZ 1982, 571: Schätzung des Wertes von Beteiligungen im Pflichtteilsrecht anhand eines ein Jahr vor dem Erbfall gezahlten Kaufpreises.

2 So plakativ *Krause* in FS Hopt, 2010, S. 1005.

3 BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 = AG 1999, 566.

4 OLG Stuttgart v. 14.9.2011 – 20 W 6/08, AG 2012, 49.

5 Deutlich OLG Frankfurt v. 3.9.2010 – 5 W 57/09, AG 2010, 751 (755 f.); aus dem Schrifttum eindringlich *Stilz* in FS Goette, 2012, S. 529.

ren. In diesem Zusammenhang darf er auch berücksichtigen, ob ein **zusätzlicher Erkenntnisgewinn in einem angemessenen Verhältnis zum zusätzlichen Aufwand** des betreffenden Verfahrens steht. Denn der Zweck des § 287 Abs. 2 ZPO – Erleichterung der Rechtsdurchsetzung durch Vermeidung unverhältnismäßig hoher Prozesskosten – passt nicht nur für die Zulässigkeit einer Schätzung, sondern auch für das Ob und Wie der Sachverhaltsaufklärung.<sup>1</sup> Abzuwägen sind insoweit die objektiven Schwierigkeiten der Sachaufklärung, Mühe, Kosten, Zeitaufwand, voraussichtlicher Ertrag und Streitwert.<sup>2</sup> Eine solche Abwägung hat in Einzelfällen bereits dazu geführt, dass Gerichte auf eine umfangreiche Ertragsbewertung verzichtet und einer Börsenkursschätzung den Vorrang eingeräumt haben.<sup>3</sup>

#### f) Methodenänderungen und „Rückwirkung“

- 66 Weil das IDW den in der Praxis „quasi-verbindlichen“<sup>4</sup> Bewertungsstandard IDW S 1 seit 2000 mehrfach geändert hat, sehen sich die Gerichte mit der Frage konfrontiert, ob „neue“ Bewertungsstandards auch „rückwirkend“ angewendet werden dürfen.<sup>5</sup> Da rechtliche Aussagen des IDW für den Richter ohnehin unverbindlich sind, stellt sich die Frage der „intertemporalen“ Anwendung lediglich in Hinsicht auf geänderte **fachliche Regeln**, also Änderungen in der Bewertungsmethodik (z.B. den Übergang auf eine Nachsteuerbetrachtung oder die Berücksichtigung von Steuerrechtsänderungen). Insoweit ist eine **differenzierte Betrachtung** angezeigt:<sup>6</sup> Erkenntnisfortschritte in der Bewertungstheorie wie z.B. Methodenverfeinerungen können (uns sollten) die Gerichte immer berücksichtigen, weil es keinen „Vertrauensschutz“ in Hinsicht auf veraltete Bewertungsmethoden gibt. Hingegen dürfen Methodenanpassungen, mit denen das IDW auf geänderte rechtliche Rahmenbedingungen (z.B. Steuerrechtsänderungen) reagiert hat, nicht einfach auf Zeitpunkte vor der gesetzlichen Änderung bezogen werden. Insoweit gilt vielmehr das Stichtagsprinzip (vgl. näher *Fleischer*, § 13).

## 5. Zusammenfassung

- 67 Während der Richter die gesetzliche Bewertungsvorgabe durch Auslegung des Gesetzes allein zu bestimmen hat, handelt es sich bei der Feststellung des Un-

1 *Hüttemann*, ZGR 2001, 454 (476).

2 Vgl. *Hüttemann*, ZGR 2001, 454 (476); beispielhafte Überlegungen zur Auswahl zwischen Ertragswertmethode und Börsenkursschätzung bei OLG Frankfurt v. 3.9.2010 – 5 W 57/09, AG 2010, 751 (755 f.).

3 OLG Frankfurt v. 3.9.2010 – 5 W 57/09, AG 2010, 751.

4 So *Fleischer*, AG 2014, 97 (100).

5 Dazu nur *Bungert*, WPg 2008, 811; *Hüttemann*, WPg 2008, 822; *Riegger/Wasmann* in FS Goette, 2011, S. 433; *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz. 215 ff.

6 Ebenso OLG Stuttgart v. 19.1.2011 – 20 W 2/07, AG 2011, 420 (426); OLG Karlsruhe v. 30.4.2013 – 12 W 5/12, AG 2013, 765; anders OLG München v. 30.11.2006 – 31 Wx 59/06, AG 2007, 411 und OLG Düsseldorf v. 28.8.2014 – I-26 W 9/12 (AktE), AG 2014, 817 mit eingehender Begründung und weiteren Nachweisen.

unternehmenswertes um eine Tatfrage, die mit den Mitteln des Beweisrechts zu lösen ist. Insoweit bedarf es keiner vollen richterlichen Überzeugung, sondern das erforderliche Beweismaß ist durch die Möglichkeit einer Schätzung (§ 287 Abs. 2 ZPO, § 162 AO) entsprechend herabgesetzt. Ferner kommt es regelmäßig zur Beauftragung eines gerichtlichen Sachverständigen, der als „Berater des Tatrichters“ tätig wird.<sup>1</sup> Die Umsetzung der normativen Vorgaben auf der Ebene der tatsächlichen Wertfeststellung bildet daher in der Praxis die „Domäne der betriebswirtschaftlich-mathematischen Disziplinen“.<sup>2</sup> Dies erklärt auch, weshalb die berufsständischen Bewertungsstandards in der gerichtlichen Praxis – trotz des weiten Schätzungsspielraums der Gerichte nach § 287 Abs. 2 ZPO – nach wie vor eine dominierende Rolle spielen.

## VI. Unternehmensbewertung und Verfahrensrecht

### 1. Kein einheitliches Verfahrensrecht

Es gibt kein besonderes Verfahren für Unternehmensbewertungen, sondern die „rechtsgebundene“ Unternehmensbewertung findet in dem behördlichen oder gerichtlichen Verfahren statt, in dem auch über den unternehmenswertabhängigen Anspruch entschieden wird. Das „Verfahrensrecht der Unternehmensbewertung“ bestimmt sich also nach den Vorschriften, die die Zuständigkeit der Behörde und Gerichte regeln. Dies erklärt, warum es z.B. für gesellschaftsrechtliche Abfindungsansprüche **kein einheitliches Verfahren** gibt. Zwar sind für Abfindungsstreitigkeiten stets die ordentlichen Gerichte zuständig. Für Rechtsstreitigkeiten betreffend den aktienrechtlichen Barabfindungsanspruch ist aber nach § 1 Nr. 1 SpruchG das Spruchverfahren als eigenständige Verfahrensart eröffnet, während Rechtsstreitigkeiten zwischen Gesellschaftern betreffend die Abfindung bei einem Ausscheiden aus einer Personengesellschaft oder GmbH nach den allgemeinen Vorschriften der ZPO über streitige Verfahren verhandelt werden. 68

### 2. Spruchverfahren

Das **Spruchverfahren** (dazu näher *Arnold/Rothenburg*, § 27) ist heute<sup>3</sup> im Spruchverfahrensgesetz geregelt. Es stellt ein besonderes Verfahren vor den ordentlichen Gerichten dar, in dem über die in § 1 Nr. 1–6 SpruchG aufgezählten vermögensrechtlichen Ansprüche von Aktionären und Anteilshabern – insbesondere die Angemessenheit der Abfindung ausscheidender Minderheitsaktionäre bei aktien- und umwandlungsrechtlichen Umstrukturierungsvorgängen – entschieden wird. Das Spruchverfahren beruht auf den verfassungsrechtlichen Vorgaben, die das BVerfG aus Art. 14 Abs. 1 GG für den Schutz von 69

1 So BGH v. 3.3.1998 – X R 106/96, NJW 1998, 3355 (3356).

2 *Hasselbach/Hirte* in Großkomm. AktG, 4. Aufl. 2005, § 305 AktG Rz. 64.

3 Zur Rechtsentwicklung vgl. nur *Riegger/Gayk* in KölnKomm. AktG, 3. Aufl. 2013, Einl. SpruchG Rz. 4 ff.; s. auch *Seetzen*, WPg 1991, 166; *Seetzen*, WM 1999, 565.



Minderheitsaktionären abgeleitet hat.<sup>1</sup> Zu diesen verfassungsrechtlichen Mindeststandards gehören nicht nur „wirksame Rechtsbehelfe gegen einen Missbrauch der wirtschaftlichen Macht“, sondern auch eine „volle Entschädigung“. Das Spruchverfahren soll aber nicht nur einen effektiven Rechtsschutz gewährleisten, sondern es verhindert durch die ausschließliche Zuweisung einer Abfindungsklage, dass opponierende Minderheitsaktionäre die betreffenden Umstrukturierungsmaßnahmen durch Anfechtungsklagen etc. blockieren können.<sup>2</sup>

- 70 Mit der Reform von 2003 sind die für das Spruchverfahren geltenden Regelungen im Spruchverfahrensgesetz zusammengefasst worden. Auf das Spruchverfahren finden, sofern nichts anderes bestimmt ist, nach § 17 Abs. 1 SpruchG die Vorschriften des FamFG Anwendung, d.h. das Spruchverfahren gehört zu den **Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit**. Somit gilt der Amtsermittlungsgrundsatz (§ 26 FamFG), der jedoch durch die speziellen Erklärungspflichten (§ 7 SpruchG) und Verfahrensförderungspflichten (§§ 9, 10 SpruchG) modifiziert wird. Ungeachtet dieser und weiterer Besonderheiten (dazu eingehend *Arnold/Rothenburg*, § 27 Rz. 39 ff.) ist es bis heute nicht gelungen, die lange Verfahrensdauer der Spruchverfahren spürbar zu verringern.<sup>3</sup>

### 3. Streitiges Verfahren

- 71 Außerhalb des Spruchverfahrens gelten für Unternehmensbewertungen im Zivilprozess vor den ordentlichen Gerichten die allgemeinen **Vorschriften der ZPO für das Streitige Verfahren** (dazu näher *Lauber*, § 28). Es bleibt also – anders als im Spruchverfahren – beim Verhandlungs- oder Beibringungsgrundsatz. Danach ist es Sache jeder Partei, die für sie günstigen Tatsachen vorzutragen und u.U. zu beweisen. Daraus folgt, dass ein ausscheidender Gesellschafter, der eine höhere als die von den Mitgesellschaftern angebotene Abfindung begehrt, entsprechende Tatsachen beibringen muss, aus denen sich ein höherer Unternehmenswert ergibt. Das Gleiche gilt für einen Pflichtteilsberechtigten, der einen größeren Pflichtteil geltend macht. Streitigkeiten zwischen Ehegatten über den Zugewinnausgleich sind zwar Familiensachen (§ 111 Nr. 9 FamFG), gehören aber nach §§ 112 Nr. 2, 261 Abs. 1 FamFG zu den „streitigen“ Familiensachen, für die nach § 113 Abs. 1 FamFG die Verfahrensgrundsätze der ZPO gelten.

1 BVerfG v. 7.8.1962 – 1 BvL 16/60, BVerfGE 14, 263; vgl. auch den DAT/Altana-Beschluss des BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 = AG 1999, 566.

2 Siehe dazu die Begründung zum Regierungsentwurf, BT-Drucks. 15/371, 11.

3 Rechtstatsächliche Hinweise bei *Riegger/Gayk* in KölnKomm. AktG, 3. Aufl. 2013, Einl. SpruchG Rz. 63; *Henselmann/Mundert/Winkler/Schrenker*, WPg 2013, 1206; zur Verletzung des Grundrechts auf effektiven Rechtsschutz durch ein überlanges Spruchverfahren s. den Beschluss des BVerfG v. 17.11.2011 – 1 BvR 3155/09, AG 2012, 86.

#### 4. Schiedsgericht und Schiedsgutachten

Angesichts der Komplexität von Unternehmensbewertungen liegt es gerade im gesellschaftsrechtlichen Kontext nahe, dass die Gesellschafter die Entscheidung von Abfindungsstreitigkeiten durch eine Schiedsklausel im Gesellschaftsvertrag einem **privaten Schiedsgericht** übertragen (dazu *Fehrenbacher*, § 30). Auf diese Weise kann nicht nur verhindert werden, dass die Öffentlichkeit von gesellschaftsinternen Streitigkeiten erfährt und sensible Unternehmensdaten bekannt werden. Durch die Auswahl der Schiedsrichter kann auch eine besondere Sachkunde des Schiedsgerichts sichergestellt werden. Für das schiedsrichterliche Verfahren gelten die §§ 1025 ff. ZPO. 72

Vom schiedsrichterlichen Verfahren ist die Bestimmung einer Leistung durch einen Dritten durch **Schiedsgutachten** (dazu *Lauber*, § 29) zu unterscheiden (§§ 317 ff. BGB). So können die Gesellschafter bereits im Gesellschaftsvertrag vereinbaren, dass die Höhe der nach § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB geschuldeten Abfindung durch einen Schiedsgutachter bestimmt werden soll. Für diesen Fall bestimmt § 317 Abs. 1 BGB, dass der Schiedsgutachter die Leistungsbestimmung im Zweifel „nach billigem Ermessen“ zu treffen hat. 73

#### 5. Steuerverfahren

Die Bewertung von Unternehmen oder Unternehmensanteilen für Zwecke der steuerlichen Gewinnermittlung und der Erbschaftsteuer (dazu *Kohl*, § 26) findet im Rahmen des **steuerlichen Veranlagungs- bzw. eines gesonderten Feststellungsverfahrens** statt. Es gelten also die allgemeinen Vorschriften der Abgabenordnung. Das Finanzamt hat nach § 89 AO den steuerlichen Sachverhalt (und damit auch die Höhe des Unternehmens- bzw. Anteilswertes) von Amts wegen zu ermitteln, allerdings treffen den Steuerpflichtigen und andere Beteiligte nach § 90 Abs. 1 AO gewisse Mitwirkungspflichten (z.B. die Pflicht zur Abgabe von Steuer- bzw. Feststellungserklärungen). Nach § 162 AO können Besteuerungsgrundlagen geschätzt werden, wenn Mitwirkungspflichten verletzt werden. Eine solche Schätzung stellt bei Unternehmenswerten ohnehin den Regelfall dar, sofern der gemeine Wert nicht aus Börsenkursen oder tatsächlich gezahlten Verkaufspreisen abgeleitet werden kann.<sup>1</sup> Für die Erbschaftsteuer sind die steuerlichen Werte des Betriebsvermögens und von Anteilen an Kapitalgesellschaften nach § 151 Abs. 1 BewG **gesondert festzustellen**. Für die Wertfeststellung bedarf es – in den durch § 11 Abs. 2 Satz 2 Halbs. 2 BewG gezogenen Anwendungsgrenzen – auch der Wahl einer bestimmten „anerkannten und üblichen“ Bewertungsmethode.<sup>2</sup> Das sog. vereinfachte Ertragswertverfahren (§§ 199 ff. BewG) kann nur angewendet werden, wenn es nicht zu „offensichtlich unzutreffenden Ergebnissen“ führt (zu diesem Problemkreis vgl. näher *Kohl*, § 26 Rz. 218 ff.). Die Wertfeststellung ist Grundlagenbescheid für die Festsetzung der Erbschaftsteuer und selbständig angreifbar (§ 155 BewG). Ge-

1 Siehe nur *Meincke*, 16. Aufl. 2012, § 12 ErbStG Rz. 20.

2 Für einen Überblick *Wollny*, Unternehmensbewertung für die Erbschaftsteuer, 2012, Rz. 987 ff.

gen Steuerverwaltungsakte der Finanzverwaltung ist nach § 33 FGO der Rechtsweg zu den FG eröffnet. Im finanzgerichtlichen Verfahren gilt wiederum der Amtsermittlungsgrundsatz (§ 76 FGO).

## VII. Ausblick

### 1. Vom „theoretisch richtigen Wert“ zur Bandbreite „vertretbarer“ Werte

- 75 Angesichts der Komplexität der Bewertungsaufgabe können Juristen und Ökonomen das „Rechtsproblem“ Unternehmensbewertung nur gemeinsam bewältigen. Dazu bedarf es neben einem wissenschaftlichen Diskurs über die Fächergrenzen hinweg vor allem einer vertrauensvollen Zusammenarbeit von Richtern und Sachverständigen. Ausgangspunkt muss die Einsicht sein, dass Entscheidungen über unternehmenswertabhängige Rechtsfolgen **„in erster Linie Rechtsanwendung“** sind.<sup>1</sup> Für die „Rollenverteilung“ vor Gericht heißt das, dass es die Aufgabe des Richters ist, das „normgerechte“ Bewertungsziel festzulegen, während die Auswahl einer geeigneten Schätzungsmethode und die eigentliche Wertermittlung nur unter Mitwirkung der betriebswirtschaftlichen Sachverständigen erfolgen kann. Allerdings muss der Richter auch im Bereich der Tatsachenfeststellung „das letzte Wort“ behalten, denn er hat die Sachverständigengutachten einer eigenständigen inhaltlichen Würdigung zu unterziehen und dabei insbesondere zu prüfen, ob die Bewertung eine ausreichende tatsächliche Grundlage für eine Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO darstellt. Den Gerichten kommt also auch auf der Tatsachenebene eine wichtige „Filterfunktion“ bei der Methodenauswahl zu.
- 76 Unternehmensbewertungen sind – so die griffige Formel des OLG Stuttgart – nicht mehr als „Anhaltspunkte“ für eine Schätzung,<sup>2</sup> „weil die Wertermittlung nach den einzelnen Methoden mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind.“ Ungeachtet dieser Unsicherheiten darf der Richter das „Vertretbarkeitsurteil“ nicht dem Sachverständigen oder dem IDW überlassen, sondern muss sich selbst ein Bild von den methodischen Grundlagen der Schätzung und dem „Realitätsbezug“ der verschiedenen Bewertungskonzepte machen. Die zunehmende Einsicht in die „Scheinrationalität“<sup>3</sup> von Ertragswerten sollte einen Paradigmenwechsel vom **„theoretisch richtigen“<sup>4</sup> Wert hin zu einer „Bandbreite vertretbarer Werte“** auslösen. Ferner ist ein ergebnisoffener Diskurs über die Vor- und Nachteile unterschiedlicher Bewertungsansätze erforderlich, um die

1 Siehe OLG Düsseldorf v. 8.8.2013 – I-26 W 15/12, NZG 2014, 1393: „Die gerichtliche Bestimmung der angemessenen Abfindung sowie des angemessenen Ausgleichs und die ihr zugrunde liegende Unternehmensbewertung sind in erster Linie Rechtsanwendung.“

2 OLG Stuttgart v. 14.9.2011 – 20 W 6/08, AG 2012, 49.

3 So Luttermann, NZG 2007, 611 (614).

4 Zum Ertragswert als „theoretisch richtigem Wert“ BGH v. 9.11.1998 – II ZR 190/97, BGHZ 140, 35 (38) = GmbHR 1999, 31 = AG 1999, 122.

gerichtliche Praxis von der einseitigen Orientierung am IDW-Standard<sup>1</sup> zu lösen und – im Sinne von mehr Methodenpluralität – noch stärker für marktanalytische Methoden zu öffnen.<sup>2</sup> Die Anerkennung von „Bandbreiten vertretbarer Unternehmenswerte“ gibt den Gerichten auch die Chance, sich bei der richterlichen Kontrolle von Abfindungen und anderen Ansprüchen deutlicher als bisher auf die Feststellung relevanter, d.h. „wesentlicher“ Abweichungen vom gesetzlich vorgegebenen Normwert zu beschränken.<sup>3</sup>

## 2. Internationale Unternehmensbewertung

Der zunehmende internationale Wirtschaftsverkehr stellt auch das Recht der Unternehmensbewertung vor neue Herausforderungen. Man denke nur an grenzüberschreitende Unternehmenszusammenschlüsse, bei denen – wenn es um die Abfindung ausscheidender Aktionäre geht – zwei Rechtsordnungen berührt sind, oder an die Folgebewertung von Unternehmensbeteiligungen nach Internationalen Rechnungslegungsstandards (IAS/IFRS). Diese Entwicklungen und das gewachsene rechtsvergleichende Interesse an ausländischen Bewertungsvorschriften lassen sich schlagwortartig unter dem Stichwort „Internationale Unternehmensbewertung“<sup>4</sup> zusammenfassen, betreffen jedoch **unterschiedliche Bereiche**: Zum einen kann eine verstärkte Rechtsvergleichung – z.B. im Bereich der gesellschaftsrechtlichen Abfindungsansprüche<sup>5</sup> – das Problembewusstsein vertiefen und wertvolle Anregungen für die Weiterentwicklung des deutschen und europäischen Gesellschaftsrecht geben (vgl. näher *Fleischer*, § 31). Zum anderen ist im Bereich des Internationalen Privatrechts zu klären, nach welcher Rechtsordnung der Richter z.B. bei grenzüberschreitenden Unternehmensumstrukturierungen über die Abfindung von Minderheitsaktionären zu entscheiden hat. Im Bereich des internationalen Rechnungslegungsrechts geht es hingegen vor allem um die richtige Auslegung der einschlägigen Rechnungslegungsstandards, die über die IAS-Verordnung<sup>6</sup> auch Teil des von deutschen börsennotierten Konzernmutterunternehmen verpflichtend anzuwendenden europäischen Bilanzrechts geworden sind (dazu *Leverkus*, § 25).

1 Dazu OLG Stuttgart v. 24.7.2013 – 20 W 2/12, AG 2013, 840 (841): „Als anerkannt und gebräuchlich in diesem Sinne ist derzeit nicht nur, aber jedenfalls auch das anzusehen, was von dem Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) in dem Standard IDW S 1 sowie in sonstigen Verlautbarungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) vertreten wird“; kritisch zur Dominanz des IDW-Standards etwa *Fleischer*, AG 2014, 97 (99); *Hüttemann*, WPg 2008, 822 (824 f.); *Stilz* in FS Goette, 2012, S. 529 (534 ff.).

2 In diese Richtung zielen auch die „Best-Practice-Empfehlungen“ des DVFA-Arbeitskreises „Corporate Transactions and Valuation“, CFB 2012, 43.

3 Vgl. *Hüttemann*, WPg 2008, 822 (824 f.).

4 Vgl. dazu zuerst *Großfeld*, NZG 2002, 353; *Großfeld* in Heintzen/Kruschwitz, Unternehmen bewerten, S. 101; *Großfeld* in FS Yamauchi, 2006, S. 123; *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz. 1365 ff.

5 Dazu eingehend *Fleischer*, AG 2014, 97 ff.

6 VO Nr. 1606/2002 v. 19.7.2002, ABl. EG v. 11.9.2002, L 243/1.

### 3. Reform der rechtlichen Bewertungsvorgaben?

- 78 Der deutsche Gesetzgeber hat sich mit Vorschriften zur Unternehmensbewertung bisher eher zurückgehalten. Die gesetzgeberischen Aktivitäten der letzten Jahre beschränkten sich auf die Umsetzung verfassungsrechtlicher Vorgaben in besonders relevanten Bereichen (Spruchverfahrensgesetz<sup>1</sup>, Reform der erbschaftsteuerliche Bewertungsvorschriften<sup>2</sup>). Dagegen hat sich der Rechtszustand im Gesellschafts-, Familien- und Erbrecht, was das Bewertungsrecht angeht, seit 1900 kaum geändert. Angesichts der gewachsenen Bedeutung der „rechtsgebundenen“ Unternehmensbewertung liegt es nahe, über denkbare Ansatzpunkte für eine **Reform der rechtlichen Bewertungsvorgaben** nachzudenken.
- 79 Eine gesetzliche **Regelung des Bewertungsziels** dürfte bei § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB entbehrlich sein, weil mit der Liquidationshypothese die Bewertungsperspektive vorgezeichnet ist. Auch im Familien- und Erbrecht dürfte eine Verankerung des Verkehrswertes vor dem Hintergrund der Ausnahmeregelungen in §§ 1376 Abs. 4, 1515 Abs. 4, 2049, 2312 BGB unnötig sein. Allenfalls bei § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG könnte eine Bezugnahme auf § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB hilfreich sein, um den gemeinsamen Grundgedanken der gesellschaftsrechtlicher Abfindungsansprüche zu verdeutlichen. Im Bereich der Tatsachenfeststellung ist zunächst an eine Präzisierung des § 287 ZPO zu denken, um die Möglichkeiten und Grenzen richterlicher Schätzung gesetzlich besser zu verankern.<sup>3</sup> Fraglich ist allerdings, ob der Gesetzgeber für Zwecke der Unternehmensbewertung eine bestimmte Bewertungsmethode gesetzlich festschreiben sollte, um den Gerichten eine eigene Methodenauswahl zu ersparen und die gerichtliche Bewertungspraxis zu vereinheitlichen. Überlegenswert erscheint ein solcher Ansatz nur bei börsennotierten Aktiengesellschaften, wo man – nach dem Vorbild von § 31 Abs. 1 WpÜG und § 11 Abs. 1 BewG – den **Börsenkurs als Regelwert** der Barabfindung festschreiben könnte.<sup>4</sup> Verfassungsrechtliche Bedenken erscheinen insoweit unbegründet,<sup>5</sup> allerdings müsste der Gesetzgeber dann wohl auch die Ausnahmefälle normieren, in denen – z.B. wegen Markt-enge oder Manipulation – der Börsenkurs ausnahmsweise nicht maßgebend sein kann. Ob sich außerhalb dieses Bereichs eine Normierung bestimmter Be-

1 BVerfG v. 7.8.1962 – 1 BvL 16/60, BVerfGE 14, 263; BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 = AG 1999, 566.

2 Zu den verfassungsrechtlichen Vorgaben für die Bewertung vgl. BVerfG v. 22.6.1995 – 2 BvR 552/91, BStBl. II 1995, 671 = GmbHR 1995, 679; BVerfG v. 7.11.2006 – 1 BvL 10/02, BStBl. II 2007, 192 = GmbHR 2007, 320.

3 Dafür dezidiert *Prütting*, MünchKomm. ZPO, 4. Aufl. 2013, § 287 ZPO Rz. 36.

4 Vgl. auch den Beschluss des 68. DJT 2008, Bd. II/1, N 104: „Für Abfindungen und entsprechende Bewertungen ist bei börsennotierten Gesellschaften im Rahmen der verfassungsrechtlichen Grenzen grundsätzlich auf einen durchschnittlichen Börsenkurs abzustellen.“ Aus dem Schrifttum etwa *Tonner* in FS K. Schmidt, 2009, S. 1581 (1589 ff.); *Decher* in FS Maier-Reimer, 2010, S. 57 (69 ff.); *Stilz* in FS Goette, 2012, S. 529 (543).

5 Nach der ständigen Rechtsprechung des BVerfG schreibt die Verfassung keine bestimmte Bewertungsmethode vor, vgl. nur BVerfG v. 26.4.2011 – 1 BvR 2658/10, AG 2011, 511; ebenso bereits *Hüttemann*, ZGR 2001, 454 (467 ff.).

wertungsmethoden empfiehlt, erscheint eher zweifelhaft, weil man auf diese Weise die rechtsgebundene Unternehmensbewertung vom Erkenntnisfortschritt der Bewertungslehre „abkoppeln“ würde.<sup>1</sup> Vielmehr stellt sich umgekehrt die Frage, ob der Gesetzgeber das **Prinzip der Methodenvielfalt gesetzlich verankern sollte**, um die praktische Dominanz der IDW-Standards ganz bewusst zurückzudrängen. Insoweit wäre an eine Regelung nach dem Vorbild des § 11 Abs. 2 Satz 2 BewG zu denken, die Bewertungen nach jeder „anerkannten, auch im gewöhnlichen Geschäftsverkehr [...] üblichen Methode“ zulässt. Ob sich ein **vereinfachtes Ertragswertverfahren** nach dem Vorbild der §§ 199 ff. BewG für zivilrechtliche Bewertungsanlässe empfiehlt, bedarf weiterer Überlegungen. Der Vereinfachungseffekt dürfte bei einem freiwillig anzuwendenden Bewertungsstandard eher gering sein, weil sich jeder Beteiligte eines Rechtsstreits fragen wird, ob die Bewertung nach einer anderen „anerkannten“ Methode für ihn günstiger ist. Gegen eine verbindliche Einführung eines vereinfachten Verfahrens sprechen aber die systematischen Verzerrungen, die mit starren Bewertungsvorgaben (z.B. festen Risikozuschlägen) zwangsläufig verbunden sind. Sinnvoller erscheint es, dass die gerichtliche Praxis selbst im Rahmen des ihr eingeräumten Schätzungsermessens und im fachlichen Gespräch mit den Bewertungsexperten nach sachgerechten Bewertungsvereinfachungen sucht, die – im Sinne des oben vorgeschlagenen „Bandbreitenansatzes“ (vgl. oben Rz. 75 f.) – den Möglichkeiten, aber auch den Grenzen richterlicher Wertschätzungen Rechnung trägt.

---

<sup>1</sup> Zutreffend *Fleischer*, AG 2014, 97 (110).