

# Erster Teil: Einführung

## § 1

### Unternehmensbewertung als Rechtsproblem

<b>I. Bewertung von Unternehmen als Gegenstand der Wirtschaftswissenschaft</b> .....	1.1
<b>II. „Rechtsgebundene“ Unternehmensbewertung als juristische Aufgabe</b> ..	1.5
<b>III. Rechtliche Bewertungsanlässe</b>	
1. Gesellschafts-, Umwandlungs- und Kapitalmarktrecht .....	1.9
2. Familien- und Erbrecht .....	1.14
3. Bilanz- und Steuerrecht .....	1.17
4. Weitere Bewertungsanlässe .....	1.20
<b>IV. Bewertungsziel als Rechtsfrage</b>	
1. „Normwert“ als Bewertungsvorgabe ..	1.26
2. Abfindung ausscheidender Gesellschafter als Beispiel	
a) Abfindung ausscheidender Personengesellschafter .....	1.27
b) „Angemessene“ Barabfindung ausscheidender Aktionäre .....	1.30
c) Verfassungsrechtliche Vorgaben für die Abfindungsbemessung .....	1.31
d) Zwischenergebnis .....	1.33
3. Überblick über rechtliche Bewertungsvorgaben	
a) Normorientierung .....	1.34
b) Stichtagsprinzip .....	1.35
c) Bewertung des „Unternehmens als Einheit“ .....	1.38
d) Liquidationswert als Wertuntergrenze .....	1.40
e) Quotaler Unternehmenswert oder Anteilswert .....	1.42
f) Bewertung zum Börsenkurs .....	1.43
4. Zusammenfassung .....	1.45
<b>V. Wertermittlung als Tatsachenfeststellung</b>	
1. Schwierigkeiten der Wertermittlung ..	1.46
2. Wertermittlung durch Schätzung	
a) Zulässigkeit einer Schätzung .....	1.47
b) Richterliches Schätzungsermessen	1.48
3. Beauftragung von Sachverständigen ..	1.52
4. Zur Eignung einzelner Bewertungsverfahren	
a) Ertragswert- und DCF-Methoden	1.54
b) Substanzwert und Mischverfahren	1.59
c) „Marktorientierte“ Bewertungsansätze .....	1.61
d) Börsenkurse und gezahlte Kaufpreise .....	1.64
e) Auswahl der Bewertungsmethode	1.67
f) Methodenänderungen und „Rückwirkung“ .....	1.68
5. Zusammenfassung .....	1.69
<b>VI. Unternehmensbewertung und Verfahrensrecht</b>	
1. Kein einheitliches Verfahrensrecht ..	1.70
2. Spruchverfahren .....	1.71
3. Streitiges Verfahren .....	1.73
4. Schiedsgericht und Schiedsgutachten .	1.74
5. Steuerverfahren .....	1.76
<b>VII. Ausblick</b>	
1. Vom „theoretisch richtigen Wert“ zur Bandbreite „vertretbarer“ Werte .....	1.77
2. Internationale Unternehmensbewertung .....	1.79
3. Reform der rechtlichen Bewertungsvorgaben? .....	1.80

**Schrifttum:** *Ballwieser*, Unternehmensbewertung durch Rückgriff auf Marktdaten, in Heintzen/Kruschwitz (Hrsg.), Unternehmen bewerten, 2003, S. 13; *Berger/Fink*, Impairmenttest nach IAS 36 in Zeiten der COVID-19-Pandemie, BB 2021, 171; *Bertl*, Basiszins und Marktrisikoprämie – Der österreichische Weg, WPg 2018, 805; *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/Strohotte*, Neues zur Börsenwert-Rechtsprechung bei Unternehmensverträgen – Zugleich Besprechung des BGH-Beschlusses vom 21.02.2023 – II ZB 12/21, DB 2023, 953, DB 2023, 1332; *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, S. 57; *Decher*, Die Bedeutung des Börsenkurses für die Unternehmensbewertung bei Strukturmaßnahmen, AG 2023, 106; *Diekmann*, Abfindung von Aktionären börsennotierter Gesellschaften, FS Großfeld, 2019, S. 97; *Drescher*, Die Änderung des Spruchverfahrensgesetzes 2023, AG 2023, 337; *Elsing/Kramer*, Die Rolle des Unternehmenswertes bei der Bestimmung der Höhe des Schadensersatzanspruchs in post M&A-Streitigkeiten, FS Großfeld, 2019, S. 109; *Fachausschuss Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW (FAUB)*, Zur Bedeutung des Börsenkurses für die Abfindungsbemessung aus Sicht der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und Praxis, AG 2021, 588; *Fleischer*, Die Barabfindung außenstehender Aktionäre nach den §§ 305 und 320b AktG: Stand-alone-Prinzip oder Verbundberücksichtungsprinzip?, 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, S. 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*, Unternehmensbewertung zwischen Tat- und Rechtsfrage, AG 2016, 185; *Fleischer/Lunemann*, Bagatellgrenzen bei der Unternehmensbewertung im Spruchverfahren: Ein Streifzug durch die Rechtsprechung, FS Böcking, 2021, S. 773; *Fleischer/Schneider*, Der Liquidationswert als Untergrenze der Unternehmensbewertung bei gesellschaftsrechtlichen Abfindungsansprüchen, DStR 2013, 1736; *Frey/Schultze*, Bewertung von Unternehmen im internationalen Kontext, FS Großfeld, 2019, S. 131; *Gotthardt/Krengel*, Reformbedürftigkeit des Spruchverfahrens, AG 2018, 875; *Großfeld*, Bewertung von Anteilen an Unternehmen, JZ 1981, 641 ff.; *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; *Hefendehl*, Die Feststellung des Vermögensschadens – auf dem Weg zum Sachverständigenstrafrecht? wistra 2012, 325; *Henselmann/Munkert/Winkler/Schrenker*, 20 Jahre Spruchverfahren – Empirische Ergebnisse zur Abfindungserhöhung in Abhängigkeit vom Antragsteller und von den Bewertungssubjekten, WPg 2013, 1206; *Herfs/Goj*, Festlegung der Barabfindung beim aktienrechtlichen Squeeze-Out, DB 2021, 772; *Hirte/Mock*, Der Einfluss der Corporate Social Responsibility auf die Unternehmensbewertung, FS Großfeld, 2019, S. 187; *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 Prierter, 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; *Hüttemann*, Neue Entwicklungen bei der Unternehmensbewertung im Gesellschaftsrecht, CF 2016, 467; *Hüttemann/Meinert*, Zur Ermittlung von Abfindung und Ausgleich anhand von Börsenkursen – Anmerkung zu BGH, 21.2.2023, II ZB 12/21, JZ 2023, 823; *Hüttemann/Meyer*, Zur Abfindung ausscheidender Personengesellschafter nach dem MoPeG, ZIP 2022, 935; *Ihlau/Duscha/Köllen*, Länderrisiken in der Planungsrechnung und ihre Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung, BB 2015, 1323; *Kasperzak/Bastini*, Unternehmensbewertung zum Liquidationswert – Gesellschaftsrechtliche Anlässe, Rechtsprechung und Bemessung, WPg 2015, 285; *Knoll*, Rechtsgeprägte Unternehmensbewertung: Richtigkeit, Vertretbarkeit und das IDW, BFuP 2017, 300; *Knoll*, Vertretbarkeit in Spruchverfahren: Mehr Problemquelle als Lösungsprinzip, FS Großfeld, 2019, S. 229; *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. 2017; *Land/Hallermeyer*, Grenzen der Bedeutung des Börsenkurses bei der Unternehmensbewertung im Rahmen von Strukturmaßnahmen, AG 2015, 659; *Lauber*, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327a ff. AktG, 2014; *Lorenz*, Unternehmensbewertung im Erbschaftsteuerrecht, 2015; *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; *W. Meilicke*, Die Barabfindung für den ausgeschlossenen und ausscheidungsberechtigten Minderheitskapitalgesellschaftler, 1975; *F. Meilicke*, Die Behandlung von Ertragsteuern im Rahmen der Unternehmensbewertung als Rechtsfrage, 2013; *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; *Meyer*, Möglichkeiten und Grenzen der Einbeziehung nachträglich erlangter Informationen bei der Bewertung von Unternehmen, AG 2015, 16; *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 und Börsenkurs im aktienrechtlichen Spruchstellenverfahren, ZGR 2001, 187; *Popp/Ruthardt*, Das entscheidungsorientierte Stichtagsprinzip bei der Unternehmensbewertung, AG 2015, 857; *Riegger/Wasmann*, Das Stichtagsprinzip in der Unternehmensbewertung, FS Goette, 2011, S. 433; *Ruiz de Vargas/Theusinger/Zollner*, Ansatz des Liquidationswertes in aktienrechtlichen Abfindungsfällen, AG 2014, 42; *Ruiz de Vargas/Göz*, Barwert der Ausgleichszahlungen als weitere Wertuntergrenze im Squeeze-Out-Fall, NZG 2021, 21; *Ruiz de Vargas/Schenk*, Anteilsbewertung im Squeeze-Out-Fall bei vorliegendem Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag: Barwert der Ausgleichszahlungen oder anteiliger Ertragswert? AG 2016, 354; *Ruthardt/Hachmeister*, Das Stichtagsprinzip in der Unternehmensbewertung, WPg 2012, 451; *Ruthardt/Hachmeister*, Unternehmensplanung und (optimales) Unternehmenskonzept in der Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung, DB 2013, 2666; *Ruthardt/Hachmeister*, Unternehmensbewertung im Spiegel der neueren gesellschaftsrechtlichen Rechtsprechung, WPg 2016, 687; *Ruthardt/Popp*, Unternehmensbewertung im Spiegel der Rechtsprechung – Entwicklungen im Jahr 2021, AG 2022, 347; *Schmalenbach*, Die Werte von Anlagen und Unternehmungen in der Schätzungstechnik, ZfHf 1918, 1; *Schnorbus/Rauch/Grimm*, Die marktorientierte Bewertungsmethode im Spruchverfahren, AG 2021, 391; *Schön*, Der Aktionär im Verfassungsrecht, FS Ulmer, 2003, S. 1359;

*Schöne*, Das rechtsgrundlos erlangte Unternehmen – Herausgabe oder Wertersatz, ZGR 2000, 86; *Schülke*, IDW-Standards und Unternehmensrecht, 2014; *Schüller*, Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung – eine Bestandsaufnahme und Einordnung, DB 2015, 2277; *Schüppen*, Schiedsverfahren und Unternehmensbewertungsgutachten in FS Elsing, 2015, S. 509; *Schüppen*, Brot, Steine und Glatteis – Der „Solange-Beschluss“ des BGH zur Unternehmensbewertung unter rückwirkender Anwendung von IDW S 1 (2005), ZIP 2016, 393; *Schwetzer*, Der Verkehrswert als angemessene Abfindung beim aktienrechtlichen Squeeze Out – Anmerkungen aus ökonomischer Sicht, FS Großfeld, 2019, S. 401; *Schwetzer/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 Judgement 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; *Teterin*, Unternehmensbewertung bei Nonprofit-Unternehmen, 2006; *Tönnies*, Internationalisierung der Unternehmensbewertung, FS Großfeld, 2019, S. 429; *Tonner*, Zur Maßgeblichkeit des Börsenkurses bei der Bewertung des Anteilseigentums – Konsequenzen aus der Rechtsprechung des BVerfG, FS K. Schmidt, 2009, S. 1581; *Wagner*, Der Liquidationswert als Untergrenze betriebswirtschaftlicher Unternehmensbewertung? WPg 2016, 862; *Wagner*, Der Liquidationswert bei rechtsgeprägten Anlässen der Unternehmensbewertung, WPg 2016, 1090; *Walter*, Das Gesetz zur Modernisierung des Personengesellschaftsrechts im Recht der Unternehmensbewertung, ZIP 2022, 2587; *Wasmann*, Zur Evaluation des Spruchverfahrens: Kein Abschaffungs- und überschaubarer Änderungsbedarf – Die Richter können es richten, AG 2021, 179; *Winner*, Wert und Preis im Zivilrecht, 2008.

## I. Bewertung von Unternehmen als Gegenstand der Wirtschaftswissenschaft

- 1.1 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 **Erkenntnisgegenstand der Wirtschaftswissenschaft**. Es waren deshalb in erster Linie Ökonomen, die den theoretischen Diskurs über Wertbegriffe und Bewertungsmethoden dominiert haben und auch heute noch in der Praxis (insbesondere als Wirtschafts-

---

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. 387 ff.

prüfer und Finanzanalysten) mit der Durchführung von Unternehmensbewertungen befasst sind.

Die **betriebswirtschaftlichen Wertkonzeptionen** und Anschauungen darüber, wie Unternehmenswerte zu ermitteln sind, haben sich im Zeitablauf gewandelt (zur betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie eingehend *Böcking/Rauschenberg*, Rz. 2.6 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 (Vordringen des Ertragswertverfahrens), sondern bereitete zugleich die Grundlage für den Siegeszug der **funktionalen Bewertungslehre** in den 1970er Jahren.<sup>7</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 z.B. ein „Schiedswert“, der die Interessen der beteiligten Parteien angemessen berücksichtigt. Seit den 80er Jahren haben verstärkt **kapitalmarktorientierte Bewertungsansätze** Einzug in die Unternehmensbewertung gehalten und zu einem weiteren Paradigmenwechsel geführt.<sup>8</sup> Das Unternehmen wird nicht länger nur aus dem Blickwinkel einer bestimmten Person, sondern gleichsam „extern“ aus der Perspektive des Kapitalmarktes bewertet. Eine Folge ist, dass vermehrt Aktienkurse und Multiplikatoren als Bewertungsparameter herangezogen werden.<sup>9</sup> Darüber hinaus sind die ertragsabhängigen Bewertungsverfahren durch kapitalmarkttheoretische Überlegungen ergänzt worden. Ein Beispiel ist die Ableitung von Risikozuschlägen auf der Basis des CAPM (dazu näher *Franken/Schulte*, Rz. 6.1 ff.).<sup>10</sup>

1.2

Paradigmenwechsel in der Bewertungstheorie wirken sich immer erst mit einer gewissen Zeitverzögerung auf die **Bewertungspraxis** aus (zur historischen Entwicklung der berufsständischen Bewertungspraxis näher *Jonas*, Rz. 3.7 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

1.3

4 Für einen Überblick über die Dogmengeschichte der Bewertungskonventionen s. *Kuhner/Maltry*, Unternehmensbewertung, S. 56 ff.; *Drukarczyk/Schüler*, Unternehmensbewertung S. 8 ff.; *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, S. 14 ff.; *Henselmann/Schöne* in Peemöller, Praxis-handbuch, S. 103 ff.

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

6 Wegweisend *Schmalenbach*, ZfHf 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.

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

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

9 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.

10 Vgl. dazu etwa *Drukarczyk/Schüler*, Unternehmensbewertung, S. 54 ff.; *Kuhner/Maltry*, Unternehmensbewertung, S. 181 ff.

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>11</sup> Das IDW erarbeitet im Rahmen der Facharbeit Empfehlungen und Stellungnahmen, die sich als „fachliche Regeln“ an die Angehörigen des Berufsstandes richten.<sup>12</sup> Im Bereich der Unternehmensbewertung ist dies der **IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1)** i.d.F. 2008.<sup>13</sup> Diese „Standardisierung“ der Bewertungspraxis hat zwar den Vorteil einer gewissen Filterung neuer fachwissenschaftlicher Erkenntnisse und kann zu einer sinnvollen Vereinheitlichung der Bewertungsmaßstäbe und -methoden beitragen.<sup>14</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 Rz. 1.68) zu Akzeptanzproblemen führen.<sup>15</sup>

- 1.4 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 regelmäßig nur **finanzielle Ziele berücksichtigt werden**.<sup>16</sup> Diese Beschränkung ist zwar aus theoretischer Sicht nicht zwingend, weil gerade ein subjektiv verstandenes Ertragswertkalkül durchaus für nichtfinanzielle Nutzenbestandteile Raum lässt.<sup>17</sup> Die Beschränkung auf finanzielle Vorteile ist aber ein wichtiger Beitrag zur Komplexitätsreduktion:<sup>18</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 kommensurable 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* – vorrangig „wirtschaftlich denken“.<sup>19</sup> Diese Bewertungskonvention trifft sich mit dem ökonomischen Verhaltensmodell des „homo oeconomicus“, das ungeachtet aller Erkenntnisse der Neuroökonomik als vereinfachende Annahme auch heute noch Bestand hat.<sup>20</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. Ferner ist abzuwarten, wie sich die verstärkten Anforderungen an die Berichterstattung über nichtfinanzielle Leistungsindikatoren

11 Eingehend dazu *Schülke*, IDW-Standards und Unternehmensbewertung, 2014, S. 49 ff.

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

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

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

15 Vgl. zur Zulässigkeit einer „rückwirkenden“ Anwendung von „neuen“ IDW-Standards BGH v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 = AG 2016, 135; dazu *Fleischer*, AG 2016, 185; *Schüppen*, ZIP 2016, 393; *Hüttemann*, CF 2016, 467.

16 Beispielhaft IDW S 1 (2008) Rz. 4: „Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner (Nettoeinnahmen als Saldo von Ausschüttungen bzw. Entnahmen, Kapitalrückzahlungen und Einlagen“.

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

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

19 *Schmalenbach*, ZfhF 1918, 1.

20 Dazu nur *Kirchgässner*, Homo Oeconomicus, 3. Aufl. 2008, S. 12 ff.

im Rahmen von CSR und ESG auf die Unternehmensbewertung auswirken werden.<sup>21</sup> Schließlich ist zu beachten, dass es auch Marktteilnehmer gibt, die – wie z.B. Non-Profit-Organisationen und die öffentliche Hand – von vornherein keine finanziellen Ziele verfolgen. Hier bedarf einer „sachzielorientierten“ **Unternehmensbewertung**, um den Besonderheiten dieser Bewertungssubjekte hinreichend Rechnung zu tragen (dazu näher *Hüttemann*, Rz. 35.1 ff.).<sup>22</sup>

## II. „Rechtsgebundene“ Unternehmensbewertung als juristische Aufgabe

Unternehmensbewertung ist nicht nur ein Instrument zur Vorbereitung wirtschaftlich sinnvoller Entscheidungen, sondern wird zum „Rechtsproblem“, wenn die **Rechtsanwendung die Feststellung von Unternehmenswerten erfordert**.<sup>23</sup> Die Rechtsordnung kennt zahlreiche Anlässe, in denen Unternehmen von Rechts wegen bewertet werden müssen (vgl. Rz. 1.9 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>24</sup> ist mithin eine juristische Aufgabe und somit „Teil der Jurisprudenz“.<sup>25</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>26</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>27</sup> anhaften. Wie die subjektive Bewertungslehre gezeigt hat, gibt es aber nicht den „einen“ Unternehmenswert, sondern der Bewertungszweck bestimmt die Bewertungsmethodik (s. Rz. 1.2). 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 Rechtspre-

21 Erste Überlegungen dazu bei *Hirte/Mock* in FS Großfeld, 2019, S. 187.

22 Aus dem Schrifttum nur *Teterin*, Unternehmensbewertung bei Nonprofit-Unternehmen, 2006.

23 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/Egger/Tönnes*, 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.

24 *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 4 spricht von „rechtsgeleiteter“ Unternehmensbewertung; ähnlich *Fleischer*, ZGR 1997, 368, 375: „Normprägung“.

25 So prägnant *Großfeld/Egger/Tönnes*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz. 1.

26 Dazu nur *Fleischer*, ZIP 2012, 1633 (1642); *Hüttemann*, WPg 2007, 812 (813).

27 Zur Wechselbeziehung von objektiver Wertlehre und der Lehre vom „Unternehmen an sich“ instruktiv *Kuhner/Maltry*, Unternehmensbewertung, S. 58.

chung schon früh gebräuchliche Formel vom „**wahren Wert**“<sup>28</sup> bzw. „**wirklichen Wert des lebenden Unternehmens als Einheit**“<sup>29</sup> grundsätzlich geeignet, um bestimmte von vornherein unbrauchbare Werte – wie z.B. die auf historischen Anschaffungskosten beruhenden Buchwerte in der Handels- oder Steuerbilanz – aus der Betrachtung auszuschneiden.<sup>30</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>31</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 gewählter Perspektive andere Unternehmenswerte ergeben werden, so dass der Richter diese Frage nicht offen lassen darf (s. näher Rz. 1.25 ff.).

- 1.7 Welche Bewertungsperspektive von Rechts wegen einzunehmen ist, lässt sich nicht für alle Bewertungsanlässe einheitlich beantworten, sondern ist im **jeweiligen Normkontext durch Auslegung der einschlägigen Regelung 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>32</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>33</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>34</sup> gestrichenen – Vorschrift des § 220 E I nicht der „gemeine Verkehrswert“ sondern ein „außerordentlicher Werth“ (also ein nach den besonderen Verhältnisse des Geschädigten zu ermittelnder Wert) maßgebend sein.<sup>35</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 hat (vgl. Rz. 1.2). Der „gemeine Wert“ lässt sich aber auch vor dem Hintergrund der

28 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).

29 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.

30 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“.

31 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.).

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

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

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

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

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>36</sup> Ein solcher „Wert“ entspricht einem potentiellen „Preis“, zu dem eine Transaktion auf dem relevanten Markt zustande kommen könnte.<sup>37</sup> In diese Richtung zielt auch die Aussage des BFH, bei der Feststellung des „gemeinen Wertes“ müsse ein „möglicher Käufer unterstellt werden“.<sup>38</sup> Gerade das Steuerrecht ist als Massenfallrecht<sup>39</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**. 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 im *Kali & Salz*-Urteil 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>40</sup> An diese Formulierung hat der BGH 2015 im *Stinnes*-Beschluss angeknüpft, aber zugleich festgestellt, es sei eine „Rechtsfrage, ob eine vom Tatrichter gewählte Bewertungsmethode oder ein innerhalb der Bewertungsmethode gewähltes Berechnungsverfahren den gesetzlichen Bewertungszielen widerspricht“.<sup>41</sup> Insgesamt ist festzustellen, dass die gerichtliche Kontrolldichte in den letzten Jahrzehnten erheblich zugenommen hat. Dies belegen nicht nur der Umfang aktueller Entscheidungen im Spruchverfahren,<sup>42</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 (eingehend zu Bewertungsmethoden im Spiegel der Rechtsprechung *Popp/Ruthardt*, Rz. 12.1 ff.).<sup>43</sup>

36 Vgl. dazu *Hüttemann*, ZHR 162 (1998), 563 (574 ff.); zum Unterschied zwischen objektiven und „objektivierten“ Unternehmenswerten s. auch *Wollny*, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 41 ff.

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

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

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

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

41 BGH v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 (118) = AG 2016, 135; ebenso BGH v. 12.1.2016 – II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 = AG 2016, 359; BGH v. 15.9.2020 – II ZB 6/20, BGHZ 227, 137 = AG 2020, 939.

42 Siehe nur den fast 190 Randziffern langen Beschluss des OLG Düsseldorf v. 28.11.2022 – I-26 W 4/21 (AktE), AG 2023, 819; dazu *Hüttemann*, BB 2023, 498.

43 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

- 1.9 Im Gesellschafts-, Umwandlungs- und Kapitalmarktrecht gibt es naturgemäß besonders viele Anlässe, in denen Unternehmensbewertungen von Rechts wegen vorzunehmen sind. Die älteste Regelung dieser Art fand sich in § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB a.F., der die **Abfindung ausscheidender Personengeschafter** bei der Gesellschaft bürgerlichen Rechts regelte und über §§ 105 Abs. 3, 161 Abs. 2 HGB auch für Fälle des Ausscheidens aus einer OHG und KG galt (zur Unternehmensbewertung bei Personengesellschaften eingehend *Fleischer*, Rz. 24.9 ff.).<sup>44</sup> Danach war 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 Rz. 1.27). Diese gesetzliche Vorgabe<sup>45</sup> galt nach gefestigter Rechtsprechung<sup>46</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*, Rz. 24.9 ff.). Der gesetzliche Abfindungsanspruch wird zwar regelmäßig im Gesellschaftsvertrag durch Abfindungsklauseln abbedungen, um die Liquidität der Gesellschaft zu schonen und bestimmte 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>47</sup>
- 1.10 Die Vorschrift des § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB a.F. war gesetzgeberisches Vorbild<sup>48</sup> für § 305 Abs. 2 Nr. 2 und 3 AktG, der die Pflicht zur Gewährung einer **angemessenen Barabfindung an ausscheidende Minderheitsaktionäre** im Fall des **Abschlusses 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 *Häller/Adolff*, Rz. 21.1 ff.). 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), im Übernahmerecht (§ 39a Abs. 1 Satz 1 WpÜG) und im 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*, Rz. 22.1 ff.), und zwar bei Umwandlungen mit einem Rechtsträger anderer Rechts-

---

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

45 Missverständlich daher WPH, Bewertung und Transaktionsberatung, Rz. A 23, wo § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB (a.F.) 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 a.F. war aber eine (nur in bestimmten Grenzen disponible) gesetzliche Bewertungsvorgabe. Gleiches gilt – entgegen WPH, Bewertung und Transaktionsberatung, Rz. A 23 – für Bewertungen im Ehegüter- und Pflichtteilsrecht.

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

47 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.

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

form im Fall der Verschmelzung durch Aufnahme (§ 29 Abs. 1 UmwG) oder Neugründung (§ 36 Abs. 1 Satz 1 UmwG), bei der Auf- und Abspaltung (§ 125 Abs. 1 UmwG) sowie bei der Umwandlung durch Übertragung des Vermögens (§ 174 UmwG). Barabfindungspflichtigen finden sich ferner im Übernahmerecht (hierzu *Winner*, Rz. 23.1 ff.) 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>49</sup> Abweichend von einer früheren Rechtsprechung<sup>50</sup> halten BVerfG<sup>51</sup> und BGH<sup>52</sup> eine Barabfindung beim **Delisting** hingegen nicht mehr für erforderlich (vgl. näher *Häller/Adolff*, Rz. 18.22).

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 das Verhältnis der Barabfindung ausscheidender Aktionäre nach § 327a, b AktG zum Barwert der festen Ausgleichszahlungen<sup>53</sup> nicht unumstritten ist (dazu näher *Häller/Adolff*, Rz. 21.20 ff.). 1.11

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*, Rz. 22.10). 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 vergleichend zu bewerten sind, stellen sich hier zusätzliche Fragen in Bezug auf die Vergleichbarkeit der Bewertungsmethoden (dazu *Bungert*, Rz. 22.24). 1.12

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 („Realteilung“). Auch bei 1.13

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

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

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

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

53 Nach BGH v. 12.1.2016 – II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 = AG 2016, 359 und BGH v. 15.9.2020 – II ZB 6/20, BGHZ 227, 137 = AG 2020, 939 bildet der Barwert der Ausgleichszahlungen unter bestimmten Voraussetzungen die Wertuntergrenze der Abfindung; dazu aus dem Schrifttum *Ruiz de Vargas/Schenk*, AG 2016, 354; *Ruiz de Vargas/Göz*, NZG 2021, 21; *Herfs/Goj*, DB 2021, 772; monographisch *Lauber*, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327a ff. AktG, S. 145 ff.

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>54</sup>

## 2. Familien- und Erbrecht

- 1.14 Im **Familienrecht** kommen Unternehmensbewertungen (dazu näher *Hüttemann*, Rz. 27.1 ff.) vor allem im Bereich des **ehegüterrechtlichen Zugewinnausgleichs** vor, wenn zum Anfangs- oder Endvermögen eines Ehegatten ein Unternehmen oder eine freiberufliche Praxis gehört (§§ 1374 ff. BGB)<sup>55</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>56</sup>
- 1.15 Das **Erbrecht** (dazu näher *Lange*, Rz. 28.1 ff.) 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).
- 1.16 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“ (der wesentlich durch den Verkehrswert der Grundstücke beeinflusst ist) liegen wird. Mit dieser – agrarpolitisch gerechtfertigten<sup>57</sup> – Regelung soll verhindert werden, dass z.B. der den land- und forstwirtschaftlichen Betrieb fortführende Erbe mangels ausreichender Liquidität zum Verkauf gezwungen wird, um den Pflichtteilsberechtigten auszubehalten.

## 3. Bilanz- und Steuerrecht

- 1.17 Das Bilanzrecht ist ein weiteres Rechtsgebiet, in dem Unternehmensbewertungen von Rechts wegen erforderlich sind (vgl. näher *Leverkus*, Rz. 29.1 ff.). 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 **entgeltlich erworbene „derivative“ Geschäfts- oder Firmenwerte** eine Aktivierungspflicht (§ 246 Abs. 1 Satz 4 HGB) sowie – neben der Pflicht zur planmäßigen Abschreibung über höchstens zehn Jahre (§ 253 Abs. 3 Satz 1, 3 und 4 HGB) – auch eine Pflicht zur außerplanmäßigen

---

54 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.

55 Siehe BGH v. 6.11.2013 – XII ZB 434/12, NJW 2014, 294; BGH v. 8.11.2017 – XII ZR 108/16, NJW 2018, 61 = AG 2018, 439.

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

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

Abschreibung bei einer voraussichtlich dauernden Wertminderung (§ 253 Abs. 3 Satz 5 HGB), allerdings ohne die Möglichkeit einer späteren Zuschreibung (§ 253 Abs. 5 Satz 2 HGB). Weitere Fälle, in denen eine Unternehmensbewertung im Rahmen der Folgebewertung unverzichtbar ist, sind außerplanmäßige Abschreibungen auf **Unternehmensbeteiligungen** nach § 253 Abs. 3 Satz 5 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).<sup>58</sup>

Das Steuerrecht gehört zu den Rechtsgebieten mit der längsten Erfahrung mit rechtsgebundenen Unternehmensbewertungen, denn zahlreiche Steuertatbestände knüpfen an Unternehmenswerte an.<sup>59</sup> In der steuerrechtlichen Gewinnermittlung für Zwecke der Einkommen-, Gewerbe- und Körperschaftsteuer (dazu *Kohl*, Rz. 30.1 ff.) 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)<sup>60</sup> 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 Ermittlung von verdeckten Gewinnausschüttungen und verdeckten Einlagen (§ 8 Abs. 3 KStG) im Zusammenhang mit einem Kauf oder Verkauf von Unternehmensbeteiligungen (etwa auch eigener Anteile) oder bei der von der Rechtsprechung geforderten Angemessenheitsprüfung bei der **Gewinnverteilung in Familienpersonengesellschaften**.<sup>61</sup>

Die meisten steuerlich veranlassten Unternehmensbewertungen finden allerdings im Bereich der **Erbschaft- und Schenkungsteuer** statt (dazu *Kohl*, Rz. 30.1 ff.), wenn Unternehmen oder Unternehmensteile von Todes wegen (§ 3 ErbStG) oder durch Schenkung unter Lebenden (§ 7 ErbStG) auf einen anderen Rechtsträger 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>62</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.

58 Dazu *Berger/Fink*, BB 2021, 171.

59 Eingehend *Krumm*, Steuerliche Bewertung als Rechtsproblem, 2014.

60 Zur Bewertung eines als Sachspende eingebrachten disquotaal ausgestatteten GmbH-Anteils eingehend BFH v. 16.11.2022 – X R 17/20, BStBl. II 2023, 484.

61 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.

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

#### 4. Weitere Bewertungsanlässe

- 1.20 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>63</sup> Ferner ist an die („subjektive“) Berechnung eines Vermögensschadens bei „betriebsbezogenen“ **deliktischen Eingriffen in den eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb** nach § 823 Abs. 1 i.V.m. §§ 249 ff. BGB zu denken (dazu *Wollny*, Rz. 26.1 ff.). 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>64</sup>
- 1.21 Im Rahmen der insolvenzrechtlichen **Überschuldungsprüfung** nach § 19 Abs. 2 InsO (dazu näher *Wieland/Blöse*, Rz. 34.38 ff.) 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>65</sup> Unternehmensbewertungen können ferner bei einer **Insolvenzanfechtung** nach § 134 InsO von Bedeutung sein, wenn es darum geht, ob eine (objektiv) unentgeltliche Leistung bewirkt worden ist.<sup>66</sup>
- 1.22 Nach Art. 14 Abs. 3 GG ist eine Enteignung zum Wohl der Allgemeinheit entschädigungspflichtig (zu Unternehmensbewertungen im öffentlichen Recht siehe näher *von Weschpfennig*, Rz. 31.1 ff.). Die **Höhe der Enteignungsentschädigung** ist unter gerechter Abwägung der Interessen der Allgemeinheit und der Beteiligten zu bestimmen.<sup>67</sup> Dabei steht allerdings der Verlust des Grundbesitzes im Vordergrund, der bei gewerblich genutzten Grundstücken als „Folgeschäden“ (vgl. § 96 BauGB) auch Kosten der Betriebsverlegung umfassen kann.<sup>68</sup> Ein „Unternehmenswert“ kann in diesem Zusammenhang jedoch als Obergrenze der Entschädigung von Bedeutung sein.<sup>69</sup>
- 1.23 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>70</sup>
- 1.24 Rechtsgebundene Unternehmensbewertungen können schließlich auch im **Wirtschaftsstrafrecht** vorkommen, wenn der Wert eines Unternehmens oder Unternehmensanteils für die Verwirklichung eines Straftatbestands relevant ist. Man denke etwa an den Erwerb von unternehmerischem Vermögen zu einem deutlich überhöhten Preis durch einen Geschäftsführer

---

63 Dazu *Schulze-Osterloh* in Heintzen/Kruschwitz, Unternehmen bewerten, S. 175; *Elsing/Kramer* in FS Großfeld, 2019, S. 109.

64 Beispielhaft BGH v. 5.7.2006 – VIII ZR 172/05, BGHZ 168, 220; aus dem Schrifttum *Schöne*, ZGR 2000, 86.

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

66 Siehe dazu BGH v. 15.9.2016 – IX ZR 250/15, WM 2016, 2312 = GmbHR 2017, 78.

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

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

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

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

(Untreue i.S.v. § 266 StGB),<sup>71</sup> falsche Angaben zur Übernahme von Sachanlagen (Unternehmen) in eine GmbH (Gründungsschwindel nach § 82 Abs. 1 Nr. 1 GmbHG) oder einen Betrug (§ 263 StGB) durch Täuschung über den Wert von Unternehmensanteilen beim Anteilsverkauf.<sup>72</sup> Auch hier muss das – sachverständig beratene – Gericht, soweit Unsicherheiten hinsichtlich des Unternehmenswertes verbleiben, unter Beachtung des „Zweifelsatzes“ einen (Mindest-)Schaden im Wege der Schätzung ermitteln.<sup>73</sup>

Die vorstehende Aufzählung nennt nur die wichtigsten Anlässe für rechtsgebundene Unternehmensbewertungen und hat folglich **keinen abschließenden Charakter**.<sup>74</sup> 1.25

## 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. 1.26

### 2. Abfindung ausscheidender Gesellschafter als Beispiel

#### a) Abfindung ausscheidender Personengesellschafter

Nach § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB a.F. war dem ausscheidenden Gesellschafter einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts „dasjenige zu zahlen, was er bei der Auseinandersetzung erhalten würde, wenn die Gesellschaft im Zeitpunkt seines Ausscheidens aufgelöst worden wäre“. Die Abfindung war also nach dem **Anteil des Ausscheidenden in einer fiktiven Liquidation der Gesellschaft** – nicht des Unternehmens als Sachgesamtheit – zu bemessen. Dieser Bewertungsmaßstab – der nach §§ 105 Abs. 3, 161 Abs. 2 HGB a.F. für ausscheidende Gesellschafter einer oHG und KG entsprechend anzuwenden war – ließ 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 1.27

71 Vgl. etwa BGH v. 10.7.1996 – 3 StrR 50/96, wistra 1996, 344.

72 Dazu BGH v. 25.7.2018 – 2 StR 353/16, wistra 2019, 152; BGH v. 14.4.2011 – 2 StR 616/10, AG 2011, 556.

73 Siehe BGH v. 25.7.2018 – 2 StR 353/16, wistra 2019, 152; grundlegend zur Bestimmtheit des Tatbestandes der Untreue und zum Umgang mit Bewertungsunsicherheiten BVerfG v. 23.6.2010 – 2 BvR 2559/08, 2 BvR 105/09, 2 BvR 491/09, BVerfGE 126, 170; aus dem Schrifttum *Hefendehl*, wistra 2012, 325.

74 Vgl. weitere Übersichten zu rechtlichen Bewertungsanlässen bei *Großfeld/Egger/Tönnies*, *Recht der Unternehmensbewertung*, Rz. 55 ff.; *Piltz*, *Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung*, S. 65 ff.; *Wollny*, *Der objektivierte Unternehmenswert*, S. 55 ff.

Abfindungsanspruch das vermögensrechtliche Interesse des Ausscheidenden gewahrt.<sup>75</sup> Für die Unternehmensbewertung im Abfindungsfall folgte aus § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB a.F., dass das Unternehmen aus der Perspektive eines gedachten „markttypischen“ Unternehmenskäu- fers in der Liquidation zu bewerten ist (sog. Liquidationshypothese).<sup>76</sup> Die Abfindung war also keine „Entschädigung“, die sich allein nach dem subjektiven Grenzpreis des Ausscheiden- den richtet, und es geht auch nicht um einen „Schiedswert“, der aus den Grenzpreisen der Beteiligten abzuleiten ist.<sup>77</sup> Entscheidend ist vielmehr die normative Wertung, dass in der Li- quidation jeder Gesellschafter das Recht hat, „**auf die vorteilhafteste Verwertung des Gesell- schaftsvermögens zu drängen**“.<sup>78</sup> Ohnehin geht den Ausscheidenden die Fortführung der Gesellschaft durch die verbleibenden Gesellschafter nichts mehr an,<sup>79</sup> so dass deren Vorstel- lungen und Grenzpreise nicht die Obergrenze der Abfindung darstellen können.<sup>80</sup>

- 1.28 Durch das **MoPeG**<sup>81</sup> ist der Abfindungsanspruch von Gesellschaftern, die aus einer Personen- gesellschaft ausscheiden, mit Wirkung zum 1.1.2024 neu geregelt worden.<sup>82</sup> Nach § 728 Abs. 1 Satz 1 BGB bzw. § 135 Abs. 1 Satz 1 HGB ist dem Ausscheidenden „eine dem Wert seines Anteils angemessene Abfindung zu zahlen“. Zur Angemessenheit heißt es in der Gesetzes- begründung, der Abfindungsanspruch solle „ein vollwertiges Äquivalent sein für den durch das Ausscheiden aus der Gesellschaft bedingten Verlust der Mitgliedschaft. Zu ermitteln ist daher der ‚wahre Wert‘ des Gesellschaftsanteils, der sich im Regelfall indirekt aus dem Unter- nehmenwert ableitet.“<sup>83</sup> Ungeachtet einiger Inkonsistenzen in der Gesetzesbegründung<sup>84</sup> ist daher auch unter dem neuen Recht **an der Liquidationshypothese festzuhalten**, weil nur so der gesellschaftsrechtlich gebotene wertungsmäßige Gleichlauf von „Ausscheiden und Auf- lösung“ gewährleistet ist, der Gesellschafter eine „volle“ Entschädigung für den Verlust seiner vermögensmäßigen Teilhabe am Unternehmensvermögen erhält und zugleich Wertungs- widersprüche zur angemessenen Barabfindung ausscheidender Aktionäre (dazu Rz. 1.30) ver- mieden werden können (zur Abfindung ausscheidender Personengesellschafter näher *Flei- scher*, Rz. 24.9 ff.).<sup>85</sup>

75 Näher *Hüttemann* in FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 603 (608); *Hüttemann*, CF 2016, 467 (469 ff.).

76 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. 61; *Schwetzler* in FS Großfeld, 2019, S. 399.

77 Vgl. zuletzt *Hüttemann*, CF 2016, 467 (469); a.A. *Neuhaus*, Unternehmensbewertung und Abfin- dung, 1990, S. 96.

78 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.

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

80 Anders *Ruthardt/Hachmeister*, WPg 2016, 421: Grenzpreis des Mehrheitsgesellschafters als „ver- tretbare Approximation“ des Marktpreises; dagegen wiederum *Hüttemann*, CF 2016, 467 (469) und *Schwetzler* in FS Großfeld, 2019, S. 401 (409 ff.).

81 Gesetz zur Modernisierung des Personengesellschaftsrechts v. 10.8.2021, BGBl. I 2021, S. 3436.

82 Zum Folgenden näher *Hüttemann/Meyer*, ZIP 2022, 935.

83 BT-Drucks. 19/27635, S. 175.

84 Zur Kritik vgl. *Hüttemann/Meyer*, ZIP 2022, 935 (937 ff.).

85 Eingehend *Hüttemann/Meyer*, ZIP 2022, 935; ebenso *Fleischer*, GmbHR 2023, 1005; *Schlobsner* in Heidel/Hirte, Das neue Personengesellschaftsrecht, 2024, § 11 Rz. 24; *Guntermann* in Koch, Personengesellschaftsrecht, 2024, § 728 BGB Rz. 14; anders möglicherweise – allerdings ohne überzeugende Begründung – *Walter*, ZIP 2022, 2587.

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>86</sup> Aus der durch das MoPeG unverändert gebliebenen Bewertungsvorgabe des § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB a.F. – Abfindung als fiktiver Liquidationsanteil – folgt darüber hinaus, dass stets ein „quotaler“ Unternehmenswert und nicht der Wert des Gesellschaftsanteils des Ausscheidenden zu ermitteln ist.<sup>87</sup> Da unterschiedliche Herrschaftsrechte in der Liquidation bedeutungslos sind (vgl. §§ 143 ff. HGB), verbieten sich auch Zu- oder Abschläge für Mehrheits- bzw. Minderheitsbeteiligungen.<sup>88</sup> Ferner ist von der wirtschaftlich vorteilhaftesten Verwertung des Gesellschaftsvermögens auszugehen,<sup>89</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>90</sup> Für andere Bewertungsaspekte – z.B. die künftige Unternehmensstrategie und die Abgrenzung des betriebsnotwendigen Vermögens – ist von „**markttypischen**“ **Annahmen über die Person des gedachten Erwerbers** auszugehen.<sup>91</sup>

1.29

## b) „Angemessene“ Barabfindung ausscheidender Aktionäre

Während § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB a.F. noch ausdrücklich auf eine fiktive Liquidation verwies, haben ausscheidende Minderheitsaktionäre nach § 305 Abs. 1 und 3 Satz 2 AktG seit jeher Anspruch auf eine „**angemessene**“ **Barabfindung**, die „die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Vertrag“ berücksichtigt (dazu näher *Häller/Adolff*, Rz. 21.11 ff.). In Rechtsprechung und Schrifttum ist umstritten, ob die aktienrechtliche Barabfindung anderen Bewertungsvorgaben folgt als die Abfindung im Personengesellschaftsrecht.<sup>92</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>93</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>94</sup> Wie an anderer Stelle näher dargelegt worden ist,

1.30

86 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.

87 Siehe nur *Hüttemann*, WPg 2007, 812 (815); *Hüttemann/Meyer*, ZIP 2022, 935 (940 f.); ebenso *Fleischer*, GmbHR 2023, 1005 (1014).

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

89 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.

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

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

92 Eingehend *Hüttemann* in FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 603 ff. m.w.N.

93 So vor allem BGH v. 4.3.1998 – II ZB 5/97 – Entschädigungsleistung, BGHZ 138, 136 (139) = AG 1998, 286; ausdrücklich gegen den hier vertretenen „Kaufrechts-Ansatz“ auch OLG Düsseldorf v. 2.7.2018 – I-26 W 4/17 (AktE), AG 2019, 92; aus dem Schrifttum *Koch*, § 305 AktG Rz. 23; *Koppensteiner* in KölnKomm. AktG, 3. Aufl. 2004, 305 AktG Rz. 65; *Paulsen* in MünchKomm. AktG, 6. Aufl., § 305 AktG Rz. 78; *Veil/Preisser* in Spindler/Stilz, 5. Aufl. 2022, § 305 AktG Rz. 46 f.

94 Dafür *Fleischer*, ZGR 1997, 368 (393); *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 386 ff.; *Großfeld/Egger/Tönnies*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz. 399 ff.

sprechen insbesondere Entstehungsgeschichte und Normzweck des § 305 AktG dafür, **die aktienrechtliche Barabfindung an den zu § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB a.F. entwickelten Maßstäben auszurichten**.<sup>95</sup> Die Liquidationshypothese kann zudem begründen, weshalb die Abfindung als „quotaler“ Unternehmenswert und nicht als Anteilswert zu bemessen ist,<sup>96</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>97</sup> Die Liquidationsthese steht auch nicht in Widerspruch zur Annahme der neueren Rechtsprechung, dass der Barwert der Ausgleichszahlungen beim Ausscheiden während des Bestehens eines Unternehmensvertrages eine Wertuntergrenze der Abfindung darstellen kann.<sup>98</sup> Vielmehr handelt es sich insoweit um einen (zusätzlichen) eigenen Bewertungsmaßstab, der sich mit der besonderen Situation von Minderheitsaktionären im Vertragskonzern erklären lässt.<sup>99</sup>

### c) Verfassungsrechtliche Vorgaben für die Abfindungsbemessung

- 1.31 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>100</sup> – aus Art. 14 Abs. 1 GG bestimmte verfassungsrechtliche Mindeststandards zum Schutz von Minderheitsgesellschaftern vor Eingriffen des beherrschenden Gesellschafters in ihre Beteiligung abgeleitet.<sup>101</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>102</sup> Die Grundsätze dieses „Abfindungsverfassungsrechts“<sup>103</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>104</sup>

95 Vgl. näher *Hüttemann*, ZHR 162 (1998), 563 (578 f.); *Hüttemann* in FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 603 (604 ff.); zustimmend *Schwetzer* in FS Großfeld, 2019, S. 401 (411 ff.).

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

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

98 So BGH v. 15.9.2020 – II ZB 6/20, BGHZ 227, 137 = AG 2020, 939.

99 Dazu näher *Ruiz de Vargas/Göz*, NZG 2021, 21; *Herfs/Goj*, DB 2021, 772.

100 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.

101 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.

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

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

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

Die Rechtsprechung des BVerfG zur Unternehmensbewertung hat mit dem **DAT/Altana-Beschluss** aus dem Jahr 1999<sup>105</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>106</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 muss, um festzustellen, ob der „wahre“ Wert der Beteiligung über dem Börsenkurs liegt.<sup>107</sup> Dieser Ansatz wäre entbehrlich, wenn man die Barabfindung ausschließlich nach dem Börsenkurs festlegen würde, den Börsenkurs also nicht nur als Wertuntergrenze, sondern auch als Schätzungsparameter für den „wahren“ Wert der Beteiligung i.S.d. quotalen Unternehmenswerts (dazu Rz. 1.64) anwenden würde.<sup>108</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 Verschmelzungen)<sup>109</sup>, und ob die Rechtsprechung – rechtsformübergreifend – u.U. auch bei anderen Gesellschaftsformen eine stärkere Berücksichtigung von Marktpreisen als „Wertuntergrenze“ gebietet (zur Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen näher *Leverkus*, Rz. 19.1 ff.).

#### d) Zwischenergebnis

Das Beispiel des gesellschaftsrechtlichen Abfindungsanspruchs erlaubt einige **allgemeine Schlussfolgerungen** für die „Unternehmensbewertung im Rechtssinne“. 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 ausscheidender Gesellschafter dem Recht jedes Gesellschafter auf bestmögli-

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

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

107 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.

108 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.); *Wasmann*, AG 2021, 179 (189 f.); *Schnorbus/Rauch/Grimm*, AG 2021, 391 (401); *Koch*, § 305 AktG Rz. 37 („mittlerweile deutlich h.M.“); abl. aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht aber zuletzt *FAUB*, AG 2021, 588; für die Zulässigkeit einer „marktorientierten“ Bewertung auf der Grundlage von Börsenkursen BVerfG v. 26.4.2011 – 1 BvR 2658/10, AG 2011, 511; BGH v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207, 165 = AG 2016, 135; BGH v. 12.1.2016 – II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 = AG 2016, 359; BGH v. 21.2.2023 – II ZB 12/21, AG 2023, 443; ferner 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.); OLG Frankfurt v. 5.12.2013 – 21 W 36/12, NZG 2014, 464; OLG Frankfurt v. 17.1.2017 – 21 W 37/12, AG 2017, 626; OLG Düsseldorf v. 15.12.2016 – I-26 W 25/12 (AktE), AG 2017, 709; OLG Stuttgart v. 21.8.2018 – 20 W 1/13, AG 2019, 255; OLG Frankfurt v. 26.4.2021 – 21 W 139/19, AG 2021, 559; OLG München v. 14.12.2021 – 31 Wx 190/20, AG 2022, 503.

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

che Verwertung des Gesellschaftsvermögens in der Liquidation eine entscheidende Bedeutung zu.<sup>110</sup> Schließlich verdeutlicht der DAT/Altana-Beschluss des BVerfG, dass auch **verfassungsrechtliche Vorgaben** (Art. 14 Abs. 1 GG) in die Auslegung der einfachgesetzlichen Vorschriften einfließen können.<sup>111</sup>

### 3. Überblick über rechtliche Bewertungsvorgaben

#### a) Normorientierung

- 1.34 Rechtsgebundene Unternehmensbewertungen müssen „**normorientiert**“ erfolgen. Da sich die maßgeblichen Bewertungsziele jeweils nur bezogen auf den konkreten Bewertungsanlass ermitteln lassen, ist für anlassspezifische Besonderheiten auf die vertieften Ausführungen zu den verschiedenen Rechtsgebieten im vierten bis achten Teil zu verweisen (§§ 21–35). Allerdings gibt es einige übergreifende „allgemeine“ Bewertungsvorgaben, die für die meisten rechtlichen Bewertungsanlässe im Gesellschafts-, Schadensersatz-, Familien-, Erb-, Bilanz- und Steuerrecht gelten. Sie sollen an dieser Stelle überblicksartig dargestellt werden.

#### b) Stichtagsprinzip

- 1.35 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>112</sup> Die **Festlegung des relevanten Stichtags** gehört deshalb zu den fundamentalen Bewertungsvorgaben,<sup>113</sup> die im Rahmen einer rechtsgebundenen Unternehmensbewertung durch Auslegung der einschlägigen Normen zu präzisieren ist (eingehend zum Stichtagsprinzip Meyer, Rz. 14.1 ff.). 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).
- 1.36 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. Rz. 1.46 ff.). Hier besteht naturgemäß die Gefahr von Rückschaufehlern (*hindsight-biases*), weil der Richter im Regelfall erst viele Jahre nach dem bewertungsrelevanten Stichtag über den „richtigen“ Unternehmenswert urteilt. Es besteht im Grundsatz Einigkeit, dass die weitere tatsächliche Entwicklung nach dem Stichtag nicht relevant sein kann.<sup>114</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>115</sup> Ob diese naturalistische Metapher

---

110 So bereits BGH v. 30.3.1967 – II ZR 141/64, NJW 1967, 1464.

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

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

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

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

115 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.

die erforderliche Abgrenzung zwischen – bilanzrechtlich formuliert – wertaufhellenden und wertbegründenden Ereignissen<sup>116</sup> leisten kann, darf bezweifelt werden (dazu näher *Meyer*, Rz. 14.41 ff.).<sup>117</sup>

Besondere Schwierigkeiten im Zusammenhang mit dem Stichtagsprinzip ergeben sich beim Börsenkurs als verfassungsrechtlicher Wertuntergrenze (zum sog. Meistbegünstigungsprinzip siehe näher *Häller/Adolff*, Rz. 18.73 ff.). Hier hat die Zivilrechtsprechung die Vorgaben des BVerfG im DAT/Altana-Beschluss<sup>118</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>119</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>120</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>121</sup>

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

Die Rechtsprechung verlangt, dass grundsätzlich vom „**Wert des Unternehmens als lebende wirtschaftliche Einheit**“ auszugehen ist.<sup>122</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 (durch die historischen Anschaffungskosten nach oben beschränkten) Bilanzwerten orientieren, sondern am Barwert der erwarteten finanziellen Überschüsse, die das Unternehmen als Einheit abzuwerfen verspricht.<sup>123</sup> Daraus folgt beispielsweise für die Abfindungsbemessung, dass der ausscheidende Gesellschafter auch an den stillen Reserven und einem originären Geschäftswert zu beteiligen ist.<sup>124</sup> Denn nach der Liquidationshypothese ist „der Wert zu ermitteln, der sich bei einer möglichst vorteilhaften Verwertung des Gesellschaftsvermögens im

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

117 Abl. *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 370; krit. auch *Ruthardt/Hachmeister*, WPg 2012, 451; *Popp/Ruthardt*, AG 2015, 857.

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

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

120 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); krit. dazu etwa *Bungert/Wettich*, BB 2010, 2228; *Olbrich/Rapp*, DStR 2011, 2005; siehe aus der neueren Rechtsprechung OLG Saarbrücken v. 11.6.2014 – 1 W 18/13, AG 2014, 866: keine Anpassung bei einem sechseinhalbmonatigen Zeitraum.

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

122 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.

123 So bereits *Schmalenbach*, ZfHf 1918, 1.

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

ganzen ergeben würde“.<sup>125</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 auf der Basis bilanzieller Buchwerte** zu verstehen, die auch in ihrer Summe von vornherein nicht den Verkehrswert des Unternehmens widerspiegeln.<sup>126</sup> Sie darf aber – wie die separate Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens und die Heranziehung eines höheren Liquidationswerts zeigt (dazu Rz. 1.39 ff.) – nicht dahin missverstanden werden, dass von Rechts wegen immer eine Gesamtveräußerung des Unternehmens unterstellt werden muss. Aus rechtlicher Sicht ist vielmehr entscheidend, dass alle wirtschaftlich sinnvollen Handlungsalternativen (z.B. auch eine Teilzerschlagung) bei der Bewertung zu berücksichtigten sind.

- 1.39 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>127</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>128</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 auf die wirtschaftliche Vorteilhaftigkeit einer gesonderten Verwertung von Vermögensgegenständen (z.B. Grundbesitz oder Beteiligungen) an (dazu *Meinert*, Rz. 8.24 ff.)<sup>129</sup> Ferner dürfen auch alternative Fortführungskonzepte nicht ausgeblendet werden, wenn das vorhandene Unternehmenskonzept „suboptimal“ erscheint.<sup>130</sup> Aus den gleichen Gründen scheidet auch eine Bewertung nach der „stand-alone-Methode“<sup>131</sup> regelmäßig aus, weil dabei vernachlässigt wird, dass sich mögliche Verbundvorteile bzw. Synergieeffekte werterhöhend in einem gedachten Veräußerungspreis niederschlagen können (zu diesem Problemkreis näher *Winner*, Rz. 16.1 ff.). Natürlich 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

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

126 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.

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

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

129 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“.

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

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

erzählt“.<sup>132</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 Rz. 1.46 ff.).

#### d) Liquidationswert als Wertuntergrenze

Während in der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre wohl einhellig davon ausgegangen wird, dass der sog. Liquidationswert die Wertuntergrenze bildet,<sup>133</sup> ist diese Frage für die „rechtsgebundene“ Unternehmensbewertung umstritten geblieben.<sup>134</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>135</sup> weil auch die Abwicklungskosten (z.B. Sozialpläne etc.) „realitätsgerecht“ berücksichtigt werden müssen (zum Liquidationswert näher *Fleischer*, Rz. 9.1 ff.). 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>136</sup> Dies ist im Rahmen der Liquidationshypothese (vgl. auch § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB a.F.) schon deshalb zwingend, weil jeder Gesellschafter auf die bestmögliche Verwertung des Gesellschaftsvermögens drängen kann (dazu Rz. 1.27), so dass es auf die Fortführungsabsicht der verbleibenden Gesellschafter nicht ankommen darf.<sup>137</sup> 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 im Rahmen 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 unverbindliche – Fortführungsabsicht des Unternehmensinhabers am Stichtag zu willkürlichen Bewertungsergebnissen führen kann.<sup>138</sup>

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

<sup>132</sup> *Mertens*, AG 1992, 321 (326, Fn. 31).

<sup>133</sup> Dazu nur *WPH*, Bewertung und Transaktionsberatung, Rz. A 156; *Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, S. 103; zum Liquidationswert als „Variante des Zukunftserfolgswertes“ s. *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, S. 326 f.; zu Recht nach der Sicht von Mehrheits- und Minderheitsgesellschafter differenzierend *Wagner*, WPg 2016, 862.

<sup>134</sup> Für einen aktuellen Überblick über den Stand von Rechtsprechung und Lehre s. *Fleischer/Schneider*, DStR 2013, 1736; *Ruiz de Vargas/Theusinger/Zollner*, AG 2014, 42; *Kasperzak/Bastini*, WPg 2015, 285; für eine ökonomische Analyse der Rechtsprechung s. *Wagner*, WPg 2016, 1090.

<sup>135</sup> Siehe etwa BayObLG v. 31.5.1995 – 3Z BR 67/89, AG 1995, 509 (510): „fiktiver“ Wert.

<sup>136</sup> Dafür *Fleischer/Schneider*, DStR 2013, 1736 (1741 ff.); *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 373; *Piltz*, Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, S. 190.

<sup>137</sup> Ebenso z.B. *Schüler*, DB 2015, 2277, 2280; a.A. *Ruiz de Vargas/Theusinger/Zollner*, AG 2014, 42; dem folgend *Großfeld/Egger/Tönnies*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz. 1304: Aktionäre müssten fehlende Liquidationsabsicht der Geschäftsleitung hinnehmen.

<sup>138</sup> *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.

„Ertragswert“ ausdrücklich vorsieht, um eine Betriebsfortführung zu erleichtern (vgl. § 1376 Abs. 4, § 1515 Abs. 4, §§ 2049, 2312 BGB). Ob Liquidationswerte darüber hinaus auch dann auszublenen sind, wenn – wie z.B. bei Unternehmen der Daseinsvorsorge – nach der Satzung eine „gemeinwirtschaftliche“ Zielsetzung verfolgt wird (dazu näher *Hüttemann*, Rz. 35.43 ff.) oder die Schließung eines Unternehmens im Einzelfall aus faktischen Gründen (z.B. wegen Reputationsverlusten bei einem Arbeitsplatzabbau) ausscheidet,<sup>139</sup> erscheint zweifelhaft. Rein „faktische“ Zwänge zur Unternehmensfortführung sollten vielmehr bei der Berechnung eines Liquidationswertes durch den Ansatz höherer Abwicklungskosten berücksichtigt werden.

### e) Quotaler Unternehmenswert oder Anteilswert

- 1.42 Die Frage nach dem normgerechten Bewertungsobjekt gehört wohl unstreitig 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 richtigerweise **vom konkreten Bewertungsanlass** ab (ebenso *Fleischer*, Rz. 25.1 ff.). So gehen Rechtsprechung und die überwiegende Ansicht im Schrifttum zutreffend davon aus, dass gesellschaftsrechtliche Abfindungsansprüche – als vermögensrechtliche Teilhaberechte aus dem Gesellschaftsverhältnis – nach der indirekten Methode als „quotaler Unternehmenswert“ zu ermitteln sind, was der Liquidationshypothese entspricht.<sup>140</sup> Eine Folge der indirekten Bewertung ist, dass Zu- oder Abschläge für Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligungen von Rechts wegen unzulässig sind.<sup>141</sup> Diese Grundsätze lassen sich aber nicht auf das Familien- und Erbrecht übertragen, wo Unternehmensbeteiligungen nicht aus der Binnenperspektive des Gesellschafters als (wirtschaftlichen) „Teilhabers“ am Gesellschaftsvermögen, sondern – gleichsam aus einer Außenperspektive – als Bestandteil des Vermögens eines Ehegattens oder des Erblassers mit dem Anteilswert anzusetzen sind.<sup>142</sup> Auch das Steuerrecht verlangt wegen des auf den Steuerpflichtigen als Anteilseigner bezogenen Grundsatzes der individuellen Leistungsfähigkeit eine direkte Anteilsbewertung, weshalb z.B. Paketzuschläge sogar ausdrücklich vorgesehen sind (§ 11 Abs. 3 BewG).

### f) Bewertung zum Börsenkurs

- 1.43 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>143</sup> Nähert man sich der Frage aus rechtlicher Sicht, so 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 des Umlaufvermögens in der Handelsbilanz. Im Bereich des Kapitalmarktrechts bestimmt § 31 Abs. 1 WpÜG, dass die den

---

139 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.); zurückhaltend *Fleischer/Schneider*, DStR 2013, 1736 (1742 f.).

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

141 Dazu nur *Hüttemann*, WpG 2007, 812 (815); ebenso *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 379 ff.; zur Rechtslage bei Personengesellschaften nach dem MoPeG *Hüttemann/Meyer*, ZIP 2022, 935.

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

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

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>144</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 Rz. 1.64 ff.).<sup>145</sup> 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>146</sup>

#### 4. Zusammenfassung

Festzuhalten ist, dass die Festlegung des Bewertungsziels bei rechtlichen Bewertungsanlässen eine juristische Aufgabe darstellt (zur Abgrenzung von Rechts- und Tatfragen näher *Hüttemann*, Rz. 13.1 ff.). Dies bedeutet zugleich, dass der Richter dem Sachverständigen das Bewertungsziel vorzugeben hat.<sup>147</sup> Ferner sind Fehler bei der Ermittlung der gesetzlichen Bewertungsvorgabe als Rechtsverletzung revisibel.<sup>148</sup> 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 hat (z.B. § 1376 Abs. 4, § 1515 Abs. 2, §§ 2049, 2312 BGB betreffend landwirtschaftliche Güter oder § 11 BewG zur Hierarchie der Bewertungsparameter).

### V. Wertermittlung als Tatsachenfeststellung

#### 1. Schwierigkeiten der Wertermittlung

Eine 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>149</sup> – „für Handelsunternehmen wegen ihrer individuellen Verschiedenheit **keinen Markt, auf dem sich ein Preis bilden könnte**“. Von einem „Marktpreis“ kann allenfalls bei börsennotierten Aktien die Rede sein, wenn der Preisbildungsprozess gewissen ökonomischen Mindestanforderungen entspricht.<sup>150</sup> Allerdings

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

145 Für die Zulässigkeit einer „marktorientierten“ Bewertung etwa BVerfG v. 26.4.2011 – 1 BvR 2658/10, AG 2011, 511; BGH v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 = AG 2016, 135; ferner 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.); OLG Frankfurt v. 5.12.2013 – 21 W 36/12, NZG 2014, 464; OLG Frankfurt v. 17.1.2017 – 21 W 37/12, AG 2017, 626.

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

147 So auch BGH v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 = AG 2016, 135.

148 Zuletzt BGH v. 15.9.2020 – II ZB 6/20, BGHZ 227, 137 = AG 2020, 939.

149 BGH v. 17.1.1973 – IV ZR 142/70, NJW 1973, 509.

150 Für einen Überblick über die Theorie der Preisbildung am Kapitalmarkt vgl. *Adolff*, Unternehmensbewertung, S. 11 ff.

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 wegen möglicher Bewertungsproblemen von der Bemessungsgrundlage der Erbschaft- und Schenkungsteuer ausnehmen.<sup>151</sup> Der Gesetzgeber kann die praktischen Schwierigkeiten bei der Wertermittlung aber nicht einfach 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>152</sup> lösen können.

## 2. Wertermittlung durch Schätzung

### a) Zulässigkeit einer Schätzung

- 1.47 Die Verfasser des BGB haben die tatsächliche Dimension des Bewertungsproblems nicht übersehen, wie etwa die Regelungen in § 738 Abs. 2 a.F., § 728 Abs. 2, § 2311 Abs. 2 BGB, § 135 Abs. 3 HGB 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 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“.<sup>153</sup> Im Steuerrecht können die Finanzbehörden und Finanzgerichte nach § 162 AO bzw. § 96 FGO Besteuerungsgrundlagen, die sie nicht ermitteln oder berechnen kann, schätzen. Zu diesen Besteuerungsgrundlagen gehört z.B. auch der gemeine Wert von Unternehmensanteilen.<sup>154</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>155</sup> Deshalb reicht im Rahmen der Schät-

151 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.

152 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).

153 Zu Unternehmensbewertungen als richterliche Schätzungen nach § 287 Abs. 2 ZPO vgl. nur BGH v. 12.3.2001 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 (116) = AG 2001, 417; BGH v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 (126) = AG 2016, 135; OLG Frankfurt v. 17.1.2017 – 21 W 37/12, AG 2017, 626 (627).

154 Vgl. zur Ermittlung des gemeinen Wertes nach § 11 Abs. 2 BewG als Schätzung zuletzt BFH v. 16.11.2022 – X R 17/20, BStBl. II 2023, 484; aus dem Schrifttum nur *Trzaskalik* in Hübschmann/Hepp/Spitaler, AO/FGO, Stand 1997, § 162 AO Rz. 10; krit. zum „Dogma der Wertschätzung nach § 162 AO“ aber *Krumm*, Steuerliche Bewertung als Rechtsproblem, 2014, S. 545 ff.

155 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.).

zung ein geringerer Grad der Wahrscheinlichkeit hinsichtlich der Angemessenheit des Wertes aus. Diese Herabsetzung des erforderlichen Beweismaßes<sup>156</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>157</sup> Allerdings muss der Richter seine Feststellungen noch auf „**greifbare Anhaltspunkte**“ stützen können, d.h. die Schätzung muss einen „**ausreichenden Realitätsbezug**“ haben.<sup>158</sup> Die Forderung nach entsprechenden „Anhaltspunkten“ markiert aber lediglich die Untergrenze einer zulässigen Schätzung. In diesem Sinne ist auch die Feststellung des OLG Stuttgart, dass die Wertermittlung „mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Prämissen verbunden ist, die (häufig) keinem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind,“<sup>159</sup> durchaus zutreffend. Der Hinweis auf die erheblichen praktischen Bewertungsschwierigkeiten ändert aber nichts daran, dass sich die Gerichte grundsätzlich um eine „dem wahren Wert möglichst nahekommende Schätzung“<sup>160</sup> bemühen müssen (dazu näher *Hüttemann*, Rz. 13.14 ff.).

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** (zum Folgenden näher *Hüttemann*, Rz. 13.19 ff. ). 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 regelmäßig ungeeignet, weil dieser Bewertungsansatz die stillen Reserven und den originären Geschäftswert eines Unternehmens ausblendet und deshalb den normgerechten Wert von vornherein verfehlt.<sup>161</sup> Der erforderliche „Realitätsbezug“ setzt zunächst eine ausreichende Tatsachengrundlage<sup>162</sup> voraus. Die Schätzung muss also – ausgehend von einer geeigneten Bewertungsmethode – bei den bewertungsrelevanten tatsächlichen Ver-

156 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*, 4. Aufl. 2013, § 287 ZPO Rz. 1, 51; *Prütting* in *MünchKomm. ZPO*, 5. Aufl. 2016, § 287 ZPO Rz. 17; zur Schätzung im Steuerrecht s. *Trzaskalik* in *Hübschmann/Hepp/Spitaler*, AO/FGO, Stand 1997, § 162 AO Rz. 24.

157 Siehe nur *Ahrens* in *Wieczorek/Schütze*, 4. Aufl. 2013, § 287 ZPO Rz. 1; *Prütting* in *MünchKomm. ZPO*, 5. Aufl. 2016, § 287 ZPO Rz. 17.

158 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“; ebenso OLG Zweibrücken v. 2.10.2017 – 9 W 3/14, AG 2018, 200 (203); s. auch *Prütting* in *MünchKomm. ZPO*, 5. Aufl. 2016, § 287 ZPO Rz. 14.

159 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.

160 So BGH v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 (131) = AG 2016, 135.

161 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“.

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

hältnissen des Bewertungsobjekts (Ertragskraft, Vermögensbestand etc.) und seines wirtschaftlichen Umfeldes (Zinsentwicklung, Marktrisiken etc.) ansetzen. Ferner fordert die neuere Rechtsprechung, dass die angewandte Methode „in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist“.<sup>163</sup> Dieser Hinweis zielt insbesondere auf den vom IDW herausgegebenen Bewertungsstandard IDW S 1,<sup>164</sup> dem in der Praxis eine führende Rolle zukommt (zu Kritik am IDW S 1 vgl. *Hüttemann*, Rz. 13.31 ff.).<sup>165</sup>

- 1.50 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** (dazu näher *Hüttemann*, Rz. 13.14 ff.).<sup>166</sup> Es handelt sich um Tatsachenfeststellungen, so dass – wenn der Richter im Regelfall nicht über die erforderliche Sachkunde verfügt – ein Sachverständiger hinzugezogen werden muss, der den Richter bei der Auswahl der Bewertungsmethode unterstützt und die erforderlichen Berechnungen durchführt (dazu Rz. 1.52 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*, Rz. 2.36 ff.), kann es auch bei der rechtsgebundenen Unternehmensbewertung kein „Methodenmonopol“ geben. Zutreffend stellt daher der BGH fest: „Der Wert der Unternehmensbeteiligung kann sowohl unmittelbar, etwa durch Rückgriff auf den Börsenwert der Anteile, als auch mittelbar als quotaler Anteil an dem durch eine geeignete Methode, etwa der Ertragswertmethode, ermittelten Unternehmenswert, bestimmt werden.“<sup>167</sup> Hält der Richter mehrere Verfahren für grundsätzlich geeignet, hat er eine **ermessensgerechte Methodenauswahl** zu treffen (dazu Rz. 1.67).
- 1.51 Auch wenn die Gerichte über ein recht „weites Schätzungsermessen“<sup>168</sup> verfügen, unterliegt die tatrichterliche Wertfindung doch einer **begrenzten rechtlichen Überprüfung im Rechtsmittelverfahren** (vgl. für den Zivilprozess §§ 513, 529, 546 ZPO, für den Finanzprozess § 118 FGO). 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 Erfahrungsätzen widersprechen oder Teile

163 So zuletzt BGH v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 (127) = AG 2016, 135; OLG Frankfurt v. 17.1.2017 – 21 W 37/12, AG 2017, 626 (627). Vgl. dazu aus richterlicher Perspektive *Paulsen*, WPg 2007, 823; *Stilz* in FS Mailänder, 2006, S. 423 (435 f.).

164 Vgl. nur OLG Stuttgart v. 5.11.2013 – 20 W 4/12, AG 2014, 291 (292): „anerkannte Expertenauffassung“.

165 Krit. zur Dominanz der IDW-Standards *Fleischer*, AG 2014, 97 (100); *Hüttemann* in FS Schilken, 2015, S. 319 (325 ff.); *Knoll*, BFuP 2017, 300 (301 ff.); *Knoll* in FS Großfeld, 2019, S. 229; *Lauber*, Rz. 37.46: „unkritische Übernahme“.

166 Zur Abgrenzung von Rechts- und Tatfragen bei der richterlichen Unternehmensbewertung aus dem neueren Schrifttum vgl. *Fleischer*, AG 2016, 185; *Schüppen*, ZIP 2016, 393; *Hüttemann* in FS Schilken, 2015, S. 319 ff.

167 BGH v. 15.9.2020 – II ZB 6/20, BGHZ 227, 137 = AG 2020, 939; ähnlich – Ertragswertmethode oder marktorientierte Bewertung – bereits BGH v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 (126) = AG 2016, 135.

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

des Beweisergebnisses ungewürdigt lassen.<sup>169</sup> Nach diesem Maßstab wäre beispielsweise eine Bewertung als „rechtsfehlerhaft“ anzusehen, wenn der Richter ein Verfahren auswählt, das dem gesetzlichen Bewertungsziel widerspricht<sup>170</sup> oder dessen Eignung – trotz bekannter fachwissenschaftlicher Einwände – unzureichend begründet wird. Auch offensichtliche Fehler und Widersprüche bei der Anwendung einer – grundsätzlich geeigneten – Bewertungsmethode stellen eine Rechtsverletzung dar.<sup>171</sup> Dazu wird man neben schlichten „Rechenfehlern“ z.B. auch den Fall rechnen müssen, dass im Rahmen der Ertragswertmethode eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens unterbleibt, obwohl das Unternehmen nach den tatsächlichen Feststellungen über erheblichen Grundbesitz verfügt, der nicht mehr für unternehmerische Zwecke genutzt wird (dazu *Meinert*, Rz. 8.53 ff.). 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>172</sup>

### 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 Unternehmenswertschätzung beauftragen (zur Tatsachenfeststellung *Hüttemann*, Rz. 13.14 ff.). 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 (dazu *Lauber*, Rz. 37.119 ff.),<sup>173</sup> ist aber nicht zwingend.<sup>174</sup> 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. Schließlich hat der Sachverständige sein Gutachten „unparteiisch und nach bestem Wissen und Gewissen zu erstatten“. Allerdings begründet die bloße Mitgliedschaft im IDW noch keine Besorgnis der Befangenheit.<sup>175</sup>

Sachverständigengutachten unterliegen der freien Beweismittelwürdigung des Gerichts (näher *Hüttemann*, Rz. 13.17 f.; aus richterlicher Perspektive *Lauber*, Rz. 37.105). Der Richter darf die Feststellungen des Gutachters also nicht einfach übernehmen, sondern muss sich nach Kräften

169 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; BFH v. 16.11.2022 – X R 17/20, BStBl. II 2023, 484.

170 BGH v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 (118) = AG 2016, 135.

171 Zur Herausrechnung eines kalkulatorischen Unternehmerlohns bei der Unternehmensbewertung im Zugewinnausgleich vgl. BGH v. 8.11.2017 – XII ZR 108/16, NJW 2018, 61 = AG 2018, 439.

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

173 Dazu *Paulsen*, WPg 2007, 823 f.; zur Rolle des Sachverständigen in der Unternehmensbewertung vgl. *Hörtnagl/Lauschke* in Petersen/Zwirner/Zimny, Handbuch der Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2022, S. 633 ff.

174 Dazu zuletzt BGH v. 21.2.2023 – II ZB 12/21, AG 2023, 443.

175 OLG Karlsruhe v. 31.1.2018 – 12 W 45/17, AG 2018, 405.

und in den Grenzen seiner eigenen Sachkunde **mit den fachlichen Ausführungen auseinandersetzen und sich so eine eigene Meinung bilden**.<sup>176</sup> Anders ausgedrückt: Die Schätzung „ist und bleibt Sache des Richters“.<sup>177</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*, Rz. 6.45 ff.) nicht erwarten können, dass sich der Richter mit sämtlichen kapitalmarkttheoretischen Grundlagen des CAPM (Capital-Asset-Pricing-Model) vertraut gemacht hat.<sup>178</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>179</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

- 1.54 Das Ertragswertverfahren (dazu näher *Böcking/Nowak*, Rz. 4.30 ff.) ist nach allgemeiner Ansicht ein geeignetes Verfahren zur Schätzung von Unternehmenswerten.<sup>180</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>181</sup> Das Ertragswertkalkül gehört heute zu den Grundfesten der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre (zu den theoretischen Grundlagen *Böcking/Rauschenberg*, Rz. 2.44 ff.) und bildet auch die konzeptionelle Grundlage des IDW S 1.<sup>182</sup> In diesem Sinne ist auch die Aussage des BGH zu verstehen, der Ertragswert bilde „theoretisch den richtigen Wert eines Unter-

176 Zur Beweiswürdigung von Sachverständigengutachten s. näher *Greger* in *Zöller*, Vor § 402 ZPO Rz. 14 f.; *Ahrens* in *Wieczorek/Schütze*, 4. Aufl. 2014, § 412 ZPO Rz. 1 ff.; *Olzen*, ZZZP 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.

177 So treffend OLG Koblenz v. 14.12.2007 – 10 U 1153/02.

178 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.

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

180 Siehe etwa OLG Düsseldorf v. 28.11.2022 – I-26 W 4/21, AG 2023, 819: Ertragswertmethode „als grundsätzlich anerkannte Methode zur (mittelbaren) Bestimmung der Barabfindung“; BGH v. 15.9.2020 – II ZB 6/20, BGHZ 227, 137 = AG 2020, 939; 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/Egger/Tönnies*, *Recht der Unternehmensbewertung*, Rz. 300 ff.; *Hüttemann*, ZHR 162 (1998), 563 (584 f.).

181 Prägnant *Schmalenbach*, ZfH 1918, 1: „Was kann diese Anlage in Zukunft an Gewinn bringen?“

182 Vgl. nur IDW S 1 (2008) Rz. 7: „Der Unternehmenswert wird grundsätzlich als Zukunftserfolgswert ermittelt. In der Unternehmensbewertungspraxis haben sich als gängige und anerkannte Verfahren das Ertragswertverfahren [...] und die Discounted Cash Flow-Verfahren [...] herausgebildet.“

nehmens“.<sup>183</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*, Rz. 10.1 ff.) auf dem Konzept des Zukunftserfolgswertes und stellt deshalb ebenfalls ein „geeignetes“ Bewertungsverfahren dar,<sup>184</sup> auch wenn es bei gerichtlichen Bewertungen bisher keine große Rolle spielt.<sup>185</sup> Darüber hinaus ist zumindest in der neueren Rechtsprechung der OLG<sup>186</sup> anerkannt, dass dem Richter neben dem Ertragswertverfahren noch andere, „marktorientierte Verfahren“ zur Verfügung stehen (dazu Rz. 1.61 ff.). Ungeachtet dieser Bekenntnisse zu mehr „Methodenpluralität“ beherrscht das Ertragswertverfahren in der standardisierten Form des IDW S 1 die gerichtliche Praxis.<sup>187</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 (zur Berechnung näher *Franken/Schulte*, Rz. 5.1 ff.). Geht man davon aus, dass das Unternehmen bei der rechtsgebundenen Unternehmensbewertung aus der Sicht eines „markttypischen“ Erwerbers zu bewerten ist, darf allerdings – abweichend von IDW S 1<sup>188</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 (zur Maßgeblichkeit der vorhandenen Unternehmensplanung für die Prognose künftiger Erträge vgl. näher *Meyer*, Rz. 7.1 ff.).<sup>189</sup> 1.55

Die finanziellen Überschüsse sind in einem zweiten Schritt – zur Ermittlung eines Barwertes – mit einem Kapitalisierungszins auf den Stichtag **abzuzinsen** (dazu näher *Franken/Schulte*, Rz. 6.1 ff.). 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>190</sup> Ob der zur Herstellung einer Vergleichbarkeit mit risikolosen Alternativanlagen (Risikoäquivalenz) erforderliche Risikozuschlag – wie früher üblich<sup>191</sup> – unter Berücksichtigung der Verhältnisse des Einzelfalls „gegriffen“ oder – 1.56

183 BGH v. 9.11.1998 – II ZR 190/97, BGHZ 140, 35 (38) = GmbHR 1999, 31 = AG 1999, 122.

184 Siehe nur *Hüttemann*, WPg 2007, 812 (819).

185 Abl. noch OLG Karlsruhe v. 16.7.2008 – 12 W 16/02, AG 2009, 49 (keine Abweichung von Ertragswertmethode); anders aber OLG Karlsruhe v. 30.4.2013 – 12 W 5/12, AG 2013, 765; OLG Stuttgart v. 4.5.2020 – 20 W 3/19.

186 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).

187 Vgl. dazu – auch im Rechtsvergleich – *Fleischer*, AG 2014, 97 (99 f.); *Schüler*, DB 2015, 2277 (2279); krit. *Hüttemann* in FS Schilken, 2015, S. 319 (327 ff.).

188 In IDW S 1 (2008) Rz. 32 heißt es dazu: „Die Bewertung eines Unternehmens basiert auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft“; aus dem juristischen Schrifttum vor allem *Mertens*, AG 1992, 321.

189 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.).

190 Siehe etwa OLG Düsseldorf v. 10.4.2019 – I-26 W 6/17 (AktE), AG 2019, 836; OLG Stuttgart v. 11.9.2011 – 20 W 6/08, AG 2012, 49 (51).

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

entsprechend den heutigen Empfehlungen des IDW<sup>192</sup> – unter Anwendung kapitalmarkttheoretischer Modelle<sup>193</sup> aus beobachteten Marktrisikoprämien und Beta-Faktoren „abgeleitet“ wird (dazu eingehend *Franken/Schulte*, Rz. 6.1 ff.), hat der sachverständig beratene Richter im Rahmen seines Schätzungsspielraums und in Auseinandersetzung mit den Vor- und Nachteilen beider Ansätze zu entscheiden.<sup>194</sup> Der Wachstumsabschlag zur Inflationsberücksichtigung im Rahmen der ewigen Rente (dazu *Franken/Schulte*, Rz. 5.141 ff.) ist nach den Verhältnissen des Einzelfalls festzulegen.<sup>195</sup> Seit Anfang der 2000er Jahre empfiehlt das IDW zudem eine Nachsteuerbetrachtung, bei der im Barwertkalkül eine unterschiedliche steuerliche Belastung der Nettozuflüsse aus dem Unternehmen (Zähler) und der im Kapitalisierungszinssatz ausgedrückten Alternativinvestition (Nenner) berücksichtigt wird (vgl. dazu näher *Jonas/Wieland-Blöse*, Rz. 17.1 ff.).<sup>196</sup>

- 1.57 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 *Meinert*, Rz. 8.1 ff.). 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 fraglichen Vermögensgegenstände noch die Planungen der Unternehmenseigner am Stichtag allein ausschlaggebend sein.<sup>197</sup>
- 1.58 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*, Rz. 30.180 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>198</sup>

192 WPH, Bewertung und Transaktionsberatung, Rz. A. 345 ff.

193 Für einen Überblick *Kuhner/Maltry*, Unternehmensbewertung, S. 181 ff.

194 Siehe etwa OLG Düsseldorf v. 28.11.2022 – I-26 W 4/21 (AktE), AG 2023, 819; aus dem Schrifttum *Stilz* in FS Goette, 2012, S. 529 (533 f.); krit. 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.; für einen Überblick über die neuere Rechtsprechung *Ruthardt/Hachmeister*, WPg 2016, 687 ff.

195 Siehe OLG Düsseldorf v. 28.11.2022 – I-26 W 4/21 (AktE), AG 2023, 819; OLG Stuttgart v. 11.9.2011 – 20 W 6/08, AG 2012, 49 (52).

196 Siehe OLG Düsseldorf v. 28.11.2022 – I-26 W 4/21 (AktE), AG 2023, 819; krit. zur Berücksichtigung von Steuern *Meilicke*, Die Behandlung von Ertragsteuern im Rahmen der Unternehmensbewertung als Rechtsfrage, 2013; im Ausland werden persönliche Steuern überwiegend aus Vereinfachungsgründen ausgeblendet, vgl. etwa zur Situation in Österreich *Bertl*, WPg 2018, 805.

197 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“.

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

## 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*, Rz. 2.40 ff.). Diese Bewertungskonzeption orientiert sich an den Wiederbeschaffungskosten, die erforderlich wären, um das Unternehmen in seinem vorhandenen Zustand nachzubauen.<sup>199</sup> Der Substanzwert ist nach heutiger Auffassung zumindest bei erwerbswirtschaftlichen Unternehmungen **kein geeigneter Schätzungsmaßstab**,<sup>200</sup> denn – so *Münstermann* – „für das Gewesene gibt der Kaufmann nichts“.<sup>201</sup> Anders ausgedrückt: Der Substanzwert ist für einen Erwerber, der ausschließlich finanzielle Ziele verfolgt, regelmäßig kein brauchbarer Anhaltspunkt für den gesuchten „wirklichen“ Unternehmenswert.<sup>202</sup> Dies kann anders sein, wenn es um „Non-Profit-Unternehmen“ geht, deren Verkehrswert – aus der Sicht eines nicht gewinnorientierten Erwerbers – in den ersparten Aufwendungen für einen „Nachbau“ bestehen kann (dazu näher *Hüttemann*, Rz. 35.16 ff.).<sup>203</sup> Vom Liquidationswert unterscheidet sich der Substanzwert durch eine abweichende Bewertungsperspektive. Während sich der Substanzwert auf den Beschaffungsmarkt bezieht, ist der Liquidationswert auf den Veräußerungsmarkt ausgerichtet.<sup>204</sup> Für das Erbschaftsteuerrecht bestimmt § 11 Abs. 2 Satz 3 BewG, dass ein (allerdings besonderer steuerlicher) „Substanzwert“ den Mindestwert darstellt (vgl. näher *Kohl*, Rz. 30.84 ff.).

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 ermitteln, für Zwecke der rechtsgebundenen Unternehmensbewertung heute<sup>205</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*, Rz. 11.80 ff.) ist auch das sog. **Stuttgarter Verfahren** zu rechnen, das vor Inkrafttreten der Erbschaftsteuerreform zum 1.1.2009 vom BFH in ständiger Rechtsprechung<sup>206</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>207</sup> Ihm ist durch die Streichung der Worte „des Vermögens“ in § 11 Abs. 2 Satz 2 BewG a.F. die gesetzliche Grundlage entzogen worden.<sup>208</sup> Es ist in der Praxis aber weiterhin von Bedeutung, weil viele ältere Gesellschaftsverträge für Zwecke der Abfindungsbemessung noch auf die früheren steuerlichen Werte nach dem

199 Vgl. näher WPH, Bewertung und Transaktionsberatung, Rz. A 162 ff.

200 Siehe nur WPH, Bewertung und Transaktionsberatung, Rz. A 167; näher *Moxter*, Grundsätze, S. 41 ff.; *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, S. 315 ff.

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

202 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“.

203 Vgl. dazu WPH, Bewertung und Transaktionsberatung, Rz. A 481 f.; aus der Rechtsprechung vgl. OLG Rostock v. 6.4.2016 – 1 U 131/13; monographisch *Teterin*, Unternehmensbewertung bei Nonprofit-Unternehmen, 2006.

204 Statt vieler *Wollny*, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 30.

205 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.

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

207 Abschn. 95 ff. ErbStR a.F.

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

Stuttgarter Verfahren verweisen, was im Fall eines Ausscheidens eine Schenkungsteuer nach § 7 Abs. 7 ErbStG auslösen kann.<sup>209</sup> In der familienrechtlichen Rechtsprechung zum Zugeinnausgleich,<sup>210</sup> die vor allem durch die Bewertung inhabergeprägter KMU und freiberuflicher Praxen bestimmt wird, spielt auch das sog. „modifizierte Ertragswertverfahren“ eine größere Rolle (dazu *Hüttemann*, Rz. 27.73 ff.). Auch hierbei handelt es sich letztlich um ein Mischverfahren, bei dem ein übertragbarer Goodwill ermittelt wird, der zusammen mit dem Zeitwert des betriebsnotwendigen Vermögens den Gesamtunternehmenswert bildet (mit Recht kritisch dazu *Lauber*, Rz. 33.224 ff.).

### c) „Marktorientierte“ Bewertungsansätze

- 1.61 Die Öffnung der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre für „kapitalmarktbezogene“ Bewertungselemente seit den 1980er und 1990er Jahren<sup>211</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 (dazu *Franken/Schulte*, Rz. 5.1 ff.).<sup>212</sup> Ferner geht es um die Heranziehung von beobachteten „Marktdaten“ (z.B. Börsenkursen und Multiplikatoren) als Schätzungsparameter für Unternehmenswerte (dazu *Franken/Schulte*, Rz. 11.1 ff.).<sup>213</sup> „Marktbezogene“ Bewertungsverfahren bedeuten eine gewisse Abkehr vom strengen subjektbezogenen Bewertungsmodell zugunsten einer Bewertung des Unternehmens aus der Sicht des Kapitalmarktes (zur Berücksichtigung von Börsenkursen siehe *Häller/Adolff*, Rz. 18.1 ff.). Eine stärkere Einbeziehung der „Marktsicht“ entspricht schließlich auch der international üblichen Bewertungspraxis (Überblick bei *Fleischer*, Rz. 41.1 ff.).<sup>214</sup>
- 1.62 Während die Gerichte bis Ende der 1990er Jahre einer „marktbezogenen“ Wertermittlung (z.B. auf der Grundlage von Börsenkursen) noch ablehnend gegenüber gestanden haben,<sup>215</sup> hat – spätestens seit dem DAT/Altana-Beschluss des BVerfG<sup>216</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>217</sup> Dasselbe Gericht hatte auch keine Bedenken gegen eine Ermittlung von Risikozuschlä-

209 Dazu nur *Meincke/Hannes/Holtz*, 18. Aufl. 2021, § 7 ErbStG Rz. 163.

210 Siehe nur BGH v. 2.2.2011 – XII ZR 185/08, BGHZ 188, 249; BGH v. 8.11.2017 – XII ZR 108/16, AG 2018, 439.

211 Zum Einfluss „marktorientierter“ Bewertungsverfahren s. *Matschke/Brösel*, Unternehmensbewertung, S. 26 ff.; *Ballwieser* in Heintzen/Kruschwitz, Unternehmen bewerten, S. 13 ff. Aus dem neueren Schrifttum vgl. *Schnorbus/Rauch/Grimm*, AG 2021, 391; *Decher*, AG 2023, 106.

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

213 Dazu – krit. – 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.

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

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

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

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

gen anhand des CAPM, da dieses Verfahren „methodisch vorzugswürdig sei“.<sup>218</sup> Andere Gerichte waren zunächst zurückhaltender und bezweifelten, ob Risikoprämien nach CAPM einem von Sachverständigen „plausibel gegriffenen“ Risikozuschlag tatsächlich überlegen sind.<sup>219</sup> Spätestens seit dem *Stinnes*-Beschluss des BGH stand die prinzipielle Zulässigkeit marktorientierter Bewertungsverfahren aber außer Streit.<sup>220</sup> Mittlerweise entspricht es der „deutlich h.M.“ im Aktienrecht, dass der Bemessung der Abfindung ausschließlich der Börsenkurs zugrunde gelegt werden kann (näher *Häller/Adolff*, Rz. 18.1 ff.).<sup>221</sup> Dieser Auffassung hat sich der II. Senat des BGH in seinem Beschluss v. 21.2.2023 ausdrücklich angeschlossen.<sup>222</sup> Im Leitsatz heißt es dazu: „Die Angemessenheit der Abfindung der außenstehenden Aktionäre im Sinne des § 305 AktG kann anhand des Börsenwerts der Gesellschaft bestimmt werden. Im Fall der Abfindung in Aktien nach § 305 Abs. 3 Satz 1 AktG kann dazu die Wertrelation zwischen den beteiligten Gesellschaften anhand ihrer Börsenkurse ermittelt werden.“

Aus der Sicht der rechtsgebundenen Unternehmensbewertung wirft die Einbeziehung „marktorientierter“ Bewertungsverfahren vor allem **zwei Fragen** auf:<sup>223</sup> Zunächst ist zu fragen, ob eine Schätzung „aus der Perspektive des Kapitalmarktes“ der gesetzlichen Bewertungsvorgabe entspricht. Wenn man ausgehend von der gesellschaftsrechtlichen „Liquidationshypothese“ (vgl. § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB a.F.) 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 konkreten Beteiligten losgelöste – Bewertung keinen grundsätzlichen Bedenken. Die zweite Frage betrifft die Eignung einzelner marktorientierter Bewertungsparameter als „Schätzungsgrundlage“: Insofern 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- und Nachteile „vertretbar“ sein, weil beide den erforderlichen Realitätsbezug aufweisen und fachwissenschaftlich nicht eindeutig widerlegt sind.<sup>224</sup> Auch insofern obliegt die Auswahl des „richtigen“ – d.h. nach fachwissenschaftlichen Kriterien vorzugswürdigen – Bewertungsansatzes dem sachverständig beratenen Tatrichter<sup>225</sup> und ist revisionsrechtlich nur eingeschränkt überprüfbar (zur Abgrenzung von Tat- und Rechtsfragen *Hüttemann*, Rz. 13.1 ff.).

1.63

218 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.

219 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).

220 BGH v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 (126) = AG 2016, 135; ebenso auch OLG Frankfurt v. 17.1.2017 – 21 W 37/12, AG 2017, 626 (627).

221 So etwa *Koch*, § 305 AktG Rz. 37 m.w.N. zum Streitstand; zur Rechtsentwicklung zuletzt instruktiv *Decher*, AG 2023, 106; krit. aus betriebswirtschaftlicher Sicht aber *FAUB*, AG 2021, 588.

222 BGH v. 21.2.2023 – II ZB 12/21, AG 2023, 443; dazu *Bungert/Strothotte*, DB 2023, 1332; *Hüttemann/Meinert*, JZ 2023, 823.

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

224 Aus der Rechtsprechung zuletzt etwa OLG Düsseldorf v. 28.11.2022 – I-26 W 4/21 (AktE), AG 2023, 819; gegen eine Ableitung von Risikozuschlägen nach CAPM/Tax-CAPM mit eingehender Begründung aber *Lauber*, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327a ff. AktG, S. 280 ff.

225 Dazu BGH v. 21.2.2023 – II ZB 12/21, AG 2023, 443 und *Bungert/Strothotte*, DB 2023, 1332 (1333 f.).

### d) Börsenkurse und gezahlte Kaufpreise

- 1.64 Auch bei der Frage nach der Bewertungsrelevanz von Börsenkursen oder tatsächlich gezahlten Kaufpreisen gilt es – aus rechtlicher Sicht – zwei Ebenen zu unterscheiden:<sup>226</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>227</sup> von Verfassungen wegen den Mindestwert bildet. Davon macht die Rechtsprechung allerdings eine Ausnahme, wenn der Börsenkurs – z.B. auf Grund einer Marktengung – den Verkehrswert der Aktie nicht widerspiegelt.<sup>228</sup> Eine Abweichung von diesen Vorgaben 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>229</sup> Dabei handelt es sich um ein Problem der tatrichterlichen Wertermittlung und insoweit 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 *Häller/Adolff*, Rz. 18.1 ff.). 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>230</sup> Er ist aber an diese Vorgaben (§ 31 Abs. 1 WpÜG, § 11 Abs. 1 und 2 BewG) nicht zwingend gebunden. Schließlich bleibt zu beachten, dass eine Berücksichtigung von Börsenkursen als Schätzungsparameter (bzw. Wertuntergrenze) nur in Betracht kommt, wenn zum relevanten Stichtag eine hinreichende Liquidität im jeweiligen Marktsegment bestanden hat, so dass der Börsenkurs auch tatsächlich den Verkehrswert des Anteils widerspiegelt.<sup>231</sup>

226 Siehe bereits *Hüttemann*, ZGR 2001, 454; für eine Übersicht über die Börsenkursrechtsprechung vgl. *Bungert/Wettich* in FS Hoffmann-Becking, 2013, S. 157; *Decher*, AG 2023, 106.

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

228 Für einen Rechtsprechungsüberblick s. *Land/Hallermeyer*, AG 2015, 659.

229 Grundsätzlich bejahend: BGH v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207, 165 = AG 2016, 135; BGH v. 12.1.2016 – II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 = AG 2016, 359; BGH v. 21.2.2023 – II ZB 12/21, AG 2023, 443; 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); OLG Frankfurt v. 17.1.2017 – 21 W 37/12, AG 2017, 626; OLG Düsseldorf v. 15.12.2016 – I-26 W 25/12 (AktE), AG 2017, 709; OLG Stuttgart v. 21.8.2018 – 20 W 1/13, AG 2019, 255; OLG Frankfurt v. 26.4.2021 – 21 W 139/19, AG 2021, 559; OLG München v. 14.12.2021 – 31 Wx 190/20, AG 2022, 503; 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.); *Diekmann* in FS Großfeld, 2019, S. 97 (105 f.); *Wasmann*, AG 2021, 179 (189 f.); *Schnorbus/Rauch/Grimm*, AG 2021, 391 (401); *Koch*, § 305 AktG Rz. 37 („mittlerweise deutlich h.M.“); krit. aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht aber weiterhin *FAUB*, AG 2021, 588; *Ruthardt/Popp*, AG 2022, 347.

230 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.

231 Dazu zuletzt beispielhaft OLG Düsseldorf v. 28.11.2022 – I-26 W 4/21 (AktE), AG 2023, 819.

Jede „**Unternehmensbewertung durch Rückgriff auf Marktdaten**“<sup>232</sup> steht allerdings vor einem konzeptionellen Problem, mit dem sich auch der Tatrichter auseinandersetzen hat: Während bei § 11 Abs. 1 und 2 BewG nach „Anteilswerten“ gesucht wird, hat der Richter für Zwecke der Abfindungsbemessung (§ 728 Abs. 1 Satz 1 BGB, § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG) den „quotalen“ Unternehmenswert zu bestimmen. Während dieser bei börsennotierten Unternehmen bei entsprechenden Marktverhältnissen anhand des (durchschnittlichen) Börsenkurses vor dem Stichtag geschätzt werden kann,<sup>233</sup> erfordert die „Ableitung“ des Gesamtunternehmenswerts aus gezahlten Kaufpreisen für einzelne Anteile ggf. mehr als eine schlichte „Hochrechnung“.<sup>234</sup> Ähnliche 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 Vorerwerbspreisen vgl. *Leverkus*, Rz. 19.1 ff.), weil hier – ebenso wie bei der Verwendung von marktgestützten Multiplikatoren-Verfahren (dazu *Franken/Schulte*, Rz. 11.7 ff.) – zusätzlich das Problem der Vergleichbarkeit der betrachteten Unternehmen zu lösen ist.

1.65

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>235</sup> Die in neuerer Zeit zu beobachtende „Entdeckung des Marktes durch die Rechtsprechung“<sup>236</sup> und eine stärkere Heranziehung von Börsenkursen als ausschließlicher Schätzungsmaßstab oder Hilfsmittel zur Plausibilisierung von fundamentalanalytisch ermittelten Werten ist nicht nur auf den DAT/Altana-Beschluss des BVerfG<sup>237</sup> zurückzuführen, sondern spiegelt einen grundsätzlichen Mentalitätswechsel wider.<sup>238</sup> 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>239</sup> Die Hinwendung zum Börsenkurs ist also auch Ausdruck einer gewissen Ernüchterung der Spruchgerichte über die Leistungsgrenzen der (schein)genauen „fundamentalanalytischen“ Bewertungsverfahren.<sup>240</sup>

1.66

232 Zum Folgenden etwa *Ballwieser* in Heintzen/Kruschwitz, Unternehmen bewerten, S. 13 ff.

233 Dazu zuletzt BGH v. 23.2.2023 – ZB 12/21, AG 2023, 443.

234 Umgekehrt kann der Wert eines Minderheitsanteils auch nicht einfach als Quote aus dem für das „ganze“ Unternehmen gezahlten Preises abgeleitet werden. Zu dieser Konstellation OLG Dresden v. 17.1.2008 – 21 UF 447/07, NZG 2008, 943; sehr kritisch *Lauber*, Rz. 33.54.

235 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.

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

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

238 Für einen aktuellen Überblick über die Entwicklung s. *Decher*, AG 2023, 106.

239 OLG Stuttgart v. 14.9.2011 – 20 W 6/08, AG 2012, 49; krit. dazu *Knoll*, BFuP 2017, 300; *Knoll* in FS Großfeld, 2019, S. 229.

240 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.

### e) Auswahl der Bewertungsmethode

- 1.67 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.<sup>241</sup> In diesem Zusammenhang darf er auch verfahrensökonomisch 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>242</sup> Abzuwägen sind insoweit die objektiven Schwierigkeiten der Sachaufklärung, Mühe, Kosten, Zeitaufwand, voraussichtlicher Ertrag und Streitwert.<sup>243</sup> Eine solche Abwägung hat in Einzelfällen bereits in der Vergangenheit dazu geführt, dass Gerichte auf eine umfangreiche neue Ertragsbewertung verzichtet und einer ausschließlichen Börsenkursschätzung den Vorrang eingeräumt haben.<sup>244</sup> Diese Entwicklung dürfte durch den BGH-Beschluss vom 21.2.2023 weiter befördert werden.<sup>245</sup> In diesem Zusammenhang ist auch in der neueren Rechtsprechung und Literatur umstritten, ob die Gerichte von Rechts wegen verpflichtet sind, **diejenige Methode anzuwenden, die das Bewertungsziel „am besten erreicht“**.<sup>246</sup> Für ein solches „bewertungsrechtliches Optimierungsgesetz“<sup>247</sup> spricht vor allem, dass nur so das Bewertungsziel einer „vollen“ Entschädigung erreicht werden kann (dazu näher *Hüttemann*, Rz. 13.19 ff.).<sup>248</sup> Ferner gebietet der Normzweck der gesetzlichen Abfindungsrechte eine Berücksichtigung der neuesten Erkenntnisse über die Bewertung von Unternehmen. Auf diese Weise wird zugleich gewährleistet, dass methodische Verbesserungen zeitnah in das Spruchverfahren einfließen (vgl. dazu näher *Fleischer*, Rz. 15.19). Richtigerweise besteht somit eine richterliche Pflicht, jede „nachvollziehbare methodische Verbesserung sofort anzuwenden“.<sup>249</sup>

### f) Methodenänderungen und „Rückwirkung“

- 1.68 Weil das IDW den in der Praxis „quasi-verbindlichen“<sup>250</sup> Bewertungsstandard IDW S 1 seit 2000 mehrfach geändert hat, sehen sich die Gerichte zunehmend mit der Frage konfrontiert, ob „neue“ Bewertungsstandards auch „rückwirkend“ angewendet werden dürfen.<sup>251</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

241 Zuletzt BGH v. 15.9.2020 – II ZB 6/20, BGHZ 227, 137 = AG 2020, 939 Rz. 20: „Die Wahl der für die Schätzung im Einzelfall geeigneten Bewertungsmethode obliegt dem Tatrichter.“

242 *Hüttemann*, ZGR 2001, 454 (476).

243 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.).

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

245 BGH v. 21.2.2023 – II ZB 12/21, AG 2023, 443 und dazu *Bungert/Strothotte*, DB 2023, 1332.

246 So etwa noch OLG Stuttgart v. 19.1.2011 – 20 W 2/07, AG 2011, 420.

247 Siehe *Fleischer*, AG 2016, 185 (195 f.); *Ruiz de Vargas/Schenk*, AG 2016, 354 (357); zustimmend *Koch*, § 305 AktG Rz. 24.

248 *Ruiz de Vargas/Schenk*, AG 2016, 354 (357).

249 So bereits OLG Celle v. 19.4.2007 – 9 W 53/06, AG 2007, 865 (867).

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

251 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.

oder die Berücksichtigung von Steuerrechtsänderungen). Insoweit ist – wie inzwischen der BGH im *Stinnes*-Beschluss bestätigt hat<sup>252</sup> – eine **differenzierte Betrachtung** angezeigt.<sup>253</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 Methoden Anpassungen, 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*, Rz. 15.1 ff.).

## 5. Zusammenfassung

Während der Richter die gesetzliche Bewertungsvorgabe durch Auslegung des Gesetzes allein zu bestimmen hat, handelt es sich bei der Feststellung des 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, § 96 FGO) entsprechend herabgesetzt.<sup>254</sup> Ferner kommt es regelmäßig zur Beauftragung eines gerichtlichen Sachverständigen, der als „Berater des Tatrichters“ tätig wird.<sup>255</sup> Die Umsetzung der normativen Vorgaben auf der Ebene der tatsächlichen Wertfeststellung bildet daher in der Praxis die „Domäne der betriebswirtschaftlich-mathematischen Disziplinen“.<sup>256</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. 1.69

## VI. Unternehmensbewertung und Verfahrensrecht

### 1. Kein einheitliches Verfahrensrecht

Es gibt kein besonderes Verfahren für Unternehmensbewertungen, sondern die „rechtsgebundene“ Unternehmensbewertung findet jeweils 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 bei die privatrechtlichen Abfindungsstreitigkeiten im Gesellschaftsrecht stets die ordentlichen Gerichte zuständig (vgl. § 13 GVG). Für Rechtsstreitigkeiten betreffend den aktienrechtlichen Barabfindungsanspruch ist aber nach § 1 Nr. 1 SpruchG das Spruchverfahren als eigenständige Verfahrensart eröffnet, während Rechtsstreitigkeiten zwischen Gesellschaftern betreffend 1.70

252 BGH v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 = AG 2016, 135; dazu *Fleischer*, AG 2016, 185; *Schüppen*, ZIP 2016, 393; *Hüttemann*, CF 2017, 467.

253 BGH v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 = AG 2016, 135; ebenso bereits 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; aus dem Schrifttum nur *Meyer*, AG 2015, 15.

254 Siehe nur OLG Stuttgart v. 24.7.2013 – 20 W 2/12, AG 2013, 840 (841); *Ahrens* in *Wieczorek/Schütze*, 4. Aufl. 2013, § 287 ZPO Rz. 1.

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

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

die Abfindung beim Ausscheiden aus einer Personengesellschaft oder GmbH nach den allgemeinen Vorschriften der ZPO über Streitige Verfahren verhandelt werden. Steuerrechtliche Unternehmensbewertungen werden hingegen im steuerlichen Veranlagungs- oder Feststellungsverfahren nach den Vorschriften der AO vorgenommen und vor den Finanzgerichten nach Maßgabe der FGO überprüft.

## 2. Spruchverfahren

- 1.71 Das **Spruchverfahren** (dazu näher *Arnold/Rothenburg*, Rz. 36.1 ff.) ist heute<sup>257</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 Anteilsinhabern – 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 Minderheitsaktionären abgeleitet hat.<sup>258</sup> Zu diesen verfassungsrechtlichen Mindeststandards gehören nicht nur „wirksame Rechtsbehelfe gegen einen Missbrauch der wirtschaftlichen Macht“, sondern auch eine „volle Entschädigung“.<sup>259</sup> 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>260</sup>
- 1.72 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 Erklärungs- und Verfahrensförderungspflichten (§ 7 SpruchG) und Verfahrensförderungspflichten (§§ 9, 10 SpruchG) modifiziert wird. Ungeachtet dieser und weiterer Besonderheiten (dazu eingehend *Arnold/Rothenburg*, Rz. 36.41 ff.) ist es bis heute nicht gelungen, die lange Verfahrensdauer der Spruchverfahren spürbar zu verringern.<sup>261</sup> Einzelne Vorschläge aus der neueren Reformdiskussion<sup>262</sup> – wie z.B. eine Pflicht zur anwaltliche Vertretung, die Zuständigkeit der Kammer für Handessachen und Erleichterungen bei der mehrheitskonsensualen Schätzung – hat der Gesetzgeber im Rahmen des UmRUG<sup>263</sup> aufgegriffen.

---

257 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.

258 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.

259 Grundlegend BVerfG v. 7.8.1962 – 1 BvL 16/60, BVerfGE 14, 263.

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

261 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.

262 Dazu *Gotthardt/Krengel*, AG 2018, 875; *Wasmann*, AG 2021, 179.

263 Gesetz zur Umsetzung der Umwandlungsrichtlinie v. 22.2.2023, BGBl. 2023 I Nr. 51 v. 28.2.2023; dazu *Drescher*, AG 2023, 337.

### 3. Streitiges Verfahren

Außerhalb des Spruchverfahrens gelten für Unternehmensbewertungen im Zivilprozess vor den ordentlichen Gerichten die allgemeinen **Vorschriften der ZPO für das Streitige Verfahren** (dazu näher *Lauber*, Rz. 37.1 ff.). Es bleibt also – anders als im Spruchverfahren – beim Verhandlungs- oder Beibringungsgrundsatz. Danach ist es Sache jeder Partei, die für sie günstigen Tatsachen vorzutragen und ggf. 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. 1.73

### 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*, Rz. 40.1 ff.). 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.<sup>264</sup> 1.74

Vom schiedsrichterlichen Verfahren ist die Bestimmung einer Leistung durch einen Dritten durch **Schiedsgutachten** (dazu *Lauber*, Rz. 39.1 ff.) zu unterscheiden (§§ 317 ff. BGB). So können die Gesellschafter bereits im Gesellschaftsvertrag vereinbaren, dass die Höhe der nach § 728 BGB, § 135 HGB 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. 1.75

### 5. Steuerverfahren

Die Bewertung von Unternehmen oder Unternehmensanteilen für Zwecke der steuerlichen Gewinnermittlung und der Erbschaftsteuer (dazu *Kohl*, Rz. 30.1 ff.) findet im Rahmen des **steuerlichen Veranlagungs- bzw. eines gesonderten Feststellungsverfahrens** statt. Es gelten also die allgemeinen Vorschriften der Abgabenordnung (dazu näher *Krumm*, Rz. 38.1 ff.). 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 die Steuerpflichtigen und andere Beteiligte nach § 90 Abs. 1 AO gewisse Mitwirkungspflichten (z.B. die Pflicht zur Abgabe von Steuer- bzw. Feststellungserklärungen). Nach § 162 Abs. 1 Satz 1 AO können Besteuerungsgrundlagen geschätzt werden, „soweit die Finanzbehörde die Besteuerungsgrundlagen nicht ermitteln oder berechnen kann“. Eine solche Schätzung stellt bei der Ermittlung des gemeinen Wertes von Gesellschaftsanteilen für Zwecke der Erbschaft- und Schenkungsteuer nach § 11 Abs. 2 BewG den Regelfall dar, sofern der gemeine Wert nicht aus 1.76

<sup>264</sup> Dazu näher *Schüppen* in FS *Elsing*, 2015, S. 509.

Börsenkursen oder tatsächlich gezahlten Verkaufspreisen abgeleitet werden kann.<sup>265</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>266</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*, Rz. 30.233 ff.). Die Wertfeststellung ist Grundlagenbescheid für die Festsetzung der Erbschaftsteuer und selbständig angreifbar (§ 155 BewG). Gegen 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

- 1.77 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>267</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 als Element der Sachverhaltsermittlung 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 – wie der BGH im *Stinnes*-Beschluss bekräftigt hat<sup>268</sup> – also auch auf der Tatsachenebene eine wichtige „Filterfunktion“ bei der Methodenauswahl zu.
- 1.78 Unternehmensbewertungen sind zwar – so die griffige Formel des OLG Stuttgart – häufig nicht mehr als „Anhaltspunkte“ für eine Schätzung,<sup>269</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 Vertret-

265 Siehe nur BFH v. 22.1.2009 – II R 43/07, BStBl. II 2009, 444 (445) = GmbHR 2009, 670; BFH v. 16.11.2022 – X R 17/20, BStBl. II 2023, 484; *Meincke/Hannes/Holtz*, 18. Aufl. 2021, § 12 ErbStG Rz. 20; krit. zur Unternehmensbewertung als Schätzung i.S.v. § 162 AO *Krumm*, Steuerliche Bewertung als Rechtsproblem, 2014, S. 545 ff.

266 Für einen Überblick *Wolny*, Unternehmensbewertung für die Erbschaftsteuer, 2012, Rz. 987 ff.; *Lorenz*, Unternehmensbewertung im Erbschaftsteuerrecht, 2015, S. 108 ff.

267 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.“

268 BGH v. 29.9.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 = AG 2016, 135; dazu *Fleischer*, AG 2016, 185; *Schüppen*, ZIP 2016, 393; *Hüttemann*, CF 2016, 467.

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

barkeitsurteil zugänglich sind.“ Ungeachtet dieser Unsicherheiten darf der Richter das „Vertretbarkeitsurteil“ aber nicht dem Sachverständigen oder den Fachgremien des IDW überlassen, sondern muss selbst ein Bild von den fachwissenschaftlichen und methodischen Grundlagen einer Schätzung und vom hinreichenden „Realitätsbezug“ der angewandten Bewertungsmethode machen. Die zunehmende Einsicht in die „Scheinrationalität“<sup>270</sup> von Ertragswerten könnte auch bei der „normgeprägten“ Bewertung einen Paradigmenwechsel vom „**theoretisch richtigen**“<sup>271</sup> Wert hin zu einer „**Bandbreite vertretbarer Werte**“ auslösen.<sup>272</sup> Ein erster Schritt in diese Richtung stellen die von den Spruchgerichten entwickelten „Bagatellgrenzen“ oder „Erheblichkeitsschwellen“ bei Abweichungen der Ertragswerte von der vertraglich festgelegten Abfindung bis zu 5 % dar, die in erster Linie mit tatsächlichen Unsicherheiten bei der Anwendung der Ertragswertmethode gerechtfertigt werden.<sup>273</sup> Diese Grundsätze – die allerdings nicht für den Börsenkurs als verfassungsrechtliche Wertuntergrenze gelten<sup>274</sup> – hat der BGH inzwischen unter Hinweis auf die „Schätzungenauigkeit“ der Unternehmenswerte für eine Abweichung von 1 % ausdrücklich gebilligt.<sup>275</sup> Allerdings darf die Betonung der „Vertretbarkeit“ von Unternehmenswerten nicht dazu führen, dass das bewertungsrechtliche „Optimierungsgebot“ völlig aus dem Blick gerät (dazu *Hüttemann*, Rz. 13.19 ff.). Insbesondere entbindet das durch § 287 Abs. 1 ZPO eingeräumte Schätzungsermessen die Gerichte nicht von ihrer Aufgabe, im Dialog mit dem Sachverständigen eine Methode auszuwählen, die eine dem „wahren“ Wert möglichst nahekommende Schätzung erlaubt. Dazu ist ein ergebnisoffener Diskurs über die Vor- und Nachteile unterschiedlicher Bewertungsansätze erforderlich, um die gerichtliche Praxis von der einseitigen Orientierung am IDW-Standard<sup>276</sup> zu lösen und – im Sinne von mehr Methodenpluralität und einer stärkeren Betonung des Verkehrswertgedankens – stärker für marktanalytische Methoden zu öffnen.<sup>277</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 Bewertungsvor-

1.79

270 So *Luttermann*, NZG 2007, 611 (614).

271 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.

272 Vgl. zur „normativen Akzeptanz von Wertbandbreiten“ eingehend *Krumm*, Steuerliche Bewertung als Rechtsproblem, 2014, S. 234 ff.; abl. für die steuerrechtliche Bewertung aber BFH v. 16.11.2022 – X R 17/20, BStBl. II 2023, 484.

273 Beispielhaft OLG München v. 3.9.2019 – 31 Wx 358/16, AG 2020, 133; eingehend dazu *Fleischer/Lunemann* in FS Böcking, 2021, S. 773.

274 OLG Karlsruhe v. 12.9.2017 – 12 W 1/17, ZIP 2018, 122 (124).

275 BGH v. 21.2.2023 – II ZB 12/21, AG 2023, 443.

276 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“; krit. 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.).

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

schriften lassen sich schlagwortartig unter dem Stichwort „Internationale Unternehmensbewertung“<sup>278</sup> zusammenfassen, betreffen jedoch **unterschiedliche Bereiche**: Zum einen kann eine verstärkte Rechtsvergleichung – z.B. im Bereich der gesellschaftsrechtlichen Abfindungsansprüche<sup>279</sup> – das Problembewusstsein vertiefen und wertvolle Anregungen für die Weiterentwicklung des deutschen und europäischen Gesellschaftsrecht geben (vgl. näher *Fleischer*, Rz. 41.1 ff.). Dies gilt auch für internationale Bewertungsstandards,<sup>280</sup> die bisher in der deutschen Praxis keine Rolle spielen (dazu *Jonas*, Rz. 3.60). 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. Ferner hat die Globalisierung auch praktische Rückwirkungen auf die Bewertung „deutscher“ Unternehmen wie z.B. bei der Berücksichtigung von Wechselkursrisiken im Rahmen der Zukunftsprognose.<sup>281</sup> Im Bereich des internationalen Rechnungslegungsrechts geht es hingegen vor allem um die richtige Auslegung der einschlägigen Rechnungslegungsstandards, die über die IAS-Verordnung<sup>282</sup> auch Teil des von deutschen börsennotierten Konzernmutterunternehmen verpflichtend anzuwendenden europäischen Bilanzrechts geworden sind (dazu *Leverkus*, Rz. 29.1 ff.).

### 3. Reform der rechtlichen Bewertungsvorgaben?

- 1.80 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>283</sup> Reform der erbschaftsteuerliche Bewertungsvorschriften)<sup>284</sup>. Dagegen hat sich der Rechtszustand im Gesellschafts-, Familien- und Erbrecht, was das Bewertungsrecht angeht, abgesehen von der im Rahmen des MoPeG neu gefassten Abfindungsregelung für Personengesellschaften (§ 728 BGB, 135 HGB)<sup>285</sup> seit 1900 kaum geändert. Angesichts der gewachsenen Bedeutung der „rechtsgebundenen“ Unternehmensbewertung (für einen Überblick über Bewertungsmethoden in der Rechtsprechung *Popp/Ruthardt*, Rz. 12.1 ff.) liegt es nahe, über denkbare Ansatzpunkte für eine **Reform der rechtlichen Bewertungsvorgaben** nachzudenken.
- 1.81 Die neuen Abfindungsregelungen im Personengesellschaftsrecht (§ 728 BGB, § 135 HGB) sind allerdings kein Beispiel für eine „gelungene“ Reform, denn der Anspruch auf „angemessene Abfindung“ bei gleichzeitigem Verzicht auf eine eindeutige Bewertungsperspektive i.S.d. Liquidationshypothese (vgl. § 738 Abs. 1 Satz 2 BGB a.F.) könnte nicht zuletzt wegen der in-

278 Vgl. dazu zuerst *Großfeld*, NZG 2002, 353; *Großfeld* in Heintzen/Kruschwitz, Unternehmen bewerten, S. 101; *Großfeld* in FS Yamauchi, 2006, S. 123; *Großfeld/Egger/Tönnes*, Recht der Unternehmensbewertung, Rz. 1443 ff.

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

280 Zu den International Valuation Standards (IVS) näher *Tönnes* in FS *Großfeld*, 2019, S. 429.

281 Zuletzt OLG Düsseldorf v. 28.11.2022 – I-26 W 4/21 (AktE), AG 2023, 819; aus dem Schrifttum *Frey/Schultze* in FS *Großfeld*, 2019, S. 131; *Ihlau/Duscha/Köllen*, BB 2015, 1323.

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

283 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.

284 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.

285 Dazu *Hüttemann/Meyer*, ZIP 2022, 935.

konsistenten Ausführungen in der Gesetzesbegründung in der Praxis zu neuen Rechtsunsicherheiten führen.<sup>286</sup> Immerhin führt die Neuregelung zumindest begrifflich zu einem Gleichlauf mit § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG, was die Herausbildung gemeinsamer Prinzipien der gesellschaftsrechtlichen Abfindung (z.B. einer Bemessung nach dem quotalen Unternehmenswert) erleichtern könnte. Im Familien- und Erbrecht dürfte eine Verankerung des Verkehrswertes als allgemeiner Bewertungsmaßstab vor dem Hintergrund der Ausnahmeregelungen in § 1376 Abs. 4, § 1515 Abs. 4, §§ 2049, 2312 BGB unnötig sein (zum Verkehrswert als ungeschriebener Bewertungsvorgabe im Zugewinn siehe *Hüttemann*, Rz. 27.16 ff.). 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>287</sup> Fraglich ist allerdings, ob der Gesetzgeber für Zwecke der Unternehmensbewertung eine bestimmte Bewertungsmethode gesetzlich festschreiben sollte, um den Gerichten eine eigene Methodenwahl 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 sowie im Lichte der neueren BGH-Rechtsprechung zur Eignung des Börsenkurses als Bewertungsmethode<sup>288</sup> – den **Börsenkurs als Regelwert** der Barabfindung vorgeben könnte.<sup>289</sup> Verfassungsrechtliche Bedenken erscheinen insoweit unbegründet,<sup>290</sup> allerdings sollte der Gesetzgeber dann auch die Ausnahmefälle normieren, in denen – z.B. wegen Marktengpass oder Manipulation – der Börsenkurs ausnahmsweise nicht maßgebend sein kann.<sup>291</sup> Ob sich außerhalb dieses Bereichs eine Normierung bestimmter Bewertungsmethoden empfiehlt, erscheint eher zweifelhaft, weil man auf diese Weise die rechtsgebundene Unternehmensbewertung vom Erkenntnisfortschritt der Bewertungslehre „abkoppeln“ würde.<sup>292</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.<sup>293</sup> 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.<sup>294</sup> Der Vereinfachungseffekt dürfte bei einem freiwillig anzuwendenden Bewertungsstandard eher gering sein, weil sich jeder Beteiligte eines Rechtsstreits fragen wird, ob die Bewertung nach einer

286 Nähere Kritik bei *Hüttemann/Meyer*, ZIP 2022, 935.

287 Dafür dezidiert *Prütting* in MünchKomm. ZPO, 5. Aufl. 2016, § 287 ZPO Rz. 37.

288 Zuletzt BGH v. 21.2.2023 – II ZB 12/21, AG 2023, 443.

289 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 f.); *Decher* in FS Maier-Reimer, 2010, S. 57 (69 ff.); *Stilz* in FS Goette, 2012, S. 529 (543); *Diekmann* in FS Großfeld, 2019, S. 97 (107).

290 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.).

291 Aus der Rechtsprechung etwa OLG Düsseldorf v. 28.11.2022 – I-26 W 4/21 (AktE), AG 2023, 819.

292 Zutreffend *Fleischer*, AG 2014, 97 (110).

293 Verfehlt hingegen BT-Drucks. 19/27635, 176 zu § 728 BGB n.F., wo das „Prinzip der Methodenvielfalt“ als Rechtfertigung für eine „gewisse Reduzierung der Kontrolldichte“ (miss)verstanden wird.

294 Dazu näher *Lorenz*, Unternehmensbewertung im Erbschaftsteuerrecht, 2015, S. 183 ff.

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 Austausch mit Wissenschaft und Praxis nach sachgerechten Bewertungsvereinfachungen sucht, die – im Sinne eines „Bandbreitenansatzes“ (vgl. Rz. 1.77 f.) – den Möglichkeiten, aber auch den Grenzen richterlicher Wertschätzungen Rechnung trägt.<sup>295</sup>

---

<sup>295</sup> Für eine Analyse der neueren Rechtsprechung in Hinsicht auf Bagatellgrenzen s. *Fleischer/Lunemann* in FS Böcking, 2021, S. 773.