

Finanzwirtschaft, Unternehmensbewertung
& Revisionswesen

Manfred Jürgen Matschke · Thomas Hering

Michael Olbrich · Heinz Eckart Klingelhöfer

Gerrit Brösel *Hrsg.*

Florian Follert

Zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren aus interessentheoretischer Sicht

Der aktienrechtliche
Minderheitenausschluss im Lichte
der Neuen Politischen Ökonomie



Springer Gabler

Finanzwirtschaft, Unternehmensbewertung & Revisionswesen

Reihe herausgegeben von

Manfred Jürgen Matschke, Greifswald, Deutschland

Thomas Hering, Hagen, Deutschland

Michael Olbrich, Saarbrücken, Deutschland

Heinz Eckart Klingelhöfer, Pretoria, Südafrika

Gerrit Brösel, Hagen, Deutschland

In dieser Schriftenreihe werden betriebswirtschaftliche Forschungsergebnisse zu aktuellen Fragestellungen der betrieblichen Finanzwirtschaft und des Revisionswesens im allgemeinen sowie der Unternehmensbewertung im besonderen präsentiert. Die Reihe richtet sich an Leser in Wissenschaft und Praxis. Sie ist als Veröffentlichungsplattform für alle herausragenden Arbeiten auf den genannten Gebieten offen, unabhängig davon, wo sie entstanden sind.

Reihe herausgegeben von

Prof. Dr. Manfred Jürgen Matschke
Ernst-Moritz-Arndt-Universität
Greifswald

Prof. Dr. Michael Olbrich
Universität des Saarlandes
Saarbrücken

Prof. Dr. Gerrit Brösel
FernUniversität in Hagen

Prof. Dr. Thomas Hering
FernUniversität in Hagen

Prof. Dr. Heinz Eckart Klingelhöfer
Tshwane University of Technology
Pretoria

Weitere Bände in der Reihe <http://www.springer.com/series/12711>

Florian Follert

Zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren aus interessentheoretischer Sicht

Der aktienrechtliche
Minderheitenausschluss im Lichte
der Neuen Politischen Ökonomie

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Michael Olbrich

 Springer Gabler

Geleitwort

Die Unternehmensbewertung beinhaltet neben einer betriebswirtschaftlichen auch eine rechtliche Dimension und stellt somit eine besondere Schnittstelle zwischen der BWL und der Jura dar, welche rechtsökonomischen Forschungsbedarf eröffnet. Neben dem Steuer-, dem Familien- und dem Erbrecht findet sich insbesondere im deutschen Gesellschaftsrecht eine Fülle von Anlässen, die eine Bewertung des Unternehmens erfordern.

Ein Rechtsproblem stellt diese Bewertung in solchen Konfliktsituationen dar, in denen der Unternehmens(anteils)wert Ansprüche determiniert, über die die Streitparteien außergerichtlich keine Einigung erzielen konnten. Charakteristisch für solche Situationen ist die Dominanz der Konfliktbeziehung, durch die betriebliche Strukturierungsmaßnahmen einseitig durchgeführt werden können. Im Rahmen des aktienrechtlichen Minderheitenausschlusses erlaubt das Gesetz einem Hauptaktionär, der 95 % der Anteile einer Gesellschaft auf sich vereint, die übrigen 5 % zwangsauszuschließen. § 327a Abs. 1 AktG verlangt als Ausgleich für das Ausscheiden der Minderheitsaktionäre eine *angemessene* Barabfindung. Dieser rechtlich unbestimmte Terminus muß bewertungstheoretisch mit Leben gefüllt werden. Auch für die Unternehmensbewertung in rechtlicher Anwendung gilt daher Schmalenbachs Bonmot „Der Zweck bestimmt die Rechnung“, so daß im Spruchverfahren der Normzweck die Verfahren der Unternehmensbewertung determiniert.

Im bewertungstheoretischen Schrifttum existieren einerseits Arbeiten, welche einen Sollzustand der Unternehmensbewertung in der spruchgerichtlichen Praxis des Minderheitenausschlusses betonen, andererseits gibt es empirische Studien, welche den Istzustand der rechtlichen Unternehmensbewertung markieren. Keine Arbeit gleicht bislang jedoch den Sollzustand mit dem Istzustand ab und erklärt ein mögliches Abweichen zwischen den theoretisch wünschenswerten und den in der Rechtsprechungspraxis tatsächlich angewandten Verfahren der Unternehmensbewertung. Hieraus ergibt sich erheblicher Forschungsbedarf, den Herr Dr. Follert mit seiner Arbeit zu befriedigen sucht. Im Fokus stehen dabei vier Forschungsfragen:

1. Welche Bewertungskonzeption entspricht einer normzweckadäquaten Unternehmensbewertung? Ausgehend vom Normzweck und den verfassungsgerichtlichen Vorgaben ist zu untersuchen, welchen Anforderungen eine Unternehmensbewertung zu Zwecken der Abfindungsbemessung genügen muß. Es ist sodann herauszuarbeiten, welche Bewertungskonzeption als zweckadäquat im Hinblick auf den Normzweck angesehen und als Sollzustand der gerichtlichen Unternehmensbewertung charakterisiert werden kann.

2. Welche Bewertungskonzeptionen prägen das wissenschaftliche Schrifttum und die Rechtsprechung? Aufgrund der zahlreichen Wechselwirkungen zwischen Literatur und spruchgerichtlicher Praxis ist es unerlässlich, neben einschlägigen Gerichtsurteilen auch das relevante Schrifttum inhaltsanalytisch zu betrachten. Insbesondere hinsichtlich der Untersuchung wissenschaftlicher Publikationen mit dem Schwerpunkt der Unternehmensbewertung besteht bislang eine Forschungslücke.
3. Sind die propagierten Methoden mit dem Normzweck vereinbar? Während zahlreiche Arbeiten sich mit dem Istzustand der Unternehmensbewertung im Spruchverfahren auseinandersetzen und die relevanten Urteile hinsichtlich Bewertungsmethoden und -parametern analysieren, findet sich keine Studie, die den Soll- mit dem Istzustand abgleicht und prüft, ob die zur Anwendungen kommenden Modelle überhaupt mit dem Normzweck kompatibel sind.
4. Welche Erklärungsansätze können für die rechtliche Anwendung bestimmter Modelle identifiziert werden? Die weite Verbreitung finanzierungstheoretischer Unternehmensbewertung im wissenschaftlichen Schrifttum und in der Bewertungspraxis wurde von QUILL (2016) anhand der Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung erklärt. In der Literatur findet sich jedoch keine Arbeit, welche eine ähnliche Modellierung auf die Verbreitung der angelsächsischen Wertlehre in der spruchgerichtlichen Praxis anwendet.

Vor dem Hintergrund dieser Forschungsfragen gewinnt Herr Dr. Follert im Rahmen seiner Arbeit eine Vielzahl neuer Erkenntnisse. Dies gilt sowohl für die empirische Analyse des Istzustandes der Rechtsprechungspraxis zur gesellschaftsrechtlichen Unternehmensbewertung als auch für die theoretische Erklärung der gravierenden Abweichung zwischen diesem Istzustand und der normzweckgerechten Unternehmensbewertung als Sollzustand. Die theoretische Erklärung vollzieht der Autor dabei ebenso wie QUILL (2016) auf Basis der Politischen Ökonomie der Unternehmensbewertung, einer noch jungen, aber äußerst vielversprechenden theoretischen Strömung innerhalb der Wirtschaftswissenschaften. Die Arbeit Herrn Dr. Follerts stellt eine weitere, zentrale Schrift dieser Forschungsrichtung dar. Ihr gelingt eine stringente Modellierung der Akteure, ihrer Interessen und der damit verbundenen Folgen für die Unternehmensbewertung in der gesellschaftsrechtlichen Rechtsprechungspraxis, die vollumfänglich überzeugt. Ich wünsche der Schrift daher eine weite Verbreitung sowohl in der ökonomischen und juristischen Forschung als auch der Rechtsprechungspraxis.

PROF. DR. MICHAEL OLBRICH

Vorwort

Die Unternehmensbewertung wird im Schrifttum oftmals als die „Königsdisziplin“ der Betriebswirtschaftslehre bezeichnet, weil sie verschiedene ökonomische Teildisziplinen in sich vereint. Neben dieser betriebswirtschaftlichen Seite beinhaltet die Bewertung ganzer Unternehmen und von Unternehmensanteilen jedoch auch eine juristische Dimension, welche sich insbesondere in Abfindungsfragen des deutschen Gesellschaftsrechts niederschlägt. Im Rahmen der Unternehmensbewertung findet das auf EUGEN SCHMALENBACH zurückgehende Bonmot „Der Zweck bestimmt die Rechnung!“ uneingeschränkt Anwendung. Für die Unternehmensbewertung zu Zwecken der Abfindungsbemessung gilt analog, dass der Normzweck die Rechnung bestimmt. Die vorliegende Schrift arbeitet heraus, welche Bewertungskonzeption den rechtlichen Vorgaben an eine Wertermittlung entspricht. Diesem Soll-Zustand wird anhand einer empirischen Studie ein Ist-Zustand der Unternehmensbewertung in rechtlicher Anwendung gegenübergestellt. Da die in praxi verwendeten Bewertungsmodelle nicht dem Soll-Zustand entsprechen, wird auf Basis der Neuen Politischen Ökonomie ein Erklärungsmodell für diesen Befund entworfen. Die vorliegende Schrift ist insofern interdisziplinär angelegt, als sie die Betriebswirtschaftslehre und die Nationalökonomie mit der Rechtswissenschaft verbindet.

Die Monographie „Zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren aus interessen-theoretischer Sicht“ entstand während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Wirtschaftsprüfung an der Universität des Saarlandes in Saarbrücken. Die Fakultät für Empirische Humanwissenschaften und Wirtschaftswissenschaft der Universität des Saarlandes hat sie 2019 als Dissertation angenommen.

Danken möchte ich an erster Stelle meinem verehrten akademischen Lehrer und Doktorvater, Herrn PROF. DR. MICHAEL OLBRICH, der mein Promotionsprojekt sehr gefördert, wertvolle Anregungen gegeben und mir große inhaltliche Freiräume für eigenständige wissenschaftliche Projekte gewährt hat. Auch Herrn PROF. DR. HABIL. EIKE EMRICH gilt mein aufrichtiger Dank für die Übernahme und ausgesprochen rasche Erstellung des Zweitgutachtens. Sehr herzlich möchte ich zudem Herrn PROF. DR. HEINZ KUBMAUL für die Übernahme des Vorsitzes und Herrn DR. ROBIN BLAB für die Übernahme des Beisitzes im Rahmen des Disputationsausschusses danken. Ebenfalls bedanken möchte ich mich bei den Herausgebern für die Aufnahme der Dissertationsschrift in ihre Reihe „Finanzwirtschaft, Unternehmensbewertung & Revisionswesen“. Dank gebührt des Weiteren meinen Kollegen am Institut für Wirtschaftsprüfung für die fruchtbare und angenehme Arbeitsatmosphäre sowie ihre Unterstützung.

Zu Dank verpflichtet bin ich meinen engsten Freunden JOHANNES BIEWER, DR. MARC SCHILD, CHRISTOPH EMMERT, NICO RISCHMANN, CHRISTIAN SCHMIDT

und TOBIAS KLINGEL. Mit ihnen hatte ich insbesondere während der letzten Jahre überaus kompetente Ansprechpartner sowohl für fachliche als auch private Belange. Zusammen haben wir einige wissenschaftliche, berufliche sowie sportliche Schlachten geschlagen und Hürden gemeistert, wofür ich ihnen von Herzen danken möchte. Über weite Teile meines Studiums und meines Promotionsprojekts hat mich zudem LAURA MATHIS begleitet, weshalb ich ihr Dank schulde.

Ein besonderer Dank gilt meiner Familie. Meiner lieben Schwester, KERSTIN STEFFENS, und ihrem Mann, THOMAS STEFFENS, danke ich für ihre wohlwollende Begleitung meines bisherigen Wegs. Ihre Kinder, MIKA und MATTI, sind eine echte Bereicherung und aus meinem Leben nicht mehr wegzudenken.

Nicht zuletzt danke ich meinen lieben Eltern, WOLFGANG FOLLERT und IRMGARD FOLLERT, für ihre bedingungslose Unterstützung nicht nur während meines Promotionsprojekts. Sie haben jederzeit und ohne zu zögern eigene Bedürfnisse zum Wohle ihrer Kinder zurückgestellt. Mein Dank für diesen Rückhalt lässt sich nicht in Worte fassen.

DR. FLORIAN FOLLERT

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	V
Vorwort	VII
Abkürzungsverzeichnis	XV
Symbolverzeichnis	XVII
Abbildungsverzeichnis	XIX
Tabellenverzeichnis	XXI

I. Die Königsdisziplin im Einflussbereich der Jurisprudenz	1
---	----------

II. Die Unternehmensbewertung als Gegenstand des Gesellschaftsrechts	11
---	-----------

1. Die bewertungstheoretischen Grundlagen	11
1.1 Die Konzeptionen der Unternehmensbewertung	11
1.1.1 Die investitionstheoretische Unternehmensbewertung	11
1.1.2 Die finanzierungstheoretische Unternehmensbewertung	16
1.2 Die Funktionen der Unternehmensbewertung	20
1.3 Die Berücksichtigung der Unsicherheit	27
1.4 Die Methoden der Unternehmensbewertung	36
1.4.1 Die Ermittlung von Entscheidungswerten	36
1.4.1.1 Die Wertermittlung im Totalmodell	36
1.4.1.2 Die Wertermittlung im Partialmodell	40
1.4.2 Die Ermittlung von Argumentationswerten	44
1.4.2.1 Die „discounted cash flow“-Verfahren	44
1.4.2.2 Das objektivierte Ertragswertverfahren nach IDW S1	49
1.4.2.3 Die Multiplikatorverfahren	53
1.4.2.4 Das Sachoptionsverfahren	56
2. Die Unternehmensbewertung als Rechtsproblem	59
2.1 Das gesellschaftsrechtliche Abfindungsrecht als Anlass der Unternehmensbewertung	59

2.2 Die Abfindungsbemessung am Beispiel des aktienrechtlichen Minderheitenausschlusses	62
2.2.1 Der ökonomische Hintergrund des aktienrechtlichen Minderheitenausschlusses nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG	62
2.2.2 Die Festsetzung der Abfindung durch den Hauptaktionär nach § 327b Abs. 1 AktG	64
2.2.3 Die Angemessenheitsprüfung nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG	68
2.3 Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung	71
2.3.1 Die Grundlagen des Spruchverfahrens	71
2.3.2 Der (Norm-)Zweck bestimmt die Rechnung – Unternehmensbewertung durch den Richter	75
2.3.2.1 Die Rollenverteilung im Prozess – Abgrenzung zwischen Rechts- und Tatsachenfrage	75
2.3.2.2 Die rechtlichen Vorgaben der Wertermittlung	78
2.3.2.2.1 Der Grundsatz der „vollen“ Entschädigung	78
2.3.2.2.2 Der Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre	81
2.3.2.2.3 Die Bedeutung des Börsenkurses	83
2.3.2.3 Der Soll-Zustand: Die funktionale Unternehmensbewertung als (norm-)zweckadäquate Bewertungskonzeption	88

III. Die Unternehmensbewertung in Wissenschaft und rechtlicher Anwendung

1. Das Bewertungsverständnis im wissenschaftlichen Schrifttum	97
1.1 Das Untersuchungsziel und die Forschungsmethodik	97
1.2 Die Analyse wissenschaftlicher Zeitschriftenpublikationen	100
1.2.1 Die Auswahl der Analyseobjekte und der Gang der Untersuchung	100
1.2.2 Die Ergebnisse der Analyse	105
1.3 Die Analyse der Kommentarliteratur	116
1.3.1 Die Bedeutung von Kommentaren in der Rechtswissenschaft und die Auswahl der Analyseobjekte	116
1.3.2 Die Ergebnisse der Analyse	119

2. Das Bewertungsverständnis in der Rechtsprechung	127
2.1 Die Auswahl der Analyseobjekte und der Gang der Untersuchung	127
2.2 Die Ergebnisse der Analyse	132
2.2.1 Die verwendeten Methoden	132
2.2.2 Die Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes	138
3. Die Beurteilung der Normzweckkonformität der gerichtlichen Vorgehensweise	144
3.1 Die bewertungstheoretische Einordnung der Ergebnisse	144
3.2 Der Ist-Zustand: Die kritische Würdigung der Ergebnisse hinsichtlich ihrer Konformität mit dem Normzweck	145
IV. Die interessengeleitete Rechtsprechung	157
1. Das Aufkommen finanzierungstheoretischer Unternehmensbewertung in rechtlicher Anwendung – Erklärungsansätze	157
1.1 Die materielle Perspektive: Fehlendes Erklärungspotential	157
1.2 Die prozessuale Perspektive: Erklärungsansatz in der Neuen Politischen Ökonomie	158
2. Die Akteure der gerichtlichen Unternehmensbewertung und ihre Interessen	162
2.1 Die Grundlagen der Interessentheorie	162
2.2 Die stereotypen Akteure der Unternehmensbewertung	166
2.3 Die stereotypen Akteursinteressen	172
2.4 Die Akteure der gerichtlichen Unternehmensbewertung und ihre Interessen	174
2.4.1 Der Sachverständige als Anbieter der Unternehmensbewertung	174
2.4.1.1 Das stereotype Bild des Sachverständigen	174
2.4.1.2 Die stereotypen Interessen des Sachverständigen	177
2.4.2 Der Richter als Nachfrager der Unternehmensbewertung	179
2.4.2.1 Das stereotype Bild des Richters	179
2.4.2.2 Die stereotypen Interessen des Richters	181

2.4.3 Die Konfliktparteien als Betroffene der Unternehmensbewertung	184
2.4.3.1 Das stereotype Bild der Konfliktparteien	184
2.4.3.1.1 Der Hauptaktionär	184
2.4.3.1.2 Der Minderheitsaktionär	186
2.4.3.2 Die stereotypen Interessen der Konfliktparteien	187
2.4.3.2.1 Die stereotypen Interessen des Hauptaktionärs	187
2.4.3.2.2 Die stereotypen Interessen des Minderheitsaktionärs	188
3. Die Interessenvertretung: Mittel der Interessendurchsetzung	191
3.1 Die Interessenarbeit im Umfeld der gerichtlichen Unternehmensbewertung	191
3.1.1 Die Gestaltungsmöglichkeiten der Interessenvertretung	191
3.1.2 Die Interessenvertretung der Akteure	198
3.1.2.1 Die Interessenvertretung des Sachverständigen	198
3.1.2.2 Die Interessenvertretung des Hauptaktionärs	202
3.1.2.3 Die Interessenvertretung des Minderheitsaktionärs	209
3.2 Die Einflussnahme auf die gerichtliche Unternehmensbewertung	212
4. Die Konsequenzen der Interessendurchsetzung	220
4.1 Die Profiteure der Anwendung finanzierungstheoretischer Modelle	220
4.1.1 Der Nutzenzuwachs des Sachverständigen	220
4.1.2 Der Nutzenzuwachs des Richters	221
4.1.3 Der Nutzenzuwachs des Hauptaktionärs	222
4.2 Der Leidtragende der Anwendung finanzierungstheoretischer Modelle	223
V. Die Zusammenfassung der Ergebnisse und ein Ausblick	225

Literaturverzeichnis	235
Rechtsprechungsverzeichnis	285
Gesetzes- und Richtlinienverzeichnis	287
Parlamentariaverzeichnis	289
Anlage 1: Ausgewertete Zeitschriftenbeiträge zur Unternehmensbewertung	291
Anlage 2: Stichprobe der Rechtsprechungsanalyse	353

Abkürzungsverzeichnis

A.	Auflage
Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
AG	Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
a.F.	alte Fassung
AktG	Aktiengesetz
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (Zeitschrift)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BuR	Business Research (Zeitschrift)
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
EBS	European Business School
EGAktG	Einführungsgesetz zum Aktiengesetz
CAPM	„capital asset pricing model“
c.p.	ceteris paribus
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DBW	Die Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
DSW	Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V.
d.V.	den Verfasser
DFVA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
et al.	et alii
e.V.	eingetragener Verein
f.	folgende
ff.	fortfolgende
Fn.	Fußnote
GE	Geldeinheiten
GG	Grundgesetz
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
i.d.F.	in der Fassung
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
i.V.m.	In Verbindung mit
IFRS	„international financial reporting standard(s)“

JBE	Journal of Business Economics (Zeitschrift)
JfB	Journal für Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
k.A.	keine Angabe
lat.	Lateinisch
LG	Landgericht
MDAX	„midcap“ DAX
NAV	„net asset value“
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift Rechtsprechungs-Report
Nr.	Nummer
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OHG	Offene Handelsgesellschaft
OLG	Oberlandesgericht
Rdn.	Randnummer
S.	Seite
S 1	Standard 1
SBR	Schmalenbach Business Review (Zeitschrift)
SE	Societas Europaea
Sp.	Spalte
SpruchG	Spruchverfahrensgesetz
Tab.	Tabelle
UmwG	Umwandlungsgesetz
vgl.	vergleiche
VHB	Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft e.V.
WHU	Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung
WM	Wertpapiermitteilungen (Zeitschrift)
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WPO	Wirtschaftsprüferordnung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (Zeitschrift)
ZPO	Zivilprozessordnung

Symbolverzeichnis

a_j	Handlungsmöglichkeit j bei Nichteinigung auf eine Konfliktlösung
a_{optimal}	optimale Handlungsmöglichkeit bei Nichteinigung auf eine Konfliktlösung
A	Menge der Handlungsmöglichkeiten bei Nichteinigung auf eine Konfliktlösung
b_j	Handlungsmöglichkeit j bei Einigung auf eine Konfliktlösung
b_{optimal}	optimale Handlungsmöglichkeit bei Einigung auf eine Konfliktlösung
B	Menge der Handlungsmöglichkeiten bei Einigung auf eine Konfliktlösung
B^*	Bewertungsprogramm
β_j	Betafaktor des Wertpapiers j
c_t	fester Zahlungssaldo im Zustand t
$E(a_j)$	Erfolg der Handlungsmöglichkeit j bei Nichteinigung auf eine Konfliktlösung
$E(a_{\text{optimal}})$	Erfolg der optimalen Handlungsmöglichkeit bei Nichteinigung auf eine Konfliktlösung
$E(b_j)$	Erfolg der Handlungsmöglichkeit j bei Einigung auf eine Konfliktlösung
E_K	Entscheidungswert des Käufers
E_V	Entscheidungswert des Verkäufers
f	Funktion
g	Glaubwürdigkeit
g	steuerkorrigierte gleichbleibende Zahlungsüberschüsse
g_j	zustandsabhängige Zahlungsreihe des Objekts j
g_{jt}	Zahlungsüberschuss des Objekts j im Zustand t
g_t	steuerkorrigierte Zahlungsüberschüsse in Periode t
G_t	Entnahme im Zustand t
GW	Summe gewichteter Konsumentnahmen
i	steuerkorrigierter Kalkulationszinssatz
i_r	sogenannter „risikoloser“ Zinssatz
j	Objekt
μ	Erwartungswert
M	Marktportefeuille
N	Nutzen
n	Anzahl der Zustände
p	Praktikabilität
p	Preis des Bewertungsobjekts
σ	Standardabweichung

S	Menge aller potentiellen Einigungslösungen
$(s_1, \dots, s_j, \dots, s_m)$	Kombination der Extensionen der konfliktlösungsrelevanten Sachverhalte, bei der der Erfolg des Bewertungsprogramms dem Erfolg des Basisprogramms entspricht oder ihn minimal übersteigt
S_j	konfliktlösungsrelevanter Sachverhalt j
s_j	Extension des konfliktlösungsrelevanten Sachverhalts j
\sum	Summe
t	Periode, Zustand
u	Anzahl der Investitions- und Finanzierungsobjekte
w_t	Gewicht der Entnahme G_t in der Zielfunktion
W	Entscheidungswert
x_j	Häufigkeit, mit der Objekt j verwirklicht wird
x_j^{\max}	maximale Häufigkeit, mit der Objekt j verwirklicht werden kann
ZEW	Zukunftserfolgswert
z	Zweckadäquanz

Abbildungsverzeichnis

Abb.	Seite
1 Die Konfliktsituation mit Arbitriumbereich	24
2 Die dominierte Konfliktsituation ohne Arbitriumbereich	26
3 Die Grenzpreisermittlung mittels Sensitivitätsanalyse (graphisch)	43
4 Die „discounted cash flow“-Varianten	48
5 Der Ablauf des Ausschlussverfahrens und die Rolle der Unternehmensbewertung	74
6 Die Häufigkeitsfunktion des Entscheidungswerts des Minderheitsaktionärs	94
7 Das Risikoprofil des Entscheidungswerts des Minderheitsaktionärs	95
8 Die Entwicklung der Beiträge zur Unternehmensbewertung	106
9 Die finanzierungstheoretischen versus die investitionstheoretischen Beiträge (absolut)	110
10 Die finanzierungstheoretischen versus die investitionstheoretischen Beiträge (relativ)	110
11 Die Gesamtverteilung der Konzeptionen	111
12 Die Gesamtverteilung der Themen	113
13 Die Themen im Zeitablauf	115
14 Die Städte mit den meisten Entscheidungen innerhalb der Stichprobe	129
15 Die Entwicklung der Urteile innerhalb der Stichprobe im Zeitablauf	129
16 Die Risikozuschlagsmethoden im Zeitablauf	143
17 Der Kommunikationsprozess zwischen Experte und Laie	168
18 Die Akteure der Unternehmensbewertung	170
19 Die Interessenschnittmengen und -konflikte zwischen den Akteuren	190

Tabellenverzeichnis

Tab.		Seite
1	Die Gegenüberstellung von investitionstheoretischer und finanzierungstheoretischer Unternehmensbewertung	20
2	Die Grenzpreisermittlung mittels Sensitivitätsanalyse	43
3	Die ausgewählten wissenschaftlichen Zeitschriften aus dem deutschen Sprachraum	102
4	Die Beitragsverteilung je Zeitschrift	103
5	Die Inhaltskategorien	104
6	Die Ergebnisse der logistischen Regression (gesamt)	108
7	Die Ergebnisse der logistischen Regression (BFuP)	108
8	Die Ergebnisse der logistischen Regression (Die Unternehmung)	108
9	Die Ergebnisse der logistischen Regression (WPg)	109
10	Die Konzeptionen je Zeitschrift	111
11	Die Unternehmensbewertung in rechtlicher Anwendung	114
12	Die ausgewählten Kommentare zum Aktiengesetz	118
13	Die Ergebnisse der Inhaltsanalyse ausgewählter Kommentare	123



I. Die Königsdisziplin im Einflussbereich der Jurisprudenz

Die Unternehmensbewertung kann mit Fug und Recht als „Königsdisziplin“¹ der Betriebswirtschaftslehre bezeichnet werden, da sie verschiedenste wirtschaftswissenschaftliche Teildisziplinen miteinander verbindet und so besonders komplexe Fragestellungen aufwirft.² Dabei wird kaum ein zweites betriebswirtschaftliches Fachgebiet im Schrifttum derart kontrovers diskutiert wie die Unternehmensbewertung.³ Die

- 1 Ähnlich auch BALLWIESER, IDW S 1 (2008), S. I, BALLWIESER, Spannungsfeld (2009), S. 21, BRÖSEL/TOLL, Finanzmarktkrise (2011), S. 257, HERING/SCHNEIDER/TOLL, Unternehmensbewertung (2013), S. 257, HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 4, CREUTZMANN/KNIEST, Unternehmensbewertung (2018), S. 1.
- 2 So ergeben sich beispielsweise Schnittstellen zum externen Rechnungswesen (vgl. etwa OLBRICH, Immobilien (2003), BALLWIESER, Unternehmensbewertung (2006), OLBRICH/BRÖSEL, Inkonsistenzen (2007), SCHILDBACH, Fair-Value-Bilanzierung (2009), HARES, Rechnungslegung und Bewertungstheorie (2011), KÜTING/CASSEL, IFRS-Abschluss (2014)), zu strategischen und personalwirtschaftlichen Fragestellungen (vgl. etwa OLBRICH, Unternehmungskultur (1999), HERING, Grenzpreisermittlung für angebotene Arbeitskraft (2005), ACKERMANN/FOLLERT, Bewertungstheoretische Anmerkungen (2018)), zur Unternehmensführung (vgl. etwa RAPPAPORT, Creating Shareholder Value (1986), BÜHNER, Shareholder Value (1993)), zum Controlling (vgl. etwa HERING/VINCENTI, Grundlagen (2004), OLBRICH, Wertorientiertes Controlling (2006), OLBRICH, IAS 36 (2006), KLINGELHÖFER, Kapitalmarktorientierte Bewertungsansätze (2010), FOLLERT, Wertorientiertes Controlling (2018)), zur Unternehmensverfassung (vgl. etwa OLBRICH/RAPP, Sorgfaltspflicht (2013), RAPP, Transferentscheidungen (2014), RAPP, Unternehmenstransaktion (2014)), zur Absatzwirtschaft (vgl. etwa KLINGELHÖFER, Bewertung der Erschließung neuer Marktsegmente (2017)), zur Forstwirtschaftslehre (vgl. etwa ABEL/MOOG/VAN RIESEN, Ideengeschichte (2015), MATSCHKE, Forstwirtschaften (2015)), zur Umweltökonomie (vgl. etwa KLINGELHÖFER, Finanzwirtschaftliche Bewertung (2006), KLINGELHÖFER, Investments in EOP technologies (2009)) oder zur Österreichischen Ökonomie (vgl. etwa OLBRICH/QUILL/RAPP, Austrian School (2015), HERBENER/RAPP, Austrian Value Theory (2016), OLBRICH/RAPP/VENITZ, Austrian Economics (2016), RAPP/OLBRICH/VENITZ, Austrian Economics (2017), FOLLERT/HERBENER/OLBRICH/RAPP, Negotiations (2018)). Zudem erfordert die Prognose der bewertungsrelevanten Zahlungsüberschüsse ein breit gefächertes Wissen über die verschiedenen betriebswirtschaftlichen Disziplinen, vgl. HERING/SCHNEIDER/TOLL, Unternehmensbewertung (2013), S. 257.
- 3 Vgl. exemplarisch die Auseinandersetzungen zwischen SCHILDBACH, DCF-Verfahren (2000), SCHILDBACH, Stellungnahme (2001) und DRUKARCZYK/SCHÜLER, Finanzierungsstrategie (2001), HUSMANN/KRUSCHWITZ/LÖFFLER, Probleme (2001), WALLMEIER, DCF-Verfahren (2001), SCHWETZLER, Sicherheitsäquivalent (2000), SCHWETZLER, Ertragswertverfahren (2002) und KÜRSTEN, Theoriedefizit (2002), HOMBURG/STEPHAN/WEIB, Insolvenzrisiko (2004), HOMBURG/STEPHAN/WEIB, DCF-Bewertungen (2005) und HERING, Betriebswirtschaftliche Anmerkungen (2005), OLBRICH, Unternehmensbewertung (2005), OLBRICH, Investitionstheoretische Anmerkungen (2007) und LEHMANN, Zur Ermittlung des Zugewinns (2007), OLBRICH/RAPP, Abfindungspraxis (2012) und SCHWETZLER/ADERS/ADOLFF, Empfehlungen (2012), KRUSCHWITZ/LÖFFLER, Total Beta (2014), KRUSCHWITZ/LÖFFLER, Arbitragefreiheit (2015) und GLEIBNER, Bewertung (2015), BEHLING, Realitätsnähe (2016) und KRUSCHWITZ/LÖFFLER, Realitätsnähe (2016), SCHWETZLER, Basel III (2015), SCHWETZLER, Idealisierte Annahmen (2016) und BIEWER/FOLLERT, Modell und Wirklichkeit (2016), ENGELHARDT/BÖNNER, Aktienbewertung (2017) und FOLLERT/SCHILD, Aktienbewertung (2018).

Anlässe der Unternehmensbewertung sind ebenso mannigfaltig wie die vertretenen Meinungen und erfordern stets aufs Neue eine Ausrichtung am jeweils mit der Bewertung verfolgten Zweck. Mögliche Anlässe können zunächst betriebswirtschaftlicher – etwa ein Unternehmenskauf respektive -verkauf, eine Verschmelzung oder Spaltung – oder persönlicher Natur – beispielsweise die Unternehmensnachfolge – sein.⁴

Überdies spielen juristische Bewertungsanlässe eine bedeutende Rolle sowohl im Schrifttum als auch in der Bewertungspraxis.⁵ Die Notwendigkeit einer (Unternehmens-)Bewertung kann beispielsweise im Gesellschaftsrecht⁶, im Familienrecht⁷, im Kapitalmarktrecht⁸, im Recht der Arbeitnehmererfindung⁹ oder im Steuerrecht¹⁰ begründet sein.¹¹ Im Hinblick auf die Rechtswissenschaft offenbart die Unternehmensbewertung somit eine besondere Interdisziplinarität.¹² Galt die Unternehmensbewertung über lange Zeit als den Juristen nur schwer zugängliches Gebiet, das vornehmlich der Betriebswirtschaftslehre überlassen wurde, führt die wachsende Zahl dieser Materie betreffender Gerichtsurteile zu einer Renaissance der Unternehmensbewertung innerhalb der Rechtswissenschaft.¹³ Die Beachtung der Unternehmensbewertung im gerichtlichen Kontext wird somit durch die hohe Zahl an Anwendungsfällen deutlich, die eine Auseinandersetzung deutscher Gerichte mit praktischen wie bewer-

-
- 4 Vgl. HERING, Unternehmensbewertung (2014), S. 16.
 - 5 Vgl. exemplarisch MEINERT, Unternehmensbewertung (2011), RAPP, Abfindung von Minderheitsgesellschaftern (2012), TOLL/BENDA, Abfindungsbemessung (2014).
 - 6 Vgl. etwa BRÖSEL/KARAMI, Minderheitenschutz (2011), OLBRICH/RAPP, Abfindungsbemessung (2011), BURGER, Börsenkurse (2012).
 - 7 Vgl. beispielsweise PILTZ/WISSMANN, Zugewinnausgleich (1985), OLBRICH, Unternehmensbewertung (2005), OLBRICH, Investitionstheoretische Anmerkungen (2007), OLBRICH/OLBRICH, Zugewinnausgleich (2008).
 - 8 Vgl. etwa FOLLERT, Anmerkungen (2017).
 - 9 Vgl. beispielsweise FOLLERT, Sicht der Bewertungstheorie (2017), FOLLERT, Vergütung von Arbeitnehmererfindungen (2018).
 - 10 Vgl. beispielsweise KUBMAUL/PFIRMANN/HELL/MEYERING, Unternehmensbewertung (2008), OLBRICH/HARES/PAULY, Erbschaftsteuerreform (2010).
 - 11 Vgl. HÜTTEMANN, Rechtsproblem (2001), S. 564, HÜTTEMANN, Bewertungskonzept (2007), S. 812, BODE, Nationale Rechtsprechung (2017), S. 489 f. Im Kontext der vorliegenden Arbeit soll das Hauptinteresse indes jenen Bewertungsanlässen gelten, welche im Gesellschaftsrecht verortet sind. Das Gesellschaftsrecht kann verstanden werden als „das Recht der privatrechtlichen Zweckverbände und der kooperativen Vertragsverhältnisse“, SCHMIDT, Gesellschaftsrecht (2002), S. 4. Einen Überblick zu rechtlichen Bewertungsanlässen bietet HANNES, Rechtsprechung (2015), S. 1385-1388.
 - 12 Vgl. HÜTTEMANN, Bewertungskonzept (2007), S. 822, HACHMEISTER/RUTHARDT/LAMPENIUS, Rechtsprechung (2011), S. 519, GROßFELD/EGGER/TÖNNES, Unternehmensbewertung (2016), Rdn. 7, HÜTTEMANN, Unternehmensbewertung im Gesellschaftsrecht (2016), S. 468.
 - 13 Vgl. EBKE, Aktiengesellschaften (2009), S. 289.

tungstheoretischen Problemstellungen erfordern.¹⁴ Der Ausspruch „*iudex non calculat*“¹⁵ bringt dabei zum Ausdruck, dass sich die Unternehmensbewertung, die als betriebswirtschaftliche Rechnung zu verstehen ist, und die Rechtsanwendung in einem gewissen Spannungsverhältnis gegenüberstehen. Allerdings erfordert die Lösung von Bewertungsfragen, die sich auf gesetzliche Anlässe gründen, ein zweckadäquates Zusammenwirken von Unternehmensbewertung und Rechtswissenschaft, sodass ebenfalls eine juristische Dimension der Unternehmensbewertung identifiziert werden kann.¹⁶

Ein Rechtsproblem stellt die Unternehmensbewertung in Konfliktsituationen dar, in denen der Wert eines Unternehmens respektive eines Unternehmensanteils die Höhe etwaiger vermögensrechtlicher Ansprüche determiniert, und die Parteien außergerichtlich keine Einigung über diesen finden.¹⁷ Insbesondere das deutsche Gesellschaftsrecht beinhaltet zahlreiche Normen, die einen Anlass für eine Unternehmensbewertung darstellen, weshalb der Fokus der vorliegenden Arbeit auf dieses Rechtsgebiet gelegt wird. Freilich kämen auch andere Teilgebiete der Jurisprudenz – beispielsweise das Erbrecht – als Analysegegenstand in Betracht, allerdings ergibt sich hierbei die Problematik, dass als Bewertungsobjekte auch andere Vermögenspositionen – etwa Immobilien oder Kunstwerke – im Mittelpunkt stehen, während sich das Gesellschaftsrecht auf die Bewertung von Unternehmen respektive Unternehmensanteilen konzentriert.

Im gesellschaftsrechtlichen Kontext legitimiert das Gesetz beispielsweise Strukturmaßnahmen, die auch gegen den erklärten Willen bestimmter Gesellschafter durchgeführt werden können.¹⁸ Diesen Gruppen steht regelmäßig eine angemessene Abfindung zu, die eine Unternehmens- respektive Unternehmensanteilsbewertung voraussetzt. Die Möglichkeit zur gerichtlichen Überprüfung der Angemessenheit bietet sich im sogenannten Spruchverfahren. In einer solchen Konstellation fungiert der Richter als vermittelnder Dritter, der einen am Normzweck orientierten Unternehmenswert zu ermitteln hat.¹⁹ Die Komplexität juristisch motivierter Bewertungsanlässe erfordert einerseits die Berücksichtigung der rechtlichen Rahmenbedingungen und andererseits eine bewertungstheoretische Fundierung.²⁰ Somit wird eine Arbeitsteilung zwischen

14 Vgl. dazu etwa die Aufstellung bei KARAMI, Spruchverfahren (2014), S. 6.

15 Lat. „Der Richter rechnet nicht“.

16 Vgl. HÜTTEMANN, Bewertungskonzept (2007), S. 812, GROBFELD/EGGER/TÖNNES, Unternehmensbewertung (2016), Rdn. 5.

17 Vgl. HÜTTEMANN, Bewertungskonzept (2007), S. 812, KARAMI, Spruchverfahren (2014), S. 1, HANNES, Rechtsprechung (2015), S. 1385, HÜTTEMANN, Unternehmensbewertung im Gesellschaftsrecht (2016), S. 467.

18 Vgl., auch im Folgenden, HANNES, Rechtsprechung (2015), S. 1386.

19 Vgl. HÜTTEMANN, Bewertungskonzept (2007), S. 812.

20 Vgl. KARAMI, Spruchverfahren (2014), S. 1.

den Beteiligten der juristischen wie der betriebswirtschaftlichen Zunft verlangt.²¹ Die Frage nach der zweckmäßigen prozessualen Rollenverteilung zwischen juristischer und betriebswirtschaftlicher Expertise ist in erster Linie eine Unterscheidung zwischen den Aufgaben des Richters und des betriebswirtschaftlichen Sachverständigen, die sich an die Differenzierung zwischen Rechts- und Tatsachenfrage anlehnt.²² Im Rahmen der Ermittlung des Unternehmenswerts wird in aller Regel ein über ausreichende betriebswirtschaftliche Kompetenz verfügender Sachverständiger beauftragt, der den Richter im Rahmen der Tatsachenfeststellung unterstützt.²³ Der Richter leitet den Zweck der Bewertung anhand der vom Gesetzgeber intendierten Ziele aus der Norm ab. Es ist dann die Aufgabe des Sachverständigen, ein Bewertungsverfahren zu verwenden, welches diesen Zweck erfüllt.²⁴ Der Richter darf die Methode nicht ungeprüft übernehmen und muss sich ein eigenes Bild der angewandten Verfahren machen.²⁵ Somit macht der BGH in seinem Beschluss vom 29.09.2015 deutlich, dass die Rechtsordnung verbindliche Vorgaben zur Unternehmensbewertung beinhaltet,²⁶ an denen sich ein Gericht bei der Auslegung zu orientieren hat und die für einen Sachverständigen betriebswirtschaftlicher Provenienz Schranken definieren.²⁷ Demgemäß kann eine Bewertung als Gegenstand der Rechtsanwendung als normgeprägte Unternehmensbewertung bezeichnet werden, in deren Zentrum der gesetzliche Bewertungszweck steht.²⁸ Die zu Rate gezogene Methode der Unternehmensbewertung muss sich stets an diesem Normzweck messen lassen, sodass der bloße Verweis auf einen vermeintlichen Stand der betriebswirtschaftlichen Kunst ein Gericht kaum entschuldigen kann, sofern die Vorgehensweise dem gesetzlichen Bewertungsziel zuwiderläuft; mithin ist diejenige Methode zu wählen, welche sich als dem Normzweck

21 Vgl. ADOLFF, Unternehmensbewertung (2007), S. 4, GROßFELD/EGGER/TÖNNES, Unternehmensbewertung (2016), Rdn. 5.

22 Vgl. MEILICKE, Barabfindung (1975), S. 27-37, MERTENS, Zusammenführung von Unternehmen (1992), S. 322, HÜTTEMANN, Bewertungskonzept (2007), S. 812 f.

23 Vgl. HÜTTEMANN, Bewertungskonzept (2007), S. 817.

24 Vgl. BGH vom 29.09.2015, DB 2016, S. 161, BGH vom 12.01.2016, AG 2016, S. 360 sowie im Schrifttum HÜTTEMANN, Bewertungskonzept (2007), S. 813, KUHNER, Tatsachenfrage oder Rechtsfrage (2007), S. 826, MEINERT, Unternehmensbewertung (2011), S. 2398, HÜTTEMANN, Unternehmensbewertung im Gesellschaftsrecht (2016), S. 470, KRENEK, Spruchverfahren (2016), S. 462 f., KUHNER/MALTRY, Unternehmensbewertung (2017), S. 61.

25 Vgl. HÜTTEMANN, Bewertungskonzept (2007), S. 817 und 822, GROßFELD/EGGER/TÖNNES, Unternehmensbewertung (2016), Rdn. 6.

26 Vgl. BGH vom 29.09.2015, DB 2016, S. 161.

27 Vgl. HÜTTEMANN, Richterliche Unternehmensbewertung (2015), S. 322, FLEISCHER, Unternehmensbewertung (2016), S. 189.

28 Vgl. hierzu FLEISCHER, Barabfindung (1997), S. 375, ADOLFF, Unternehmensbewertung (2007), S. 4, RUTHARDT, Abfindungsbemessung (2014), S. 29, FLEISCHER, Unternehmensbewertung (2016), S. 189 f., HÜTTEMANN, Unternehmensbewertung im Gesellschaftsrecht (2016), S. 468.

am dienlichsten erweist.²⁹ Stehen mehrere normzweckadäquate Methoden zur Verfügung, obliegt es dem Richter, eine Auswahl zu treffen.³⁰

Es wird bereits an dieser Stelle deutlich, dass die Rechtsprechung eine enge Verzahnung mit dem bewertungstheoretischen Schrifttum und der Bewertungspraxis aufweist und sich hier Wechselwirkungen im Hinblick auf die Ausgestaltung der Unternehmensbewertung ergeben. Auch für die Unternehmensbewertung im rechtlichen Kontext gilt daher der Grundsatz „Der Zweck bestimmt die Rechnung!“³¹.

Die Unternehmensbewertung im deutschsprachigen Raum unterliegt seit nunmehr zwei Jahrzehnten einem strukturellen Wandel. Bis in die neunziger Jahre basierte die vorherrschende Literaturmeinung auf den Erkenntnissen der investitionstheoretischen Schule³² der Unternehmensbewertung, deren historische Wurzeln in der *Wiener Grenznutzenschule* des 19. Jahrhunderts verortet werden können.³³ Diese Konzeption der Unternehmensbewertung erkennt insbesondere den Subjekt- und Zweckbezug einer Bewertung und zeigt sich als geschlossenes Konzept.³⁴ Ausgehend von den Veröffentlichungen RAPPAPORTS³⁵ zum „shareholder value“ sowie den Praktikerwerken von COPELAND/KOLLER/MURRIN³⁶ und STEWART³⁷ respektive STERN/STEWART/CHEW³⁸ in den achtziger und neunziger Jahren, deren Vorschläge von großen Teilen der deutschsprachigen Literatur widerspruchlos übernommen wurden, ist nunmehr eine Überschwemmung der deutschsprachigen Zeitschriftenlandschaft mit der finanzierungstheoretischen Unternehmensbewertungskonzeption zu konstatieren.³⁹ Die

29 Vgl. RUIZ DE VARGAS/SCHENK, Anteilsbewertung (2016), S. 357.

30 Vgl. HÜTTEMANN, Unternehmensbewertung im Gesellschaftsrecht (2016), S. 471.

31 Vgl. zu diesem Grundsatz SCHMALENBACH, Kostenrechnung (1963), S. 141, SCHNEIDER, Rechnungswesen (1997), S. 45, MATSCHKE/BRÖSEL, Unternehmensbewertung (2013), S. 25, BALLWIESER/HACHMEISTER, Unternehmensbewertung (2016), S. 1.

32 Diese wird mit Blick auf ihre Entstehungsgeschichte auch als deutsche Schule bezeichnet, vgl. HERING, Quo vadis (2004), S. 107, JAKI, Kategoria wartości (2012), OLBRICH, Geleitwort (2016), S. V.

33 Vgl. HERING, Quo vadis (2004), S. 107, OLBRICH/QUILL/RAPP, Austrian School (2015), S. 17-20.

34 Vgl. QUILL, Interessengeleitete Unternehmensbewertung (2016), S. 197.

35 Vgl. RAPPAPORT, Strategies (1981), RAPPAPORT, Shareholder Value (1986).

36 Vgl. COPELAND/KOLLER/MURRIN, Valuation (1990) sowie aktuell KOLLER/GOEDHART/WESSELS, Valuation (2015).

37 Vgl. STEWART, Performance (1990), STEWART, Quest for Value (1999).

38 Vgl. STERN/STEWART/CHEW, EVA (1995).

39 Vgl. QUILL, Interessengeleitete Unternehmensbewertung (2016), S. 173 f. MATSCHKE, Meinungsspiegel (2000), S. 503 bezeichnet die finanzierungstheoretische Bewertungskonzeption treffend als „Rückschritt, weil sie die wissenschaftliche Diskussion der letzten Jahre wie Mehltau belegt [hat], ohne wirklichen Erkenntnisfortschritt gebracht zu haben“.

funktional ausgerichtete und investitionstheoretisch fundierte Unternehmensbewertung eröffnet gegenüber der finanzierungstheoretischen angelsächsischen Bewertungslehre in zahlreichen Publikationen einen „modernen Objektivismusstreit“⁴⁰. Die finanzierungstheoretischen Autoren stellen sich der Kritik der Gegenseite jedoch selten.⁴¹ Gegenüber der an eklatanten konzeptionellen Schwächen – exemplarisch seien die restriktiven Prämissen eines vollkommenen Kapitalmarkts angeführt –⁴² kranken finanzierungstheoretischen Unternehmensbewertung stellt die am Zweck orientierte investitionstheoretische Unternehmensbewertung das inhaltlich überlegene Konzept dar, wengleich ihre zahlenmäßige Verbreitung abgenommen hat.⁴³

Unabhängig davon, ob es sich um vielversprechende Erkenntnisse oder Sackgassen handelt, schlagen sich Entwicklungen der wissenschaftlichen und praktischen Betriebswirtschaftslehre in aller Regel erst zeitverzögert auf juristischem Terrain nieder,⁴⁴ weshalb sich die Frage anschließt, ob eine vergleichbare Entwicklung ebenfalls für die Unternehmensbewertung im Rahmen der Rechtsprechung zu konstatieren ist. Hierfür spricht insbesondere der Einfluss der betriebswirtschaftlichen Sachverständigen auf die juristische Beurteilung von Bewertungsfragen, was die Rechtsprechung zum Spiegel des praktischen und wissenschaftlichen Meinungsstands macht. Die Rechtswissenschaft im Allgemeinen und die Rechtsprechung im Besonderen werden insofern zum Brennpunkt der Auseinandersetzung zwischen investitions- und finanzierungstheoretischer Unternehmensbewertung, als sich Gerichte in der juristischen Sachverhaltsbeurteilung an den Methoden der Betriebswirtschaftslehre orientieren und Sachverständige, welche meist dem Berufsstand der Wirtschaftsprüfer angehören, einen erheblichen Einfluss auf die Rechtsprechung ausüben. Ferner prägt der Richter in seiner gesellschaftlichen Stellung mit hoheitlicher Legitimation die Unternehmensbewertung als öffentliches Gut.⁴⁵ Die Rechtsprechung ist folglich unmittelbar an der materiellen Ausgestaltung der Unternehmensbewertung beteiligt und verleiht ihr somit gesellschaftliche Bindungswirkung. Die Präferenz für eine bestimmte Bewertungskonzeption und ihre Verwendung im Rahmen der Rechtsprechung kann mithin als juristische Legitimation dieser Vorgehensweise interpretiert werden. Der Richter und der Sachverständige werden so zu Akteuren der Unternehmensbewertung; sie sind aktiv an ihrer materiellen Ausgestaltung beteiligt.

40 QUILL, *Interessengeleitete Unternehmensbewertung* (2016), S. 197.

41 Vgl. QUILL, *Interessengeleitete Unternehmensbewertung* (2016), S. 360.

42 Vgl. etwa HERING, *Konzeptionen* (2000), S. 441 ff., OLBRICH, *Gründungsfinanzierung* (2002), S. 1310, OLBRICH, Manfred Jürgen Matschke (2008), S. 216 f., HERING/OLBRICH/ROLLBERG, *Finanzkrise* (2010), S. 32, OLBRICH, *Zeitwertbestimmung* (2011), S. 393 f., BIEWER/FOLLERT, *Modell und Wirklichkeit* (2016), S. 172.

43 Vgl. QUILL, *Interessengeleitete Unternehmensbewertung* (2016), S. 197.

44 Vgl. QUILL, *Interessengeleitete Unternehmensbewertung* (2016), S. 197, Fn. 120, ZIEMER/KNOLL, *Kleine Betas* (2017), S. 295.

45 Vgl., auch im Folgenden, QUILL, *Interessengeleitete Unternehmensbewertung* (2016), S. 282.

In der betriebswirtschaftlichen Literatur findet sich eine Vielzahl von Beiträgen, die sich mit gesellschaftsrechtlichen Anlässen der Unternehmensbewertung beschäftigen und hier insbesondere Fragestellungen zum Diskontierungszinssatz sowie zur Bedeutung des Börsenkurses fokussieren.⁴⁶ Aus Sicht der funktionalen Unternehmensbewertung adressiert das Schrifttum oftmals einen Soll-Zustand der Unternehmensbewertung in Bezug auf rechtliche Bewertungsanlässe.⁴⁷ Diesem Soll-Zustand im Sinne einer bewertungstheoretisch korrekteren Vorgehensweise wird indes nur selten ein durch empirische Analysen gefestigter Ist-Zustand gegenübergestellt, sodass keine Überprüfung stattfindet, ob die vorgeschlagenen Konzepte in der Rechtsprechungspraxis umgesetzt werden.⁴⁸ Weicht der Ist-Zustand von dem bewertungstheoretischen Soll-Zustand ab, schließt sich notwendigerweise die Frage an, welche Erklärungsansätze es hierfür geben kann. Es fehlt im bewertungstheoretischen Schrifttum bislang an einer kritischen Auseinandersetzung mit der rechtlichen Unternehmensbewertung auf konzeptioneller Ebene, sodass sich im Hinblick auf die Bedeutung finanzierungstheoretischer Unternehmensbewertungsmethoden im Rahmen von Spruchverfahren noch erheblicher Forschungsbedarf ergibt. Zwar greift das einschlägige Schrifttum regelmäßig die aktuelle Rechtsprechung in Fragen der Unternehmensbewertung auf,⁴⁹ eine tiefgehende Analyse, ob die zur Anwendung kommenden Bewertungsverfahren den rechtlichen Anforderungen an eine normzweckadäquate Unternehmensbe-

46 Vgl. KARAMI, Spruchverfahren (2014), S. 14 f. Hier können beispielsweise LAMPENIUS/OBERMAIER/SCHÜLER, Unternehmenswert (2008), BRÖSEL/KARAMI, Minderheitenschutz (2011), BURGER, Börsenkurse (2012), RAPP, Abfindung von Minderheitsgesellschaftern (2012), HACHMEISTER/RUTHARDT/MAGER, Gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahmen (2015) angeführt werden.

47 Vgl. exemplarisch MATSCHKE, Unternehmensbewertung (1981), OLBRICH/HEINZ, Ermittlung des Entscheidungswerts (2009), RAPP, Abfindung von Minderheitsgesellschaftern (2012), KARAMI, Spruchverfahren (2014). Zur funktionalen Schadensbewertung im Zivilprozess vgl. WASMUTH, Schadensbewertung (2018).

48 Bezug zu den praktizierten Konzeptionen, insbesondere zur Dominanz der Wirtschaftsprüfer, nehmen etwa MATSCHKE/BRÖSEL/KARAMI, Unternehmensbewertung im Rahmen der Rechtsprechung (2010), MATSCHKE, Referenzmodelle (2013), MATSCHKE, Abfindungsbemessung (2016).

49 Vgl. etwa WÜSTEMANN, Rechtsprechungsreport (2008), WÜSTEMANN, Rechtsprechungsreport (2009), WÜSTEMANN, Rechtsprechungsreport (2010), HACHMEISTER/RUTHARDT/LAMPENIUS, Rechtsprechung (2011), WÜSTEMANN, Rechtsprechungsreport (2011), WÜSTEMANN, Rechtsprechungsreport (2012), HACHMEISTER/RUTHARDT/EITEL, Unternehmensbewertung (2013), WÜSTEMANN, Rechtsprechungsreport (2013), HACHMEISTER/RUTHARDT, Unternehmensbewertung (2014), WÜSTEMANN, Rechtsprechungsreport (2014), SCHÜLER, Unternehmensbewertung (2015), WÜSTEMANN/BRAUCHLE, Rechtsprechungsreport (2015), BALLWIESER/HACHMEISTER, Unternehmensbewertung (2016), S. 233-263, DRUKARCZYK/SCHÜLER, Unternehmensbewertung (2016), S. 456-471, HACHMEISTER/RUTHARDT, Unternehmensbewertung (2016), WÜSTEMANN/BRAUCHLE, Rechtsprechungsreport (2016), WÜSTEMANN/BRAUCHLE, Rechtsprechungsreport (2017). Auch im englischsprachigen Schrifttum existiert eine Vielzahl empirischer Studien zur Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, vgl. etwa BEATTY/RIFFE/THOMPSON, Tax Court (1999), YEE, Judicial Valuation (2002), DIGABRIELE, Valuation Methods (2006), CHEN/YEE/YOO, Judicial Decisions (2010), SAASTAMOINEN/SAVOLAINEN valuation method (2019).

wertung genügen können, unterbleibt hingegen, weshalb sich die vorliegende Arbeit dieser Problemstellung annimmt.

Es stellt sich in diesem Kontext zunächst die Frage, ob die in der Literatur anzutreffende Verbreitung der finanzierungstheoretischen Bewertungskonzeption auch im Rahmen der Rechtsprechung beobachtet werden kann. Bestätigt sich, dass sich die Vormachtstellung der angelsächsischen Bewertungskonzeption auch in der Rechtsprechung niederschlägt, ist ferner fraglich, ob ein Ansatz, der allenfalls der Ermittlung von Argumentationswerten dienen kann, den strengen juristischen Anforderungen an die Bewertung standhalten kann. Sollte dies nicht der Fall sein, kann auf materieller Ebene kein Erklärungsansatz für die Vormachtstellung der finanzierungstheoretischen Unternehmensbewertung gefunden werden, sodass auf alternative Erklärungsmodelle zurückgegriffen werden muss, um ein Verständnis für die beobachtete Abweichung zwischen dem Soll- und dem Ist-Zustand zu entwickeln. Die vorliegende Arbeit sucht diese Fragen zu erörtern und sich der Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung sowohl auf materieller als auch prozessualer Ebene zu widmen.

In Kapitel II werden zunächst Grundlagen der Unternehmensbewertung auf gesellschaftsrechtlichem Gebiet erläutert, die das Fundament der anschließenden Analyse darstellen sollen. Der erste Abschnitt widmet sich hierzu bewertungstheoretischen Grundlagen, wobei insbesondere eine Differenzierung hinsichtlich Konzeptionen und Funktionen der Unternehmensbewertung vorgenommen wird, bevor eine Systematisierung der Bewertungsmethoden anhand des Bewertungszwecks erfolgt. Darauf aufbauend werden jene Anlässe der gesellschaftsrechtlichen Unternehmensbewertung betrachtet, bei denen die Bemessung eines Ausgleichs respektive einer Abfindung im Mittelpunkt des Interesses steht. Die Beziehungen zwischen der Jurisprudenz und der Betriebswirtschaftslehre im Allgemeinen sowie der Unternehmensbewertung im Speziellen werden anhand des aktienrechtlichen Minderheitenausschlusses herausgearbeitet. Sodann wird auf Basis der rechtlichen Anforderungen an eine Unternehmensbewertung zum Zwecke der Abfindungsbemessung ein adäquates Bewertungskonzept abgeleitet, welches als Soll-Zustand definiert wird.

Kapitel III widmet sich der Frage, welches Bewertungsverständnis das wissenschaftliche Schrifttum und die Rechtsprechung prägt. Die Betrachtung der Literatur als Ergänzung zur Analyse der Rechtsprechung ist von Bedeutung, da zwischen beiden Interdependenzen bestehen und die Literaturanalyse somit zum Verständnis der Rechtsprechung beiträgt. Zunächst erfolgt daher eine Inhaltsanalyse des wissenschaftlichen Schrifttums des deutschsprachigen Raums im Bereich der Betriebswirtschaftslehre. Diese Auswertung kann als empirische Überprüfung der bereits im Schrifttum⁵⁰ konstatierten Verbreitung finanzierungstheoretischer Verfahren verstanden werden. Hierauf aufbauend werden sodann einschlägige juristische Kommentare im Hinblick auf

⁵⁰ Vgl. stellvertretend QUILL, *Interessengeleitete Unternehmensbewertung* (2016).

ihre Aussagen zur Unternehmensbewertung einer inhaltlichen Analyse unterzogen. Die Auswertung der Kommentarliteratur ist für den Untersuchungszweck von Interesse, da Kommentaren in der Rechtswissenschaft eine besondere Bedeutung beigemessen wird. An die Analyse des wissenschaftlichen Schrifttums schließt sich die Untersuchung relevanter Gerichtsurteile in Fragen der Unternehmensbewertung zu gesellschaftsrechtlichen Abfindungszwecken an, sodass sich ein differenziertes Bild des Bewertungsverständnisses in Wissenschaft und Rechtsprechung ergibt. Im Rahmen der Untersuchung einer Stichprobe von Gerichtsentscheidungen sind vor allem die grundsätzliche Bewertungskonzeption, die verwendeten Methoden sowie die Herleitung einzelner Modellparameter von Interesse. Die Ergebnisse werden schließlich bewertungstheoretisch eingeordnet. Dabei wird insbesondere kritisch gewürdigt, inwiefern die angetroffenen Modelle sich kompatibel zu den rechtlichen Vorgaben der Bewertung zeigen.

Kapitel IV möchte schließlich Erklärungsansätze für die Beobachtungen in der Rechtsprechung identifizieren. Ein Erklärungsmodell eröffnet hier die ökonomisch-soziologische *Interesstheorie*. Im Rahmen der Analyse werden die Akteure des Gerichtsprozesses zunächst systematisiert und ihre jeweiligen stereotypen Interessen herausgearbeitet. In diesem Rahmen können der Richter sowie die Konfliktparteien als Laien und der Sachverständige als Experte der Unternehmensbewertung definiert werden. Während der Richter die Unternehmensbewertung als Dienstleistung nachfragt, bietet der Sachverständige diese Leistung an. Eine Analyse der Interessen eröffnet ein breites Spektrum an Erklärungsansätzen, warum eine bestimmte Bewertungskonzeption die Rechtsprechung dominiert. In einem weiteren Schritt werden die Interessenvertretungen der Akteure betrachtet. Es wird deutlich, dass bestimmte Interessengruppen durch Instrumente der Interessenpolitik Einfluss auf die gerichtliche Unternehmensbewertung ausüben und eine Durchsetzung ihrer Interessen bewirken. Bestimmte Akteure ziehen demnach einen positiven Nutzen aus den verwendeten Bewertungsmodellen, während ein Akteur eine negative Auswirkung auf seine Wohlfahrt in Kauf nehmen muss. Somit kann ein Erklärungsmodell für die in Kapitel III beobachteten Ergebnisse gefunden werden. Die Arbeit schließt mit einer Zusammenfassung der Ergebnisse und einem Ausblick in Kapitel V. Ziel dieser Arbeit ist es einerseits, die Verbreitung der finanzierungstheoretischen Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung der Spruchgerichte empirisch zu überprüfen, diese der Prüfung durch den Normzweck zu unterziehen und andererseits ein Erklärungsmodell für beobachtete Entwicklungen herauszuarbeiten. Es können daher folgende Forschungsfragen identifiziert werden, die den Kern dieser Ausarbeitung bilden:

- 1. Welche Bewertungskonzeption entspricht einer normzweckadäquaten Unternehmensbewertung? (Soll-Zustand)*
- 2. Welche Bewertungskonzeptionen prägen das wissenschaftliche Schrifttum und die Rechtsprechung? (Ist-Zustand)*

3. *Sind die propagierten Methoden mit dem Normzweck vereinbar?*
4. *Welche Erklärungsansätze können für die rechtliche Anwendung bestimmter Modelle identifiziert werden?*