

Autor: Jens Wüstemann, Thomas Brauchle
Dokumenttyp: Aufsatz
Literaturnachweis: BB 2017, 1579-1585 
Quelle: 
dfv Mediengruppe, Frankfurt am Main
Fundstelle: BB 2017, 1579-1585
Zitiervorschlag: Wüstemann/Brauchle, BB 2017, 1579-1585

BB-Rechtsprechungsreport Unternehmensbewertung 2016/17

Prof. Dr. Jens Wüstemann, M.Sc.G. (Paris IX), und Dr. Thomas Brauchle

Der nachfolgende Beitrag führt den jährlichen systematischen BB-Rechtsprechungsreport von Wüstemann/Brauchle (zuletzt BB 2016, 1644) zu den wichtigsten Entscheidungen im Bereich der Unternehmensbewertung für den Zeitraum von Mitte 2016 bis Mitte 2017 fort.

I. Problemstellung

Unternehmens- und Anteilsbewertungen erfolgen vielfach innerhalb eines vorgegebenen rechtlichen Rahmens, bspw. bei der Ermittlung von Abfindungen ausscheidender Gesellschafter. Zwangsläufig prägen hierbei Objektivierungsaspekte den zu ermittelnden Unternehmenswert. In diesem Kontext ist den Grundsätzen ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung eine herausragende Bedeutung beizumessen - bestimmen diese doch die vom Bewerter anzuwendende „erforderliche Sorgfalt“.1

Der vorliegende BB-Rechtsprechungsreport bezieht sich auf im Zeitraum von Mitte 2016 bis Mitte 2017 veröffentlichte Entscheidungen;2 frühere Entscheidungen wurden an gleicher Stelle berichtet.3

II. Grundsatzfragen

1. Rückwirkende Anwendung von Expertenverlautbarungen: Bestätigung der BGH-Rechtsprechung (OLG Düsseldorf - I-26 W 14/13 [AktE]; I-26 W 4/12 [AktE]; I-26 W 2/16 [AktE]; I-26 W 17/13 [AktE]; OLG Frankfurt a. M. - 21 W 21/14)

In seiner Grundsatzentscheidung vom 29.9.20154 hat der BGH festgelegt, dass für die Ermittlung einer angemessenen Abfindung auch Berechnungsweisen angewendet werden können, welche erst nach dem maßgeblichen Bewertungsstichtag entwickelt wurden, falls diese keine Reaktion auf nach dem Stichtag eingetretene Veränderungen darstellen.

Unter Verweis auf die Rechtsprechung des BGH sei, so das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 10.3.2016,5 die Anwendung des IDW S1 i. d. F. 2000 für den Bewertungsstichtag 15.12.1998 nicht zu beanstanden, da „die neue Berechnungsweise nicht eine Reaktion auf nach dem Stichtag eingetretene und zuvor nicht angelegte wirtschaftliche oder rechtliche Veränderungen“ sei. Dabei könne dahinstehen, „ob bzw. in welchem Maße sich die Nachsteuerbetrachtung und das Standard-CAPM“ zum Bewertungsstichtag in der Praxis bereits durchgesetzt hatten. In einem weiteren Beschluss6 hat das

OLG Düsseldorf - entgegen der Entscheidung der Vorinstanz sowie seiner bisherigen Rechtsprechung - die Ermittlung auf Basis des IDW S1 2005 als „vorzugswürdig“ bezeichnet, da dieser „methodisch eine Verbesserung gegenüber dem IDW S1 2000“ darstelle und insbesondere „Unzulänglichkeiten bei der Berücksichtigung des Halbeinkünfteverfahrens und der unterschiedlichen Besteuerung der Alternativanlage im IDW S1 2000“ beseitige.

Demgegenüber sieht das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 15.11.2016⁷ die Anwendung des IDW S 1 i. d. F. 2000 für den Bewertungsstichtag 24.6.2002 als angemessen an, da im vorliegenden Fall keine „sachverständige Alternativbewertung auf der Basis des neueren Bewertungsstandards“ vorhanden sei, auf welche „ohne weiteren verfahrensrechtlichen und zeitlichen Aufwand zurückgegriffen werden“ könne. In ähnlicher Weise argumentiert der Senat in seinem Beschluss vom 15.8.2016⁸, wonach sich der BGH-Rechtsprechung „kein ‘Normbefehl’ entnehmen“ lassen würde, den „aktuelleren“ IDW S1 i. d. F. 2005 anzuwenden. Im vorliegenden Fall sei die Anwendung des IDW S1 i. d. F. 2000 „unbedenklich“, da die „Entscheidung [...] dem Tatrichter vorbehalten“ sei und dieser u. a. den „Gewinn an Genauigkeit gegen den weiteren verfahrensrechtlichen und zeitlichen Aufwand abzuwägen“ habe.

Das OLG Frankfurt a. M. hat in seinem Beschluss vom 20.7.2016⁹ die Anwendung des IDW S1 i. d. F. 2005 zum Bewertungsstichtag 31.7.2004 bestätigt. Im Rahmen der Entscheidungsbegründung führt der Senat hierzu aus, dass der „neue Bewertungsansatz [...] einen in Wissenschaft und Praxis weitgehend anerkannten Erkenntnisfortschritt“ beinhalte, die „Frage der Anwendung der neuen Methode für das Ergebnis der Bewertung von spürbarer Bedeutung“ sei, der Senat „von der Überlegenheit des geänderten Ansatzes überzeugt“ sei und es auch zu keiner „unverhältnismäßigen Verzögerung des Rechtsstreits“ kommen würde.

- 1579 -

Wüstemann/Brauchle, BB 2017, 1579-1585

- 1580 -

2. Abfindung bei Squeeze-out: Keine Wertuntergrenze des kapitalisierten Ausgleichs bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (OLG Düsseldorf - I-26 W 2/16 [AktE])

In seinem Beschluss vom 15.11.2016¹⁰ hat sich das OLG Düsseldorf mit der angemessenen Abfindung von Minderheitsaktionären bei einem Squeeze-out beschäftigt. Hierbei stellt der Senat - im Einklang mit der jüngsten Rechtsprechung des BGH¹¹ - fest, dass auch bei Vorliegen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags der „Unternehmenswert zum Zeitpunkt des Squeezeout-Beschlusses die Grundlage der Barabfindung“ bilde. Darüber hinaus sei der kapitalisierte Ausgleich grundsätzlich „ungeeignet“, den „stichtagsbezogenen ‘wirklichen’ oder ‘wahren’ Wert des Anteilseigentums - auch als Mindestwert - widerzuspiegeln“, denn der Barwert der Ausgleichszahlungen spiegle „nicht den Verkehrswert“ wider.

3. Abfindung bei Eingliederung: Festlegung auf Basis der zum Stichtag ermittelten Unternehmenswerte (OLG Düsseldorf - I-26 W 14/13 (AktE))

Nach § 320 Abs. 1 S. 1, 2 AktG a. F. hat ein aus der eingegliederten Gesellschaft ausgeschiedener Aktionär einen Anspruch auf eine angemessene Abfindung. Diese, so das OLG Düsseldorf in seinem Be-

schluss vom 10.3.2016,12 sei auf Basis des Umtauschverhältnisses entsprechend der jeweiligen Unternehmenswerte festzulegen. Mithin sei die vorzunehmende Bewertung unter Berücksichtigung der „Ertragswert[e] der an der Eingliederung beteiligten Unternehmen“ zum Bewertungsstichtag vorzunehmen; „spätere Strukturmaßnahmen und ihre Auswirkungen auf die Umtauschrelation“ hätten außer Betracht zu bleiben.

4. Festlegung des Umtauschverhältnisses

a) Merger of Equals: Berücksichtigung der Börsenkursrelation verfassungsrechtlich nicht geboten (OLG Düsseldorf - I-26 W 12/15 [AktE])

In seinem Beschluss vom 18.8.201613 hat das OLG Düsseldorf das Umtauschverhältnis bei einer Verschmelzung von zwei unabhängigen Gesellschaften auf eine neue Gesellschaft (merger of equals) auf Basis deren Ertragswerte festgelegt. Nach Ansicht des Senats sei eine Berücksichtigung der Börsenwertrelation als Untergrenze verfassungsrechtlich nicht geboten, da „die Interessenlage der Aktionäre [...] der bei einer Konzernverschmelzung durch Aufnahme nicht vergleichbar“ sei und es darüber hinaus auch an einem „vergleichbaren Schutzbedürfnis“ fehle.

In überzeugender Weise führt das Gericht weiter aus, dass im vorliegenden Fall keine aktienrechtliche Strukturmaßnahme vorliege, bei welcher der Börsenkurs zum Schutz der Minderheitsaktionäre grundsätzlich die Untergrenze der Bewertung darstelle.¹⁴ So fehle es bereits an einem „Interessengegensatz zwischen den Aktionären der jeweiligen Vertragspartei“ und es liege auch keine „Beherrschungssituation“ vor; vielmehr würden die Aktionäre „im selben Boot“ sitzen und hätten dasselbe Interesse, „möglichst günstige Umtauschkonditionen“ zu erreichen. Entsprechend bestehe keine „Verpflichtung, die [...] ermittelte Verschmelzungsrelation anhand anderer Methoden [...] in Frage zu stellen und gegebenenfalls zu ersetzen, weil sie für die Aktionäre eines der beiden an der Verschmelzung beteiligten Unternehmen ‘günstiger’ wäre“.

b) Verschmelzung durch Übertragung: Börsenkurs der übertragenden Gesellschaft als Wertuntergrenze (OLG Frankfurt a. M. - 21 W 22/13)

In seinem Beschluss vom 1.3.201615 ist das OLG Frankfurt a. M. der Auffassung, dass bei der Überprüfung des Umtauschverhältnisses bei einer Verschmelzung durch Übertragung ein „existierender Börsenkurs der übertragenden Gesellschaft als Untergrenze“ zu berücksichtigen sei. Im vorliegenden Fall, so der Senat in der Entscheidungsbegründung, sei das Gericht daher auch „nicht an das von den Verschmelzungspartnern vertraglich vereinbarte Ertragswertverfahren“ gebunden. Vielmehr sei das Umtauschverhältnis „aufgrund einer eigenen Schätzung des Gerichts festzustellen, welche vorliegend unter Rückgriff auf den Börsenwert erfolgen“ könne.

III. Anzuwendende Bewertungsmethoden

1. Zweckadäquanzprinzip

a) Auswahl der Bewertungsmethode: Grundsätzlich Aufgabe des Trichters (BGH - XII ZB 578/14; OLG Hamm - 14 UF 237/15; OLG Düsseldorf - I-26 W 17/13 [AktE])

In seinem Beschluss vom 13.4.201616 hebt der BGH in Fortführung seiner bisherigen Rechtsprechung hervor, dass die „sachverhaltsspezifische Auswahl“ der Bewertungsmethode grundsätzlich „Aufgabe des - sachverständig beratenen - Trichters“ sei. Entsprechend könne, so der Senat weiter, lediglich eine Überprüfung dahingehend erfolgen, „ob sie gegen Denkgesetze oder Erfahrungssätze verstößt oder sonst auf rechtsfehlerhaften Erwägungen beruht“.

Nach Ansicht des OLG Hamm in seinem Beschluss vom 14.4.201617 sei die Anwendung des modifizierten Umsatzverfahrens für die Ermittlung des Unternehmenswerts einer Kanzlei „allein sachgerecht“, da eine „zuverlässige Ertragsbewertung wegen der Verschwiegenheitspflicht des Rechtsan-

walts nicht möglich“ sei und eine Bewertung auf Basis des Umsatzes „im Fortführungsinteresse eine schnelle Bewertung der Kanzlei“ gewährleisten würde. Darüber hinaus werde diese Bewertungsmethode von der „zuständigen Standesorganisation empfohlen“ und „entspreche auch nach wie vor der Praxis“.

In analoger Weise argumentiert das OLG Düsseldorf,¹⁸ wenn es für die Ermittlung des Unternehmenswerts einer Immobiliengesellschaft auf das Ertragswertverfahren abstellt, da „verfassungsrechtlich“ keine bestimmte Bewertungsmethode vorgegeben sei und entsprechend auch nicht „jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen oder die Abfindung nach dem Meistbegünstigungsprinzip zu berechnen“ sei. Das Ertragswertverfahren, so der Senat weiter, habe sich „in der Praxis [...] für die Bestimmung der angemessenen Kompensationsleistungen durchgesetzt“ und komme auch „regelmäßig“ zur Anwendung bei „Immobilien, die zur Ertragszielung durch Vermietung und Verpachtung bestimmt“ seien.

- 1580 -

Wüstemann/Brauchle, BB 2017, 1579-1585

- 1581 -

b) Angemessenheit der Bewertungsmethode: Keine generelle Vorzugswürdigkeit bestimmter Methoden (OLG Frankfurt a. M. - 21 W 22/13)

Nach Ansicht des OLG Frankfurt a. M.¹⁹ sei hinsichtlich der Angemessenheit der Bewertungsmethode „jeweils eine gesonderte Entscheidung von Fall zu Fall“ erforderlich, um den „jeweiligen Besonderheiten Rechnung“ zu tragen; mithin könne eine „generelle Vorzugswürdigkeit der einen oder anderen Bewertungsmethode“ nicht bestehen. Im vorliegenden Fall der Überprüfung des Umtauschverhältnisses gemäß § 15 UmwG sei es daher auch „sachgerecht“, aus Kostengründen auf den Börsenwert als „Alternative zum Ertragswertverfahren“ zurückzugreifen.

2. Unternehmen der öffentlichen Daseinsvorsorge: Festlegung der Abfindung anhand des Substanzwerts (OLG Rostock - 1 U 131/13)

In seinem Urteil vom 6.4.2016²⁰ hat sich das OLG Rostock mit der angemessenen Abfindung des ausscheidenden Gesellschafters einer GmbH, deren Gegenstand in der öffentlichen Daseinsvorsorge besteht, auseinandergesetzt. Im vorliegenden Fall sei, so der Senat, eine Anwendung der Ertragswertmethode „verfehlt“; vielmehr sei bei einem „ertragsschwachen Unternehmen der öffentlichen Daseinsvorsorge“ der Substanzwert maßgeblich, da es bei diesen „nicht in erster Linie auf künftige Erträge ankomme“. Der Senat verweist u. a. auch auf die Ausführungen in IDW S1 i. d. F. 2008, wonach Unternehmen „mit nicht vorrangig finanzieller Zielsetzung anhand des Rekonstruktionswertes zu bewerten sind, da bei ihnen eine Leistungserstellung und nicht finanzielle Zielsetzungen im Vordergrund stehen“. Mithin besitzt der Substanzwert im Rahmen von spezifischen Bewertungsanlässen nach wie vor Bedeutung; eine in diesen Fällen mögliche Benachteiligung der verbleibenden Gesellschafter bzw. Aktionäre ist hingegen kritisch zu betrachten.

3. Börsenwert

a) Börsenkurs: Fehlende Eignung als Bewertungsmethode bei geringer Aussagekraft (OLG Frankfurt a. M. - 21 W 37/12)

Nach Ansicht des OLG Frankfurt a. M.²¹ sei der Börsenkurs „nur dann zur Bewertung geeignet, wenn die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens [...] zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt.“ Im vorliegenden Fall sei dies „nicht gewährleistet“, da „an weniger als der Hälfte der betrachteten Tage überhaupt ein Handel stattgefunden“ habe, die Geld/Briefspanne „regelmäßig“ einen Wert von 2 % überschritten habe und der Börsenkurs „deutlichen Schwankungen“ unterlegen habe. Darüber hinaus sei auch im Rahmen des Ertragswertverfahrens der „eigene Kurs der Gesellschaft nicht für die Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos herangezogen“ worden, wodurch ebenfalls eine „eher geringere Aussagekraft des Börsenwertes für den Verkehrswert“ anzunehmen sei.

Mithin stellt das OLG Frankfurt a. M. eine methodenübergreifende Anforderung an die Aussagekraft des Börsenkurses: Sowohl bei der marktorientierten als auch bei der fundamental-analytischen Bewertung ist eine Berücksichtigung des eigenen Börsenkurses nur dann angemessen, wenn diesem eine ausreichende Aussagekraft zugesprochen werden kann.

b) Referenzperiode: Erste belastbare Bekanntgabe der Strukturmaßnahme als Endpunkt (OLG Düsseldorf - I-26 W 12/15 [AktE]; OLG Frankfurt a. M. - 21 W 22/13)

Nach der Stollwerck-Entscheidung des BGH²² ist der anzuwendende Börsenkurs auf Basis einer dreimonatigen Referenzperiode vor erstmaliger Bekanntgabe der beabsichtigten Strukturmaßnahme zu ermitteln. Nach Ansicht des OLG Düsseldorf²³ sei daher das Ende der Referenzperiode „im Regelfall durch die erste denkbare belastbare Bekanntgabe oder ein ihr gleichzustellendes Bekanntwerden der Strukturmaßnahme“ zu bestimmen. Im vorliegenden Fall sei demnach von einem „deutlich früheren Stichtag“ als Mitte Juli 1998, der erstmaligen Bekanntmachung der Verschmelzung, auszugehen, da bereits Mitte März 1997 die Übernahmepläne publik geworden seien und bereits im November 1997 eine gemeinsame Presseerklärung über die geplante Übernahme stattgefunden habe, so dass mindestens seit November 1997 „eine Beeinflussung der Marktpreise jedenfalls nicht ausgeschlossen werden“ könne. Letzteres wird auch vom OLG Frankfurt a. M. betont:²⁴ Zwar sei „möglichst auf die erste denkbare Verlautbarung abzustellen, weil diese bereits Einfluss auf die Kursbildung haben kann und in den meisten Fällen entsprechend haben wird.“ Gleichzeitig könne allerdings „nicht auf jede erste Andeutung und insbesondere nicht auf bloße Gerüchte abgestellt werden, da dies zu einer nicht hinreichend konkretisierbaren Vorverlagerung der Referenzperiode führen würde.“

4. Negative Ertragsaussichten: Keine zwingende Berücksichtigung des Liquidationswerts (OLG Rostock - 1 U 131/13)

Im Einklang mit der höchstrichterlichen Rechtsprechung sieht das OLG Rostock „keinen Automatismus“ hinsichtlich des Rückgriffs auf den Liquidationswert als Untergrenze des Unternehmenswerts, falls „dieser über dem Ertragswert“ liege.²⁵ Zwar entspreche die Fortführung eines Unternehmens mit „dauerhaft negativ[en]“ Ertragsaussichten nicht „unternehmerischem Handeln“, im vorliegenden Fall eines Unternehmens der öffentlichen Daseinsvorsorge bestehe allerdings ein „tatsächlicher oder rechtlicher Zwang zur Fortführung“, so dass bei der Ermittlung des Abfindungsanspruchs der Liquidationswert „außer Betracht bleiben“ müsse.

IV. Ermittlung des zu kapitalisierenden Ergebnisses

1. Gegenstand der Ertragsprognose

a) Vergangenheitsanalyse: Keine verbindlichen Regelungen zu Zeitraum und Gewichtung (BGH - XII ZB 578/14)

Der BGH hält in seinem Beschluss vom 13.4.2016²⁶ fest, dass weder „verbindliche Regelungen“ hinsichtlich des der Vergangenheitsanalyse

- 1581 -

Wüstemann/Brauchle, BB 2017, 1579-1585

- 1582 -

zugrunde zu legenden Zeitraums noch bezüglich der Gewichtung einzelner Ertragsgrößen existieren. In Bezug auf letztere stellt der Senat lediglich klar, dass die „jüngeren Erträge stärker gewichtet werden können als die älteren“.

b) Nettoertragsprinzip: Berücksichtigung von Finanzierungskosten als Zinsaufwand (BGH - XII ZB 578/14)

Im Rahmen der Ertragswertmethode sind die erwarteten Ertragsüberschüsse zu prognostizieren und auf den Bewertungsstichtag zu kapitalisieren. Hierbei sind, so der BGH in seinem Beschluss vom 13.4.2016,²⁷ „Verbindlichkeiten aus dem Betrieb [...] nur bezogen auf den Zinsaufwand“ zu berücksichtigen, da bei der Ertragswertmethode „methodengerecht und systemimmanent nur auf den jeweiligen Ertrag abgestellt werden“ kann.

c) Stichtagsprinzip: Berücksichtigung zukünftiger Erträge gemäß den Verhältnissen am Stichtag (OLG Düsseldorf - I-26 W 17/13 [AktE]; I-26 W 2/15 [AktE])

Im Rahmen der Prognose der zukünftigen Erträge seien, so das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 15.8.2016,²⁸ nur die „am Bewertungsstichtag bestehenden rechtlichen und tatsächlichen Verhältnisse maßgeblich“. Entsprechend sei im vorliegenden Fall der Bewertung eines Immobilienunternehmens der Ansatz eines „negative[n] Sonderwert[s] wegen Mietanpassungen“ nicht sachgerecht, da hierfür keine „greifbare[n] Anhaltspunkte“ zum Stichtag vorgelegen hätten.

Dieser Auffassung folgend ist auch die Entscheidung des OLG Düsseldorf im Rahmen der Ertragsprognose bezüglich eines Pharmaunternehmens einzuordnen. In seinem Beschluss vom 25.5.2016²⁹ sieht es der Senat als „gut vertretbaren methodischen Ansatz“ an, wenn die erwarteten Erträge für die „in der Entwicklung befindlichen - d. h. zum Bewertungsstichtag nicht marktreifen bzw. nicht zugelassenen - Produkte nur gewichtet mit Risikoabschlägen für empirisch belegte und mit Hilfe von Branchenstandards plausibilisierte Entwicklungs- und Zulassungsrisiken angesetzt“ worden seien.

2. Grundlage der Ertragsprognose

a) Grundsatz: Eingeschränkte Überprüfbarkeit der Unternehmensplanung (OLG Karlsruhe - 12a W 2/15; OLG Frankfurt a. M. - 21 W 21/14; 21 W 37/12)

In seinem Beschluss vom 18.5.2016³⁰ hält das OLG Karlsruhe, im Einklang mit der bestehenden höchstrichterlichen Rechtsprechung, fest, dass „in die Zukunft gerichtete[.] Planungen“ und darauf basierende „Prognosen über die künftige Entwicklung der [...] Erträge nur eingeschränkt“ überprüfbar seien. Demgegenüber würden „Sonderplanungen“, die ausschließlich für die Bewertung und „außerhalb des formalen unternehmerischen Planungsprozesses erstellt“ worden seien, „nur bedingt unter die unternehmerische Planungsvorhand der Gesellschaft“ fallen. „Korrekturen“ durch das Gericht seien dann vorzunehmen, wenn die „Planung auf der Basis der ermittelten Ist-Daten und unter Berücksichtigung der im Übrigen einzubeziehenden Umstände als nicht mehr plausibel“ erscheinen würde.

In der jüngsten Rechtsprechung der Oberlandesgerichte erfolgen Korrekturen der Unternehmensplanung in unterschiedlichen Ausmaßen. Während das OLG Karlsruhe „ganz überwiegend [...] die Annahmen des Bewertungsgutachtens als vertretbar erachtet und stehen gelassen“ hat, stellt das OLG Frankfurt a. M. in seinem Beschluss vom 20.7.2016³¹ einen umfassenden Korrekturbedarf der Unternehmensplanung für die Ertragsprognose fest: Nach Ansicht des Senats stelle eine „unplausible Planung der Gesellschaft zwar keinen [...] ‘Freibrief’ für irgendeine Annahme des Sachverständigen dar, wohl aber eine Befugnis zur plausiblen Korrektur der vorgelegten Planung“, wengleich auch die „nunmehr unterstellte Ergebnisentwicklung [...] nicht zwingend“ sei. Im Gegensatz dazu stützt sich das OLG Frankfurt a. M. in seinem Beschluss vom 17.1.2017³² vollständig auf die im Übertragungsbericht dokumentierte Unternehmensplanung, da diese „durch die Ausführungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen bestätigt“ worden seien und dieser „ebenfalls keine Korrektur der Planung zum Bewertungsstichtag für erforderlich“ gehalten hätte.

b) Plausibilisierung der Prognose: Begrenzte Aussagefähigkeit einer Ex-post-Betrachtung (OLG Frankfurt a. M. - 21 W 21/14; OLG Düsseldorf - I-26 W 12/15 [AktE])

Nach Ansicht des OLG Frankfurt a. M.³³ sei die Nicht-Berücksichtigung der „tatsächlich realisierten Erträge“ bei der Korrektur der Unternehmensplanung „nicht zu beanstanden“, da grundsätzlich „plausible Planwerte aus Sicht des Bewertungsstichtags“ erforderlich seien, welche eine „reine Ex post-Betrachtung regelmäßig nicht zu liefern“ vermöge. In ähnlicher Weise argumentiert das OLG Düsseldorf:³⁴ Nach Ansicht des Gerichts werde die „Plausibilität der Planung [...] durch die Entwicklung der tatsächlichen Ergebnisse grundsätzlich nicht in Frage gestellt, denn für die Unternehmensbewertung maßgeblich [sei] der Informationsstand, der bei angemessener Sorgfalt am Bewertungsstichtag bestanden“ hätte.

V. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

1. Grundsatz: Ermittlung auf Basis des (Tax-)CAPM (OLG Düsseldorf - I-26 W 2/15 [AktE]; OLG Frankfurt a. M. - 21 W 21/14; 21 W 37/12; OLG Karlsruhe - 12a W 2/15)

In seinem Beschluss vom 25.5.2016³⁵ hat sich das OLG Düsseldorf u. a. mit der Ermittlung des Risikozuschlags beim Ertragswertverfahren auseinandergesetzt. Hierbei sei der Risikozuschlag auf dem „nicht zu beanstandenden Capital Asset Pricing Modell [...] methodisch korrekt nach dem sog. Tax-CAPM ermittelt“ worden, welches „sich von der Grundform des CAPM im Wesentlichen bei der Berücksichtigung der persönlichen Ertragssteuern“ unterscheiden würde. Auch das OLG Frankfurt a. M. verweist zur Ermittlung des Risikozuschlags auf das „in ständiger Rechtsprechung gebilligte[.]“³⁶ bzw. der „gefestigten oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung folgende“³⁷ Tax-CAPM.

- 1582 -

Wüstemann/Brauchle, BB 2017, 1579-1585

- 1583 -

Wenig überzeugend ist allerdings die Vorgehensweise des OLG Karlsruhe:³⁸ Bei Festlegung der einzelnen Parameter des CAPM sei im Wege einer „Gesamtbetrachtung“ zu berücksichtigen, dass es „sich letztlich um miteinander kommunizierende, auch in ihrer Gesamtheit einer Schätzung unterliegende Einzelfaktoren“ handeln würde. Entsprechend sei eine „Herabsetzung des Basiszinssatzes selbst“ nicht erforderlich, wengleich dieser als „unplausibel“ hoch anzusehen sei, wenn dies bei der

„Festsetzung des Wachstumsabschlags ergänzend berücksichtigt“ werde. Aus bewertungstheoretischer Sicht ist hingegen zu empfehlen, dass jeder Parameter für sich betrachtet plausibel bestimmt wird und erst in einem weiteren Schritt der Kapitalisierungszinssatz in einer Gesamtbetrachtung gewürdigt wird.

2. Basiszinssatz

a) Grundsatz: Regelmäßig Rückgriff auf die Zinsstrukturkurve (OLG Düsseldorf - I-26 W 4/12 [AktE]; I-26 W 2/15 [AktE]; OLG Frankfurt a. M. - 21 W 21/14; 21 W 37 12; OLG Karlsruhe - 12a W 2/15)

In seinem Beschluss vom 6.6.201639 stellt das OLG Düsseldorf fest, dass die „Zinsstrukturkurve in Spruchsachen inzwischen regelmäßig für die Berechnung des Basiszinssatzes“ zugrunde gelegt werde. Diese Vorgehensweise habe den Vorteil, dass „zum Bewertungsstichtag eine in die Zukunft gerichtete Bewertung der Unternehmensentwicklung erfolg[e], deren Datengrundlage aus öffentlich zugänglichen und damit objektiven Quellen“ stammen würde. Entsprechend sieht der Senat an anderer Stelle⁴⁰ „gegen den nach der Svensson-Methode errechneten Basiszins“ keine Bedenken. Auch nach Ansicht des OLG Frankfurt a. M. unterläge es „keinen Einwendungen“, den Basiszins „anhand der Zinsstrukturkurve nach der Svensson - Methode“ festzulegen;⁴¹ die Vorgehensweise sei „methodisch bedenkenfrei“.⁴²

In Anbetracht der obigen Ausführungen ist der Standpunkt des OLG Karlsruhe⁴³ wenig überzeugend: Nach Ansicht des Senats liege ein „allgemeiner Konsens über die Ermittlung des Basiszinssatzes“ in den Wirtschaftswissenschaften nicht vor, so dass es in der „Rechtsprechung keineswegs zu einem einheitlich zu bestimmenden Basiszinssatz“ kommen würde.

b) Durchschnittsbetrachtung: Einheitliche Anwendung der Empfehlung des IDW (OLG Düsseldorf - I-26 W 4/12 [AktE]; I-26 W 2/16 [AktE]; OLG Frankfurt a. M. - 21 W 21/14; LG Düsseldorf - 33 O 72/10)

Das IDW empfiehlt bei der Ermittlung des Basiszinssatzes eine Durchschnittsbetrachtung über einen Dreimonatszeitraum vor dem Bewertungsstichtag. Das OLG Düsseldorf folgt in seinem Beschluss vom 6.6.201644 dieser Empfehlung, da es im Rahmen der notwendigen „Prognose einer Zinsentwicklung [...] sachgerecht“ sei, „nicht auf den Stichtag, sondern auf die Zinsentwicklung der Vergangenheit in einem repräsentativen Zeitraum abzustellen“. Auch in seinem Beschluss vom 15.11.201645 erfolgt die Ermittlung des Basiszinssatzes durch das OLG Düsseldorf unter Berücksichtigung der „drei Monate vor der beschlussfassenden Hauptversammlung über den Squeezeout“. Nach Ansicht des OLG Frankfurt a. M.⁴⁶ entspreche es „der ständigen Rechtsprechung des Senats“, den Basiszinssatz als „Durchschnitt über 90 Tage vor dem Bewertungsstichtag“ festzusetzen. Im Gegensatz hierzu hält das LG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 14.10.201647 einen „unter Verwendung der Zinsstrukturkurve ermittelten stichtagsbezogenen Basiszinssatz“ für „sachgerecht“.

3. Risikozuschlag

a) Marktrisikoprämie

aa) Höhe der Marktrisikoprämie: Fehlende einheitliche Grundsätze (OLG Düsseldorf - I-26 W 2/15 [AktE]; OLG Frankfurt a. M. - 21 W 21/14; OLG Karlsruhe - 12a W 2/15; LG Düsseldorf - 33 O 72/10)

Nach Ansicht des OLG Düsseldorf⁴⁸ sei die „konkrete Höhe der Marktrisikoprämie [...] innerhalb der Wirtschaftswissenschaften sehr umstritten“, eine „allgemein anerkannte Höhe“ habe sich noch nicht herausgebildet und eine „empirisch genaue Festlegung der Marktrisikoprämie [sei] nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich.“ Auch das OLG Frankfurt a. M.⁴⁹ hält fest,

dass es sich bei der Marktrisikoprämie um eine „mit hohen Unsicherheiten behaftete Größe“ handeln würde, welche „keiner endgültigen Klärung zugeführt werden“ könne.

Die fehlenden „einheitlichen Grundsätze[.]“, so stellt das OLG Karlsruhe zutreffend fest,⁵⁰ sind u. a. eine „unvermeidliche Folge des Umstands“, dass „in der Wirtschaftswissenschaft ein allgemeiner Konsens über die Ermittlung einer Marktrisikoprämie bisher nicht zustanden gekommen“ ist. Deutlich plakativ äußert sich das LG Düsseldorf:⁵¹ Auf Basis der „nur scheinbaren wissenschaftlichen Grundlage aus der Analyse der Vergangenheit könnte man für die auf reinen Schätzungen beruhende Festlegung der Überrendite für die Zukunft fast auch Lose ziehen oder würfeln“.

bb) Schätzungsgrundlage: Regelmäßig Rückgriff auf Expertenverlautbarungen (OLG Düsseldorf - I-26 W 2/15 [AktE]; I-26 W 17/13 [AktE]; OLG Frankfurt a. M. - 21 W 21/14; 21 W 37/12; LG Düsseldorf - 33 O 72/10)

Nach Ansicht des OLG Düsseldorf⁵² könne die Empfehlung des IDW, für die Marktrisikoprämie nach Steuern eine „Bandbreite von 5 % bis 6 %“ anzusetzen, als „ausreichende Schätzgrundlage angesehen“ werden. Zwar stelle, so das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 15.8.2016,⁵³ die „Empfehlung des IDW [...] keine Rechtsnorm dar, sie [sei] aber eine wenn auch nicht unbestrittene, so doch anerkannte Expertenfassung.“

Nach Ansicht des OLG Frankfurt a. M.⁵⁴ sei gegen eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern „im Ergebnis nichts zu erinnern“, da diese „in Übereinstimmung mit den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer“ liege und eine „schonende Anwendung“ des IDW S1 i. d. F. 2005 für einen vor dem Jahr 2005 liegenden Bewer-

- 1583 -

Wüstemann/Brauchle, BB 2017, 1579-1585

- 1584 -

tungsstichtag nach der Grundsatzentscheidung des BGH⁵⁵ nicht mehr sachgerecht sei. In einem anderen Fall⁵⁶ weist das OLG Frankfurt a. M. darauf hin, dass eine „Marktrisikoprämie, die sich wie vorliegend an den Vorgaben des IDW für den maßgeblichen Zeitraum“ orientiere, „regelmäßig eine geeignete Grundlage für die Schätzung des Unternehmenswertes“ darstelle. Im Gegensatz dazu sieht sich das LG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 14.10.2016⁵⁷ „nicht in der Lage“, den „Empfehlungen des FAUB ohne Sachprüfung zu folgen“, da diese „weder Rechtsnormen“ seien, noch „auf wissenschaftlich gesicherten Fundamentaldaten“ beruhen würden.

b) Beta-Faktor

aa) Grundsatz: Rückgriff auf den Börsenkurs des Bewertungsobjekts (OLG Karlsruhe - 12a W 2/15; OLG Düsseldorf - I-26 W 14/13 [AktE]; I-26 W 12/15 [AktE]; I-26 W 2/15 [AktE]; OLG Frankfurt a. M. - 21 W 21/14; 21 W 37/12; LG Düsseldorf - 33 O 72/10)

Die Schätzung des Beta-Faktors, so stellt das OLG Frankfurt a. M. in seinem Beschluss vom 17.1.2017⁵⁸ zutreffend fest, erfolgt „in erster Linie“ auf Basis des Börsenkurses der zu bewertenden Aktie. Dies setzt allerdings dessen hinreichende Aussagefähigkeit voraus, welche in den durch die Rechtsprechung zu entscheidenden Fällen oftmals nicht gegeben ist. So sei bspw. nach Ansicht des OLG Karlsruhe⁵⁹ der „aus den eigenen historischen Daten des Unternehmens errechnete Betafaktor nicht zur Schätzung des zukunftsgerichteten Betafaktors“ geeignet, wenn ein notwendiges „Mindestmaß an Handelsaktivität“ nicht vorliege.

Das OLG Düsseldorf hat sich in mehreren Entscheidungen gegen die Anwendung des unternehmenseigenen Beta-Faktors ausgesprochen: Im zu entscheidenden Fall vom 10.3.201660 liege „das Bestimmtheitsmaß der peer group-Betafaktoren deutlich über dem der unternehmenseigenen Betafaktoren“, was gleichfalls „auch Ausdruck von nicht bewertungsrelevanten Umständen“ nach Bekanntwerden der Fusionsverhandlungen sei. In ähnlicher Weise verweist das Gericht in seinem Beschluss vom 18.8.201661 auf eventuelle „Kursverzerrungen [...] aufgrund der vorzeitig publik gewordenen Übernahmepläne“, welche einen Rückgriff auf eine Peergroup erforderlich mache. In seinem Beschluss vom 25.5.201662 würde nach Ansicht des Gerichts der unternehmenseigene Betafaktor „lediglich Kursänderungen aufgrund der faktischen Konzernierung“ widerspiegeln.

Das OLG Frankfurt a. M. stellt in seinem Beschluss vom 20.7.201663 fest, dass die „Aussagekraft der Kurse der Gesellschaft nur eingeschränkt gegeben“ sei. Aufgrund fehlender weiterer Ausführungen sowie der zuvor festgestellten „statistischen Aussagefähigkeit“ auf Basis von „Bestimmtheitsmaß“ und „t-Test“ ist die Einschätzung des Senats allerdings wenig überzeugend. Auch in seinem Beschluss vom 17.1.201764 kommt das OLG Frankfurt a. M. zu dem Ergebnis, dass die „Außerachtlassung des eigenen Betas“ aufgrund der „fehlenden statistischen Aussagekraft“ sowie der „fehlende[n] Marktliquidität“ im zu entscheidenden Fall „sachgerecht“ gewesen sei.

Nach Ansicht des LG Düsseldorf⁶⁵ sei es hingegen „zwingend“, für eine „in sich schlüssige Unternehmensbewertung“ den unternehmenseigenen Beta-Faktor zugrunde zu legen, da im Rahmen des Ertragswertverfahrens „möglichst alle Parameter des konkreten Unternehmens verwendet werden“ müssten. Darüber hinaus biete der Rückgriff auf eine Peergroup die Möglichkeit, den „Betafaktor in jeder gewünschten Richtung zu manipulieren“, so dass „gerade der Peer Group Beta in besonderem Umfang ungeeignet“ sei, einen „objektiven Unternehmenswert zu ermitteln“.

bb) Peergroup: Vergleichbarkeit auf Basis von geschäftsbereichsspezifischen Auswahlkriterien (OLG Düsseldorf - I-26 W 2/15 [Akte]; I-26 W 12/15 [Akte]; OLG Frankfurt a. M. - 21 W 37/12; LG Düsseldorf - 33 O 72/10)

Nach Ansicht des OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 25.5.201666 würden „gegen die konkret herangezogene Vergleichsgruppe internationaler Pharmaunternehmen [...] keine Bedenken“ bestehen, da deren Vergleichbarkeit mit dem Bewertungsobjekt „anhand von Größe, Tätigkeitsfeld und regionaler Ausrichtung“ sichergestellt worden sei. In einer anderen Entscheidung vom 18.8.201667 sei es nach Ansicht des Gerichts „nicht zu beanstanden“, dass zunächst „über eine ausführliche Risikoanalyse der einzelnen Geschäftsfelder beider Konzerne“ auf Basis „geschäftsbereichsspezifischer Vergleichsunternehmen“ die „unverschuldeten Betafaktoren ermittelt“ und diese sodann „um die Risiken aus der jeweiligen Verschuldung angepasst“ worden seien.

Das OLG Frankfurt a. M. nimmt in seinem Beschluss vom 17.2.201768 einen Abschlag auf die anhand einer Peergroup ermittelten Beta-Faktoren vor, da das Bewertungsobjekt einem „geringeren Risiko im Vergleich zu den Peer Group-Unternehmen“ unterliege. Aus bewertungstheoretischer Sicht ist in einem solchen Fall allerdings zunächst eine Anpassung der Peer Group zu überprüfen. Lediglich falls eine solche nicht möglich sein sollte, ist die Vergleichbarkeit des Risikos von Bewertungsobjekt und Peer Group über einen Zu- oder Abschlag herzustellen, da sich letzterer, wie auch der Senat zutreffend konstatiert, jeglicher „objektivierbaren Quantifizierung“ entzieht.

Das LG Düsseldorf sieht in seinem Beschluss vom 14.10.201669 in der zugrunde gelegten Peergroup „keine Grundlage“ zur Schätzung des unternehmenseigenen Beta-Faktors, da „es sich überwiegend um ausländische Unternehmen handel[e], die auf Märkten tätig sind, die dem Deutschen Markt nicht oder nur teilweise vergleichbar“ seien.

cc) Einflussfaktoren: Festlegung von Intervall, Beobachtungszeitraum und Vergleichsindex (OLG Düsseldorf - I-26 W 14/13 [AktE]; OLG Frankfurt a. M. - 21 W 21/14; 21 W 37/12)

In seinem Beschluss vom 10.3.2016⁷⁰ bezeichnet das OLG Düsseldorf die Herleitung des Beta-Faktors durch den Sachverständigen als „überzeugend und nachvollziehbar“; im vorliegenden Fall hat dieser hierfür „wöchentliche Kursdaten über einen Zeitraum von zwei Jahren herangezogen und als Vergleichsindex auf den CDAX abgestellt.“

- 1584 -

Wüstemann/Brauchle, BB 2017, 1579-1585

- 1585 -

Das OLG Frankfurt a. M. hat in seinem Beschluss vom 20.7.2016⁷¹ die Ermittlung des Beta-Faktors durch den Sachverständigen ebenfalls bestätigt: Dieser hatte „einen zweijährigen Zeitraum mit wöchentlichen Intervallen zugrunde gelegt und für die US-amerikanischen Vergleichsunternehmen auf den Russell-3000 Index“ abgestellt; als Referenzindex für das zu bewertende Unternehmen sei „vornehmlich der CDAX“ anzuwenden. In seinem Beschluss vom 17.1.2017⁷² greift das Gericht hingegen auf einen Fünfjahreszeitraum mit monatlichen Intervallen sowie den MSCI World als Referenzindex zurück.

4. Wachstumsabschlag

a) Grundsatz: Erwartete Inflation als erster Anhaltspunkt (OLG Düsseldorf - I-26 W 14/13 [AktE]; OLG Frankfurt a. M. - 21 W 21/14; 21 W 37/12)

Nach Ansicht des OLG Düsseldorf⁷³ sei es „entscheidend [...], ob und in welcher Weise das konkrete Unternehmen aufgrund der Unternehmensplanung und der Erwartungen an die Marktentwicklung und die Inflationserwartung in der Lage sein wird, nachhaltige Wachstumserwartungen zu erfüllen“. In diesem Zusammenhang könne die „Geldentwertungsrate [...] nur ein erster Anhalt sein“.

Das OLG Frankfurt a. M. kommt in seinem Beschluss vom 20.7.2016⁷⁴ zu dem Ergebnis, dass „vor dem Hintergrund der volkswirtschaftlichen Daten und dem Gewinnwachstum der Peer Group [...] ein preisinduziertes Wachstum von mehr als einem Prozent“ nicht vertretbar sei. In seinem Beschluss vom 17.1.2017⁷⁵ betont das Gericht, dass der Wachstumsabschlag „entscheidend bestimmt [werde] durch die Möglichkeit der Gesellschaft, Kostensteigerungen an die Kunden weiterzugeben.“

b) Plausibilisierung: Berücksichtigung des Wachstums in der Detailplanungsphase (OLG Karlsruhe - 12a W 2/15)

Nach Ansicht des OLG Karlsruhe⁷⁶ wäre es „schlechterdings unplausibel“, bei einem Wachstum von 2,5 % in der Detailplanungsphase, die im vorliegenden Fall 38 Jahre beträgt, von einem „derartigen Anstieg der Wachstumsrisiken auszugehen, dass ein Wachstumsabschlag von lediglich 0,5 % angemessen sein könnte“.

VI. Zusammenfassung

1. Im Fall einer Verschmelzung determiniert die Art der Verschmelzung die verfassungsrechtlich gebotene Berücksichtigung des Börsenwerts: Bei einer Verschmelzung durch Übertragung erfordert das besondere Schutzbedürfnis der ausscheidenden Aktionäre eine generelle Berücksichtigung des Börsenwerts als Untergrenze der Abfindung; bei einem

- Merger of Equals fehlt es hingegen bereits am Interessengegensatz zwischen den Aktionären der zu verschmelzenden Unternehmen, so dass eine grundsätzliche Berücksichtigung des Börsenwerts nicht geboten ist.
2. Die Rechtsprechung betont weiterhin den Grundsatz der Methodenoffenheit sowie die fehlende Vorzugswürdigkeit einzelner Methoden: Die sachgerechte Auswahl der Bewertungsmethode ist grundsätzlich Aufgabe des Tatrichters unter Berücksichtigung des zugrunde liegenden Bewertungsanlasses - entsprechend dem Zweckadäquanzprinzip als zentralem Grundsatz ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung.
 3. Die Ermittlung der zu kapitalisierenden Erträge basiert regelmäßig auf der unternehmerischen Planung. Lediglich bei unplausiblen Planungsannahmen der Unternehmensleitung sowie bei ausschließlich zu Bewertungszwecken vorgenommenen Sonderplanungen ist eine Korrektur durch das Gericht erforderlich.
 4. Aufgrund fehlender einheitlicher Grundsätze zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in Wissenschaft, Bewertungspraxis und Rechtsprechung erfolgt dessen Festlegung durch die Gerichte weiterhin unter Verweis auf eine angemessene Schätzgrundlage. In diesem Zusammenhang wird in der oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung das unternehmensspezifische Risiko regelmäßig unter Berücksichtigung des Beta-Faktors einer Gruppe von Vergleichsunternehmen ermittelt.

// BB-ONLINE

Die im Aufsatz besprochenen Urteile sind unter www.betriebs-berater.de

mit folgenden BB-Links abrufbar:

BGH, 13.4.2016 - XII ZB 578/14:

OLG Düsseldorf, 10.3.2016 - I-26 W 14/13 [AktE]:

OLG Düsseldorf, 25.5.2016 - I-26 W 2/15 [AktE]:

OLG Düsseldorf, 6.6.2016 - I-26 W 4/12 [AktE]:

OLG Düsseldorf, 15.8.2016 - I-26 W 17/13 [AktE]:

OLG Düsseldorf, 18.8.2016 - I-26 W 12/15 [AktE]:

OLG Düsseldorf, 15.11.2016 - I-26 W 2/16 [AktE]:

OLG Frankfurt a. M., 1.3.2016 - 21 W 22/13:

OLG Frankfurt a. M., 20.7.2016 - 21 W 21/14:

OLG Frankfurt a. M., 17.1.2017 - 21 W 37/12:

OLG Hamm, 14.4.2016 - 14 UF 237/15:

OLG Karlsruhe, 18.5.2016 - 12a W 2/15:

OLG Rostock, 6.4.2016 - 1 U 131/13:

LG Düsseldorf, 14.10.2016 - 33 O 72/10:



Prof. Dr. Jens Wüstemann ist Inhaber des Lehrstuhls für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Wirtschaftsprüfung an der Universität Mannheim und seit 2003 Ständiger Mitarbeiter des „Betriebs-Berater“. Er ist Präsident der Mannheim Business School.



Dr. Thomas Brauchle war Wissenschaftlicher Mitarbeiter an diesem Lehrstuhl und ist derzeit in der Grundsatzabteilung eines internationalen Finanzdienstleistungsunternehmens tätig.

Fußnoten

- 1) Vgl. *Moxter*, ZfbF 1980, 454 (auch Zitat); vgl. grdl. *Moxter*, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 1983.
- 2) Es handelt sich um die Entscheidungen des BGH vom 13.4.2016 - XII ZB 578/14; des OLG Düsseldorf vom 10.3.2016 - I-26 W 14/13 [AktE], BB 2017, 368 Ls m. BB-Komm. *Handke*; vom 25.5.2016 - I-26 W 2/15 [AktE]; vom 6.6.2016 - I-26 W 4/12 [AktE]; vom 15.8.2016 - I-26 W 17/13 [AktE], BB 2017, 1073 Ls m. BB-Komm. *Gärtner*; vom 18.8.2016 - I-26 W 12/15 [AktE]; vom 15.11.2016 - I-26 W 2/16 [AktE], BB 2017, 498 Ls m. BB-Komm. *Müller-Michaels*; des OLG Frankfurt a. M. vom 1.3.2016 - 21 W 22/13; vom 20.7.2016 - 21 W 21/14; vom 17.1.2017 - 21 W 37/12, BB 2017, 1138 Ls m. BB-Komm. *Schüler*; des OLG Hamm vom 14.4.2016 - 14 UF 237/15; des OLG Karlsruhe vom 18.5.2016 - 12a W 2/15; des OLG Rostock vom 6.4.2016 - 1 U 131/13, BB 2017, 306 Ls m. BB-Komm. *Peemöller*; des LG Düsseldorf vom 14.10.2016 - 33 O 72/10. Diese sind unter www.betriebs-berater.de abrufbar unter den am Ende des Beitrags angegebenen BB-Links.
- 3) Vgl. *Wüstemann*, BB 2007, 2223 ff.; *Wüstemann*, BB 2008, 1499 ff.; *Wüstemann*, BB 2009, 1518 ff.; *Wüstemann*, BB 2010, 1715 ff.; *Wüstemann*, BB 2011, 1707 ff.; *Wüstemann*, BB 2012, 1719 ff.; *Wüstemann*, BB 2013, 1643 ff.; *Wüstemann*, BB 2014, 1707 ff.; *Wüstemann/Brauchle*, BB 2015, 1643 ff.; *Wüstemann/Brauchle*, BB 2016, 1644 ff.
- 4)

- Vgl. BGH, 29.9.2015 - II ZB 23/14, BB 2016, 304 m. BB-Komm. *Handke* ; vgl. auch *Wüstemann/Brauchle* , BB 2016, 1644.
- 5) OLG Düsseldorf, 10.3.2016 - I-26 W 14/13 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate).
 - 6) OLG Düsseldorf, 6.6.2016 - I-26 W 4/12 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).
 - 7) OLG Düsseldorf, 15.11.2016 - I-26 W 2/16 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate).
 - 8) OLG Düsseldorf, 15.8.2016 - I-26 W 17/13 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).
 - 9) OLG Frankfurt a. M., 20.7.2016 - 21 W 21/14 (Fn. 2, alle Zitate).
 - 10) OLG Düsseldorf, 15.11.2016 -I-26 W 2/16 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).
 - 11) Vgl. BGH, 12.1.2016 - II ZB 25/14, BB 2016, 1073 Ls m. BB-Komm. *Paul* ; vgl. auch *Wüstemann/Brauchle* , BB 2016, 1644 f.
 - 12) OLG Düsseldorf, 10.3.2016 - I-26 W 14/13 (AktE) (Fn. 2, beide Zitate).
 - 13) OLG Düsseldorf, 18.8.2016 - I-26 W 12/15 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).
 - 14) Vgl. BVerfG, 27.4.1999 - 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, BB 1999, 1778 („DAT/Altana“).
 - 15) OLG Frankfurt a. M., 1.3.2016 - 21 W 22/13 (Fn. 2, alle Zitate).
 - 16) BGH, 13.4.2016 - XII ZB 578/14 (Fn. 2, alle Zitate).
 - 17) OLG Hamm, 14.4.2016 - 14 UF 237/15 (Fn. 2, alle Zitate).
 - 18) OLG Düsseldorf, 15.8.2016 - I-26 W 17/13 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).
 - 19) OLG Frankfurt a. M., 1.3.2016 - 21 W 22/13 (Fn. 2, alle Zitate).
 - 20) OLG Rostock, 6.4.2016 - 1 U 131/13 (Fn. 2, alle Zitate). In einem ähnlich gelagerten Fall hat das OLG Rostock an demselben Tag in gleicher Weise entschieden, vgl. OLG Rostock, 6.4.2016 - 1 U 21/14, BB 2017, 306 Ls m. BB-Komm. *Peemöller* .
 - 21) OLG Frankfurt a. M., 17.1.2017 - 21 W 37/12 (Fn. 2, alle Zitate).
 - 22) Vgl. BGH, 19.7.2010 - II ZB 18/09, BGHZ 186, 229, BB 2010, 1941 m. BB-Komm. *Müller-Michaels* ; vgl. *Wüstemann* , BB 2011, 1709 ff. m. w. N.
 - 23) OLG Düsseldorf, 18.8.2016 - I-26 W 12/15 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).
 - 24) OLG Frankfurt a. M., 1.3.2016 - 21 W 22/13 (Fn. 2, beide Zitate).
 - 25) OLG Rostock, 6.4.2016 - 1 U 131/13 (Fn. 2, alle Zitate).
 - 26) BGH, 13.4.2016 - XII ZB 578/14 (Fn. 2, beide Zitate).
 - 27) BGH, 13.4.2016 - XII ZB 578/14 (Fn. 2, beide Zitate).
 - 28) OLG Düsseldorf, 15.8.2016 - I-26 W 17/13 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate); vgl. ebenso OLG Düsseldorf, 30.9.2015 - I-26 W 10/12 [AktE], BB 2016, 2226 Ls m. BB-Komm. *Peemöller* .

- 29) OLG Düsseldorf, 25.5.2016 - I-26 W 2/15 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate).
- 30) OLG Karlsruhe, 18.5.2016 - 12a W 2/15 (Fn. 2, alle Zitate).
- 31) OLG Frankfurt a. M., 20.7.2016 - 21 W 21/14 (Fn. 2, alle Zitate).
- 32) OLG Frankfurt a. M., 17.1.2017 - 21 W 37/12 (Fn. 2, beide Zitate).
- 33) OLG Frankfurt a. M., 20.7.2016 - 21 W 21/14 (Fn. 2, alle Zitate).
- 34) OLG Düsseldorf, 18.8.2016 - I-26 W 12/15 [AktE] (Fn. 2, auch Zitat).
- 35) OLG Düsseldorf, 25.5.2016 - I-26 W 2/15 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate); ebenso OLG Düsseldorf, 15.8.2016 - I-26 W 17/13 [AktE] (Fn. 2).
- 36) OLG Frankfurt a. M., 20.7.2016 - 21 W 21/14 (Fn. 2, auch Zitat).
- 37) OLG Frankfurt a. M., 17.1.2017 - 21 W 37/12 (Fn. 2, auch Zitat).
- 38) OLG Karlsruhe, 18.5.2016 - 12a W 2/15 (Fn. 2, alle Zitate).
- 39) OLG Düsseldorf, 6.6.2016 - I-26 4/12 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate); ebenso OLG Düsseldorf, 15.11.2016 - I-26 W 2/16 [AktE] (Fn. 2); OLG Düsseldorf, 15.8.2016 - I-26 W 17/13 [AktE] (Fn. 2).
- 40) OLG Düsseldorf, 25.5.2016 - I-26 W 2/15 [AktE] (Fn. 2, auch Zitat).
- 41) OLG Frankfurt a. M., 20.7.2016 - 21 W 21/14 (Fn. 2, auch Zitat).
- 42) OLG Frankfurt a. M., 17.1.2017 - 21 W 37/12 (Fn. 2, auch Zitat).
- 43) OLG Karlsruhe, 18.5.2016 - 12a W 2/15 (Fn. 2, beide Zitate).
- 44) OLG Düsseldorf, 6.6.2016 - I-26 4/12 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate).
- 45) OLG Düsseldorf, 15.11.2016 - I-26 W 2/16 [AktE] (Fn. 2, auch Zitat).
- 46) OLG Frankfurt a. M., 20.7.2016 - 21 W 21/14 (Fn. 2, beide Zitate); ebenso OLG Frankfurt a. M., 17.1.2017 - 21 W 37/12 (Fn. 2).
- 47) LG Düsseldorf, 14.10.2016 - 33 O 72/10 (Fn. 2, beide Zitate).
- 48) OLG Düsseldorf, 25.5.2016 - I-26 W 2/15 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate); ebenso OLG Düsseldorf, 15.8.2016 - I-26 W 17/13 [AktE] (Fn. 2).
- 49) OLG Frankfurt a. M., 20.7.2016 - 21 W 21/14 (Fn. 2, beide Zitate); ebenso OLG Frankfurt a. M., 17.1.2017 - 21 W 37/12 (Fn. 2).
- 50) OLG Karlsruhe, 18.5.2016 - 12a W 2/15 (Fn. 2, alle Zitate).
- 51) LG Düsseldorf, 14.10.2016 - 33 O 72/10 (Fn. 2, auch Zitat).
- 52) OLG Düsseldorf, 25.5.2016 - I-26 W 2/15 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate).
- 53)

- OLG Düsseldorf, 15.8.2016 - I-26 W 17/13 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).
- 54) OLG Frankfurt a. M., 20.7.2016 - 21 W 21/14 (Fn. 2, alle Zitate).
- 55) Vgl. BGH, 29.9.2015 - II ZB 23/14, BB 2016, 304 m. BB-Komm. *Handke* ; vgl. auch *Wüstemann/Brauchle* , BB 2016, 1644.
- 56) OLG Frankfurt a. M., 17.1.2017 - 21 W 37/12 (Fn. 2, beide Zitate).
- 57) LG Düsseldorf, 14.10.2016 - 33 O 72/10 (Fn. 2, alle Zitate).
- 58) OLG Frankfurt a. M., 17.1.2017 - 21 W 37/12 (Fn. 2, auch Zitat).
- 59) OLG Karlsruhe, 18.5.2016 - 12a W 2/15 (Fn. 2, beide Zitate).
- 60) OLG Düsseldorf, 10.3.2016 - I-26 W 14/13 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate).
- 61) OLG Düsseldorf, 18.8.2016 - I-26 W 12/15 [AktE] (Fn. 2, auch Zitat).
- 62) OLG Düsseldorf, 25.5.2016 - I-26 W 2/15 [AktE] (Fn. 2, auch Zitat).
- 63) OLG Frankfurt a. M., 20.7.2016 - 21 W 21/14 (Fn. 2, alle Zitate).
- 64) OLG Frankfurt a. M., 17.1.2017 - 21 W 37/12 (Fn. 2, alle Zitate).
- 65) LG Düsseldorf, 14.10.2016 - 33 O 72/10 (Fn. 2, alle Zitate).
- 66) OLG Düsseldorf, 25.5.2016 - I-26 W 2/15 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate).
- 67) OLG Düsseldorf, 18.8.2016 - I-26 W 12/15 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).
- 68) OLG Frankfurt a. M., 17.1.2017 - 21 W 37/12 (Fn. 2, beide Zitate).
- 69) LG Düsseldorf, 14.10.2016 - 33 O 72/10 (Fn. 2, beide Zitate).
- 70) OLG Düsseldorf, 10.3.2016 - I-26 W 14/13 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate). Dieselbe Vorgehensweise zur Ermittlung des Beta-Faktors hat das OLG Düsseldorf in einem anderen Fall bestätigt, vgl. OLG Düsseldorf, 15.8.2016 - I-26 W 17/13 [AktE] (Fn. 2).
- 71) OLG Frankfurt a. M., 20.7.2016 - 21 W 21/14 (Fn. 2, beide Zitate).
- 72) OLG Frankfurt a. M., 17.1.2017 - 21 W 37/12 (Fn. 2).
- 73) OLG Düsseldorf, 10.3.2016 - I-26 W 14/13 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate); ebenso OLG Düsseldorf, 25.5.2016 - I-26 W 2/15 [AktE] (Fn. 2); OLG Düsseldorf, 15.8.2016 - I-26 W 17/13 [AktE] (Fn. 2).
- 74) OLG Frankfurt a. M., 20.7.2016 - 21 W 21/14 (Fn. 2, auch Zitat).
- 75) OLG Frankfurt a. M., 17.1.2017 - 21 W 37/12 (Fn. 2, auch Zitate).
- 76) OLG Karlsruhe, 18.5.2016 - 12a W 2/15 (Fn. 2, beide Zitate).

