

Prof. Dr. Jens Wüstemann und Dr. Thomas Brauchle

# BB-Rechtsprechungsreport Unternehmensbewertung 2019/20

Der nachfolgende Beitrag führt den jährlichen BB-Rechtsprechungsreport von Wüstemann/Brauchle (zuletzt BB 2019, 1643) zu den wichtigsten seit Mai 2019 veröffentlichten Entscheidungen im Bereich der Unternehmensbewertung fort.

## I. Problemstellung

Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung konkretisieren die bei der Bewertung „erforderliche Sorgfalt“; im Rahmen ihrer Geltendmachung innerhalb des jeweils vorgegebenen rechtlichen Rahmens unterliegen sie der unmittelbaren Auslegung und Fortentwicklung durch die Rechtsprechung.<sup>1</sup>

Der vorliegende BB-Rechtsprechungsreport bezieht sich auf seit Mai 2019 veröffentlichte Entscheidungen;<sup>2</sup> frühere Entscheidungen wurden an gleicher Stelle berichtet.<sup>3</sup>

## II. Grundsatzfragen

### 1. Methodenauswahl

#### a) Auswahlentscheidung: Grundsatz der Vereinbarkeit mit gesetzlichen Vorgaben (BGH – EnVR 41/18; EnVR 52/18; EnVR 56/18)

In seinem Beschluss vom 3.3.2020<sup>4</sup> betont der BGH den „Spielraum“ der Bundesnetzagentur bei der Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes zur Bestimmung der Erlösobergrenze für Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetzen: Die Regulierungsbehörde ist „weder an ein bestimmtes wissenschaftliches Modell noch an bestimmte Methoden zur Ermittlung und Bemessung der im Rahmen des gewählten Modells heranzuziehenden Parameter gebunden.“ Entsprechend kann ihre „Auswahlentscheidung [...] von Rechts wegen nur dann beanstandet werden, wenn sich feststellen lässt, dass der gewählte methodische Ansatz von vornherein ungeeignet ist [...] oder dass ein anderes methodisches Vorgehen unter Berücksichtigung aller maßgeblichen Umstände so deutlich überlegen ist, dass die Auswahl einer anderen Methode nicht mehr als mit den gesetzlichen Vorgaben vereinbar angesehen werden“ kann.

Darüber hinaus, so der Senat in seinen Beschlüssen vom 9.7.2019,<sup>5</sup> ist es nicht Aufgabe des Gerichts, eine „von der Regulierungsbehörde in Ausübung eines ihr zustehenden Spielraums gewählte Methode durch eine alternative Modellierung zu ergänzen oder zu ersetzen.“

#### b) Eignung der Bewertungsmethode: Keine Rechtsfrage, sondern Teil der Tatsachenfeststellung (OLG München – 31 Wx 185/17; 31 Wx 213/17; 31 Wx 340/17; 31 Wx 358/16; 31 Wx 341/17; 31 Wx 361/18)

Bei der Festlegung der angemessenen Barabfindung gem. §§ 62 Abs. 5 S. 1 UmwG, 327a AktG, so das OLG München in seinem Beschluss vom

20.3.2019,<sup>6</sup> sei ein „vollständiger wirtschaftlicher Ausgleich für die Beinträchtigung der vermögensrechtlichen Stellung der Aktionäre“ in Form des „wahr[e]n“ Werts des Anteilseigentums zu gewähren. Hierbei gebe es keine Vorgabe, „nach welcher Methode“ der Wert zu ermitteln wäre; mithin sei „die Frage nach der geeigneten Bewertungsmethode keine Rechtsfrage, sondern Teil der Tatsachenfeststellung“ des Gerichts. In seinem Beschluss vom 12.7.2019<sup>7</sup> weist das OLG München „nöchmals daraufhin“, dass die Auswahl der geeigneten Bewertungsmethode „Sache des Tatrichters“ sei und es daher „weder ein[en] Anspruch auf Anwendung einer bestimmten Methode noch auf deren Ausklammerung“ gebe.

### 2. Unternehmensbewertung als Tatsachenfeststellung: Rückgriff auf unabhängigen Sachverständigen bei fehlender eigener Sachkunde (BFH – X R 38/17)

In seinem Urteil vom 12.6.2019<sup>8</sup> rügt der BFH die durch die Vorinstanz vorgenommene Änderung einzelner Berechnungsparameter gegenüber den Ansätzen des Gutachters, da dies „ohne Sachverständigenbeweis oder Darlegung eigener Sachkunde“ erfolgte. Vielmehr ist das Gericht „grundsätzlich gehalten“, das Gutachten eines „unabhängigen vereidigten Sachverständigen“ einzuholen, falls es im Rahmen einer „entscheidungserhebliche[n] Tatsachenfeststellung“ an der eigenen Sachkunde fehlt; dies ist insbesondere der Fall, wenn die Unternehmensbewertung „streitig“ ist und sich entsprechend „die Notwendigkeit einer solchen Beweiserhebung hätte aufdrängen müssen.“

1 Vgl. Moxter, zBf 1980, 454 (auch Zitat); vgl. girdl. Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 1983.

2 Es handelt sich um die Entscheidungen des BGH vom 9.7.2019 – EnVR 41/18; vom 9.7.2019 – EnVR 52/18; vom 22.10.2019 – XI ZR 682/18; vom 3.3.2020 – EnVR 56/18; des BFH vom 12.6.2019 – X R 38/17, BB 2019, 2033 Ls m. BB-Komm. Bünning; des OLG Düsseldorf vom 21.2.2019 – I-26 W 5/18 [AktE]; vom 10.4.2019 – I-26 W 5/17 [AktE]; vom 10.4.2019 – I-26 W 6/17 [AktE]; vom 28.10.2019 – I-26 W 3/17 [AktE]; des OLG Frankfurt a. M. vom 20.11.2019 – 21 W 77/14; des OLG München vom 20.3.2019 – 31 Wx 185/17, BB 2019, 1073 Ls m. BB-Komm. Müller-Michaels; vom 12.7.2019 – 31 Wx 213/17; vom 6.8.2019 – 31 Wx 340/17, BB 2019, 2226 Ls m. BB-Komm. Peemöller; vom 2.9.2019 – 31 Wx 358/16, BB 2020, 306 Ls m. BB-Komm. Peemöller; vom 11.3.2020 – 31 Wx 341/17, BB 2020, 946 Ls m. BB-Komm. Peemöller; vom 12.5.2020 – 31 Wx 361/18, BB 2020, 1458 Ls m. BB-Komm. Handke; des LG Frankfurt a. M. vom 27.6.2019 – 3-05 O 38/18; des LG Köln vom 28.6.2019 – 82 O 2/16; des LG München I vom 28.3.2019 – 5 HK O 3374/18, BB 2020, 690 Ls m. BB-Komm. Müller-Michaels; des LG Stuttgart vom 8.5.2019 – 31 O 25/13 KfH SpruchG. Diese sind unter [www.betriebs-berater.de](http://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.; Wüstemann/Brauchle, BB 2017, 1579 ff.; Wüstemann/Brauchle, BB 2018, 1579 ff.; Wüstemann/Brauchle, BB 2019, 1643 ff.

4 BGH, 3.3.2020 – EnVR 56/18 (Fn. 2, alle Zitate); ebenso BGH, 9.7.2019 – EnVR 52/18 (Fn. 2), BGH, 9.7.2019 – EnVR 41/18 (Fn. 2).

5 BGH, 9.7.2019 – EnVR 52/18 (Fn. 2, auch Zitat); ebenso BGH, 9.7.2019 – EnVR 41/18 (Fn. 2).

6 OLG München, 20.3.2019 – 31 Wx 185/17 (Fn. 2, alle Zitate); ebenso OLG München, 6.8.2019 – 31 Wx 340/17 (Fn. 2); OLG München, 2.9.2019 – 31 Wx 358/16 (Fn. 2); OLG München, 11.3.2020 – 31 Wx 341/17 (Fn. 2); OLG München, 12.5.2020 – 31 Wx 361/18 (Fn. 2).

7 OLG München, 12.7.2019 – 31 Wx 213/17 (Fn. 2, alle Zitate).

8 BFH, 12.6.2019 – X R 38/17 (Fn. 2, alle Zitate).

### 3. Rückwirkende Anwendung von Expertenverlautbarungen: Kein Erfordernis bei Verzögerung (OLG Düsseldorf – I-26 W 5/17 [AktE]; I-26 W 6/17 [AktE])

Das OLG Düsseldorf weist in seinem Beschluss vom 10.4.2019<sup>9</sup> darauf hin, dass bei einer rückwirkenden Anwendung von Expertenverlautbarungen – im zu entscheidenden Fall des IDW S1 2005 für den Bewertungsstichtag 30.12.2004 – der „Gewinn an Genauigkeit gegen den weiteren verfahrensrechtlichen und zeitlichen Aufwand abzuwägen“ sei. Im zu entscheidenden Fall liege eine Verfahrensverzögerung nicht vor, da eine Bewertung auf Basis des IDW S1 2005 bereits zu Verfahrensbeginn angeordnet worden sei und mithin die Angemessenheit der Abfindung „auf der Grundlage des – nach dem Bewertungsstichtag verabschiedeten – Bewertungsstandards IDW S1 2005 gerichtlich zu überprüfen“ sei.

### 4. Angemessenheit der Abfindung von Minderheitsaktionären

- a) **Abfindungshöhe: Mathematisch exakter Unternehmenswert verfassungsrechtlich nicht geboten** (OLG Düsseldorf – I-26 W 5/18 [AktE]; I-26 W 3/17 [AktE]; OLG München – 31 Wx 185/17; 31 Wx 340/17; 31 Wx 358/16; 31 Wx 341/17; 31 Wx 361/18; LG Köln – 82 O 2/16)

Im Rahmen der Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung bei Squeeze-out betont das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 21.2.2019<sup>10</sup> die „Zukunftsorientiertheit und die damit verbundene Ungenauigkeit“ der Unternehmensbewertung, wodurch die Ermittlung eines „mathematisch exakten oder ‚wahren‘ Unternehmenswert[s]“ nicht möglich wäre. Gleichfalls, so der Senat weiter, sei dies „auch verfassungsrechtlich nicht geboten“. Entsprechend müsse „insoweit eine Bandbreite von Werten angemessen sein“. Inkonsistenter Weise betont das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 28.10.2019,<sup>11</sup> dass „weder Art. 14 Abs. 1 GG noch das einfache Recht [...] eine bestimmte Methode“ zur Unternehmensbewertung vorschreibe; vielmehr sei es ausreichend, wenn der „zu schätzende Verkehrswert nach einer anerkannten betriebswirtschaftlichen Methode ermittelt“ werde. Anderer Ansicht ist das LG Köln in seinem Beschluss vom 28.6.2019:<sup>12</sup> Es könne „nicht entscheidend“ sein, ob es sich um eine „in der Praxis anerkannte und gebräuchliche Bewertungsmethode“ handle; da es sich bei der „Bestimmung des Bewertungsziels und der geeigneten Bewertungsmethode um Rechtsfragen“ handle, sei die „Eignung der Methode zur Erreichung des Bewertungsziels [...] trotz aller Gebräuchlichkeit in der Bewertungspraxis rechtlich zu prüfen.“

Das OLG München weist in seinem Beschluss vom 20.3.2019<sup>13</sup> darauf hin, dass es „einen exakten, einzig richtigen Wert eines Unternehmens – unabhängig von der zugrunde gelegten Bewertungsmethode – nicht geben“ könne und entsprechend „eine gewisse Bandbreite von Werten als (noch) angemessen“ betrachtet werden müsse. Die sei, so ebenfalls das OLG München in seinem Beschluss vom 6.8.2019,<sup>14</sup> auch aufgrund des „Gebot[s] des effektiven Rechtsschutzes“ notwendig.

Eine Erhöhung der Barabfindung könne erst „dann angenommen“ werden, so das OLG München in seinem Beschluss vom 2.9.2019,<sup>15</sup> wenn „eine gewisse Grenze überschritten“ sei. Hierbei werde „in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt“, wo diese Grenze liege – eine „allgemeingültige Bagatellgrenze“ könne es auch „kaum geben“. Im zu entscheidenden Fall kommt der Senat zu dem Ergebnis, dass nach „Gesamtwürdigung der Einzelfallumstände eine Abweichung von 9,45 % hier nicht mehr als unerheblich angesehen werden“ könne.

- b) **Unternehmenswert als Schätzgrundlage: Kein Meistbegünstigungsprinzip für ausscheidende Aktionäre** (OLG Düsseldorf – I-26 W 5/18 [AktE]; OLG München – 31 Wx 185/17; 31 Wx 213/17; 31 Wx 340/17; 31 Wx 358/16; 31 Wx 341/17; 31 Wx 361/18)

In seinem Beschluss vom 21.2.2019<sup>16</sup> hält das OLG Düsseldorf fest, dass „kein Meistbegünstigungsprinzip“ bestehe, „wonach zugunsten der Antragsteller stets auf eine ihnen günstigere Wertermittlung zurückzugreifen wäre.“ In diesem Zusammenhang verweist das OLG München in seinem Beschluss vom 20.3.2019<sup>17</sup> darauf, dass die im Rahmen eines Squeeze-out ausscheidenden Aktionäre zwar „Anspruch auf eine angemessene, der Beteiligung am wirklichen Unternehmenswert entsprechende Abfindung, nicht aber auf eine möglichst hohe Abfindung“ haben würden. Entsprechend sei, so das OLG München in seinem Beschluss vom 6.8.2019,<sup>18</sup> das Gericht „nicht gehalten, [...] die Bewertungsmethode oder innerhalb einer Bewertungsmethode die Parameter anzusetzen, die für die Antragsteller die größtmögliche Abfindung ergeben“.

- c) **Abfindungsuntergrenze: Abstellen auf Börsenkurs aufgrund verfassungsrechtlicher Eigentumsgarantie** (OLG München – 31 Wx 213/17; 31 Wx 340/17; 31 Wx 358/16; 31 Wx 341/17; 31 Wx 361/18; OLG Frankfurt a.M. – 21 W 77/14)

Das OLG München verweist in seinem Beschluss vom 12.7.2019<sup>19</sup> darauf, dass „jedenfalls bei börsennotierten Gesellschaften“ auf den Börsenkurs als Abfindungsuntergrenze zurückgegriffen werden könne, da eine geringere Abfindung der „Dispositionsfreiheit über das Eigentum und damit der verfassungsrechtlichen Eigentumsgarantie des Art. 14 Abs. 1 GG“ nicht genüge.

In seinem Beschluss vom 20.11.2019<sup>20</sup> hält das OLG Frankfurt a.M. fest, dass der Börsenkurs „regelmäßig eine Untergrenze für die zu gewährende Abfindung“ der ausscheidenden Aktionäre bei Squeeze-out darstelle, da hierdurch sichergestellt werde, dass jene „ohne Nachteil[e] aus der Gesellschaft ausscheiden“ könnten.

- d) **Abfindungsuntergrenze: Uneinheitliche Rechtsprechung zur Relevanz des Barwerts der festen Ausgleichszahlung als Mindestwert** (OLG Frankfurt a.M. – 21 W 77/14)

In seinem Beschluss vom 20.11.2019<sup>21</sup> kommt das OLG Frankfurt a.M. zu dem Ergebnis, dass im Fall eines Squeeze-out die Abfin-

9 OLG Düsseldorf, 10.4.2019 – I-26 W 5/17 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate); ebenso OLG Düsseldorf, 10.4.2019 – I-26 W 6/17 [AktE] (Fn. 2).

10 OLG Düsseldorf, 21.2.2019 – I-26 W 5/18 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).

11 OLG Düsseldorf, 28.10.2019 – I-26 W 3/17 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).

12 LG Köln, 28.6.2019 – 82 O 2/16 (Fn. 2, alle Zitate).

13 OLG München, 20.3.2019 – 31 Wx 185/17 (Fn. 2, beide Zitate); ebenso OLG München, 11.3.2020 – 31 Wx 341/17 (Fn. 2); OLG München, 12.5.2020 – 31 Wx 361/18 (Fn. 2).

14 OLG München, 6.8.2019 – 31 Wx 340/17 (Fn. 2, auch Zitat).

15 OLG München, 2.9.2019 – 31 Wx 358/16 (Fn. 2, alle Zitate).

16 OLG Düsseldorf, 21.2.2019 – I-26 W 5/18 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate); ebenso OLG München, 12.7.2019 – 31 Wx 213/17 (Fn. 2).

17 OLG München, 20.3.2019 – 31 Wx 185/17 (Fn. 2, auch Zitat).

18 OLG München, 6.8.2019 – 31 Wx 340/17 (Fn. 2, auch Zitat); ebenso OLG München, 2.9.2019 – 31 Wx 358/16 (Fn. 2); OLG München, 11.3.2020 – 31 Wx 341/17 (Fn. 2); OLG München, 12.5.2020 – 31 Wx 361/18 (Fn. 2).

19 OLG München, 12.7.2019 – 31 Wx 213/17 (Fn. 2, beide Zitate); ebenso OLG München, 6.8.2019 – 31 Wx 340/17 (Fn. 2); OLG München, 2.9.2019 – 31 Wx 358/16 (Fn. 2); OLG München, 11.3.2020 – 31 Wx 341/17 (Fn. 2); OLG München, 12.5.2020 – 31 Wx 361/18 (Fn. 2).

20 OLG Frankfurt a.M., 20.11.2019 – 21 W 77/14 (Fn. 2, beide Zitate).

21 OLG Frankfurt a.M., 20.11.2019 – 21 W 77/14 (Fn. 2, alle Zitate).

dungshöhe von dem „Barwert der festen Ausgleichszahlungen als Mindestwert bestimmt“ werde. In der Beschlussbegründung verweist der Senat u. a. darauf, dass die „Fruchtziehung in Form der Ausgleichszahlung einen Teil der Beteiligung des Minderheitsaktionärs in vermögensrechtlicher Hinsicht“ darstelle und diese daher „bei der Kompensation für den Entzug der Beteiligung zwingend zu berücksichtigen“ sei. Da hierzu „in Rechtsprechung und Literatur unterschiedliche Auffassungen vertreten“ würden und der Senat entscheidungserheblich von der Rechtsprechung anderer Oberlandesgerichte abweiche, werde die sofortige Beschwerde gegen den Beschluss dem BGH zur Entscheidung vorgelegt.

### III. Anzuwendende Bewertungsmethoden

#### 1. Ertragswertmethode: Weithin als geeignete Methode der Unternehmensbewertung anerkannt (OLG Düsseldorf – I-26 W 5/18 [AktE]; I-26 W 5/17 [AktE]; I-26 W 6/17 [AktE]; OLG München – 31 Wx 185/17; 31 Wx 213/17; 31 Wx 340/17; 31 Wx 358/16; 31 Wx 341/17; 31 Wx 361/18; LG Köln – 82 O 2/16; LG München I – 5 HK O 3374/18; LG Frankfurt a. M. – 3-05 O 38/18; LG Stuttgart – 31 O 25/13 KfH SpruchG)

In seinem Beschluss vom 21.2.2019<sup>22</sup> weist das OLG Düsseldorf darauf hin, dass zur Ermittlung der angemessenen Abfindung bei Squeeze-out die Anwendung der Ertragswertmethode „im Einklang mit sämtlichen Bewertern“ als eine „geeignete Methode der Unternehmensbewertung“ weithin anerkannt sei. Diese sei, so das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 10.4.2019,<sup>23</sup> gleichfalls „verfassungsrechtlich unbedenklich“.

Auch das OLG München bezeichnet in seinem Beschluss vom 20.3.2019<sup>24</sup> die Ertragswertmethode als „in Literatur und Praxis allgemein anerkannt und verfassungsrechtlich grundsätzlich nicht zu beanstanden“, wenngleich ihre Anwendung „nicht zwingend geboten“ sei. Entsprechend komme, so das OLG München in seinem Beschluss vom 12.7.2019,<sup>25</sup> diesem Verfahren auch kein „Alleinstellungsmerkmal“ zu. Anderer Auffassung ist das LG Köln in seinem Beschluss vom 28.6.2019:<sup>26</sup> Zwar werde die „Ertragswertmethode grundsätzlich als eine geeignete Methode“ anerkannt, allerdings dürfe diese dann „nicht einseitig zur Feststellung von Verkäufer-Entscheidungswerten angewendet werden“; vielmehr müsse der Ertragswert „markttypisch ermittelt oder mithilfe weiterer Verfahren bzw. Schätzungen zu einem hypothetischen Erwerbspreis für das Unternehmen verdichtet“ werden. Demgegenüber schließt das LG München I in seinem Beschluss vom 28.3.2019<sup>27</sup> eine Plausibilisierung „in Anlehnung an die Best-Practice-Empfehlungen der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management“ geradezu aus, da diese „nicht unerheblicher Kritik“ ausgesetzt sei, da das „Konzept des markttypischen Erwerbers sich vom relevanten Bewertungsobjekt in unzulässiger Weise entferne“.

Auch das LG Frankfurt a. M. weist in seinem Beschluss vom 27.6.2019<sup>28</sup> darauf hin, dass der Ertragswert „nicht als solches den Verkehrswert eines Unternehmens“ darstelle, sondern „lediglich ‚einen von mehreren möglichen Anhaltspunkten‘ für dessen Schätzung“ bilde; ferner sei die „Ertragswertmethode – wegen ihrer Ungenauigkeiten und des wissenschaftlichen Streits zu den Berechnungsparametern – der kapitalmarkt-orientierten Ermittlung des Werts eines Unternehmens nicht überlegen“. In ähnlicher Weise argumentiert das LG Stuttgart in seinem Be-

schluss vom 8.5.2019:<sup>29</sup> Die Kammer sei „nicht davon überzeugt, dass die Ertragswertmethode der marktorientierten Bewertung anhand des Börsenkurses methodisch stets überlegen wäre“; denn der Markt selbst liefere bei einem „funktionierenden Kapitalmarkt“ den richtigen Unternehmenswert.

#### 2. Net Asset Value-Methode: Anerkannte Methode zur Bewertung von Immobiliengesellschaften (OLG München – 31 Wx 213/17)

Die Anwendung der Net Asset Value-Methode sei, so das OLG München in seinem Beschluss vom 12.7.2019,<sup>30</sup> durchaus geeignet, den „wahren“, „wirklichen“ Wert der Beteiligung abzubilden, sofern es [...] um die Bewertung von vermögensverwaltenden bzw. Immobiliengesellschaften“ gehe. Darüber hinaus sei die NAV-Bewertung im Rahmen von Spruchverfahren „in Rechtsprechung und Literatur allgemein anerkannt.“

#### 3. Börsenwert

##### a) Berücksichtigung des Börsenkurses: Fehlende Aussagekraft bei nacheinander folgenden Kurssprüngen von mehr als fünf Prozent (BGH – XI ZR 682/18)

In seinem Beschluss vom 22.10.2019<sup>31</sup> hält der BGH bzgl. der Aussagekraft des Börsenkurses – im vorliegenden Fall als Grundlage für die Höhe der angemessenen Gegenleistung im Rahmen eines Delisting-Verfahrens – fest, dass bei „zwei unmittelbar nacheinander folgenden Kurssprüngen“ von mehr als fünf Prozent und der Tatsache, dass „Börsenkurse an weniger als einem Drittel der Börsentage festgestellt“ wurden, der „Durchschnittsbörsenkurs zufallsgeprägt“ ist und daher „keine sachgerechte Grundlage für die Berechnung der Abfindung“ bietet.

##### b) Eignung des Börsenwerts: Alleiniges Abstellen auf den Börsenwert bei unzweifelhafter Aussagekraft (OLG München – 31 Wx 213/17; 31 Wx 340/17; 31 Wx 341/17; 31 Wx 361/18; LG Köln – 82 O 2/16; LG Frankfurt a. M. – 3-05 O 38/18; LG Stuttgart – 31 O 25/13 KfH SpruchG)

Das OLG München hält in seinem Beschluss vom 12.7.2019<sup>32</sup> mit Verweis auf die BGH-Rechtsprechung fest, dass das „alleinige Abstellen auf den Börsenwert durchaus ausreichend sein könne“. Voraussetzung hierfür sei, dass sich auf Basis der „zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend [...] im Börsenkurs niederschlage“. Im zu entscheidenden Fall sei dies aufgrund „durchgreifende[r] Zweifel“ über die Aussagekraft des Börsenkurses bei einem Free Float von „lediglich knapp 1 %“ nicht gegeben.

22 OLG Düsseldorf, 21.2.2019 – I-26 W 5/18 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate).

23 OLG Düsseldorf, 10.4.2019 – I-26 W 5/17 [AktE] (Fn. 2, auch Zitat); ebenso OLG Düsseldorf, 10.4.2019 – I-26 W 6/17 [AktE] (Fn. 2).

24 OLG München, 20.3.2019 – 31 Wx 185/17 (Fn. 2, beide Zitate); ebenso OLG München, 6.8.2019 – 31 Wx 340/17 (Fn. 2); OLG München, 2.9.2019 – 31 Wx 358/16 (Fn. 2); OLG München, 11.3.2020 – 31 Wx 341/17 (Fn. 2); OLG München, 12.5.2020 – 31 Wx 361/18 (Fn. 2).

25 OLG München, 12.7.2019 – 31 Wx 213/17 (Fn. 2, auch Zitat).

26 LG Köln, 28.6.2019 – 82 O 2/16 (Fn. 2, alle Zitate).

27 LG München I, 28.3.2019 – 5 HK O 3374/18 (Fn. 2, alle Zitate).

28 LG Frankfurt a. M., 27.6.2019 – 3-05 O 38/18 (Fn. 2, alle Zitate).

29 LG Stuttgart, 8.5.2019 – 31 O 25/13 KfH SpruchG (Fn. 2, beide Zitate).

30 OLG München, 12.7.2019 – 31 Wx 213/17 (Fn. 2, beide Zitate).

31 BGH, 22.10.2019 – XI ZR 682/18 (Fn. 2, alle Zitate).

32 OLG München, 12.7.2019 – 31 Wx 213/17 (Fn. 2, alle Zitate).

Auch in seinem Beschluss vom 6.8.2019<sup>33</sup> kommt das OLG München zu dem Ergebnis, dass im zu entscheidenden Fall „durchgreifende Bedenken“ bestünden, dass der Börsenwert die „Ertragskraft des Unternehmens tatsächlich zutreffend widerspiegel[e]“, da kein „nennenswerter – im Sinne der BGH-Entscheidung aussagekräftiger – Aktienhandel“ stattgefunden habe. Bei bereits erfolgtem Delisting der Aktien des zu bewertenden Unternehmens, so das OLG München in seinem Beschluss vom 11.3.2020,<sup>34</sup> stelle sich die Frage nach der Aussagekraft des Börsenwerts erst gar nicht, da es „schlicht“ keinen Börsenkurs gebe, welcher – „als Untergrenze oder allein maßgeblich“ – zur Bestimmung der angemessenen Abfindung zugrunde gelegt werden könnte. Schließlich stellt das OLG München auch in seinem Beschluss vom 12.5.2020<sup>35</sup> fest, dass im zu entscheidenden Fall von einer „alleinigen Maßgeblichkeit des Börsenkurses“ nicht ausgegangen werden könne: Aufgrund des über 93% liegenden Anteils der Mehrheitsaktionärin am Ende des „maßgeblichen Referenzzeitraums“ betreffend den verschmelzungsrechtlichen Squeeze-out sowie der Tatsache, dass an weniger als einem Drittel der Tage überhaupt ein Aktienhandel stattgefunden habe, könne nicht „von einer (hoch) liquiden Aktie“ ausgegangen werden. Auch die Notierung der Aktie im Freiverkehr und die damit verbundenen eingeschränkten „Zulassungs-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten“ seien „im Hinblick auf die Informationsgewinnung und -bewertung kritisch zu sehen.“ Mithin stellt der Senat zusammenfassend fest, dass „durchgreifende Bedenken“ bestünden, ob im vorliegenden Fall der Börsenkurs „tatsächlich Ausdruck einer effektiven Informationsbewertung“ sei. Das LG Frankfurt a.M. kommt in seinem Beschluss vom 27.6.2019<sup>36</sup> zu dem Ergebnis, dass im zu entscheidenden Fall „anstelle der Ertragswertmethode“ eine alleinige „kapitalmarktorientierte Bewertung zum Börsenkurs“ vorzunehmen sei. Demgegenüber stellt das LG Köln in seinem Beschluss vom 28.6.2019<sup>37</sup> fest, dass der Börsenkurs lediglich den „Desinvestitionswert der Minderheitsaktie“ und geradezu „nicht den Verkehrswert des Unternehmens“ darstelle, da sich die „Wertbildungsfaktoren beim Handel mit Unternehmen und Aktien“ erheblich unterscheiden würden; folglich sei der Börsenkurs nicht für die Bestimmung der angemessenen Abfindung geeignet. Nach Ansicht des LG Stuttgart in seinem Beschluss vom 8.5.2019<sup>38</sup> stelle bei börsennotierten Unternehmen die „marktorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses eine grundsätzlich geeignete und in der Regel zu angemessenen Ergebnissen führende Bewertungsmethode“ dar. Darüber hinaus sei der Börsenwert bei „aussagekräftigen Börsenkurs[e]n“ auch zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktie heranzuziehen. Hierbei spreche die „partielle Informationsineffizienz des Kapitalmarkts an sich“ grundsätzlich nicht gegen die „Legitimität der Heranziehung realgebildeter (Markt-)Preise für die Aktie bei der Bestimmung des Verkehrswerts.“

## IV. Ermittlung des zu kapitalisierenden Ergebnisses

### 1. Gegenstand der Ertragsprognose

- a) Grundsatz: Planung der Gesellschaft als Ergebnis der unternehmerischen Entscheidung (OLG München – 31 Wx 185/17; 31 Wx 358/16; OLG Düsseldorf – I-26 W 3/17 [AktE]; LG Stuttgart – 31 O 25/13 KfH SpruchG)

Grundlage der Ertragsprognose, so das OLG München in seinem Beschluss vom 20.3.2019,<sup>39</sup> sei die „Planung der Gesellschaft“, welche „in erster Linie Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen“ sei

und mithin „nur eingeschränkt“ überprüfbar wäre. Entsprechend sei es „völlig zutreffend und rechtlich nicht zu beanstanden“, wenn die Ertragsplanung der Gesellschaft einer „reine[n] Vertretbarkeitsprüfung“ unterzogen werde. Auch das OLG Düsseldorf verweist in seinem Beschluss vom 28.10.2019<sup>40</sup> darauf, dass sich bei Vorliegen einer Ertragsplanung des Unternehmens die Überprüfung darauf beschränke, „ob die in der Planung enthaltenen Entscheidungen auf zutreffenden Informationen (Tatsachengrundlagen) und daran orientierten, realistischen Annahmen aufbauen“ würden.

Der Grundsatz der „unternehmerischen Planungsfreiheit“ gelte auch, so das OLG München in seinem Beschluss vom 2.9.2019,<sup>41</sup> wenn die Planung nicht durch die Geschäftsführung des zu bewertenden Unternehmens selbst, sondern durch die Konzernmutter vorgenommen wurde: Denn auch in diesem Fall könne die Planung „nur eingeschränkt auf Plausibilität und Widerspruchsfreiheit“ geprüft werden. In der Konsequenz sei allerdings, so das LG Stuttgart in seinem Beschluss vom 8.5.2019,<sup>42</sup> bei „mangelnder Plausibilität wesentlicher Planzahlen [...] eine Neubewertung durch das Gericht“ zwingend erforderlich.

- b) Planungszeitraum: Anwendung der ewigen Rente bei eingeschwungenem Zustand der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage (OLG München – 31 Wx 358/16; 31 Wx 341/17)

Die Ertragsprognose für die Phase der ewigen Rente sei dann anzusetzen, so das OLG München in seinem Beschluss vom 2.9.2019,<sup>43</sup> wenn ein „eingeschwungener Zustand (auch Beharrungszustand oder Gleichgewichtszustand) der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens“ angenommen werden könne. Im zu entscheidenden Fall sei ein „Detailplanungszeitraum[.] von drei Jahren“ und eine sich unmittelbar anschließende Phase der ewigen Rente aufgrund der „konkreten Umstände des Einzelfalls (insbesondere kein Start-up-Unternehmen)“ nicht zu beanstanden.

In seinem Beschluss vom 11.3.2020<sup>44</sup> beschreibt das OLG München den „eingeschwungenen Zustand“ damit, dass hierbei von einem „konstanten (inflationsbedingten) Wachstum in Höhe des Wachstumsabschlages bei konstanter Finanzierungsstruktur ausgegangen“ werde. Um dies zu erreichen, müssten „Teile des nachhaltigen Wachstums einbehalten und zur Finanzierung dieses Wachstums verwendet werden.“ Diese Annahme sei „in Literatur und Rechtsprechung allgemein anerkannt.“

### 2. Grundlage der Ertragsprognose

- a) Zuflussprinzip: Berücksichtigung der tatsächlich zur Verfügung stehenden finanziellen Überschüsse (OLG Düsseldorf – I-26 W 5/18 [AktE]; I-26 W 3/17 [AktE]; OLG München – 31 Wx 341/17)

In seinem Beschluss vom 21.2.2019<sup>45</sup> unterstreicht das OLG Düsseldorf die Bedeutung des Zuflussprinzips:<sup>46</sup> Im Rahmen der Ertrags-

33 OLG München, 6.8.2019 – 31 Wx 340/17 (Fn. 2, alle Zitate).

34 OLG München, 11.3.2020 – 31 Wx 341/17 (Fn. 2, beide Zitate).

35 OLG München, 12.5.2020 – 31 Wx 361/18 (Fn. 2, alle Zitate).

36 LG Frankfurt a.M., 27.6.2019 – 3-05 O 38/18 (Fn. 2, alle Zitate).

37 LG Köln, 28.6.2019 – 82 O 2/16 (Fn. 2, alle Zitate).

38 LG Stuttgart, 8.5.2019 – 31 O 25/13 KfH SpruchG (Fn. 2, alle Zitate).

39 OLG München, 20.3.2019 – 31 Wx 185/17 (Fn. 2, alle Zitate).

40 OLG Düsseldorf, 28.10.2019 – I-26 W 3/17 [AktE] (Fn. 2, auch Zitat).

41 OLG München, 2.9.2019 – 31 Wx 358/16 (Fn. 2, beide Zitate).

42 LG Stuttgart, 8.5.2019 – 31 O 25/13 KfH SpruchG (Fn. 2, beide Zitate).

43 OLG München, 2.9.2019 – 31 Wx 358/16 (Fn. 2, alle Zitate).

44 OLG München, 11.3.2020 – 31 Wx 341/17 (Fn. 2, alle Zitate).

45 OLG Düsseldorf, 21.2.2019 – I-26 W 5/18 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate).

46 Vgl. grdl. Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 1983, S. 79 ff.

prognose sei die Sachverständige „zu Recht von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse ausgegangen, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzeptes“ sowie den „rechtlichen und betriebswirtschaftlichen Restriktionen tatsächlich zur Verfügung standen“.

Als eine Ausprägung des Zuflussprinzips ist auch die Berücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern zu sehen. In diesem Zusammenhang hält das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 28.10.2019<sup>47</sup> fest, dass die im IDW S1 empfohlene Nachsteuerbetrachtung „im Einklang mit der ständigen Rechtsprechung“ stehen würde. Auch das OLG München hält in seinem Beschluss vom 11.3.2020<sup>48</sup> fest, dass die Berücksichtigung von persönlichen Ertragsteuern „allgemein anerkannt“; trage dies doch „dem Umstand Rechnung, dass den Anteilseignern wirtschaftlich gesehen auch nur die um die persönlichen Ertragssteuern geminderten Erträge“ zur Verfügung stehen würden.

## b) Stichtagsprinzip: Maßgeblichkeit der ex ante Betrachtung zum Bewertungsstichtag (OLG München – 31 Wx 341/17)

In seinem Beschluss vom 11.3.2020<sup>49</sup> unterstreicht das OLG München die Bedeutung des Stichtagsprinzips: Bei der Plausibilisierung der Planung der Gesellschaft komme es „grundsätzlich nicht auf eine ex-post, sondern eine ex ante Betrachtung“ an, mithin könnten „nachträgliche Änderungen [...] nach der Wurzeltheorie nur berücksichtigt werden, wenn sie am Stichtag jedenfalls schon im Kern angelegt“ gewesen seien. Darüber hinaus, so der Senat weiter, führe „auch nicht jede Abweichung zu einer unplausiblen Planung“, da letztere „stets Chancen und Risiken“ enthalte. Einschränkend weist der Senat allerdings daraufhin: Je „gravierender die Abweichung zwischen Plan- und Ist-Zahlen [ist], desto sorgfältiger“ müsse die Plausibilität der Planung überprüft werden.

## c) Äquivalenzgrundsatz: Gleichwertige Risikobetrachtung von Bewertungsobjekt und Alternativanlage (OLG München – 31 Wx 340/17)

Dem Risikoäquivalenzprinzip<sup>50</sup> folgend hält das OLG München in seinem Beschluss vom 6.8.2019<sup>51</sup> fest, dass der „zu berücksichtigende Risikozuschlag die erwartete Rendite einer Alternativanlage, die hinsichtlich des bewertungsrelevanten Risikos äquivalent“ zum Bewertungsobjekt ist, abbilden solle. Aufgrund der im zu entscheidenden Fall in der Ertragsprognose enthaltenen Umsätze aus „Start-up-Bereichen“ und dem damit verbundenen „deutlich höhere[n] Risiko“ müssten „deutlich höhere Kapitalkosten“ zur Anwendung kommen. Da dies aufgrund der einheitlichen Bewertung „nicht darstellbar“ sei, sei die Vornahme eines weiteren Abschlags auf das „Base-Szenario“ und die gleichzeitige Anwendung eines „einheitlichen (und damit i.E. für das Startup-Unternehmen isoliert betrachtet zu niedrigen) Kapitalisierungszinssatz[es]“ sachgerecht.

## V. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

### 1. Basiszinssatz

#### a) Ermittlung: Rückgriff auf Zinsstrukturdaten als gebräuchliche und weithin anerkannte Methode (OLG Düsseldorf – I-26 W 5/18 [AktE]; I-26 W 5/17 [AktE]; I-26 W 6/17 [AktE]; OLG München – 31 Wx 185/17; 31 Wx 340/17; 31 Wx 358/16; 31 Wx 341/17; 31 Wx 361/18; LG München I – 5 HK O 3374/18)

Nach Ansicht des OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 21.2.2019<sup>52</sup> folge die Ermittlung des Basiszinssatzes „anhand von

Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank (Svensson-Methode)“ der „inzwischen gebräuchlichen und anerkannten Methodik“ in der Rechtsprechung.<sup>53</sup> Auch das OLG München hält in seinem Beschluss vom 20.3.2019<sup>54</sup> fest, dass ein Rückgriff auf Zinsstrukturdaten eine „anerkannte und auch vom Senat für geeignet erachtete Methode“ zur Festlegung des Basiszinssatzes sei.

Hierbei sei, so das LG München I in seinem Beschluss vom 28.3.2019,<sup>55</sup> keine Anpassung aufgrund der „Existenz von Credit Default Swaps“ erforderlich, da einerseits die Bundesrepublik Deutschland „unverändert ein sicherer Schuldner“ sei und es andererseits auf ein „theoretisches Restausfallrisiko“ nicht ankomme, da „völlig risikofreie Anlagen ohnehin nicht verfügbar“ wären.

#### b) Rundung auf ¼-Prozentpunkte: Beitrag zur Planungs- und Rechtssicherheit durch Glättung kurzzeitiger Marktschwankungen (OLG München – 31 Wx 340/17; 31 Wx 341/17; 31 Wx 361/18; OLG Frankfurt a.M. – 21 W 77/14)

In seinem Beschluss vom 6.8.2019<sup>56</sup> hält das OLG München fest, dass eine Rundung auf ¼-Prozentpunkte den „aktuellen IDW-Empfehlungen“ entspreche und „in der Rechtsprechung allgemein anerkannt“ sei;<sup>57</sup> lediglich das OLG Frankfurt a.M. lehne eine solche Rundung ab. Der in der Literatur „zum Teil“ geäußerten Kritik, die Anwendung des ungerundeten Werts sei „theoretisch“ zu bevorzugen“ und die Rundung würde „ohne Not“ erfolgen, sei nach Ansicht des Gerichts „nicht zuzustimmen“: Der Verzicht auf eine Rundung würde „in der Praxis zu erheblichen Schwierigkeiten führen“, da „kurzzeitige Marktschwankungen“ regelmäßig eine Anpassung des Kapitalisierungszinssatzes zur Folge hätten. Mithin diene die Rundung der „Planungs- bzw. Rechtssicherheit und dem Informationsbedürfnis der Minderheitsaktionäre“.

Das oben erwähnte OLG Frankfurt a.M. lehnt in seinem Beschluss vom 20.11.2019<sup>58</sup> eine Rundung des Basiszinssatzes ab, da der damit „verbundene Informationsverlust“ grundsätzlich „nicht zu rechtfertigen“ sei, „zumal der gerundete Wert eines Schätzers kein besserer, sondern ein schlechterer Schätzer als der ungerundete Wert“ sei. Bei einer dennoch vorzunehmenden Rundung sollte dies, so der Senat weiter, „tendenziell mit einer (minimalen) Ab- und nicht mit einer Aufrundung“ verbunden werden, da die zur Ermittlung des Basiszinssatzes herangezogenen Umlaufrenditen ein „sehr kleines Restrisiko aufweisen“ würden.

47 OLG Düsseldorf, 28.10.2019 – I-26 W 3/17 [AktE] (Fn. 2, auch Zitat).

48 OLG München, 11.3.2020 – 31 Wx 341/17 (Fn. 2, alle Zitate).

49 OLG München, 11.3.2020 – 31 Wx 341/17 (Fn. 2, alle Zitate).

50 Vgl. grdl. Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 1983, S. 155 ff.

51 OLG München, 6.8.2019 – 31 Wx 340/17 (Fn. 2, alle Zitate).

52 OLG Düsseldorf, 21.2.2019 – I-26 W 5/18 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate).

53 Vgl. ebenso OLG Düsseldorf, 10.4.2019 – I-26 W 5/17 [AktE] (Fn. 2); OLG Düsseldorf, 10.4.2019 – I-26 W 6/17 [AktE] (Fn. 2).

54 OLG München, 20.3.2019 – 31 Wx 185/17 (Fn. 2, auch Zitat); ebenso OLG München, 6.8.2019 – 31 Wx 340/17 (Fn. 2), OLG München, 2.9.2019 – 31 Wx 358/16 (Fn. 2), OLG München, 11.3.2020 – 31 Wx 341/17 (Fn. 2); OLG München, 12.5.2020 – 31 Wx 361/18 (Fn. 2).

55 LG München I, 28.3.2019 – 5 HK O 3374/18 (Fn. 2, alle Zitate).

56 OLG München, 6.8.2019 – 31 Wx 340/17 (Fn. 2, alle Zitate).

57 Vgl. ebenso OLG München, 11.3.2020 – 31 Wx 341/17 (Fn. 2); OLG München, 12.5.2020 – 31 Wx 361/18 (Fn. 2).

58 OLG Frankfurt a.M., 20.11.2019 – 21 W 77/14 (Fn. 2, alle Zitate).

## 2. Risikozuschlag

- a) Ermittlungsmethode: Keine generelle Überlegenheit anderer Methoden im Vergleich zu CAPM (BGH – EnVR 52/18; EnVR 41/18; LG München I – 5 HK O 3374/18)

In seinen Beschlüssen vom 9.7.2019<sup>59</sup> bestätigt der BGH, dass keine der alternativen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlags „im Vergleich zu dem von der Bundesnetzagentur gewählten Ansatz“ des CAPM „als deutlich überlegen anzusehen“ ist. Des Weiteren stellt der BGH klar, dass der auf dieser Basis ermittelte Risikozuschlag keiner „ergänzende[n] Plausibilitätsprüfung“ bedarf, da die Regulierungsbehörde „nicht generell gehalten [ist], die theoretische Bandbreite, die sich aufgrund der einzelnen Entscheidungsmöglichkeiten bei der Anwendung der CAPM-Methode ergibt, zu ermitteln und aus diesem Bereich im Wege einer abstrakten Gesamtabwägung einen Wert auszuwählen“.

Das LG München I hält in seinem Beschluss vom 28.3.2019<sup>60</sup> fest, dass andererseits auch „nicht erkennbar“ sei, dass das „(Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlags eindeutig überlegen wäre“; entsprechend könne das Gericht der „vielfach vertretenen alleinigen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM in dieser Allgemeinheit“ nicht folgen.

- b) Auswirkung der Niedrigzinsphase: Abbildung der Gesamttrenditeerwartung durch Festlegung der Marktrisikoprämie (OLG München – 31 Wx 340/17; 31 Wx 358/16; 31 Wx 341/17; 31 Wx 361/18)

In seinem Beschluss vom 6.8.2019<sup>61</sup> setzt sich das OLG München mit der Auswirkung der Niedrigzinsphase auf die Gesamttrenditeerwartung auseinander. Hierbei hält der Senat zunächst fest, dass dies „im Rahmen der angemessenen Höhe der Marktrisikoprämie“ zu berücksichtigen sei, da diese „schließlich die bestehende Überrendite des Marktes darstellen“ solle.

Darüber hinaus unterstreicht der Senat, dass diese Frage „in der Wirtschaftstheorie und -praxis hoch umstritten sei“<sup>62</sup> und entsprechend die von der Vorinstanz angeführten „Zweifel an der These der konstanten Gesamttrenditeerwartung“ nicht „zu beanstanden“ wären; auch der Senat sei „nach wie vor von der Theorie der gleichbleibenden Gesamttrenditeerwartung und damit einhergehend von der sog. ‚atmenden Marktrisikoprämie‘ nicht überzeugt.“ Im zu entscheidenden Fall sei es daher „nicht zu beanstanden, sich im Rahmen des § 287 ZPO einerseits an den Empfehlungen des FAUB als eines maßgeblichen Sachverständigengremiums zu orientieren, innerhalb der Bandbreite aber wegen der Ungeklärtheit der maßgeblichen wirtschaftlichen Zusammenhänge, die auch der FAUB bisher nicht gänzlich aufklären konnte, zurückhaltend zu bleiben.“

Auch in seinem Beschluss vom 2.9.2019<sup>63</sup> hält das OLG München fest, dass „insbesondere die zugrundeliegende Annahme gleichbleibender Gesamttrenditeerwartungen der Kapitalmarktteilnehmer trotz eines erheblich gesunkenen Basiszinses und damit niedrigerer Kreditkosten [...] umstritten und bislang weder wirtschaftstheoretisch noch durch fachlich anerkannte empirische Studien geklärt“ sei. Dieser Argumentation folgend rechtfertigt das OLG München in seinem Beschluss vom 12.5.2020<sup>64</sup> eine Erhöhung der durch die Vorinstanz festgelegten Marktrisikoprämie (nach Steuern) von 5,0% auf 5,5%: Unter Berücksichtigung der vorliegenden Niedrigzinsphase und dem vorliegenden Bewertungsstichtag des 31.3.2016 sei es nicht angemessen,

bei der Festsetzung der Marktrisikoprämie innerhalb der vom IDW empfohlenen Bandbreite „derart zurückhaltend zu bleiben“, da ein solches Vorgehen der „nur leicht gesunkenen Gesamttrenditeerwartung [...] nicht ausreichend Rechnung tragen“ würde und „gerade im Vergleich mit Festsetzungen betreffend die Jahre 2012–2014“ den seither erfolgten weiteren Rückgang des risikolosen Zinssatzes vollständig in der Gesamttrenditeerwartung abbilden würde. Letzteres sei „jedoch mit den aktuellen Erkenntnissen kaum in Einklang zu bringen.“

## c) Marktrisikoprämie

- aa) Ermittlungsmethodik: Weiterhin fehlender Konsens in den Wirtschaftswissenschaften (OLG Düsseldorf – I-26 W 5/17 [AktE]; I-26 W 6/17 [AktE]; I-26 W 3/17 [AktE]; OLG München – 31 Wx 358/16; 31 Wx 361/18; OLG Frankfurt a.M. – 21 W 77/14)

Nach Ansicht des OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 10.4.2019<sup>65</sup> sei sowohl die „Mittelwertbildung“ als auch die „konkrete Höhe der Marktrisikoprämie“ in den Wirtschaftswissenschaften weiterhin „sehr umstritten“, eine „allgemein anerkannte Höhe“ habe sich „bislang nicht herausgebildet“ und auch eine „empirisch genaue Festlegung [sei] nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich“. Das OLG München hält in seinem Beschluss vom 2.9.2019<sup>66</sup> fest, dass es sich bei der Marktrisikoprämie „um eine in Wirtschaftsliteratur und -praxis höchst umstrittene Größe handel[e], die auch im Rahmen eines Spruchverfahrens keiner endgültigen Klärung zugeführt werden“ könne. Nach Ansicht des OLG Frankfurt a.M. in seinem Beschluss vom 20.11.2019<sup>67</sup> handele es sich bei der Marktrisikoprämie „um eine mit hohen Unsicherheiten behaftete Schätzung, die keiner endgültigen Klärung zugeführt werden“ könne. Auch die Frage der Mittelwertbildung stelle eine „weiterhin in der Betriebswissenschaft umstrittene Frage [dar], deren Klärung nicht innerhalb eines Gerichtsverfahrens erfolgen“ könne.

- bb) Empfehlung des IDW: Keine Rechtsnorm, aber anerkannte Expertenauffassung (OLG Düsseldorf – I-26 W 5/18 [AktE]; I-26 W 5/17 [AktE]; I-26 W 6/17 [AktE]; I-26 W 3/17 [AktE]; OLG München – 31 Wx 185/17; 31 Wx 213/17; 31 Wx 340/17; 31 Wx 358/16; 31 Wx 341/17; 31 Wx 361/18; LG München I – 5 HK O 3374/18)

In seinem Beschluss vom 21.2.2019<sup>68</sup> weist das OLG Düsseldorf darauf hin, dass die Höhe der Marktrisikoprämie „nicht zu beanstanden“ sei, wenn „kein Anlass“ dazu bestehe, „von dem in der Praxis der Unternehmensbewertung anerkannten und vom Institut der Wirtschaftsprüfer für den hier relevanten Stichtag empfohlenen Wert abzuweichen“: Zwar stelle die Empfehlung des IDW „keine Rechts-

59 BGH, 9.7.2019 – EnVR 52/18 (Fn. 2, alle Zitate); ebenso BGH, 9.7.2019 – EnVR 41/18 (Fn. 2).

60 LG München I, 28.3.2019 – 5 HK O 3374/18 (Fn. 2, alle Zitate).

61 OLG München, 6.8.2019 – 31 Wx 340/17 (Fn. 2, alle Zitate).

62 Vgl. ebenso OLG München, 11.3.2020 – 31 Wx 341/17 (Fn. 2).

63 OLG München, 2.9.2019 – 31 Wx 358/16 (Fn. 2, auch Zitat).

64 OLG München, 12.5.2020 – 31 Wx 361/18 (Fn. 2, alle Zitate).

65 OLG Düsseldorf, 10.4.2019 – I-26 W 5/17 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate); ebenso OLG Düsseldorf, 10.4.2019 – I-26 W 6/17 [AktE] (Fn. 2), OLG Düsseldorf, 28.10.2019 – I-26 W 3/17 [AktE] (Fn. 2).

66 OLG München, 2.9.2019 – 31 Wx 358/16 (Fn. 2, auch Zitat); ebenso OLG München, 12.5.2020 – 31 Wx 361/18 (Fn. 2).

67 OLG Frankfurt a.M., 20.11.2019 – 21 W 77/14 (Fn. 2, beide Zitate).

68 OLG Düsseldorf, 21.2.2019 – I-26 W 5/18 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate).

norm dar, sie [sei] aber eine, wenn auch nicht unbestrittene, so doch anerkannte Expertenauffassung.“<sup>69</sup>

Auch nach Ansicht des OLG München in seinem Beschluss vom 20.3.2019<sup>70</sup> sei in der Regel „anzunehmen, dass die Bandbreite der Empfehlung des FAUB des IDW als der größten Vereinigung deutscher Wirtschaftsprüfer auch angemessen für die gerichtliche Schätzung eines Unternehmenswerts“ sei, wenngleich der Senat „nicht an die Empfehlungen des IDW gebunden“ wäre, da es sich „weder um Rechtsnormen noch um etwas Ähnliches“ handle.

Dementgegen weicht das LG München I in seinem Beschluss vom 28.3.2019<sup>71</sup> von der „aktuellen Verlautbarung des FAUB des IDW vom 19.9.2012 und einer aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien von Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämie“ ab; nach Ansicht des Gerichts sei einerseits eine Ableitung der Marktrisikoprämie anhand von „Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen“ nicht geeignet, da diese „in hohem Maße abhängig von deren subjektiver Einschätzung“ sei, andererseits könne die um einen Prozentpunkt erhöhte Marktrisikoprämie auch nicht „mit den Besonderheiten der Auswirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise“ begründet werden.

## d) Beta-Faktor

### aa) Grundsatz: Rückgriff ausschließlich bei aussagekräftigem Beta-Faktor (OLG München – 31 Wx 185/17; 31 Wx 340/17; OLG Frankfurt a.M. – 21 W 77/14)

Voraussetzung für den Rückgriff auf Beta-Faktoren zur Ermittlung des Risikozuschlags sei, so das OLG München in seinem Beschluss vom 20.3.2019,<sup>72</sup> dass sich die Aktienrenditen „sachlich und zeitlich unverzerrt an die Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen“ anpassen würden, mithin die Aktie „hinreichend liquide“ sei. Dies gelte sowohl für die Ermittlung des unternehmenseigenen Beta-Faktors als auch für die Ableitung anhand einer Peer Group.

In seinem Beschluss vom 6.8.2019<sup>73</sup> lehnt das OLG München einen Rückgriff auf das „historische Beta“ des zu bewertenden Unternehmens ab, da im betrachteten Zeitraum zwar ein „relativ hohe[r] Aktienhandel“ stattgefunden habe, aufgrund der „annähernd bei null“ liegenden „Handelsquote“ allerdings „gerade nicht von einer ausreichenden Liquidität ausgegangen werden“ könne.

Das OLG Frankfurt a.M. hält in seinem Beschluss vom 20.11.2019<sup>74</sup> fest, dass bei einem börsennotierten Unternehmen „grundsätzlich der historische unternehmensindividuelle Betafaktor heranzuziehen [sei], wenn dieser verlässlich ermittelt werden“ könne und „zugleich seine zeitliche Stabilität in der Zukunft“ erwartet werden könne. Denn der eigene Beta-Faktor, so der Senat weiter in der Beschlussbegründung, spiegele „im Zweifelsfall das systematische, operative Risiko der Gesellschaft unmittelbar wider“ und sei daher der „beste Indikator für den zukünftigen Betafaktor“.

### bb) Peer Group: Keine Notwendigkeit vollständig vergleichbarer Unternehmen (OLG Düsseldorf – I-26 W 5/18 [AktE]; OLG München – 31 Wx 358/16; 31 Wx 341/17)

Dem Vortrag der Sachverständigen folgend stellt das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 21.2.2019<sup>75</sup> fest, dass im Rahmen der „Schätzung des Betafaktors“ unter Rückgriff auf den historischen Ver-

lauf der Börsenkurse von Vergleichsunternehmen letztere „nicht in Gänze“ mit dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbar sein müssten, um in die Peer Group einbezogen werden zu können.

Nach Ansicht des OLG München in seinem Beschluss vom 2.9.2019<sup>76</sup> sei bei der Prüfung, ob eine Aufnahme in die Peer Group gerechtfertigt ist, „mehrstufig“ vorzugehen: Zunächst sei „nach Unternehmen zu suchen, die hinsichtlich des Geschäftsmodells, der spezifischen Produktsegmente und der Produktart, der regionalen Abdeckung und seiner Größe mit dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbar“ wären. „Nur wenn insofern keine bzw. zu wenige Vergleichsunternehmen vorhanden“ wären, könne „breiter gefächert lediglich auf die Branche bzw. Produktart und die Beschaffungsmärkte und erst in einem nächsten Hilfsschritt lediglich auf vergleichbare Risikotreiber wie z.B. konjunkturelle Abhängigkeit geschaut werden.“ Dabei sei zu berücksichtigen, dass „zu 100 % vergleichbare Unternehmen“ nicht bestehen würden.

Auch in seinem Beschluss vom 11.3.2020<sup>77</sup> betont das OLG München, dass „Unternehmen, die zu 100 % vergleichbar“ seien, nicht existieren würden und entsprechend „gewisse Abstriche in der Vergleichbarkeit hinzunehmen“ wären – insbesondere, wenn eine „breite Vergleichsbasis“ erreicht werden solle.

### cc) Ableitung des Beta-Faktors: Abbildung des zukünftigen Kapitalstrukturrisikos durch Unlevern und Relevern (OLG Frankfurt a.M. – 21 W 77/14)

Zur Abbildung des zukünftigen Kapitalstrukturrisikos des zu bewertenden Unternehmens sei, so das OLG Frankfurt a.M. in seinem Beschluss vom 20.11.2019,<sup>78</sup> der aus „historisch beobachtbaren Aktienrenditen eines verschuldeten Unternehmens“ (bzw. mehrerer verschuldeter Unternehmen bei Rückgriff auf eine Peer Group) abgeleitete Beta-Faktor zunächst durch das „Unlevern“ um das finanzielle Risiko zu bereinigen, um in einem nächsten Schritt durch das „Relevern“ das mit der geplanten Verschuldung des zu bewertenden Unternehmens verbundene, zukünftige finanzielle Risiko abzubilden.

## 3. Wachstumsabschlag: Bewertung der Fähigkeit für nachhaltiges Wachstum im Einzelfall erforderlich (OLG Düsseldorf – I-26 W 5/18 [AktE]; I-26 W 5/17 [AktE]; I-26 W 6/17 [AktE]; OLG München – 31 Wx 185/17; 31 Wx 358/16; 31 Wx 341/17; 31 Wx 361/18)

Entscheidend für die Ermittlung des Wachstumsabschlags sei, so das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 21.2.2019,<sup>79</sup> „ob und in welcher Weise das konkrete Unternehmen aufgrund der Unterneh-

69 Vgl. ebenso OLG Düsseldorf, 10.4.2019 – I-26 W 5/17 [AktE] (Fn. 2); OLG Düsseldorf, 10.4.2019 – I-26 W 6/17 [AktE] (Fn. 2), OLG Düsseldorf, 28.10.2019 – I-26 W 3/17 [AktE] (Fn. 2).

70 OLG München, 20.3.2019 – 31 Wx 185/17 (Fn. 2, alle Zitate); ebenso OLG München, 12.7.2019 – Wx 31 Wx 213/17 (Fn. 2), OLG München, 6.8.2019 – 31 Wx 340/17 (Fn. 2), OLG München, 2.9.2019 – 31 Wx 358/16 (Fn. 2), OLG München, 11.3.2020 – 31 Wx 341/17 (Fn. 2); OLG München, 12.5.2020 – 31 Wx 361/18 (Fn. 2).

71 LG München I, 28.3.2019 – 5 HK O 3374/18 (Fn. 2, alle Zitate).

72 OLG München, 20.3.2019 – 31 Wx 185/17 (Fn. 2, beide Zitate).

73 OLG München, 6.8.2019 – 31 Wx 340/17 (Fn. 2, auch Zitat).

74 OLG Frankfurt a.M., 20.11.2019 – 21 W 77/14 (Fn. 2, alle Zitate).

75 OLG Düsseldorf, 21.2.2019 – I-26 W 5/18 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate).

76 OLG München, 2.9.2019 – 31 Wx 358/16 (Fn. 2, alle Zitate).

77 OLG München, 11.3.2020 – 31 Wx 341/17 (Fn. 2, alle Zitate).

78 OLG Frankfurt a.M., 20.11.2019 – 21 W 77/14 (Fn. 2, alle Zitate).

79 OLG Düsseldorf, 21.2.2019 – I-26 W 5/18 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).

mensplanung, der Erwartungen an den Markt und die Inflation in der Lage sein wird, nachhaltige Wachstumserwartungen zu erfüllen.“ Hierbei könne die „Geldentwertungsrate“ lediglich einen „ersten Anhalt“ darstellen.<sup>80</sup>

Auch das OLG München stellt in seinem Beschluss vom 20.3.2019<sup>81</sup> darauf ab, dass der Wachstumsabschlag das „nachhaltige Wachstum in der Phase der ewigen Rente“ ausdrücke und „nicht mit der allgemeinen Inflationsrate gleichzusetzen“ sei, sondern vielmehr „abhängig von der individuellen Situation des Unternehmens zu beurteilen“ wäre. Das bedeute, so das OLG München in seinem Beschluss vom 2.9.2019,<sup>82</sup> in welchem Umfang das zu bewertende Unternehmen „die erwartete – nicht notwendigerweise mit der Inflation identische – Preissteigerung an die Kunden weitergeben“ könne. Gleichzeitig, so das OLG München in seinem Beschluss vom 11.3.2020,<sup>83</sup> bedeute ein unterhalb der Inflationsrate liegender Wachstumsabschlag „gerade nicht, dass es sich um ein real schrumpfendes Unternehmen ohne Zukunft handeln würde, sondern lediglich, dass die vorhandenen Preissteigerungen durch das angesetzte Preiswachstum nicht vollständig auf die Kundenseite weitergegeben“ werden könnten.

## VI. Zusammenfassung

1. Der BGH unterstreicht die Bedeutung des Ermessensspielraums bei der Auswahl einer angemessenen Bewertungsmethode; bei Vereinbarkeit mit den jeweils geltenden gesetzlichen Vorgaben ist die getroffene Methodenauswahl insofern rechtlich nicht zu beanstanden. Im Rahmen der gerichtlichen Überprüfung ist es mithin nicht zulässig, eine – durch den Ermessensspielraum gedeckte – gewählte Bewertungsmethode durch eine alternative Bewertungsmethode zu ergänzen oder zu ersetzen.
2. Die Auswahl einer für den Bewertungszweck geeigneten Bewertungsmethode stellt keine Rechtsfrage dar, sondern obliegt der Tatsachenfeststellung des Gerichts. Fehlt letzterem die hierfür notwendige Sachkunde, ist ein Rückgriff auf einen unabhängigen Sachverständigen im Rahmen der Beweiserhebung zwingend erforderlich.
3. Ein Rückgriff auf den einen, mathematisch exakt ermittelten Unternehmenswert als Grundlage für die Höhe der angemessenen Abfindung, bspw. bei einem Ausschluss der Minderheitsaktionäre bei Squeeze-out, ist weder bewertungstheoretisch möglich noch verfassungsrechtlich geboten. Vielmehr ist aus rechtlicher Sicht eine gewisse Bandbreite in Bezug auf den zugrunde zu legenden Unternehmenswert als noch angemessen zu betrachten.
4. Die Ertragswertmethode ist weithin als geeignete Methode der Unternehmensbewertung anerkannt. Gleichfalls ist eine gewisse Entwicklung in Teilen der Rechtsprechung festzustellen, welche ein alleiniges Abstellen auf den Börsenwert – selbstverständlich ausschließlich bei Vorliegen aussagekräftiger Börsenkurse – bevorzugen. Es bleibt abzuwarten, inwiefern die derzeit noch herrschende Vormachtstellung der fundamental-analytischen Bewertungsverfahren im Vergleich zu den kapitalmarktorientierten Bewertungsverfahren bestehen bleibt.
5. Bei der Ermittlung des zu kapitalisierenden Ergebnisses sind – dem Zufussprinzip folgend – ausschließlich die aus Sicht des Bewertungsstichtags tatsächlich zur Verfügung stehenden, zukünftigen finanziellen Überschüsse zu berücksichtigen. Entspre-

chend unzweifelhaft ist eine konsistente Nach-Steuer-Betrachtung in Bezug auf Bewertungsobjekt und Alternativenanlage geboten.

6. Nach der jüngsten Rechtsprechung des BGH sind – aufgrund der fehlenden Überlegenheit anderer Methoden – jegliche Zweifel in Bezug auf die Angemessenheit der Ermittlung des Risikozuschlags unter Anwendung des CAPM ausgeräumt.
7. Während die Ermittlung der Höhe der Marktrisikoprämie in den Wirtschaftswissenschaften (weiterhin) sehr umstritten ist, erfolgt in der oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung regelmäßig eine Festlegung innerhalb der vom IDW zum jeweiligen Bewertungsstichtag empfohlenen Bandbreite.

### // BB-ONLINE

Die im Aufsatz besprochenen Urteile sind unter [www.betriebs-berater.de](http://www.betriebs-berater.de) mit folgenden BB-Links abrufbar:

- BGH, 9.7.2019 – EnVR 41/18: **BB-ONLINE BBL2020-1587-1**  
 BGH, 9.7.2019 – EnVR 52/18: **BB-ONLINE BBL2020-1587-2**  
 BGH, 22.10.2019 – XI ZR 682/18: **BB-ONLINE BBL2020-1587-3**  
 BGH, 3.3.2020 – EnVR 56/18: **BB-ONLINE BBL2020-1587-4**  
 OLG Düsseldorf, 21.2.2019 – I-26 W 5/18 [AktE]: **BB-ONLINE BBL2020-1587-5**  
 OLG Düsseldorf, 10.4.2019 – I-26 W 5/17 [AktE]: **BB-ONLINE BBL2020-1587-6**  
 OLG Düsseldorf, 10.4.2019 – I-26 W 6/17 [AktE]: **BB-ONLINE BBL2020-1587-7**  
 OLG Düsseldorf, 28.10.2019 – I-26 W 3/17 [AktE]: **BB-ONLINE BBL2020-1587-8**  
 OLG Frankfurt a. M., 20.11.2019 – 21 W 77/14: **BB-ONLINE BBL2020-1587-9**  
 OLG München, 20.3.2019 – 31 Wx 185/17: **BB-ONLINE BBL2019-1073-1**  
 OLG München, 12.7.2019 – 31 Wx 213/17: **BB-ONLINE BBL2020-1587-10**  
 OLG München, 6.8.2019 – 31 Wx 340/17: **BB-ONLINE BBL2019-2226-1**  
 OLG München, 2.9.2019 – 31 Wx 358/16: **BB-ONLINE BBL2020-306-1**  
 OLG München, 11.3.2020 – 31 Wx 341/17: **BB-ONLINE BBL2020-946-1**  
 OLG München, 12.5.2020 – 31 Wx 361/18: **BB-ONLINE BBL2020-1458-1**  
 LG Frankfurt a. M., 27.6.2019 – 3-05 O 38/18: **BB-ONLINE BBL2020-1587-11**  
 LG Köln, 28.6.2019 – 82 O 2/16: **BB-ONLINE BBL2020-1587-12**  
 LG München I, 28.3.2019 – 5 HK O 3374/18: **BB-ONLINE BBL2020-690-1**  
 LG Stuttgart, 8.5.2019 – 31 O 25/13 KfH SpruchG: **BB-ONLINE BBL2020-1587-13**  
 BFH, 12.6.2019 – X R 38/17: **BB-ONLINE BBL2019-2033-1**

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



**Dr. Thomas Brauchle** war Wissenschaftlicher Mitarbeiter an diesem Lehrstuhl und ist derzeit im strategischen Controlling eines internationalen Finanzdienstleistungsunternehmens tätig.



<sup>80</sup> Vgl. ebenso OLG Düsseldorf, 10.4.2019 – I-26 W 5/17 [AktE] (Fn. 2); OLG Düsseldorf, 10.4.2019 – I-26 W 6/17 [AktE] (Fn. 2).

<sup>81</sup> OLG München, 20.3.2019 – 31 Wx 185/17 (Fn. 2, alle Zitate); ebenso OLG München, 12.5.2020 – 31 Wx 361/18 (Fn. 2).

<sup>82</sup> OLG München, 2.9.2019 – 31 Wx 358/16 (Fn. 2, auch Zitate).

<sup>83</sup> OLG München, 11.3.2020 – 31 Wx 341/17 (Fn. 2, auch Zitat); ebenso OLG München, 12.5.2020 – 31 Wx 361/18 (Fn. 2).