

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

BB-Rechtsprechungsreport Unternehmensbewertung 2018/19

Der nachfolgende Beitrag führt den jährlichen systematischen BB-Rechtsprechungsreport von Wüstemann/Brauchle (zuletzt BB 2018, 1579) zu den wichtigsten Entscheidungen im Bereich der Unternehmensbewertung von Mitte 2018 bis Mitte 2019 fort.

I. Problemstellung

Unternehmens- und Anteilsbewertungen erfolgen vielfach innerhalb eines vorgegebenen rechtlichen Rahmens. Insofern unterliegen die Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, welche die vom Bewerter anzuwendende „erforderliche Sorgfalt“ konkretisieren, einer kontinuierlichen Überprüfung und Weiterentwicklung durch die Rechtsprechung.¹

Der vorliegende BB-Rechtsprechungsreport bezieht sich auf im Zeitraum von Mitte 2018 bis Mitte 2019 veröffentlichte Entscheidungen;² frühere Entscheidungen wurden an gleicher Stelle berichtet.³

II. Grundsatzfragen

1. Stichtagsprinzip

a) Liquidation nach Bewertungsstichtag: Indiz für ungünstige Fortführungsprognose (BGH – XII ZR 116/17)

Gemäß dem Stichtagsprinzip ist, so der BGH in seinem Urteil vom 5.12.2018,⁴ „grundsätzlich auf die Erkenntnismöglichkeiten an diesem Stichtag abzustellen [...]. Nach dem Stichtag eintretende Entwicklungen sind nur zu berücksichtigen, wenn sie am Stichtag schon angelegt waren“. In diesem Zusammenhang stellt der BGH fest, dass eine tatsächliche Liquidation des Unternehmens ohne „zu großen zeitlichen Abstand nach dem Bewertungsstichtag“ als „Indiz“ zu sehen sein kann, „dass die Fortführungsprognose schon am Bewertungsstichtag ungünstig gewesen ist“. Entsprechend „kann sich der Liquidationswert an dem kurz nach dem Stichtag erzielten realen Verkaufserlös orientieren, sofern wesentliche Veränderungen auf dem Markt zwischen dem Stichtag und dem Veräußerungszeitpunkt nicht ersichtlich sind.“

b) Rückwirkende Anwendung von Expertenverlautbarungen: Kein Verstoß gegen das Stichtagsprinzip (OLG Düsseldorf – I-26 W 1/18 [AktE])

Der Grundsatzentscheidung des BGH vom 29.9.2015⁵ folgend hält das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 6.9.2018⁶ fest, dass die Anwendung eines Bewertungsverfahrens, welches erst nach dem für den Bewertungsstichtag maßgebenden Zeitpunkt entwickelt wurde, nicht dem Stichtagsprinzip entgegenstehen würde, solange die neue Berechnungsweise „nicht eine Reaktion auf nach dem Stichtag eingetretene und zuvor nicht angelegte wirtschaftliche oder rechtliche Ver-

änderungen“ sei. Entsprechend müsse im zu entscheidenden Fall der Einwand, dass sich die „rückwirkende Heranziehung des IDW S1 2005“ für den Bewertungsstichtag 17.12.2001 „aus ‚zeitfaktischen‘ Gründen“ verbiete, „ohne Erfolg bleiben“. Gleichfalls seien die Änderungen des IDW S1 2008 aufgrund der Neuregelungen durch die Unternehmenssteuerreform 2008 im vorliegenden Fall nicht zu berücksichtigen, da letztere aufgrund der Verabschiedung durch den Bundesrat am 6.7.2007 erst für darauf folgende Bewertungsstichtage Berücksichtigung finden sollten.

2. Methodenauswahl

a) Grundsatz: Tatsachenfeststellung des Tatrichters (BGH – XII ZR 116/17; OLG München – 31 Wx 415/16; 31 Wx 372/15)

In Fortführung der höchstrichterlichen Rechtsprechung zur Ermittlung des Endvermögens nach § 1376 Abs. 2 BGB hält der BGH in seinem Urteil vom 5.12.2018⁷ fest, dass die „sachverhaltsspezifische Auswahl aus der Vielzahl der zur Verfügung stehenden Methoden und deren sachgerechte Anwendung [...] Aufgabe des – sachverständig beratenen – Tatrichters“ ist. Entsprechend, so der Senat weiter in der Urteilsbegründung, kann die Entscheidung „nur daraufhin überprüft werden, ob sie gegen Denkgesetze oder Erfahrungssätze verstößt oder sonst auf rechtsfehlerhaften Erwägungen beruht“.

In seinem Beschluss vom 16.10.2018⁸ weist das OLG München darauf hin, dass „die Frage nach der geeigneten Bewertungsmethode keine Rechtsfrage, sondern Teil der Tatsachenfeststellung“ sei und entsprechend die Auswahl der Bewertungsmethode „dem Tatrichter im Rahmen seines Schätzmessens“ obliege. In vergleichbarer Weise argumentiert das OLG München in seinem Beschluss vom 13.11.2018⁹, wenn es die im Rahmen der Ermittlung des Umtauschverhältnisses

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

² Es handelt sich um die Entscheidungen des BGH vom 5.12.2018 – XII ZR 116/17; des BFH vom 5.10.2018 – IX B 48/18; des OLG Düsseldorf vom 30.4.2018 – I-26 W 4/16 [AktE]; vom 2.7.2018 – I-26 W 4/17 [AktE]; vom 6.9.2018 – I-26 W 1/18 [AktE]; des OLG München vom 26.6.2018 – 31 Wx 382/15, BB 2018, 2097 Ls m. BB-Komm. Müller-Michaels; vom 16.10.2018 – 31 Wx 415/16, BB 2019, 754 Ls m. BB-Komm. Peemöller; vom 13.11.2018 – 31 Wx 372/15; des OLG Stuttgart vom 21.8.2018 – 20 W 2/13; vom 21.8.2018 – 20 W 1/13; des LG Frankfurt vom 4.2.2019 – 3-05 O 68/17; des LG München vom 30.5.2018 – 5 HK O 10044/16, BB 2018, 2098 Ls m. BB-Komm. Schüler; des LG Stuttgart vom 3.4.2018 – 31 O 138/15 KfH SpruchG; vom 17.9.2018 – 31 O 1/15 KfH SpruchG. 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.; Wüstemann/Brauchle, BB 2017, 1579 ff.; Wüstemann/Brauchle, BB 2018, 1579 ff.

⁴ BGH, 5.12.2018 – XII ZR 116/17 (Fn. 2, alle Zitate).

⁵ Vgl. BGH, 29.9.2015 – II ZB 23/14, BB 2016, 304 m. BB-Komm. Handke; vgl. auch Wüstemann/Brauchle, BB 2016, 1644.

⁶ OLG Düsseldorf, 6.9.2018 – I-26 W 1/18 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).

⁷ BGH, 5.12.2018 – XII ZR 116/17 (Fn. 2, beide Zitate).

⁸ OLG München, 16.10.2018 – 31 Wx 415/16 (Fn. 2, beide Zitate).

⁹ OLG München, 13.11.2018 – 31 Wx 372/15 (Fn. 2, alle Zitate).

gemäß § 15 Abs. 1 UmwG angewandte Ertragswertmethode als „nicht zu beanstanden“ bezeichnet, da sich diese „in der Praxis [...] für die Bestimmung der angemessenen Kompensationsleistungen durchgesetzt“ habe und auch keine „Anhaltspunkte dafür“ vorliegen würden, dass „diese Methode im konkreten Fall nicht geeignet ist, den ‚wahren‘ Unternehmenswert abzubilden“.

b) Angemessenheit der Abfindung: Keine Festlegung auf spezifische Bewertungsmethode (OLG Stuttgart – 20 W 2/13; 20 W 1/13; OLG München – 31 Wx 382/15)

Im Rahmen der Festlegung der angemessenen Abfindung bei Squeeze-out gem. § 327a Abs. 1 AktG stellt das OLG Stuttgart in seinem Beschluss vom 21.8.2018¹⁰ fest, dass es „zur Ermittlung des Verkehrswertes der Aktie [...] weder eine als einzig richtig anerkannte Methode“ gebe noch „eine der gebräuchlichen Methoden in der Wirtschaftswissenschaft unumstritten“ sei. Vielmehr, so der Senat in der Beschlussbegründung, werde „über jede der möglichen Bewertungsmethoden und über eine Vielzahl methodischer Einzelfragen [...] kontrovers diskutiert.“

In diesem Sinne argumentiert auch das OLG München in seinem Beschluss vom 26.6.2018:¹¹ Im „Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO“ obliege es dem Gericht, „unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden“ den Unternehmenswert zu ermitteln. Im Rahmen dieser „Schätzung“ sei die Ertragswertmethode bei einem werbenden Unternehmen eine „grundsätzlich geeignete Methode“.

3. Rückgriff auf Sachverständigen: Pflichtgemäßes Ermessen des Gerichts unter Berücksichtigung eigener Sachkunde (BFH – IX B 48/18)

In seinem Beschluss vom 5.10.2018¹² hält der BFH fest, dass der Rückgriff auf einen Sachverständigen zur Ermittlung des Unternehmenswerts im „pflichtgemäßen Ermessen des Gerichts“ steht: Falls das Gericht die „nötige Sachkunde selbst“ hat, ist ein Rückgriff auf einen Sachverständigen nicht erforderlich. Im zu entscheidenden Fall hat das Gericht allerdings „nicht dargelegt, dass es über die nötige Sachkunde verfügt, um die Unternehmensbewertung selbst vornehmen zu können.“ Darüber hinaus drängt sich eine „zusätzliche Beweiserhebung [...] regelmäßig“ auf, „wenn die Unternehmensbewertung streitig ist.“ Hinzukommend handelt es sich im vorliegenden Fall „um eine Bewertungsfrage, deren Beantwortung aufgrund der Komplexität von Wertermittlungen bei Beteiligungen an nicht börsennotierten AG besondere, branchenbezogene Sachkunde voraussetzt“, weshalb sich dem Gericht „die Notwendigkeit der Einholung eines vom Gericht bestellten Sachverständigengutachtens [...] hätte aufdrängen müssen.“

4. Angemessenheit der Schätzgrundlage: Korrekturen von Bewertungsparametern ausschließlich bei tragfähigen Gründen (OLG Düsseldorf – I-26 W 4/16 [AktE])

Die Ermittlung des Unternehmenswerts im Fall der Bestimmung einer angemessenen Abfindung auf Basis von „tragfähigen Schätzgrundlagen“ sei, so das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 30.4.2018,¹³ nicht zu beanstanden. Im zu entscheidenden Fall habe die Vorinstanz „verkannt, dass sowohl die im Bewertungsgutachten im Einklang mit

der stichtagsbezogenen aktuellen Empfehlung des FAUB mit 5,5 % nach Steuern zugrunde gelegte Marktrisikoprämie als auch der anhand einer Peer Group ermittelte Betafaktor von 1,05 tragfähige Schätzgrundlagen für die Ermittlung des Unternehmenswertes darstellen“ würden und entsprechend für die von der Vorinstanz „vorgenommenen Korrekturen der genannten Parameter [...] kein Raum“ wäre.

III. Anzuwendende Bewertungsmethoden

1. Liquidationswert: Wertuntergrenze bei fehlender günstiger Fortführungsprognose (BGH – XII ZR 116/17)

In Fortführung der höchstrichterlichen Rechtsprechung stellt der BGH in seinem Urteil vom 5.12.2018¹⁴ fest, dass der Liquidationswert „in der Regel als unterste Grenze des Unternehmenswerts“ gilt und dieser „grundsätzlich dann in Betracht“ kommt, wenn ein Unternehmen „zur Mobilisierung des Vermögens ‚versilbert‘ werden muss“ oder diesem „wegen schlechter Ertragslage oder aus sonstigen Gründen keine günstige Fortführungsprognose gestellt werden kann.“ Entsprechend hat der Senat im zu entscheidenden Fall eine Bewertung auf Basis des Substanzwertverfahrens abgelehnt, da es „an tragfähigen Erwägungen [...] zu einer günstigen Fortführungsprognose“ für das zu bewertende Unternehmen fehlt, eine Berücksichtigung des Substanzwerts allerdings erfordert, dass das Unternehmen „über den Bewertungstichtag hinaus fortgeführt wird.“

2. Bewertungsanlass aufgrund gesetzlicher Regelung: Rückgriff auf objektivierten Unternehmenswert (OLG Düsseldorf – I-26 W 4/17 [AktE]; OLG München – 31 Wx 415/16)

Das OLG Düsseldorf hält in seinem Beschluss vom 2.7.2018¹⁵ mit Verweis auf die „ständige Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts“ fest, dass bei „Bewertungsfällen aufgrund gesetzlicher Regelung [...] von einem objektivierten Unternehmenswert auszugehen“ sei und insoweit „subjektive Wertvorstellungen [...] außer Betracht zu bleiben“ hätten. Im zu entscheidenden Fall der Festsetzung einer angemessenen Barabfindung gem. §§ 207, 212 UmwG sei daher, so der Senat in der Beschlussbegründung, die Anwendung der Ertragswertmethode nicht zu beanstanden, da „weder Art. 14 Abs. 1 GG noch das einfache Recht eine bestimmte Methode“ vorschreibe und sich „in der Praxis“ das Ertragswertverfahren zur Erreichung des gesetzlichen „Bewertungsziel[s]“ durchgesetzt habe. Entsprechend bestehe „keinerlei Anlass, den subjektiven Grenzpreis zu ermitteln, den ein Meistbietender (in einer Auktion) bereit (gewesen) wäre, für das Unternehmen im Ganzen zu zahlen.“ Vielmehr sei nur die Auswahl einer „geeigneten, aussagekräftigen Methode und die gerichtliche Überprüfbarkeit ihrer Anwendung“ „verfassungsrechtlich geboten.“ Auch das OLG München hält in seinem Beschluss vom 16.10.2018¹⁶ fest, dass das Gericht im Rahmen der Festlegung der angemessenen Barabfindung gem. §§ 62 Abs. 5 S. 1 UmwG, 327a AktG „nicht gehal-

10 OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 2/13 (Fn. 2, alle Zitate); ebenso OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 1/13 (Fn. 2), für den Fall der Ermittlung der angemessenen Abfindung gem. § 305 Abs. 1 AktG.

11 OLG München, 26.6.2018 – 31 Wx 382/15 (Fn. 2, alle Zitate).

12 BFH, 5.10.2018 – IX B 48/18 (Fn. 2, alle Zitate).

13 OLG Düsseldorf, 30.4.2018 – I-26 W 4/16 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).

14 BGH, 5.12.2018 – XII ZR 116/17 (Fn. 2, alle Zitate).

15 OLG Düsseldorf, 2.7.2018 – I-26 W 4/17 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).

16 OLG München, 16.10.2018 – 31 Wx 415/16 (Fn. 2, beide Zitate).

ten [sei], nach dem Meistbegünstigungsprinzip die Bewertungsmethode oder innerhalb einer Bewertungsmethode die Parameter anzusetzen, die für die Antragsteller die größtmögliche Abfindung“ ergebe, da bei einer solchen Vorgehensweise der verfassungsrechtlich gebotene „wirkliche“ Wert sicherlich nicht mehr abgebildet werden würde.“

3. Multiplikatorverfahren: Begrenzte Anwendbarkeit aufgrund von Ungenauigkeit und fehlender Subjektivität (OLG Düsseldorf – I-26 W 1/18 [AktE])

Nach Ansicht des OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 6.9.2018¹⁷ würden Multiplikatorverfahren aufgrund von „Ungenauigkeit und der fehlenden Subjektivität [...] nur zur Beurteilung der Plausibilität anderer Bewertungsverfahren zum Zuge“ kommen. Daher, so der Senat weiter in der Beschlussbegründung, seien anhand von Multiplikatorverfahren ermittelte Unternehmenswerte weder „als ‚absolute Untergrenze‘“ zu betrachten noch seien Multiplikatorverfahren „der ‚aussagekräftigste Parameter‘“ im Rahmen der Unternehmensbewertung.

4. Börsenwert

a) Grundsatz: Börsenwert als Untergrenze der angemessenen Abfindung (OLG Düsseldorf – I-26 W 4/17 [AktE]; OLG Stuttgart – 20 W 2/13; LG Stuttgart – 31 O 138/15 KfH SpruchG; 31 O 1/15 KfH SpruchG)

Gemäß der Grundsatzentscheidung des BVerfG vom 27.4.1999¹⁸ („DAT/Altana“) bildet der Börsenkurs regelmäßig die Untergrenze der zu gewährenden Abfindung bei Squeeze-out. „Auf diese Weise“, so das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 2.7.2018,¹⁹ stelle „der Börsenkurs einen Kontrollwert für das Ertragswertverfahren dar, um die Untergrenze der Abfindung in den Fällen“ sicherzustellen, in denen „die Aktien und deren Verkehrsfähigkeit einen eigenen Handelswert über den Ertragswert hinaus generieren“ würden.

Ebenfalls unter Verweis auf die höchstrichterliche Rechtsprechung hält das OLG Stuttgart in seinem Beschluss vom 21.8.2018²⁰ fest, dass ein „existierender Börsenkurs bei der Abfindung gem. §§ 327a, 327b AktG berücksichtigt werden [müsse], weil bei der Bestimmung der angemessenen Barabfindung [...] auch darauf abzustellen“ sei, was die ausscheidenden Aktionäre „im Falle einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der unternehmensrechtlichen Maßnahme erhalten hätten.“

Demgegenüber ist das LG Stuttgart in seinem Beschluss vom 3.4.2018²¹ der Auffassung, dass es Gegenstand der „tatricherlichen Beurteilung“ sei, „ob eine allein am Börsenkurs orientierte Abfindung im zu entscheidenden Fall angemessen“ sei, da ein „aussagekräftiger Börsenkurs grundsätzlich nicht etwa die Untergrenze, sondern regelmäßig – d. h. bei funktionierendem Kapitalmarkt – einen Wert [abbilde], der der objektiven Verkehrseinschätzung“ zum Wert einer Aktie entspreche. Mithin gelte für das Spruchverfahren nach einem Squeeze-out, dass eine „gerichtliche Prüfung des Ertragswerts entbehrlich [sei], wenn es aussagekräftige Börsenkurse“ gebe. Denn „in diesem Fall bilde[.] der Börsenkurs nicht die Untergrenze, sondern tatsächlich die angemessene Abfindung.“

b) Rückgriff auf Börsenkurs: Abbildung des wahren Werts der Aktie erforderlich (OLG Stuttgart – 20 W 2/13; 20 W 1/13)

Nach Ansicht des OLG Stuttgart in seinem Beschluss vom 21.8.2018²² könne es „offenbleiben [...], ob das Transaktionsvolumen der Aktie im

relevanten Zeitraum ausreichend war oder die Aussagekraft und die Tauglichkeit einer marktorientierten Bewertungsmethode auf Grundlage des Börsenkurses aus anderen Gründen in Frage zu stellen sein könnte“, da im zu entscheidenden Fall eine „Nichtberücksichtigung des Börsenkurses zu keiner Verbesserung der Abfindung zugunsten der Aktionäre führen“ würde. Diese Ansicht des Gerichts ist kritisch zu betrachten, verweist dasselbige doch an anderer Stelle darauf, dass „eine Überprüfung der Rahmenbedingungen im Einzelfall“ erforderlich sei, da der Börsenkurs „zur Ermittlung des ‚wahren‘ Werts der Anteile [...] dann ausscheiden“ würde, wenn dieser „aufgrund der Umstände des konkreten Falls diesen wahren Wert nicht zutreffend“ abbilde.

Auch die Begründung des Senats in seinem Beschluss vom 21.8.2018²³ im Parallelverfahren, wonach es „vorliegend offenbleiben [könne], ob das Transaktionsvolumen der Aktie im relevanten Zeitraum ausreichend war“, da das Abfindungsangebot dem „maßgeblichen, nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurs innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme“ entspreche, vermag nicht zu überzeugen.

c) Hochrechnung des Börsenkurses: Kriterium des längeren Zeitraums bei sieben Monaten und acht Tagen erfüllt (LG Frankfurt a.M. – 3-05 O 68/17)

In Anwendung der in der *Stollwerck*-Entscheidung des BGH²⁴ aufgestellten Grundsätze hält das LG Frankfurt a.M. in seinem Beschluss vom 4.2.2019²⁵ fest, dass bei einem Zeitraum von sieben Monaten und acht Tagen zwischen der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung das Kriterium des „längere[n] Zeitraum[s]“ erfüllt und mithin die „geforderte Hochrechnung [...] vorzunehmen“ sei. Hierbei, so die Kammer in der Beschlussbegründung, sei neben der Berücksichtigung der „branchentypischen Wertentwicklung“ auch auf die „Börsenkursentwicklung [der] Vergleichsunternehmen“ der Peer Group, welche zur Ermittlung des Beta-Faktors herangezogen wurde, abzustellen.

IV. Ermittlung des zu kapitalisierenden Ergebnisses

1. Gegenstand der Ertragsprognose

a) Grundsatz: Eingeschränkte Überprüfung der Planungsrechnung (OLG Düsseldorf – I-26 W 4/16 [AktE]; OLG München – 31 Wx 415/16; 31 Wx 382/15; 31 Wx 372/15; OLG Stuttgart – 20 W 2/13; 20 W 1/13)

Das OLG Düsseldorf hält in seinem Beschluss vom 30.4.2018²⁶ fest, dass die Ertragswertschätzung „auf die Planungsrechnungen“ des zu bewertenden Unternehmens gestützt werden könne, falls diese als „plausibel angesehen“ werden könnten. Denn es müsse, so auch das OLG Stuttgart in seinem Beschluss vom 21.8.2018,²⁷ bei der Überprüfung

17 OLG Düsseldorf, 6.9.2018 – I-26 W 1/18 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).

18 Vgl. BVerfG, 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, BB 1999, 1778.

19 OLG Düsseldorf, 2.7.2018 – I-26 W 4/17 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).

20 OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 2/13 (Fn. 2, alle Zitate).

21 LG Stuttgart, 3.4.2018 – 31 O 138/15 KfH SpruchG (Fn. 2, alle Zitate); ebenso LG Stuttgart, 17.9.2018 – 31 O 1/15 KfH SpruchG (Fn. 2).

22 OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 2/13 (Fn. 2, alle Zitate).

23 OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 1/13 (Fn. 2, beide Zitate).

24 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.

25 LG Frankfurt a.M., 4.2.2019 – 3-05 O 68/17 (Fn. 2, alle Zitate).

26 OLG Düsseldorf, 30.4.2018 – I-26 W 4/16 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate).

27 OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 2/13 (Fn. 2, auch Zitat); ebenso OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 1/13 (Fn. 2).

fung der Ertragsplanung berücksichtigt werden, „dass es sich nur um Schätzungen handel[e], die auf Prognosen über künftige Entwicklungen gründen [würden], von denen es nicht nur eine richtige [gebe] und die im seltensten Fall auch so wie vorhergesagt eintreffen“ würden.

Auch das OLG München verweist in seinem Beschluss vom 16.10.2018²⁸ darauf, dass die Planung „in erster Linie Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen“ sei und daher „nur eingeschränkt darauf hin überprüfbar [wäre], ob sie auf zutreffenden Informationen und realistischen Annahmen beruh[e], mithin plausibel und auch nicht widersprüchlich“ sei. Da im zu entscheidenden Fall die Planannahmen plausibel seien, würden Anpassungen durch das Gericht „mit Rücksicht auf die Planungsprärogative der Gesellschaft“ grundsätzlich ausscheiden.

In diesem Zusammenhang hält das Gericht auch zutreffenderweise fest, dass die Richtigkeit der Ertragsprognose „nicht ex-post dahingehend überprüft werden [könne], ob sie sich tatsächlich verwirklicht“ habe. Demgegenüber ist der Verweis des OLG München in seinem Beschluss vom 26.6.2018,²⁹ wonach die Plausibilität der Planungsrechnung „durch die wesentlich schlechteren IST-Zahlen bestätigt“ werden würde, vor diesem Hintergrund kritisch zu betrachten.

b) Prognoseumfang: Ausreichende Konkretisierung zum Bewertungsstichtag (OLG Düsseldorf – I-26 W 4/16 [AktE]; OLG München – 31 Wx 415/16; OLG Stuttgart – 20 W 1/13)

Nach Ansicht des OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 30.4.2018³⁰ seien „Wertbeiträge aus etwaigen zukünftigen Akquisitionen“ bei fehlender „ausreichender Konkretisierung“ nicht zu berücksichtigen. Im zu entscheidenden Fall habe daher die Vorinstanz die von der Antragsgegnerin angeführten Expansionspläne in Südamerika „zutreffend nicht berücksichtigt“, da diese lediglich auf eine nicht näher konkretisierte Ankündigung des Vorstands Bezug genommen habe.

In ähnlicher Weise sieht das OLG München in seinem Beschluss vom 16.10.2018³¹ eine Anpassung der Planungsannahmen aufgrund „etwaiger Zukäufe“, die zum Bewertungsstichtag „noch nicht vorhersehbar“ waren, als nicht sachgerecht an, da letzteres einen „klaren Verstoß gegen die Wurzeltheorie darstellen“ würde. Nach dem Bewertungsstichtag eintretende Ereignisse könnten nur „ausnahmsweise“ berücksichtigt werden, „wenn die Entwicklung am Stichtag bereits angelegt und absehbar“ gewesen wäre; „rein spekulative Hoffnungen oder Befürchtungen [müssten] hingegen außen vor“ bleiben.

Auch das OLG Stuttgart verweist in seinem Beschluss vom 21.8.2018³² auf die ausreichende Konkretisierung am Bewertungsstichtag: „Mögliche, aber noch nicht eingeleitete Maßnahmen sowie die daraus eventuell resultierenden Überschüsse [seien] bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte unbeachtlich. [Denn] Ideen allein [seien] nicht bewertbar.“

2. Grundlage der Ertragsprognose

a) Rückschauanalyse: Grundlage für die Prognose nachhaltig ausschüttbarer Erträge (BGH – XII ZR 116/17; OLG München – 31 Wx 382/15; 31 Wx 372/15)

In seinem Urteil vom 5.12.2018³³ betont der BGH die Bedeutung der „Rückschau auf die Erträge des Unternehmens in den letzten Jahren“

als „Grundlage“ für die „Prognose [...] der nachhaltig ausschüttbare[n] Überschüsse“ zur Ermittlung des „Zukunftserfolgswert[s]“ im Rahmen der Ertragswertmethode.

Der Rechtsprechung des BGH folgend hält das OLG München in seinem Beschluss vom 26.6.2018³⁴ fest, dass „Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge [...] die Planung der Gesellschaft [sei], die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen“ wäre.

b) Berücksichtigung von persönlichen Steuern: Rückgriff auf Typisierungsannahmen verfassungsrechtlich unbedenklich (OLG Düsseldorf – I-26 W 4/17 [AktE]; I-26 W 1/18 [AktE])

Das OLG Düsseldorf hält in seinem Beschluss vom 2.7.2018³⁵ fest, dass die Berücksichtigung von persönlichen Steuern bei der Festsetzung der angemessenen Barabfindung gem. §§ 207, 212 UmwG gerechtfertigt sei, da der „Zahlungsstrom, für dessen Verlust der Aktionär zu entschädigen“ sei, – ganz im Sinne des Zuflussprinzips³⁶ – „von diesem erst nach persönlichen Steuern konsumtiv verwendet werden“ könne. Hierbei sei, so der Senat weiter in der Beschlussbegründung, eine „Typisierung des Investors als eine inländische unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person [...] nicht nur sachgerecht, sondern auch verfassungsrechtlich unbedenklich“.

In konsistenter Weise führt das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 6.9.2018³⁷ aus, dass die „Nachsteuerbetrachtung [...] auch auf der Ebene der künftigen Zuflüsse [...] im Einklang mit der ständigen Rechtsprechung“ stehe und „in der Bewertungswissenschaft allgemein anerkannt“ sei, da diese bereits „aus Konsistenzgründen“ zur Berücksichtigung von persönlichen Steuern im Kapitalisierungszinssatz erforderlich sei.

V. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

1. Basiszinssatz

a) Grundsatz: Ableitung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve (OLG Düsseldorf – I-26 W 1/18 [AktE]; OLG München – 31 Wx 415/16; 31 Wx 382/15; OLG Stuttgart – 20 W 1/13; LG München – 5 HK O 10044/16)

Ein Rückgriff auf Zinsstrukturdaten, so das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 6.9.2018,³⁸ erfolge mittlerweile „regelmäßig für die Berechnung des Basiszinssatzes“. Nach Ansicht des OLG München in seinem Beschluss vom 16.10.2018³⁹ ist die „Herleitung aus Zinsstrukturdaten [...] eine anerkannte und auch vom Senat für geeignet erachtete Methode zur Ermittlung des Basiszinssatzes“, da letzterer „der

28 OLG München, 16.10.2018 – 31 Wx 415/16 (Fn. 2, alle Zitate); ebenso OLG München, 26.6.2018 – 31 Wx 382/15 (Fn. 2), OLG München, 13.11.2018 – 31 Wx 372/15 (Fn. 2).

29 OLG München, 26.6.2018 – 31 Wx 382/15 (Fn. 2, auch Zitat).

30 OLG Düsseldorf, 30.4.2018 – I-26 W 4/16 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate).

31 OLG München, 16.10.2018 – 31 Wx 415/16 (Fn. 2, alle Zitate).

32 OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 1/13 (Fn. 2, auch Zitat).

33 BGH, 5.12.2018 – XII ZR 116/17 (Fn. 2, alle Zitate).

34 OLG München, 26.6.2018 – 31 Wx 382/15 (Fn. 2, auch Zitat); ebenso OLG München, 13.11.2018 – 31 Wx 372/15 (Fn. 2).

35 OLG Düsseldorf, 2.7.2018 – I-26 W 4/17 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).

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

37 OLG Düsseldorf, 6.9.2018 – I-26 W 1/18 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).

38 OLG Düsseldorf, 6.9.2018 – I-26 W 1/18 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate).

39 OLG München, 16.10.2018 – 31 Wx 415/16 (Fn. 2, beide Zitate); ebenso OLG München, 26.6.2018 – 31 Wx 382/15 (Fn. 2).

aus Sicht des Stichtags auf Dauer zu erzielende, von kurzfristigen Einflüssen bereinigte Nominalzinssatz für (quasi) risikofreie Anlagen“ darzustellen habe. Das OLG Stuttgart verweist in seinem Beschluss vom 21.8.2018⁴⁰ darauf, dass die Ermittlung des Basiszinssatzes „ausgehend von Zinsstrukturkurven anerkannt und gebräuchlich“ sei, da diese Vorgehensweise eine „Näherungslösung“ für die Ermittlung der „Rendite einer risikofreien Alternativenanlage [...] mit ewiger Laufzeit“ darstelle. Dabei sei, so das LG München in seinem Beschluss vom 30.5.2018,⁴¹ der Basiszinssatz „wegen der Existenz von Credit Default Swaps“ nicht zu reduzieren, da es einerseits „auf ein theoretisches Restausfallrisiko [...] nicht entscheidend“ ankomme und andererseits „völlig risikofreie Anlagen ohnehin nicht verfügbar“ wären.

b) Rundung des Basiszinssatzes: Keine Beanstandung im Rahmen einer Schätzung nach § 287 ZPO (OLG Düsseldorf – I-26 W 4/16 [AktE]; OLG München – 31 Wx 415/16; 31 Wx 382/15)

Nach Ansicht des OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 30.4.2018⁴² sei die Anwendung eines ungerundeten Basiszinssatzes „im Rahmen einer Schätzung nach § 287 ZPO nicht zu beanstanden“, auch dann, wenn dieses Vorgehen in einer „ungünstigeren“ Wertermittlung aus Sicht der abzufindenden Aktionäre resultiere. Das OLG München sieht in seinem Beschluss vom 16.10.2018⁴³ eine Rundung des Basiszinssatzes als „üblich und zulässig“ an, da dies lediglich die „Prämisse [widerspiegeln würde], dass es sich um keinen mit mathematischer Genauigkeit errechneten Wert handel[e].“

2. Risikozuschlag

a) Grundsatz: Ermittlung anhand des Tax-CAPM als gefestigte Rechtsprechung (OLG Düsseldorf – I-26 W 4/16 [AktE]; I-26 W 1/18 [AktE]; LG München – 5 HK O 10044/16)

Nach Ansicht des OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 30.4.2018⁴⁴ entspreche eine Ermittlung des Risikozuschlags anhand des Tax-CAPM der mittlerweile „gefestigten Rechtsprechung“. Auch in seinem Beschluss vom 6.9.2018⁴⁵ hält das OLG Düsseldorf fest, dass „sich auch die mittlerweile praktisch einhellige obergerichtliche Rechtsprechung“ an einer Ermittlung des Risikozuschlags nach dem Tax-CAPM orientiere.

Demgegenüber sieht das LG München in seinem Beschluss vom 30.5.2018⁴⁶ – in Fortführung der eigenen Rechtsprechung⁴⁷ – weiterhin keine einheitliche Beurteilung in der Frage der Ermittlung des Risikozuschlags „in Rechtsprechung und Literatur“. Zwar werde „mehrheitlich [...] davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM“ bestimmt werden. Allerdings könne die Kammer „der vielfach vertretenen alleinigen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM in dieser Allgemeinheit nicht [...] folgen“, da es „nicht erkennbar [sei], dass das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlags eindeutig überlegen wäre.“

b) Marktrisikoprämie

aa) Ermittlungsmethodik: Weiterhin bestehende Diskussionen in den Wirtschaftswissenschaften (OLG Stuttgart – 20 W 2/13; 20 W 1/13; OLG Düsseldorf – I-26 W 4/17 [AktE])

Das OLG Stuttgart hält in seinem Beschluss vom 21.8.2018⁴⁸ fest, dass die „wirtschaftswissenschaftliche Diskussion zur Bestimmung der

Marktrisikoprämie nach wie vor nicht abgeschlossen“ sei, es gleichfalls „aber nicht Aufgabe des Spruchverfahrens“ sein könne, einen „Beitrag zur Klärung dieser Diskussion zu leisten“. In seinem anderen Beschluss vom 21.8.2018⁴⁹ führt das OLG Stuttgart diesbezüglich weitergehend aus, dass es „in der Wirtschaftswissenschaft an einem konsensfähigen Modell zur Bestimmung der Marktrisikoprämie“ weiterhin fehle, sodass die Marktrisikoprämie „nur durch eine stets mit Zweifeln behaftete Schätzung ermittelt, ihre Höhe aber nicht abschließend bestimmt werden“ könne.

Auch das OLG Düsseldorf hält in seinem Beschluss vom 2.7.2018⁵⁰ fest, dass sowohl die Frage der „Mittelwertbildung“ als auch die „konkrete Höhe der Marktrisikoprämie [...] innerhalb der Wirtschaftswissenschaften sehr umstritten“ sei und eine „empirisch genaue Festlegung [...] nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften“ nicht möglich sei.

bb) Höhe der Marktrisikoprämie: Verlautbarungen des FAUB als anerkannte Expertenauffassung (OLG Düsseldorf – I-26 W 4/16 [AktE]; OLG Stuttgart – 20 W 1/13; OLG München – 31 Wx 415/16; 31 Wx 382/15)

Im Rahmen der Festlegung der Marktrisikoprämie würden die IDW-Standards sowie die sonstigen Verlautbarungen des FAUB, so das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 30.4.2018,⁵¹ eine „anerkannte Expertenauffassung“ darstellen und mithin eine wichtige „Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen“ bei der Unternehmensbewertung bilden. Entsprechend sei im vorliegenden Fall, so das OLG Düsseldorf in der Beschlussbegründung, „die Annahme einer Marktrisikoprämie mit dem Mittelwert der Bandbreite des empfohlenen Rahmens für einen Bewertungsstichtag im Mai 2013 [d. h. in Höhe von 5,5%, Anm. d. Verf.] grundsätzlich nicht zu beanstanden“. Hierbei sei es im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO „im Regelfall angemessen, im Einklang mit gängigen Annahmen der Bewertungspraxis einer Empfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung zu folgen und die Marktrisikoprämie innerhalb des dort vorgeschlagenen Bereichs festzusetzen“.

Nach Ansicht des OLG Stuttgart in seinem Beschluss vom 21.8.2018⁵² sei eine Marktrisikoprämie von 5,0% „nicht zu beanstanden“, da diese sich „innerhalb der für den Bewertungsstichtag gebräuchlichen Bandbreite“ befinde. Darüber hinaus, so der Senat weiter in der Beschlussbegründung, sei im vorliegenden Fall allein „entscheidend, dass die hier getroffene Annahme einer Marktrisikoprämie von 5,0% auf in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen Methoden fuß[e] und deshalb eine taug-

40 OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 1/13 (Fn. 2, alle Zitate).

41 LG München, 30.5.2018 – 5 HK O 10044/16 (Fn. 2, alle Zitate).

42 OLG Düsseldorf, 30.4.2018 – I-26 W 4/16 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate).

43 OLG München, 16.10.2018 – 31 Wx 415/16 (Fn. 2, beide Zitate); ebenso OLG München, 26.6.2018 – 31 Wx 382/15 (Fn. 2).

44 OLG Düsseldorf, 30.4.2018 – I-26 W 4/16 [AktE] (Fn. 2, auch Zitat).

45 OLG Düsseldorf, 6.9.2018 – I-26 W 1/18 [AktE] (Fn. 2, auch Zitat).

46 LG München, 30.5.2018 – 5 HK O 10044/16 (Fn. 2, alle Zitate).

47 Vgl. u. a. Wüstemann/Brauchle, BB 2018, 1579 ff.

48 OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 2/13 (Fn. 2, alle Zitate); ebenso OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 1/13 (Fn. 2).

49 OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 1/13 (Fn. 2, beide Zitate).

50 OLG Düsseldorf, 2.7.2018 – I-26 W 4/17 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).

51 OLG Düsseldorf, 30.4.2018 – I-26 W 4/16 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).

52 OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 1/13 (Fn. 2, beide Zitate).

liche Grundlage für die Vornahme der Schätzung des Ertragswertes gem. § 287 Abs. 2 ZPO bilde[.]“.

In seinem Beschluss vom 16.10.2018⁵³ bezeichnet das OLG München die von der Vorinstanz vorgenommene Reduzierung der Marktrisikoprämie auf 5,0% (entgegen der im Bewertungsgutachten angenommenen und von der Abfindungsprüferin bestätigten Marktrisikoprämie von 5,5%) als „nicht zu beanstanden“, da diese zum Bewertungsstichtag das „Marktrisiko besser“ abbilden würde. Zwar handele es sich bei den Empfehlungen des FAUB „weder um Rechtsnormen noch um etwas Ähnliches“, allerdings sei regelmäßig „anzunehmen, dass die Bandbreite der Empfehlung des FAUB [...] auch angemessen für die gerichtliche Schätzung eines Unternehmenswerts ist“. Die im zu entscheidenden Fall zugrunde gelegte Marktrisikoprämie von 5% – insofern „am unteren Rand“ der derzeit empfohlenen Bandbreite von 5% bis 6% – sei „angebracht“, da noch bis September 2012 eine geringere Bandbreite von 4% bis 5% empfohlen wurde, die Bewertung im vorliegenden Fall zum 21.2.2014 durchzuführen sei und somit eine Marktrisikoprämie von 5% im „Schnittbereich beider Empfehlungen“ liege.

c) Beta-Faktor

aa) Grundsatz: Rückgriff auf Peer Group bei fehlender Aussagekraft des unternehmenseigenen Beta-Faktors (OLG Stuttgart – 20 W 1/13)

Bei fehlender Aussagekraft des unternehmenseigenen Beta-Faktors, so das OLG Stuttgart in seinem Beschluss vom 21.8.2018,⁵⁴ sei die „Herleitung des Betafaktors anhand einer Peer-Group in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und gebräuchlich.“ Insofern habe im zu entscheidenden Fall die Vorinstanz zu Recht auf den Rückgriff auf unternehmenseigene Beta-Faktoren verzichtet, da diese „für verschiedene Zeiträume [...] nahe null lägen bzw. statistisch nicht signifikant seien“ und daher „keine Aussagekraft“ besäßen.

bb) Kapitalstrukturrisiko: Rückgriff auf verschuldeten Beta-Faktor unter Berücksichtigung der unternehmensspezifischen Kapitalstruktur (OLG München – 31 Wx 372/15; OLG Stuttgart – 20 W 1/13)

Nach Ansicht des OLG München in seinem Beschluss vom 13.11.2018⁵⁵ sei es im Rahmen der Unternehmensbewertung „anerkannt“, bei Rückgriff auf einen Beta-Faktor, welcher anhand einer Peer Group ermittelt wird, letzteren „zunächst um die Verschuldungskomponenten der Peer Group“ zu bereinigen (sog. unlevern) und „anschließend unter Berücksichtigung des konkreten unternehmensspezifischen Kapitalstrukturrisikos [...] wieder in einen – nun unternehmensspezifischen – verschuldeten Betafaktor“ umzuwandeln (sog. relevern). Diese Vorgehensweise sei, so der Senat weiter in der Beschlussbegründung, insbesondere „in einer Branche, in der Fremdfinanzierung und deren Konditionen eine wesentliche Rolle spielen [...] erforderlich, um den unternehmensspezifischen Betafaktor für den Eigenkapitalgeber angemessen zu erfassen“.

Auch nach Ansicht des OLG Stuttgart in seinem Beschluss vom 21.8.2018⁵⁶ entspreche es der „in Rechtsprechung und Wirtschaftswissenschaft anerkannten Praxis, die Vergleichsbetrachtung im Rahmen der Peer Group allein auf den Vergleich des operativen Risikos zu beschränken“ und sodann den unverschuldeten Beta-Faktor „an die konkret erwartete künftige Kapitalstruktur des zu bewertenden Unternehmens“ anzupassen.

cc) Ermittlungsmethode: Fehlende Eindeutigkeit aufgrund Prognosecharakter des Beta-Faktors (OLG Düsseldorf – I-26 W 4/16 [AktE]; OLG München – 31 Wx 415/16)

Aufgrund der Eigenschaft des Beta-Faktors als „prognostischer Wert“ könne dieser, so das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 30.4.2018,⁵⁷ „bereits im Ansatz nicht in eindeutiger Weise ermittelt werden“. Insofern sei im zu entscheidenden Fall der Vorinstanz nicht zuzustimmen, wenn diese „allein eine wöchentliche Betrachtungsweise und ein fünfjähriger Beobachtungszeitraum“ als „sachgerecht“ für die Ermittlung des Beta-Faktors bezeichne. Vielmehr seien „unterschiedliche Einschätzungen auch insoweit möglich“ und im zu entscheidenden Fall durch die sachverständige Prüferin im Rahmen ihrer Plausibilisierung des Bewertungsgutachtens auch in umfassender Weise gewürdigt worden.

Nach Ansicht des OLG München in seinem Beschluss vom 16.10.2018⁵⁸ sei die Ermittlung des Beta-Faktors auf Basis einer „Fünf-Jahres-Betrachtung“ nicht zu beanstanden, da es bei der „Betrachtung eines längeren Zeitraums [...] nicht darum [gehe], spezifische Risiken zu glätten, sondern vielmehr äußere Effekte wie Marktverwerfungen etc. herauszufiltern und damit tatsächlich nur das spezifische Risiko abzubilden“.

dd) Vergleichsindex: Keine Notwendigkeit der Berücksichtigung eines möglichst breiten Indexes (OLG Düsseldorf – I-26 W 4/16 [AktE])

Nach Ansicht des OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 30.4.2018⁵⁹ sei die von der Vorinstanz als „allein sachgerecht“ bezeichnete Verwendung des MSCI World Index zur Ableitung des Beta-Faktors anhand von börsennotierten Peer Group-Unternehmen nicht überzeugend, da „insbesondere die als ‚home bias‘ bezeichnete Neigung (vor allem privater Anleger)“ auch für den Rückgriff auf „lokale Indexe [...] sprechen könnte“.

3. Wachstumsabschlag

a) Begründung des Wachstumsabschlags: Unterschiedliche Auswirkung der Inflation auf Unternehmensbeteiligungen und festverzinsliche Anleihen (OLG Düsseldorf – I-26 W 4/16 [AktE]; OLG München – 31 Wx 415/16; 31 Wx 382/15)

Mit dem Wachstumsabschlag, so u.a. auch das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 30.4.2018,⁶⁰ soll berücksichtigt werden, dass sich die „Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung“, da Unternehmen grundsätzlich die Möglichkeit haben, „die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen.“ In vergleichbarer Weise hält das OLG München in seinem Beschluss vom 26.6.2018⁶¹ fest, dass „eine Geldentwertung bei der Anlage in ein Unternehmen

53 OLG München, 16.10.2018 – 31 Wx 415/16 (Fn. 2, alle Zitate); ebenso OLG München, 26.6.2018 – 31 Wx 382/15 (Fn. 2).

54 OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 1/13 (Fn. 2, alle Zitate).

55 OLG München, 13.11.2018 – 31 Wx 372/15 (Fn. 2, alle Zitate).

56 OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 1/13 (Fn. 2, beide Zitate).

57 OLG Düsseldorf, 30.4.2018 – I-26 W 4/16 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).

58 OLG München, 16.10.2018 – 31 Wx 415/16 (Fn. 2, beide Zitate).

59 OLG Düsseldorf, 30.4.2018 – I-26 W 4/16 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).

60 OLG Düsseldorf, 30.4.2018 – I-26 W 4/16 [AktE] (Fn. 2, beide Zitate); ebenso OLG München, 16.10.2018 – 31 Wx 415/16 (Fn. 2).

61 OLG München, 26.6.2018 – 31 Wx 382/15 (Fn. 2, beide Zitate).

nicht in gleichem Umfang“ eintrete „wie bei Kapitalanlagen in festverzinslichen Wertpapieren, weil Unternehmen die laufende Geldentwertung [...] an Kunden weitergeben“ könnten.

- b) Höhe des Wachstumsabschlags: Inflationsrate lediglich als erster Ansatzpunkt (OLG Düsseldorf – I-26 W 4/16 [AktE]; I-26 W 1/18 [AktE]; OLG München – 31 Wx 415/16; 31 Wx 382/15; OLG Stuttgart – 20 W 2/13; 20 W 1/13)

Nach Ansicht des OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 30.4.2018⁶² sei für die Bestimmung des Wachstumsabschlags insbesondere „maßgeblich [...], ob und in welcher Weise die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden“ weitergegeben werden könnten. Darüber hinaus seien „auch sonstige prognostizierte Margen- und Strukturänderungen zu berücksichtigen“. Dementsprechend könne die „Inflationsrate [...] nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlags bilden.“

Der obigen Argumentation folgend hat das OLG Düsseldorf in seinem Beschluss vom 6.9.2018⁶³ einen unterhalb der Inflationsrate liegenden Wachstumsabschlag in Höhe von 1% im Rahmen der Bewertung eines Versicherungsunternehmens in Deutschland als „plausibel“ bezeichnet, da u.a. aufgrund des „verschärften Wettbewerbs und Konsolidierungsdrucks in der deutschen Versicherungswirtschaft [...] zweifelhaft“ sei, „ob die im Inland erzielten Beiträge dauerhaft mit der Inflationsrate erhöht werden“ könnten.

Das OLG Stuttgart verweist in seinem Beschluss vom 21.8.2018⁶⁴ auf die nicht zu beanstandende Begründung der Vorinstanz, wonach im zu entscheidenden Fall ein Wachstumsabschlag von 1% unter Berücksichtigung von „unternehmens- und branchenspezifische[n] Gesichtspunkte[n]“ sowie dessen „breite Anerkennung der Rechtsprechung [...] in der Zuliefererbranche“ angemessen sei. Darüber hinaus hält das OLG Stuttgart in seinem weiteren Beschluss vom 21.8.2018⁶⁵ fest, dass der Wachstumsabschlag „an sich [...] keinen Inflationsausgleich“ bezwecke und daher auch „nicht zwingend (mindestens) in Höhe der zu erwartenden Inflationsrate angesetzt werden“ müsse.

VI. Zusammenfassung

1. Eine tatsächliche Liquidation ohne großen zeitlichen Abstand zum Bewertungsstichtag stellt ein Indiz für eine ungünstige Fortführungsprognose zum Bewertungsstichtag dar. Entsprechend steht ihre Berücksichtigung bei der Ermittlung des Unternehmenswerts dem Stichtagsprinzip nicht entgegen.
2. Die Auswahl der geeigneten Bewertungsmethode in Spruchverfahren unterliegt der Tatsachenfeststellung des Tatrichters. Hierbei liegt es im pflichtgemäßen Ermessen des Gerichts, unter Berücksichtigung der eigenen Sachkunde auf sachverständige Unterstützung zurückzugreifen.
3. Bei Bewertungsfällen aufgrund gesetzlicher Regelung ist von einem objektivierten Unternehmenswert auszugehen und insoweit von subjektiven Wertvorstellungen zu abstrahieren. Die Auswahl bzw. Anwendung einer Bewertungsmethode im Sinne eines Meistbegünstigungsprinzips für den Abzufindenden ist verfassungsrechtlich nicht geboten.
4. In der höchstrichterlichen Rechtsprechung wird (weiterhin) auf den Börsenwert als Untergrenze der angemessenen Abfindung ver-

wiesen. Durch die jüngste Infragestellung dieses Grundsatzes durch das LG Stuttgart ist allerdings eine weitergehende oberlandesgerichtliche Stellungnahme zur Bedeutung des Börsenwerts im Spruchverfahren zu erwarten.

5. Die Rückschauanalyse bildet die Grundlage für die Prognose der zukünftigen Erträge. Ein Rückgriff auf Typisierungsannahmen zur Berücksichtigung von persönlichen Ertragssteuern ist in diesem Zusammenhang verfassungsrechtlich unbedenklich.
6. Der Kapitalisierungszinssatz wird regelmäßig anhand des Basiszinssatzes und eines Risikozuschlags auf Basis des Tax-CAPM abgeleitet. Während hierbei insbesondere hinsichtlich der Ermittlung der Marktrisikoprämie weiterhin Klärungsbedarf besteht, wird deren Höhe durch die Rechtsprechung regelmäßig in der vom IDW vorgeschlagenen Bandbreite bestätigt.

// BB-ONLINE

Die im Aufsatz besprochenen Urteile sind unter www.betriebs-berater.de mit folgenden BB-Links abrufbar:

BGH, 5.12.2018 – XII ZR 116/17: [BB-ONLINE BBL2019-1649-1](#)
 OLG Düsseldorf, 30.4.2018 – I-26 W 4/16 [AktE]: [BB-ONLINE BBL2019-1649-2](#)
 OLG Düsseldorf, 27.2.2018 – I-26 W 4/17 [AktE]: [BB-ONLINE BBL2019-1649-3](#)
 OLG Düsseldorf, 6.9.2018 – I-26 W 1/18 [AktE]: [BB-ONLINE BBL2019-1649-4](#)
 OLG München, 26.6.2018 – 31 Wx 382/15: [BB-ONLINE BBL2018-2097-1](#)
 OLG München, 16.10.2018 – 31 Wx 415/16: [BB-ONLINE BBL2019-754-1](#)
 OLG München, 13.11.2018 – 31 Wx 372/15: [BB-ONLINE BBL2019-1649-5](#)
 OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 1/13: [BB-ONLINE BBL2019-1649-6](#)
 OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 2/13: [BB-ONLINE BBL2019-1649-7](#)
 LG Frankfurt a.M., 4.2.2019 – 3-05 O 68/17: [BB-ONLINE BBL2019-1649-8](#)
 LG München, 30.5.2018 – 5 HK O 10044/16: [BB-ONLINE BBL2018-2098-1](#)
 LG Stuttgart, 3.4.2018 – 31 O 138/15 KfH SpruchG: [BB-ONLINE BBL2019-1649-9](#)
 LG Stuttgart, 17.9.2018 – 31 O 1/15 KfH SpruchG: [BB-ONLINE BBL2019-1649-10](#)
 BFH, 5.10.2018 – IX B 48/18: [BB-ONLINE BBL2019-1649-11](#)

Prof. Dr. Jens Wüstemann, M.Sc.G. (Paris IX), 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 in der Grundsatzabteilung eines internationalen Finanzdienstleistungsunternehmens tätig.



62 OLG Düsseldorf, 30.4.2018 – I-26 W 4/16 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate); ebenso OLG München, 16.10.2018 – 31 Wx 415/16 (Fn. 2); OLG München, 26.6.2018 – 31 Wx 382/15 (Fn. 2).

63 OLG Düsseldorf, 6.9.2018 – I-26 W 1/18 [AktE] (Fn. 2, alle Zitate).

64 OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 2/13 (Fn. 2, beide Zitate); ebenso OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 1/13 (Fn. 2).

65 OLG Stuttgart, 21.8.2018 – 20 W 1/13 (Fn. 2, beide Zitate).