Das angemessene Umtauschverhältnis im Verschmelzungsrecht

gemessene Umtauschverhältnis im Verschmelzungsrecht · Die Bedeutung und richtige Ermittlung des
chverhältnisses sowie die Reform des nachträglichen Rechtsschutzes am Beispiel der Verschmelzung
Aktiengesellschaften · Das angemessene Umtauschverhältnis im Verschmelzungsrecht · Die Bedeu-
d richtige Ermittlung des Umtauschverhältnisses sowie die Reform des nachträglichen Rechtsschutzes
spiel der Verschmelzung zweier Aktiengesellschaften · Das angemessene Umtauschverhältnis im Ver-

Die Bedeutung und richtige Ermittlung des Umtauschverhältnisses sowie die Reform des nachträglichen Rechtsschutzes am Beispiel der Verschmelzung zweier Aktiengesellschaften

KERSTIN A. BLOCK

PETER LANG
Internationaler Verlag der Wissenschaften

Bei der Verschmelzung von Aktiengesellschaften stellt die Möglichkeit einer Kapitalverwässerung eine Gefahr für ihre Gesellschafter dar. Zur Vermeidung einer Kapitalverwässerung enthält das Verschmelzungsrecht umfassende Schutzinstrumente. Diese bestehenden Schutzinstrumente haben bisher aber weder zu einem befriedigenden Verwässerungsschutz geführt noch dem Unternehmensinteresse an der zügigen Durchführung einer Verschmelzung ausreichend Rechnung getragen. In diesem Buch werden Wege aufgezeigt, die dem Verwässerungsschutz unter Wahrung der Interessen aller an der Verschmelzung Beteiligten gerecht werden können. Die Untersuchung zeigt, dass eine Gesetzesänderung und eine veränderte Gesetzesanwendung zu einem stimmigen Gesamtkonzept führen können, das auch als Vorbild auf europäischer Ebene dienen kann.

Kerstin A. Block hat an der Bucerius Law School in Hamburg und an der University of Cambridge (UK) Rechtswissenschaft studiert und in Hamburg ihr Erstes und Zweites juristisches Staatsexamen abgelegt. Sie arbeitet derzeit als Rechtsanwältin in einer Kanzlei in Hamburg.

www.peterlang.de

Das angemessene Umtauschverhältnis im Verschmelzungsrecht

KERSTIN A. BLOCK

Das angemessene Umtauschverhältnis im Verschmelzungsrecht

Die Bedeutung und richtige Ermittlung des Umtauschverhältnisses sowie die Reform des nachträglichen Rechtsschutzes am Beispiel der Verschmelzung zweier Aktiengesellschaften

PETER LANG
Frankfurt am Main · Berlin · Bern · Bruxelles · New York · Oxford · Wien

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

Zugl.: Hamburg, Bucerius Law School, Univ., Diss., 2010

Umschlaggestaltung:
© Olaf Glöckler, Atelier Platen, Friedberg

Gedruckt auf alterungsbeständigem,
säurefreiem Papier.

H 360
ISBN 978-3-631-61456-3 E-ISBN 978-3-653-01002-2

© Peter Lang GmbH
Internationaler Verlag der Wissenschaften
Frankfurt am Main 2011
Alle Rechte vorbehalten.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

www.peterlang.de

Vorwort

Diese Arbeit wurde als Dissertation an der Bucerius Law School – Hochschule für Rechtswissenschaft – in Hamburg angenommen. Die mündliche Prüfung fand am 28. Juni 2010 statt. Literatur und Rechtsprechung sind auf dem Stand Oktober 2009.

Ich danke meinem Doktorvater Herrn Prof. Dr. Rüdiger Veil für die Betreuung der Arbeit und die Erstellung des Erstgutachtens. Ebenfalls danke ich Herrn Prof. Dr. Dres. h.c. Karsten Schmidt für die Erstellung des Zweitgutachtens.

Hamburg, im Oktober 2010 Kerstin A. Block

Inhaltsverzeichnis

Vorwort 5

A. Einleitung 15

B. Bedeutung und richtige Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses bei Abschluss des Verschmelzungsvertrags 17

I. Das angemessene Umtauschverhältnis als Rechtsinstitut zum Schutz vor Kapitalverwässerung 18

1. Erfordernis einer rechnerischen Ermittlung des Umtauschverhältnisses unter Zugrundelegung der Unternehmenswerte 19

a) Prognoseabhängigkeit der herrschenden Unternehmensbewertungen 21

aa) Unternehmensbewertung nach der Ertragswertmethode und dem Discounted-Cashflow-Verfahren 22

bb) Bedeutung der Zukunftsbezogenheit der gängigen Bewertungsmethoden für die Unternehmensbewertung 28

cc) Ergebnis 33

b) Folgen der Prognoseabhängigkeit der Unternehmensbewertungen für die rechnerische Ermittlung des Umtauschverhältnisses 33

aa) Gefahr von Fehleinschätzungen als Folge der Prognoseabhängigkeit 37

(1) Verringerung von Fehleinschätzungen durch die Inpflichtnahme der Mitglieder von Vorstand und Aufsichtsrat 39

(2) Bedeutung der Gefahr von Fehleinschätzungen für die an der Verschmelzung Beteiligten 42

(3) Ergebnis 43

bb) Gefahr der Manipulation der dem Umtauschverhältnis zugrunde liegenden Unternehmensbewertungen 43

(1) Anreize zu Manipulationen durch die beteiligten Unternehmen 44

(2) Möglichkeit der Manipulation des Umtauschverhältnisses 46

cc) Kontrollierbarkeit des ermittelten Umtauschverhältnisses durch die Aktionäre und das Gericht 49

(1) Wirksamkeit der präventiven Kontrollmechanismen im Verschmelzungsrecht 49
(a) Schutz vor Fehleinschätzungen und Manipulationen durch den Verschmelzungsbericht 50
(b) Schutz vor Fehleinschätzungen und Manipulationen durch den Verschmelzungsprüfer 52
(c) Ergebnis 58
(2) Wirksamkeit der nachträglichen gerichtlichen Kontrolle des Umtauschverhältnisses 58
(a) Effektiver nachträglicher Rechtsschutz vor dem Hintergrund der Reform des Spruchverfahrensgesetzes 61
(aa) Kontrollumfang des Gerichts nach der Reform des Spruchverfahrensgesetzes 61
(bb) Nutzbarmachung der Verschmelzungsprüfer als zentrales Anliegen der Reform 64
(cc) Ergebnis 68
(b) Umfassende Kontrolltiefe des Gerichts und deren Bedeutung für die Aktionäre und die an der Verschmelzung beteiligten Unternehmen 69
dd) Ergebnis 73
c) Minimierung der Gefahr von Fehleinschätzungen und Manipulationen bei Anwendung anderer klassischer Bewertungsmethoden 74
d) Ergebnis 77
2. Börsenkurse als Grundlage für die Ermittlung des Umtauschverhältnisses 77
a) Veränderung der Ausgangslage seit den Urteilen des Bundesgerichtshofs 81
b) Manipulation im Zusammenhang mit der Verschmelzung 82
c) Eignung des Börsenkurses als Maßstab für den wahren Unternehmenswert 84
d) Ergebnis 89
3. Zusammenfassung 89
II. Das Umtauschverhältnis als Gegenleistung für die Übertragung eines Unternehmens 90
1. Richtigkeitsgewähr des Ergebnisses von „Vertragsverhandlungen“ .. 92
a) Richtigkeitsgewähr bei der Konzernverschmelzung 92
b) Richtigkeitsgewähr beim merger of equals 94
c) Ergebnis 98

2. Verhältnis von „Richtigkeitsgewähr“ und Kapitalverwässerungsschutz beim merger of equals ... 99
a) Merger of equals mit ausgeglichener Verhandlungsmacht ... 100
b) Merger of equals mit unausgeglichener Verhandlungsmacht ... 101
aa) Angemessener Preis als Ergebnis der Vertragsverhandlungen ... 102
bb) Gleichsetzung von angemessenem Preis und hinreichendem Kapitalverwässerungsschutz? ... 102
cc) Ergebnis ... 109
c) Abgrenzung der beiden Fallgruppen im Rahmen eines merger of equals ... 110
3. Ergebnisse ... 112
III. Anforderungen an eine ordnungsgemäße Ermittlung des Umtauschverhältnisses ... 113
1. Ausgestaltung des Minderheitenschutzes zum Schutz vor Kapitalverwässerung ... 119
a) Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Abfindung ... 120
b) Barausgleichsanspruch der Minderheitsaktionäre ... 121
c) Ermittlung eines minderheitenschützenden Umtauschverhältnisses ... 123
aa) Wege der Ermittlung des minderheitenschützenden Umtauschverhältnisses ... 125
(1) Berücksichtigung des Börsenkurses bei der Ermittlung des minderheitenschützenden Umtauschverhältnisses ... 125
(2) Einführung von Bewertungsregeln zur Ermittlung des minderheitenschützenden Umtauschverhältnisses ... 128
bb) Möglichkeit der effektiven präventiven und nachträglichen Kontrolle des minderheitenschützenden Umtauschverhältnisses ... 129
cc) Ergebnis ... 131
d) Koordination des nachträglichen Rechtsschutzes bei der erforderlichen Ermittlung zweier Umtauschverhältnisse ... 131
2. Ergebnis ... 134
IV. Zusammenfassung der Ergebnisse ... 136

C. Einführung eines nachträglichen Aktienausgleichsanspruchs de lege ferenda aufseiten der Aktionäre des übertragenden Rechtsträgers ... 139
I. Grundsätzliche Möglichkeit eines Ausgleichs in Aktien ... 142
1. Verstoß gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz im Falle eines Aktienausgleichs ... 142

2. Gläubigerschutz im Falle eines Aktienausgleichs 143
3. Rechnerische Abbildung eines Aktienausgleichs und das Problem etwaiger Wertverzerrungen im Falle eines Aktienausgleichs 147
4. Ergebnis 148
II. Weitere Vorzüge eines Aktienausgleichs im Vergleich zum Barausgleich 148
1. Interesse der ausgleichsberechtigten Aktionäre an einem Aktienausgleich 148
2. Verhältnis von Barausgleich und Aktienausgleich im Rahmen der Gesetzessystematik 150
3. Ungelöste Probleme bei der bilanziellen Behandlung einer nachträglichen Barzuzahlung 151
a) Bilanzierung des übertragenen Unternehmens zu den tatsächlichen Anschaffungskosten 151
b) Wahl der Buchwertverknüpfung gemäß § 24 UmwG 153
c) Problem der formellen Unterpariemission im Rahmen der Buchwertverknüpfung 154
d) Ergebnis 156
4. Zusammenfassung 156
III. Konkrete Umsetzung eines Ausgleichs in Aktien 156
1. Höhe des Aktienausgleichsanspruchs 157
a) Erfüllung des Barausgleichsbetrags in Aktien (Methode 1) 158
b) Herstellung des nach dem Ergebnis des Spruchverfahrens ursprünglich für richtig erachteten Umtauschverhältnisses (Methode 2) 160
c) Bewertung der beiden Methoden zur Ermittlung der Höhe des Aktienausgleichsanspruchs 161
d) Ergebnis 164
2. Schuldner des Aktienausgleichsanspruchs 165
3. Beschaffung der Aktien für die Erfüllung des Ausgleichsanspruchs 167
a) Aktienausgleich durch die Gewährung eigener Aktien 167
aa) Rechtliche Zulässigkeit der Erfüllung des Aktienausgleichs im Wege der Ausgabe eigener Aktien 167
bb) Mögliche Tatbestände zum Erwerb eigener Aktien für die Erfüllung des Ausgleichsanspruchs 169
(1) Erwerb eigener Aktien zur Erfüllung des Ausgleichsanspruchs über § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG 170

(2) Erwerb eigener Aktien zur Erfüllung des Ausgleichsanspruchs ohne das Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses ... 171
cc) Ergebnis ... 172
b) Schaffung neuer Aktien im Wege der Kapitalerhöhung zur Erfüllung des Aktienausgleichsanspruchs ... 173
aa) Möglichkeit der Sachkapitalerhöhung zur Beschaffung von Aktien für den Aktienausgleich ... 175
bb) Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln zur Beschaffung von Aktien für den Aktienausgleich ... 178
cc) Ergebnis ... 183
IV. Einführung eines Wahlrechts oder einer Pflicht zum Aktienausgleich .. 184
V. Zusammenfassung der Ergebnisse ... 185

D. Nachträglicher Rechtsschutz der an der Verschmelzung beteiligten Aktionärsgruppen ... 187
I. Vergleich der Schutzbedürftigkeit der beteiligten Aktionärsgruppen 189
II. Vergleich des Rechtsschutzes der beteiligten Aktionärsgruppen ... 194
1. Registersperre und kassatorische Wirkung der Anfechtungsklage im Vergleich zur reformatorischen Wirkung des Spruchverfahrens .. 195
a) Verzögerung oder Verhinderung der Verschmelzung als Folge von Registersperre und kassatorischer Wirkung ... 196
b) Bedeutung von Verzögerung und Verhinderung der Verschmelzung für die Aktionäre ... 198
c) Ergebnisse ... 201
2. Überwindung von Registersperre und kassatorischer Wirkung durch das Unbedenklichkeitsverfahren ... 203
a) Erlass eines Unbedenklichkeitsbeschlusses aufgrund der Unzulässigkeit der Klage ... 205
b) Erlass eines Unbedenklichkeitsbeschlusses aufgrund einer offensichtlichen Unbegründetheit ... 205
c) Bagatellquorum in Höhe von 1.000 Euro des Nennbetrags ... 207
d) Erlass eines Unbedenklichkeitsbeschlusses aufgrund einer Interessenabwägung ... 208
aa) Gegenüberstellung der Nachteile ... 210
(1) Wesentliche Nachteile einer Registersperre und der kassatorischen Wirkung für die beteiligten Unternehmen und ihre Anteilsinhaber ... 210
(2) Nachteile der Antragsgegner ... 213
bb) Schwere der geltend gemachten Rechtsverletzung ... 217

cc) Abschließende Bewertung 219
e) Ergebnis 220
3. Schadensersatzanspruch im Sinne des § 16 Abs. 3 S. 10 UmwG als gleichwertiger Ausgleichsanspruch? 220
a) Prozessuale Nachteile im Rahmen von Schadensersatz- und Anfechtungsklage 220
b) Fehlende inter-omnes-Wirkung der Schadensersatzklage 222
aa) Faktische inter-omnes-Wirkung im Rahmen von Schadensersatz- und Anfechtungsklage 223
bb) Inter-omnes-Wirkung durch Rückabwicklung der Verschmelzung 223
cc) Inter-omnes-Wirkung durch nachträgliche Korrektur des Umtauschverhältnisses 223
dd) Ergebnis 225
c) Ergebnisse 225
4. Ausschluss des Rechtsschutzes bei besonderen Konzernkonstellationen 226
5. Zusammenfassung 227
III. Gleichstellung der an der Verschmelzung beteiligten Aktionäre 228
1. Ausweitung des Ausgleichsanspruchs und des Spruchverfahrens 228
2. Geltung von Spruchverfahren und Ausgleichsanspruch zugunsten aller an der Verschmelzung beteiligten Aktionäre de lege lata 229
a) Unmittelbare Anwendung von § 14 Abs. 2 UmwG und § 15 Abs. 1 UmwG auch auf die Aktionäre des übernehmenden Rechtsträgers 230
b) Analoge Anwendung von §§ 14, 15 UmwG auf die Aktionäre des übernehmenden Rechtsträgers 232
c) Ergebnis 235
3. Gleichstellung der an der Verschmelzung beteiligten Aktionärsgruppen de lege ferenda 235
IV. Ausformung des Ausgleichsanspruchs der Aktionäre des übernehmenden Rechtsträgers de lege ferenda 237
1. Schuldner des Ausgleichsanspruchs 237
2. Inhalt des Ausgleichsanspruchs 238
a) Einführung eines Barausgleichs zugunsten der Aktionäre des übernehmenden Rechtsträgers 238
aa) Verhältnis des Barausgleichs zum Kapitalerhaltungsgebot 239
bb) Doppelte Belastung des Unternehmens durch einen Barausgleich an die Aktionäre des übernehmenden Rechtsträgers? 240

cc) Bewertung 241
b) Einführung eines Aktienausgleichs zugunsten der Aktionäre des übernehmenden Rechtsträgers 242
aa) Aktienausgleich durch Einziehung der zu viel geleisteten Aktien 242
bb) Aktienausgleich durch Ausgabe von Aktien 244
c) Einführung einer Pflicht zum Aktienausgleich 245
d) Ergebnis 246
V. Öffnung des Spruchverfahrens zugunsten der Aktionäre des übernehmenden Rechtsträgers zur Durchsetzung des Ausgleichsanspruchs 247
1. Ausschluss der Anfechtbarkeit des die Verschmelzung regelmäßig begleitenden Kapitalerhöhungsbeschlusses 247
2. Erforderliche verfahrensrechtliche Änderungen zur Koordination der Spruchverfahren 251
a) Einheitliche gerichtliche Zuständigkeit 252
b) Zwingende Verfahrensverbindung bei Einleitung mehrerer Spruchverfahren 254
3. Ergebnis 254
VI. Originäre Beteiligung beider Aktionärsgruppen am Spruchverfahren .. 255
1. Notwendigkeit einer originären Beteiligung beider Aktionärsgruppen am Spruchverfahren 256
2. Wege einer originären Beteiligung der Aktionärsgruppen am Spruchverfahren 258
a) Originäre Beteiligung durch die Einleitung von Spruchverfahren durch beide Aktionärsgruppen 259
b) Umformung des Spruchverfahrens in ein „echtes“ kontradiktorisches Verfahren 259
c) Ergebnis 260
3. Folgeprobleme bei der Einführung eines echten kontradiktorischen Verfahrens 260
a) Verfahrensbeteiligte bei der Einführung eines echten kontradiktorischen Verfahrens 261
b) Vertretung der beiden Aktionärsgruppen vor Gericht 262
c) Anpassung der Regelungen zur Kostentragungspflicht 263
d) Notwendigkeit der Abkehr vom Amtsermittlungsgrundsatz 263
e) Ergebnis 265
VII. Ergebnisse 265

E. Zusammenfassung der Ergebnisse der Arbeit 267

F. Bedeutung der Ergebnisse der Arbeit für die europäische Verschmelzungspraxis 271

Literaturverzeichnis 277

A. Einleitung

Bei der Verschmelzung von Aktiengesellschaften stellt die Möglichkeit einer Kapitalverwässerung eine wesentliche Gefahr für ihre Gesellschafter dar. Zur Vermeidung einer Kapitalverwässerung enthält das Verschmelzungsrecht umfassende Schutzinstrumente. So soll dieser Gefahr durch die Pflicht zur Vereinbarung eines angemessenen Umtauschverhältnisses, das präventiv durch die Beschlussabhängigkeit der Verschmelzung und ein umfassendes Verschmelzungsverfahren flankiert wird, vorgebeugt werden. Daneben tritt der nachträgliche Rechtsschutz bei Rügen des Umtauschverhältnisses. Dieser enthält vor allem im Interesse der zügigen Durchführung der Verschmelzung einige Besonderheiten. So werden die Aktionäre des übertragenden Rechtsträgers auf vermögensrechtlichen Rechtsschutz unter Ausschluss der Anfechtungsklage zugunsten des Spruchverfahrens verwiesen. Den Aktionären des übernehmenden Rechtsträgers bleibt allein die Möglichkeit einer Anfechtungsklage, die durch ein Unbedenklichkeitsverfahren eingeschränkt werden kann.

Diese umfassenden Instrumente haben bisher weder zu einem befriedigenden Verwässerungsschutz geführt noch dem Unternehmensinteresse an der zügigen Durchführung einer Verschmelzung ausreichend Rechnung getragen.

Grundlage der Bildung des angemessenen Umtauschverhältnisses ist nach ständiger Rechtsprechung eine rein rechnerische Ermittlung dieses Umtauschverhältnisses, indem die wahren Unternehmenswerte der beteiligten Aktiengesellschaften ins Verhältnis gesetzt werden. Diese Unternehmenswerte sind im höchsten Maße prognoseabhängig. Hieraus ergibt sich zum einen die Gefahr eines unvorsätzlichen, aber erheblichen Abweichens der prognostizierten Entwicklung von der tatsächlichen zukünftigen Entwicklung, was auch als sogenannte Fehleinschätzung bezeichnet wird. Zum anderen bietet die Prognoseabhängigkeit den beteiligten Unternehmen das Einfallstor, das Umtauschverhältnis durch das Einfließenlassen sachfremder Erwägungen zu manipulieren. Dies macht die Notwendigkeit einer effektiven Kontrolle unumgänglich. Aufgrund der Prognoseabhängigkeit der Unternehmensbewertungen ist eine präventive und nachträgliche Kontrolle faktisch aber kaum möglich. Es bleibt allein eine ebenfalls mit erheblichen Unsicherheiten belastete Neuermittlung des Umtauschverhältnisses im Rahmen des nachträglichen Rechtsschutzes. Die Erfahrung hat gelehrt, dass ein solcher nachträglicher Rechtsschutz Jahre in Anspruch nimmt, sodass von effektivem Rechtsschutz keine Rede mehr sein kann. Der rein vermögensrechtlich

ausgestaltete Rechtsschutz im Rahmen des Spruchverfahrens führt zu einer zusätzlichen Benachteiligung der Aktionäre des übertragenden Rechtsträgers, der gleichzeitig den übernehmenden Rechtsträger, der das Ergebnis des Spruchverfahrens kaum kalkulieren kann, erheblich belasten kann. Im Falle einer Anfechtungsklage aufseiten des übernehmenden Rechtsträgers kann die Einleitung des nachträglichen Rechtsschutzes eine jahrelange Verzögerung der Verschmelzung, wenn nicht sogar deren Aufgabe, zur Folge haben. Die Anwendung des Unbedenklichkeitsverfahrens kann eine Gleichbehandlung der beteiligten Aktionärsgruppen nicht sicherstellen.

Ziel dieser Arbeit ist es, de lege lata und de lege ferenda einen Weg aufzuzeigen, der dem Verwässerungsschutz unter Wahrung der Interessen aller an der Verschmelzung Beteiligten gerecht werden kann. Hierfür sollen im Folgenden zunächst die Bedeutung und die richtige Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses bei Abschluss des Verschmelzungsvertrags dargestellt werden (B.). Im Anschluss daran wird die Ausgestaltung des nachträglichen Rechtsschutzes eingehend untersucht und kritisch gewürdigt. Dies betrifft zum einen den vermögensrechtlichen Aktionärsschutz durch Barausgleich aufseiten der Aktionäre des übertragenden Rechtsträgers (C.), zum anderen das Problem der bisher fehlenden Gleichstellung und Koordination des Rechtsschutzes der an der Verschmelzung beteiligten Aktionärsgruppen (D.). Zuletzt erfolgt eine Zusammenfassung der Ergebnisse (E.) sowie ein Ausblick auf die Bedeutung der gefundenen Ergebnisse für die europäische Verschmelzungspraxis (F.).

B. Bedeutung und richtige Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses bei Abschluss des Verschmelzungsvertrags

Neben der Gesamtrechtsnachfolge und der liquidationslosen Vollbeendigung des übertragenden Rechtsträgers gilt die Gewährung von Aktien der übernehmenden Aktiengesellschaft an die Aktionäre des übertragenden Rechtsträgers als ein prägendes Prinzip des Verschmelzungsrechts.[1] Als Gegenleistung für die Übertragung des Unternehmens des übertragenden Rechtsträgers werden seinen Aktionären gemäß § 5 Abs. 1 Nr. 2 UmwG Anteile des übernehmenden Rechtsträgers gewährt.[2] Zum Ausgleich von Spitzenbeträgen besteht zusätzlich die Möglichkeit barer Zuzahlungen gemäß §§ 5 Abs. 1 Nr. 3, 12 Abs. 2 S. 1 UmwG.[3] Das Umtauschverhältnis dient nach allgemeiner Ansicht aber nicht nur der Bestimmung der Gegenleistung für die Übertragung des Unternehmens des übertragenden Rechtsträgers, sondern stellt den zentralen Anknüpfungspunkt des Gesellschafterschutzes im Verschmelzungsrecht dar.[4] Eine Schutzbedürftigkeit der Aktionäre ergibt sich daraus, dass alle Anteilsinhaber durch die Anteilsgewährung neben einer hinzunehmenden Verringerung der Beteiligungsquote der Gefahr einer Kapitalverwässerung ausgesetzt sind.[5] Die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft erleiden einen solchen Vermögensnachteil, wenn sie aufgrund einer Unterbewertung des übertragenden Rechtsträgers oder einer Überbewertung des übernehmenden Rechtsträgers zu wenig Aktien am übernehmenden Rechtsträger erhalten.[6] Gleiches gilt für die Aktionäre des übernehmenden Rechtsträgers, wenn die übertragende Gesellschaft überbewertet oder die übernehmende Gesellschaft unterbewertet wird und den Aktionären des übertragenden Rechtsträgers damit

1 *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 2 Rn. 25 ff.

2 *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 11; *Schröer*, in: Semler/Stengel, UmwG, § 5 Rn. 9; *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, § 48 Rn. 20; *Mayer*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 5 Rn. 19 (Stand: Februar 2008), 95 (Stand Mai 2005); umfassend: *Hügel*, Verschmelzung und Einbringung, 1993, S. 158; *Kiem*, ZGR 2007, 542, 543.

3 *Maier-Reimer*, ZHR 164 (2000), 563, 565; *Schröer*, in: Semler/Stengel, UmwG, § 5 Rn. 31; *Müller*, in: Kallmeyer, UmwG, § 5 Rn. 22.

4 *Schröer*, in: Semler/Stengel, UmwG, § 5 Rn. 10, 11; *Zeidler*, in: Semler/Stengel, UmwG, § 9 Rn. 31; *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 20; *Mayer*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 5 Rn. 95, 114 (Stand: Mai 2005).

5 *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, § 46 Rn. 36; *Bayer*, AG 1988, 323, 324.

6 *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, § 46 Rn. 36, § 48 Rn. 20.

zu viele Anteile gewährt werden.[7] Jede Verschmelzung birgt damit die Gefahr eines Eingriffs in die über Art. 14 GG geschützte Mitgliedschaft.[8]

Trotz dieser enormen Bedeutung des Umtauschverhältnisses enthält das Gesetz allein den Hinweis, dass das Umtauschverhältnis angemessen sein muss, ohne die materiellen Kriterien für die Bestimmung des angemessenen Umtauschverhältnisses vorzugeben.[9]

Vor dem Hintergrund der doppelten Bedeutung des Umtauschverhältnisses gibt es zwei verschiedene Ansatzpunkte, das angemessene Umtauschverhältnis zu definieren. Zum einen kann bei der Ermittlung des Umtauschverhältnisses der Verwässerungsschutz in den Vordergrund gestellt werden (hierzu unter B.I.). Zum anderen kann das angemessene Umtauschverhältnis als das Ergebnis von Vertragsverhandlungen über die Gegenleistung für die Übertragung des Unternehmens des übertragenden Rechtsträgers angesehen werden (hierzu unter B.II.). Zweifelhaft ist allerdings, ob diese isolierten Betrachtungen einen angemessenen Aktionärsschutz vor Kapitalverwässerung gewährleisten können oder ob möglicherweise nur eine vermittelnde Betrachtungsweise in allen Fällen zu einem angemessenen Schutz der Aktionäre vor Kapitalverwässerung unter hinreichender Berücksichtigung der Interessen der beteiligten Unternehmen führen kann.

I. Das angemessene Umtauschverhältnis als Rechtsinstitut zum Schutz vor Kapitalverwässerung

Ein Großteil der Literatur und der Rechtsprechung stellt bei der Ermittlung der Kriterien für die Bestimmung des angemessenen Umtauschverhältnisses nicht die Eigenschaft des angemessenen Umtauschverhältnisses als Gegenleistung für die Übertragung des Unternehmens eines Rechtsträgers, sondern die Schutzbedürftigkeit der Aktionäre in den Vordergrund.[10] Zur Vermeidung einer Beein-

7 *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, § 46 Rn. 36; § 48 Rn. 20.

8 *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, § 46 Rn. 34 ff.; zum Schutz der durch die Aktie gewährten vermögensrechtlichen Ansprüche über Art. 14 GG: BVerfG v. 7.8.1962 – 1 BvL 16/60, BVerfGE 14, 263, 276 f.

9 *Handelsrechtsausschuss des DAV*, WM 1993, Sonderbeilage 2, 3, 8 Rn. 26.

10 *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 20; *Zeidler,* in: Semler/Stengel, § 9 Rn. 31; *Mayer*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 5 Rn. 95, 114 (Stand: Mai 2005); *Stratz*, in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG, UmwStG, § 5 Rn. 7; *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, § 48 Rn. 20; *Bungert/Eckert*, BB 2000, 1845, 1846; *Streck/Mack/Schwedhelm*, GmbHR 1995, 161, 163; *Bayer*, ZIP 1997, 1613, 1615 f.; *Maier-Reimer*, ZHR 164 (2000), 563, 564 f.; *Wilsing/Kruse*, DStR 2001, 991, 992; *Vetter*, AG 2006, 613, 625; *Lutter*, in: Immenga, FS Mestmäcker, 1996, S. 943, 948 f.

trächtigung von Art. 14 GG müsse eine Kapitalverwässerung ausgeschlossen sein; vielmehr solle der Gleichbehandlungsgrundsatz unter sämtlichen Aktionären aller beteiligten Rechtsträger gewahrt werden.[11] Dementsprechend solle der Aktionär des übertragenden Rechtsträgers am übernehmenden Rechtsträger in der Höhe beteiligt werden, dass keinem Anteilsinhaber ein Vor- oder Nachteil entsteht, auch sogenanntes Null-Summen-Spiel genannt.[12]

1. Erfordernis einer rechnerischen Ermittlung des Umtauschverhältnisses unter Zugrundelegung der Unternehmenswerte

Die Rechtsprechung geht davon aus, dass der Schutz vor Kapitalverwässerung eine rein rechnerische Ermittlung des Umtauschverhältnisses notwendig macht.[13] Auch *Lutter/Drygala* betonen, dass im Interesse außenstehender Aktionäre das Gesetz für die Festlegung des Umtauschverhältnisses nicht auf die „Richtigkeitsgewähr" des Vertragsmechanismus bei der Aushandlung des Umtauschverhältnisses vertraue.[14]

Um dem Schutz vor Kapitalverwässerung gerecht zu werden, sei für die Ermittlung des wahren Umtauschverhältnisses, ebenso wie bei der Abfindung bei Unternehmensverträgen und der Eingliederung, für deren Ermittlung auf die Verschmelzungswertrelation verwiesen wird, eine Relationsbildung der inneren, wahren Unternehmenswerte der beteiligten Aktiengesellschaften erforderlich.[15]

---

11 *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 20; *Raiser/Veil*, Recht der Kapitalgesellschaften, 2006, § 48 Rn. 20; *Bungert/Eckert*, BB 2000, 1845, 1846; *Streck/Mack/Schwedhelm*, GmbHR 1995, 161, 163; *Lutter*, in: Immenga, FS Mestmäcker, 1996, S. 943, 948 f.; *Vetter*, AG 2006, 613, 625 Rn. 23.

12 *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 20; *Zeidler*, in: Semler/Stengel, § 9 Rn. 31; *Mayer*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 5 Rn. 95, 114 (Stand: Mai 2005); *Stratz*, in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG, UmwStG, § 5 Rn. 7; *Bungert/Eckert*, BB 2000, 1845, 1846; *Bayer*, ZIP 1997, 1613, 1615 f.; *Maier-Reimer*, ZHR 164 (2000), 563, 564 f.; *Wilsing/Kruse*, DStR 2001, 991, 992; *Vetter*, AG 2006, 613, 625 Rn. 23; *Lutter*, in: Immenga, FS Mestmäcker, 1996, S. 943, 949.

13 OLG Düsseldorf v. 14.4.2000 – 19 W 6/98 AktE, NZG 2000, 1079, 1080 ff.; OLG Düsseldorf v. 20.11.2001 – 19 W 2/00 AktE, AG 2002, 398, 399 ff.; OLG Düsseldorf v. 14.1.2004 – 19 W 1/03, NZG 2004, 429 ff.; OLG Stuttgart v. 8.3.2006 – 20 W 5/05, DStR 2006, 626; BayObLG v. 18.12.2002 – 3 Z BR 116/00, BB 2003, 275, 277 ff.; LG Frankfurt v. 8.8.2001 – 3/8 O 69/97, NZG 2002, 395 f.; LG Dortmund v. 22.10.2001 – 20 AktE 15/99, AG 2003, 50 f.; LG Mannheim v. 3.3.1988 – 24 O 75/87, AG 1988, 248 ff.; LG Mannheim v. 25.3.2002 – 28 AktE 1/97, AG 2002, 466 f.; LG München v. 27.3.2000 – 5 HKO 19156/98, AG 2001, 99 f.

14 *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 20.

15 *Stratz*, in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG, UmwStG, § 5 Rn. 6 f.; *Mayer*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 5 Rn. 113 (Stand: Mai 2005); *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 21; *Riegger*, DB 1999, 1889; *Wilsing/Kruse*, DStR 2001, 991, 992; *Streck/Mack/Schwedhelm*, GmbHR 1995, 161, 163; BayObLG v. 18.12.2002 – 3Z BR 116/00, BB 2003, 275, 277; OLG Düsseldorf v.

Dies geschieht, indem die Unternehmenswerte zu einem von den Parteien zu bestimmenden Bewertungsstichtag zu den Nennbeträgen des Grundkapitals beziehungsweise der Anzahl der jeweiligen Mitgliedschaften ins Verhältnis gesetzt werden, sodass der Wert des jeweiligen Anteils feststeht.[16] Aus dem Wertverhältnis der Anteile der an der Verschmelzung beteiligten Rechtsträger kann auf das Umtauschverhältnis geschlossen werden.[17] Da neben dem Umtauschverhältnis aber auch die Gewährung barer Zuzahlungen gemäß § 5 Abs. 1 Nr. 3 UmwG regelmäßig in Betracht kommt, um Spitzenbeträge auszugleichen,[18] ist nicht nur die Relation der Unternehmenswerte entscheidend, sondern auch deren absolute Höhe.[19]

Diese Form der Ermittlung hat unmittelbare Bedeutung allein auf der Ebene des nachträglichen Rechtsschutzes, da die Rechtsprechung unter Zugrundelegung dieser rechnerischen Basis im Rahmen des Spruchverfahrens oder der Anfechtungsklage das Umtauschverhältnis bei Verschmelzungen kontrolliert.[20] Mittelbar wirkt sich diese Form der Kontrolle aber auch auf der primären Ebene, der Ermittlung des Umtauschverhältnisses bei Abschluss des Verschmelzungsvertrags, aus. Um der gerichtlichen Kontrolle im Zweifel standhalten zu können, müssen sich die beteiligten Unternehmen bei Vereinbarung des angemessenen Umtauschverhältnisses an den Kriterien der Rechtsprechung orientieren.

29.10.1976 – 19 W 6/73, AG 1977, 168, 169; OLG Düsseldorf v. 2.8.1994 – 19 W 5/93 AktE, AG 1995, 84; OLG Düsseldorf v. 2.8.1994 – 19 W 1/93 AktE, AG 1995, 85, 86; OLG Düsseldorf v. 14.4.2000 – 19 W 6/98 AktE, NZG 2000, 1079, 1080; OLG Düsseldorf v. 20.11.2001 – 19 W 2/00 AktE, AG 2002, 398, 399; OLG Düsseldorf v. 31.1.2003 – 19 W 9/00 AktE, NZG 2003, 588, 589; OLG Düsseldorf v. 14.1.2004 – 19 W 1/03, NZG 2004, 429; OLG Stuttgart v. 8.3.2006 – 20 W 5/05, DStR 2006, 626; KG Berlin v. 2.9.1999 – 2 W 2341/97, NZG 2003, 644; LG Frankfurt v. 8.8.2001 – 3/8 O 69/97, NZG 2002, 395 f.; LG Dortmund v. 22.10.2001 – 20 AktE 15/99, AG 2003, 50; LG Mannheim v. 3.3.1988 – 24 O 75/87, AG 1988, 248 f.; LG Mannheim v. 25.3.2002 – 28 AktE 1/97, AG 2002, 466 f.; LG München v. 27.3.2000 – 5 HKO 19156/98, AG 2001, 99 f.

16 *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 39; *Bula/Schlösser*, in: Sagasser/Bula/Brünger, Umwandlungen, J Rn. 55.

17 *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 39; *Bula/Schlösser*, in: Sagasser/Bula/Brünger, Umwandlungen, J Rn. 55; Beispielrechnungen bei *Mayer*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 5 Rn. 113 ff. (Stand: Mai 2005).

18 *Schröer*, in: Semler/Stengel, UmwG, § 5 Rn. 31; *Müller*, in: Kallmeyer, UmwG, § 5 Rn. 22; *Maier-Reimer*, ZHR 164 (2000), 563, 565.

19 *Müller*, in: Kallmeyer, UmwG, § 9 Rn. 32; *Maier-Reimer*, ZHR 164 (2000), 563, 568; a.A. *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 21; *Bula/Schlösser*, in: Sagasser/Bula/Brünger, Umwandlungen, J 29; wonach die Gleichheit der Bewertungsmethoden im Vordergrund stehe, da nur das Wertverhältnis maßgeblich sei.

20 Beispielhaft seien BayObLG v. 19.10.1995 – 3 Z BR 17/90, AG 1996, 127, 129 f.; OLG Düsseldorf v. 11.4.1988 – 19 W 32/86, AG 1988, 275, 278 f.; OLG Düsseldorf v. 7.6.1990 – 19 W 13/86, AG 1990, 490, 493 f. und OLG Düsseldorf v. 16.10.1990 – 19 W 9/88, AG 1991, 106, 107 genannt.

Die Rechtsprechung koppelt damit den Aktionärsschutz unmittelbar an die Unternehmensbewertungen der an der Verschmelzung beteiligten Unternehmen. In der Literatur wird vor diesem Hintergrund die Ermittlung des Umtauschverhältnisses als das „prinzipiell delikateste" an einer Verschmelzung bezeichnet.[21] So werden die Aktionäre nur dann wirksam vor Kapitalverwässerung geschützt, wenn Über- oder Unterbewertungen der beteiligten Rechtsträger vermieden werden. Ziel muss es daher sein, den wahren Wert vom übernehmenden und übertragenden Rechtsträger zu ermitteln.[22] Dies bringt allerdings erhebliche Schwierigkeiten mit sich.

a) Prognoseabhängigkeit der herrschenden Unternehmensbewertungen

Wenngleich die Betriebswirtschaftslehre eine Vielzahl von Bewertungsmethoden für eine Unternehmensbewertung zur Auswahl stellt,[23] enthält das Umwandlungsgesetz selbst keinerlei Regeln zur Unternehmensbewertung.[24] Die Rechtsprechung hat sich bisher nicht auf eine einzige Bewertungsmethode festgelegt,[25] in der Verschmelzungspraxis herrscht aber die Ertragswertmethode vor und gilt mittlerweile als Standardbewertungsmethode.[26] Daneben ist das sogenann-

---

21 *Priester*, DNotZ 1995, 427, 438; zustimmend: *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 18.

22 *Mayer*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 5 Rn. 96 (Stand: Mai 2005); *Fritzsche/Dreier/Verfürth*, SpruchG, § 1 Rn. 190; *Westerfelhaus*, NZG 2001, 673, 674; a.A. *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 21; *Bula/Schlösser*, in: Sagasser/Bula/Brünger, Umwandlungen, J Rn. 29, wonach es aufgrund der Relationsbildung einer exakten Bewertung nicht bedürfe.

23 *Fritzsche/Dreier/Verfürth*, SpruchG, § 1 Rn. 190; *Marsch-Barner*, in: Kallmeyer, UmwG, § 8 Rn. 13 f.

24 *Fritzsche/Dreier/Verfürth*, SpruchG, § 1 Rn. 190; *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 26; *Klöcker/Frowein*, in: Klöcker/Frowein, SpruchG, § 1 Anh. Rn. 4; *Ossadnik*, DB 1985, 1953.

25 *Fritzsche/Dreier/Verfürth*, SpruchG, § 1 Rn. 193; *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 26; *Seetzen*, WM 1999, 565, 570; BGH v. 16.12.1991 – II ZR 58/91, BGHZ 116, 359, 371; BGH v. 24.5.1993 – II ZR 36/92, NJW 1993, 2101, 2103; BayObLG v. 29.9.1998 – 3Z BR 159/94, NZG 1998, 946, 947; KG Berlin v. 2.9.1999 – 2 W 2341/97, NZG 2003, 644; LG Dortmund v. 1.7.1996 – 20 AktE 2/94, AG 1996, 427, 428; LG Dortmund v. 10.6.1997 – 20 AktE 1/94, BB 1997, 1942, 1943; LG Frankfurt v. 16.5.1984 – 3/3 AktE 144/80, AG 1985, 310, 311; LG Frankfurt v. 6.2.2002 – 3/3 O 150/94, AG 2002, 358, 359.

26 *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 32; *Mayer*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 5 Rn. 98 (Stand: Mai 2005); *Fritzsche/Dreier/Verfürth*, SpruchG, § 1 Rn. 193; *Müller*, in: Kallmeyer, UmwG, § 9 Rn. 29; *Stratz*, in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG, UmwStG, § 5 Rn. 13; *Hirte/Hasselbach*, in: Großkomm AktG, § 305 Rn. 113; *Riegger*, in: Kölner Komm SpruchG, Anh. § 11 Rn. 4; *Großfeld*, NZG 2002, 353, 355; *Steinhauer*, AG 1999, 299, 300; *Bilda*, NZG 2000, 296, 297; *Lutter*, in: Immenga, FS Mestmäcker, 1996, S. 943, 951; *Wilsing/Kruse*, DStR 2001, 991, 992; BGH v. 16.12.1991 – II ZR 58/91, BGHZ 116, 359, 371; BGH v. 24.5.1993 – II ZR 36/92, NJW 1993, 2101, 2103; OLG Düsseldorf, 14.4.2000 – 19 W 6/98 AktE, NZG 2000,

te Discounted-Cashflow-Verfahren mit der Internationalisierung der Märkte in Deutschland mittlerweile auf dem Vormarsch.[27]

Aufgrund der praktischen Bedeutung von Ertragswertmethode und Discounted-Cashflow-Verfahren sollen anhand dieser Bewertungsmethoden die Schwierigkeiten der Unternehmensbewertung kurz erläutert werden, um darauf aufbauend die Folgen für den Aktionärsschutz im Verschmelzungsrecht herauszuarbeiten.

aa) Unternehmensbewertung nach der Ertragswertmethode und dem Discounted-Cashflow-Verfahren

Der Ertragswertmethode liegt die Vorstellung zugrunde, dass der Wert eines Unternehmens in erster Linie durch seine Eigenschaft bestimmt wird, Gewinne zu erwirtschaften.[28] Daher wird der Unternehmenswert ermittelt, indem die künftig nachhaltig erzielbaren handelsrechtlichen Ertragsüberschüsse mit einem sogenannten Kapitalisierungszinsfuß kapitalisiert werden.[29] Nicht betriebsnotwendiges Vermögen wird mit seinem Substanzwert dem Ertragswert hinzugerechnet.[30]

1079, 1080; OLG Düsseldorf v. 15.6.2000 – 31 O 106/97, AG 2001, 373, 374; OLG Düsseldorf v. 20.11.2001 – 19 W 2/00 AktE, AG 2002, 398, 399 f.; OLG Düsseldorf v. 8.7.2003 – 19 W 6/00 AktE, AG 2003, 688, 690 f.; OLG Düsseldorf v. 14.1.2004 – 19 W 1/03 AktE, NZG 2004, 429; OLG Düsseldorf v. 15.1.2004 – I – 19 W 5/03 AktE, NZG 2004, 622, 623; BayObLG v. 11.7.2001 – 3Z BR 172/99, FGPax 2001, 215, 216; BayObLG v. 11.9.2001 – 3Z BR 101/99, NZG 2001, 1137, 1138; BayObLG v. 28.10.2005 – 3Z BR 71/00, NZG 2006, 156; Hanseatisches OLG Hamburg v. 3.8.2000 – 11 W 36/95, NZG 2001, 471; Hanseatisches OLG Hamburg v. 31.7.2001 – 11 W 29/94, AG 2002, 406, 407; OLG Celle v. 31.7.1998 – 9 W 128/97, NZG 1998, 987; OLG Stuttgart v. 1.10.2003 – 4 W 34/93, AG 2004, 43, 44; kritisch *Barthel*, DStR 1995, 343 ff.

27 *Hirte/Hasselbach*, in: Großkomm AktG, § 305 Rn. 115; *Großfeld*, NZG 2005, 1, 4; *Barthel*, DStR 1995, 343, 348; a.A. noch *Seetzen*, WM 1999, 565, 571, der das Discounted-Cashflow-Verfahren bei Unternehmensbewertungen in dem erläuternden Zusammenhang für unbedeutend hält, da die Sicht des neutralen Gutachters nicht im Vordergrund des Anwendungsbereichs stehe.

28 *Mayer*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 5 Rn. 102 (Stand: Mai 2005); *Stratz*, in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG, UmwStG, § 5 Rn. 14; *Riegger*, in: Kölner Komm SpruchG, Anh. § 11 Rn. 6; *Koppensteiner*, in: Kölner Komm AktG, § 305 Rn. 68; *Dielmann/König*, AG 1984, 57, 58; OLG Düsseldorf v. 8.7.2003 – 19 W 6/00 AktE, AG 2003, 688, 691; BayObLG v. 19.10.1995 – 3 Z BR 17/90, AG 1996, 127, 128; Hanseatisches OLG Hamburg v. 31.7.2001 – 11 W 29/94, AG 2002, 406, 407.

29 *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 33; *Mayer*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 5 Rn. 102 (Stand: Mai 2005); *Fritzsche/Dreier/Verfürth*, SpruchG, § 1 Rn. 194; *Marsch-Barner*, in: Kallmeyer, UmwG, § 8 Rn. 15 f., 18; *Riegger*, in: Kölner Komm SpruchG, Anh. § 11 Rn. 6; *Hirte/Hasselbach*, in: Großkomm AktG, § 305 Rn. 113; *Großfeld/Stöver/Tönnes*, Special zu BB 2005 Heft 30, 2, 3; *Seetzen*, WM 1999, 565, 570; OLG Düsseldorf v. 8.7.2003 – 19 W 6/00 AktE, AG 2003, 688, 691.

30 *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 36; *Mayer*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 5 Rn. 105 (Stand: Mai 2005); *Fritzsche/Dreier/Verfürth*, SpruchG, § 1 Rn. 194; *Bilda*, in: MünchKomm,

Bei der Ermittlung der zukünftigen Ertragskraft wird zwischen der Phasen- und der Pauschalmethode, die auch kombiniert werden können,[31] unterschieden. Die Phasenmethode prognostiziert die Zukunftserträge analytisch, wobei der Planungszeitraum in mehrere Phasen zerlegt wird.[32] Die Vergangenheitswerte der letzten drei bis fünf Jahre dienen allein als Plausibilitätskontrolle.[33] Bei der Pauschalmethode wird das durchschnittliche Jahresergebnis aufgrund einer Gewichtung dieser Vergangenheitswerte ermittelt.[34] Letztere Methode wird in der Rechtsprechung favorisiert.[35] Eine Diskontierung der prognostizierten zukünftigen Ertragsüberschüsse auf den Bewertungsstichtag erfolgt unter Zugrundelegung eines Kapitalisierungszinsfußes, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentiert.[36] Der Kapitalisierungszinsfuß setzt sich entsprechend dem Standard des Instituts der Wirtschaftsprüfer IDW S 1 aus Basiszins, Inflationsabschlag und einem Risikozuschlag zusammen.[37] Nach neueren Bewertungsgrundsätzen tritt an die Stelle

---

AktG, § 305 Rn. 84; *Koppensteiner*, in: Kölner Komm AktG, § 305 Rn. 77; *Klöcker/Frowein*, in: Klöcker/Frowein, SpruchG, § 1 Anh. Rn. 12; *Riegger*, in: Kölner Komm SpruchG, Anh. § 11 Rn. 6; *Großfeld/Stöver/Tönnes*, Special zu BB 2005 Heft 30, 2, 3; OLG Düsseldorf, 19.10.1999 – 19 W 1/96 AktE, NZG 2000, 693; OLG Düsseldorf v. 8.7.2003 – 19 W 6/00 AktE, AG 2003, 688, 691; BayObLG v. 19.10.1995 – 3 Z BR 17/90, AG 1996, 127.

31 *Bula/Schlösser*, in: Sagasser/Bula/Brünger, Umwandlungen, J Rn. 43; *Hirte/Hasselbach*, in: Großkomm AktG, § 305 Rn. 114; *Seetzen*, WM 1994, 47 f.

32 *Fritzsche/Dreier/Verfürth*, SpruchG, § 1 Rn. 197; *Bula/Schlösser*, in: Sagasser/Bula/Brünger, Umwandlungen, J Rn. 39; *Hirte/Hasselbach*, in: Großkomm AktG, § 305 Rn. 114; *Riegger*, in: Kölner Komm SpruchG, Anh. § 11 Rn. 9; OLG Düsseldorf v. 8.7.2003 – 19 W 6/00 AktE, AG 2003, 688, 691; BayObLG v. 11.7.2001 – 3Z BR 172/99, FGPrax 2001, 215, 216; BayObLG v. 11.9.2001 – 3Z BR 101/99, NZG 2001, 1137, 1138; LG Frankfurt v. 1.10.1986 – 3/3 O 145/83, AG 1987, 315, 316.

33 *Riegger*, in: Kölner Komm SpruchG, Anh. § 11 Rn. 9.

34 *Riegger*, in: Kölner Komm SpruchG, Anh. § 11 Rn. 8; *Fritzsche/Dreier/Verfürth*, SpruchG, § 1 Rn. 196, wobei die Vergangenheitswerte umso mehr Gewicht erhalten, je näher sie dem Bewertungsstichtag sind.

35 OLG Düsseldorf v. 15.6.2000 – 31 O 106/97, AG 2001, 373, 374; OLG Celle v. 1.7.1980 – 9 Wx 9/89, AG 1981, 234; LG Hamburg v. 23.6.1995 – 414 O 54/91, AG 1995, 517, 518; LG Frankfurt v. 16.5.1984 – 3/3 AktE 144/80, AG 1985, 310, 311; *Fritzsche/Dreier/Verfürth*, SpruchG, § 1 Rn. 196; *Bula/Schlösser*, in: Sagasser/Bula/Brünger, Umwandlungen, J Rn. 41; *Hirte/Hasselbach*, in: Großkomm AktG, § 305 Rn. 113; *Bilda*, in: MünchKomm, AktG, § 305 Rn. 72.

36 *Großfeld/Stöver/Tönnes*, Special zu BB 2005 Heft 30, 2, 3; *Behringer*, DStR 1999, 731; *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 38; *Mayer*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 5 Rn. 104 (Stand: Mai 2005).

37 *Mayer*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 8 Rn. 36 (Stand: Mai 2006); *Klöcker/Frowein*, in: Klöcker/Frowein, SpruchG, § 1 Anh. Rn. 14; *Fritzsche/Dreier/Verfürth*, SpruchG, § 1 Rn. 198; *Riegger*, in: Kölner Komm SpruchG, Anh. § 11 Rn. 18; *Gehling*, in: Semler/Stengel, UmwG, § 8 Rn. 38; *Stratz*, in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG, UmwStG, § 5 Rn. 30, *Dielmann/König*, AG 1984, 57, 60; OLG Düsseldorf v. 22.1.1999 – 19 W 5/96 AktE, DB 1999, 681, 682; OLG Düssel-

des Inflationsabschlags ein sogenannter Wachstumsabschlag.[38] In der jüngeren Rechtsprechung hat sich bei dieser Berechnung in der Regel ein Kapitalisierungszinsfuß zwischen 7,5% und 8,5% ergeben.[39]

Der Basiszinssatz stellt den theoretischen Zinssatz für risikolose Geldanlagen dar.[40] Vielfach wird von der Rechtsprechung pauschal die durchschnittliche Rendite langfristiger Staatsanleihen zugrunde gelegt.[41] Andere wollen zumindest im Falle einer starken Schwankung des Zinsniveaus eine Prognose über die künftige Entwicklung der Zinssätze vornehmen[42] oder verlangen, dass die ermittelten Durchschnittszinssätze durch den zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtags herrschenden Zinstrend zumindest modifiziert werden.[43] Die Ansätze für den Basiszinssatz differierten in der Vergangenheit stark. In der Rechtsprechung zum Spruchstellenverfahren wurde bisher die Durchschnittsrendite regelmäßig mit 4,5 % bis 8 % veranschlagt.[44]

---

dorf v. 8.7.2003 – 19 W 6/00 AktE, AG 2003, 688, 693; daneben existiert der neuere Standard IDW ES 1, der insbesondere bei der Ermittlung des Basiszinses Neuerungen enthält, der sich in der gerichtlichen Praxis allerdings noch nicht durchgesetzt hat; im Einzelnen hierzu *Theysohn-Wadle*, in: Beisel/Klumpp, Unternehmenskauf, Kap. 3 Rn. 60 ff.; Kunowski, DStR 2005, 569 ff.

38 *Stratz*, in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG, UmwStG, § 5 Rn. Rn. 37 ff.

39 *Klöcker/Frowein*, in: Klöcker/Frowein, SpruchG, § 1 Anh. Rn. 14; OLG Düsseldorf v. 31.1.2003 – 19 W 9/00 AktE, NZG 2003, 588,595.

40 *Fritzsche/Dreier/Verfürth*, SpruchG, § 1 Rn. 198; *Lutter/Drygala*, in: Lutter, UmwG, § 5 Rn. 38; § 8 Rn. 25.

41 *Mayer*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 8 Rn. 36 (Stand: Mai 2006); *Stratz*, in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG, UmwStG, § 5 Rn. 32; OLG Düsseldorf v. 11.1.1990 – 19 W 6/86, AG 1990, 397, 399; OLG Düsseldorf v. 8.7.2003 – 19 W 6/00 AktE, AG 2003, 688, 692 f.; 1138 f.; OLG Celle v. 31.7.1998 – 9 W 128/97, NZG 1998, 987, 989; BayObLG v. 19.10.1995 – 3 Z BR 17/90, AG 1996, 127, 129.

42 LG Dortmund v. 16.11.1981 – 18 Akt E 1/78, AG 1982, 257, 258; einschränkend *Dielmann/König*, AG 1984, 57, 60 im Hinblick darauf, dass ansonsten ein zusätzlicher spekulativer Faktor in die Unternehmensbewertung eingeführt werde. Auch eine ex post Kontrolle sei regelmäßig nicht angebracht, da zum einen den Unternehmen eine Kalkulation unmöglich gemacht werde und zum anderen, weil das Spruchverfahren wohl noch mehr in Anspruch genommen würde allein vorsorglich, um etwaige Änderungen des Zinsniveaus zu ihren Gunsten im Rahmen des jahrelang dauernden Spruchverfahrens zu nutzen.

43 *Klöcker/Frowein*, in: Klöcker/Frowein, SpruchG, § 1 Anh. Rn. 15; OLG Düsseldorf, 19.10.1999 – 19 W 1/96 AktE, NZG 2000, 693, 695.

44 *Bula/Schlösser*, in: Sagasser/Bula/Brünger, Umwandlungen, J Rn. 50; *Bilda*, in: MünchKomm, AktG, § 305 Rn. 78; *Stratz*, in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG, UmwStG, § 5 Rn. 32; OLG Düsseldorf v. 11.4.1988 – 19 W 32/86, AG 1988, 275, 278; OLG Düsseldorf v. 11.1.1990 – 19 W 6/86, AG 1990, 397, 399; OLG Düsseldorf v. 16.10.1990 – 19 W 9/88, AG 1991, 106 f.; OLG Düsseldorf, 12.2.1992 – 19 W 3/91, WM 1992, 986, 991; OLG Düsseldorf v. 2.8.1994 – 19 W 1/93 AktE, AG 1995, 85, 87; OLG Düsseldorf v. 22.1.1999 – 19 W 5/96 AktE, DB 1999, 681, 682; OLG Düsseldorf, 14.4.2000 – 19 W 6/98 AktE, NZG 2000, 1079, 1082; OLG Düsseldorf v. 20.11.2001 – 19 W 2/00 AktE, AG 2002, 398, 401; OLG Düsseldorf v. 8.7.2003 – 19 W 6/00 AktE, AG 2003, 688, 693; BayObLG v. 19.10.1995 – 3 Z BR 17/90, AG 1996, 127, 129; BayObLG v. 11.7.2001 – 3Z BR 172/99, FGPrax 2001, 215, 217; BayObLG v. 11.9.2001 – 3Z BR 101/99, NZG 2001, 1137, 1138 f.;

Der Inflationsabschlag beziehungsweise Wachstumsabschlag bringt zum Ausdruck, dass nur der an einem Unternehmen beteiligte Investor die Möglichkeit hat, die Geldentwertung auszugleichen, wohingegen bei den alternativ gedachten öffentlichen Anleihen der Nominalzins durch die Inflation voll gemindert wird.[45] Der Inflationsabschlag bemisst sich nach der Preiselastizität der jeweiligen Branche[46] und des einzelnen Unternehmens[47]. Konsequenterweise muss eine Geldentwertung maßgebend sein, wie sie voraussichtlich auf Dauer bestehen wird, sodass ein weiteres spekulatives Element in die Bewertung eingeführt wird.[48] Die Ansätze in der Rechtsprechung liegen zwischen 0,5 % bis 2 %,[49] manchmal auch bei bis zu 3 %.[50]

OLG Celle v. 31.7.1998 – 9 W 128/97, NZG 1998, 987, 989; LG Dortmund v. 16.11.1981 – 18 Akt E 1/78, AG 1982, 257, 258; LG Dortmund v. 14.2.1996 – 20 AktE 3/94, AG 1996, 278, 280; LG Dortmund v. 1.7.1996 – 20 AktE 2/94, AG 1996, 427, 429; LG Frankfurt v. 31.1.1990 – 34 AktE 1/86, AG 1990, 403, 404; LG München I v. 25.1.1990 – 17 HK O 17002/82, AG 1990, 404, 405; 6 % dagegen nur in LG Berlin v. 22.9.1999 – 97 AktE 4/91, AG 2000, 284, 286; laut *Riegger*, in: Kölner Komm SpruchG, Anh. § 11 Rn. 19 legte das Institut der Wirtschaftsprüfer zum 01.01.2003 5,5 % als quasi-risikolosen Zins zugrunde, ab dem 31.12.2004 laut *Großfeld/Stöver/Tönnes*, Special zu BB 2005 Heft 30, 2, 4 nur noch 5 %; laut *Stratz*, in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG, UmwStG, § 5 Rn. 32 sei nach richtiger Ansicht die Zinsstrukturkurve für hypothetische Zerobonds nach der Methodik der Deutschen Bundesbank maßgeblich, was für das Jahr 2006 für Unternehmen mit einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer zu Basiszinssätzen um 4 % p.a. führe.

45 *Stratz*, in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG, UmwStG, § 5 Rn. 37; *Bilda*, in: MünchKomm, AktG, § 305 Rn. 79; *Klöcker/Frowein*, in: Klöcker/Frowein, SpruchG, § 1 Anh. Rn. 17; *Riegger*, in: Kölner Komm SpruchG, Anh. § 11 Rn. 23; *Behringer*, DStR 1999, 731, 732; *Dielmann/König*, AG 1984, 57, 60; OLG Düsseldorf, 14.4.2000 – 19 W 6/98 AktE, NZG 2000, 1079, 1082; BayObLG v. 11.7.2001 – 3Z BR 172/99, FGPrax 2001, 215, 217; BayObLG v. 11.9.2001 – 3Z BR 101/99, NZG 2001, 1137, 1139.

46 OLG Düsseldorf, 14.4.2000 – 19 W 6/98 AktE, NZG 2000, 1079, 1082.

47 *Hirte/Hasselbach*, in: Großkomm AktG, § 305 Rn. 206; *Riegger*, in: Kölner Komm SpruchG, Anh. § 11 Rn. 23.

48 *Dielmann/König*, AG 1984, 57, 61.

49 *Bula/Schlösser*, in: Sagasser/Bula/Brünger, Umwandlungen, J Rn. 51; *Bilda*, in: MünchKomm, AktG, § 305 Rn. 79; OLG Düsseldorf v. 11.4.1988 – 19 W 32/86, AG 1988, 275, 278; OLG Düsseldorf v. 11.1.1990 – 19 W 6/86, AG 1990, 397, 400; OLG Düsseldorf v. 7.6.1990 – 19 W 13/86, AG 1990, 490, 494; OLG Düsseldorf v. 16.10.1990 – 19 W 9/88, AG 1991, 106, 107; OLG Düsseldorf v. 12.2.1992 – 19 W 3/91, WM 1992, 986, 991; OLG Düsseldorf v. 22.1.1999 – 19 W 5/96 AktE, DB 1999, 681, 683; OLG Düsseldorf, 19.10.1999 – 19 W 1/96 AktE, NZG 2000, 693, 695 f.; OLG Düsseldorf v. 14.4.2000 – 19 W 6/98 AktE, NZG 2000, 1079, 1082; OLG Düsseldorf v. 20.11.2001 – 19 W 2/00 AktE, AG 2002, 398, 401; BayObLG v. 11.7.2001 – 3Z BR 172/99, FGPrax 2001, 215, 217; BayObLG v. 11.9.2001 – 3Z BR 101/99, NZG 2001, 1137, 1139; OLG Celle v. 31.7.1998 – 9 W 128/97, NZG 1998, 987, 989; LG Dortmund v. 16.11.1981 – 18 Akt E 1/78, AG 1982, 257, 259; LG Dortmund v. 14.2.1996 – 20 AktE 3/94, AG 1996, 278, 280; LG Dortmund v. 1.7.1996 – 20 AktE 2/94, AG 1996, 427, 429; LG München I v. 25.1.1990 – 17 HK O 17002/82, AG 1990, 404, 405.

50 *Riegger*, in: Kölner Komm SpruchG, Anh. § 11 Rn. 23; OLG Düsseldorf v. 2.8.1994 – 19 W 1/93 AktE, AG 1995, 85, 87; BayObLG v. 19.10.1995 – 3 Z BR 17/90, AG 1996, 127, 129; BayObLG

Das Zentralproblem bei der Kapitalisierung wird im Risikozuschlag als Aufschlag für das unternehmerische Risiko gegenüber einer Kapitalanlage in öffentlichen Anleihen gesehen.[51] Der Risikozuschlag wird beeinflusst durch die spezielle Risikostruktur des Unternehmens.[52] In der Praxis werden regelmäßig Risikozuschläge je nach Branche und wirtschaftlicher Lage des Unternehmens zwischen 0,5 % und 2 % und sogar von 4 % und 6,5 % anerkannt.[53]

Der Kontrast zwischen der gesellschaftsrechtlichen Bedeutung der Unternehmensbewertung und der Unsicherheit bei der Ermittlung der Unternehmenswerte, gerade auch in Bezug auf den Risikozuschlag, wurde von der Betriebswirtschaftslehre erkannt.[54] Dennoch fehlen zufriedenstellende mathematische Lösungsansätze. Rechnerisch ist lediglich der maximal plausible, periodenspezifische Risikozuschlag darstellbar, wodurch erhebliche Spielräume für die Festlegung eines Risikozuschlags verbleiben.[55] Verbesserungen könnten sich allerdings daraus ergeben, dass mittlerweile anerkannt ist, dass der Zuschlag für das unternehmerische Risiko auch nach dem Capital Asset Pricing Model

---

v. 11.12.1995 – 3Z BR 36/91, NJW-RR 1996, 1125, 1129; *Großfeld*, Unternehmens- und Anteilsbewertung, 2002, S. 149 f.

51 *Mayer*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 8 Rn. 36 (Stand: Mai 2006); *Bula/Schlösser*, in: Sagasser/Bula/Brünger, Umwandlungen, J Rn. 52; *Klöcker/Frowein*, in: Klöcker/Frowein, SpruchG, § 1 Anh. Rn. 16; *Riegger*, in: Kölner Komm SpruchG, Anh. § 11 Rn. 20; *Stratz*, in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG, UmwStG, § 5 Rn. 33 f.; *Großfeld/Stöver/Tönnes*, Special zu BB 2005 Heft 30, 2, 5; *Behringer*, DStR 1999, 731, 732; *Dielmann/König*, AG 1984, 57, 61; OLG Düsseldorf, 19.10.1999 – 19 W 1/96 AktE, NZG 2000, 693, 696; OLG Düsseldorf v. 8.7.2003 – 19 W 6/00 AktE, AG 2003, 688, 693; BayObLG v. 19.10.1995 – 3 Z BR 17/90, AG 1996, 127, 129; BayObLG v. 11.12.1995 – 3Z BR 36/91, NJW-RR 1996, 1125, 1129; BayObLG v. 11.7.2001 – 3Z BR 172/99, FGPrax 2001, 215, 217; BayObLG v. 11.9.2001 – 3Z BR 101/99, NZG 2001, 1137, 1139.

52 *Mayer*, in: Widmann/Mayer, UmwG, § 8 Rn. 36 (Stand: Mai 2006); *Bula/Schlösser*, in: Sagasser/Bula/Brünger, Umwandlungen, J Rn. 52; *Stratz*, in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG, UmwStG, § 5 Rn. 34; *Hirte/Hasselbach*, in: Großkomm AktG, § 305 Rn. 211.

53 *Bula/Schlösser*, in: Sagasser/Bula/Brünger, Umwandlungen, J Rn. 52; *Riegger*, in: Kölner Komm SpruchG, Anh. § 11 Rn. 20; OLG Düsseldorf v. 11.4.1988 – 19 W 32/86, AG 1988, 275, 278; OLG Düsseldorf v. 7.6.1990 – 19 W 13/86, AG 1990, 490, 494; OLG Düsseldorf v. 16.10.1990 – 19 W 9/88, AG 1991, 106, 107; OLG Düsseldorf v. 11.1.1990 – 19 W 6/86, AG 1990, 397, 401; OLG Düsseldorf v. 2.8.1994 – 19 W 1/93 AktE, AG 1995, 85, 87; OLG Düsseldorf v. 22.1.1999 – 19 W 5/96 AktE, DB 1999, 681, 683; OLG Düsseldorf, 19.10.1999 – 19 W 1/96 AktE, NZG 2000, 693, 696; OLG Düsseldorf v. 14.4.2000 – 19 W 6/98 AktG, NZG 2000, 1079, 1082; BayObLG v. 19.10.1995 – 3 Z BR 17/90, AG 1996, 127, 130; BayObLG v. 11.12.1995 – 3Z BR 36/91, NJW-RR 1996, 1125, 1129; LG München v. 3.12.1998 – 5 HKO 14889/92, DB 1999, 684, 685; LG Dortmund v. 16.11.1981 – 18 Akt E 1/78, AG 1982, 257, 259; LG Dortmund v. 14.2.1996 – 20 AktE 3/94, AG 1996, 278, 280; LG Dortmund v. 1.7.1996 – 20 AktE 2/94, AG 1996, 427, 430; LG Dortmund v. 10.6.1997 – 20 AktE 1/94, BB 1997, 1942, 1943; LG München I v. 25.1.1990 – 17 HK O 17002/82, AG 1990, 404, 405.

54 Beispielsweise *Behringer*, DStR 1999, 731 ff.

55 *Behringer*, DStR 1999, 731, 734.

(CAPM) ermittelt werden kann.[56] Anders als bei der klassischen Anwendung des Ertragswertverfahrens, bei der subjektive Sicherheitspräferenzen berücksichtigt werden,[57] soll durch die Anwendung des CAPM der Kapitalisierungsfaktor objektiviert werden,[58] indem die Risikoprämie unter Zugrundelegung der Entwicklungen des Kapitalmarktes ermittelt wird.[59] Voraussetzung für die Anwendung des CAPM ist daher regelmäßig die Börsennotierung des zu bewertenden Unternehmens.[60]

Beim Discounted-Cashflow-Verfahren werden nicht die Ertragsüberschüsse, sondern disponible, liquide Mittel, das heißt die Einnahmenüberschüsse (Free-Cashflow), die zur Ausschüttung bereitstehen, mit den Kapitalkosten als Diskontierungsfaktor abgezinst.[61] Das nicht betriebsnotwendige Vermögen muss hinzuaddiert werden.[62] Es wird zwischen mehreren Arten von Discounted-Cashflow-Verfahren, die sich durch ihre Berechnungsgrundlagen unterscheiden, differenziert.[63] Der generelle Vorteil all dieser Methoden liegt vor allem darin, dass sie sich aufgrund des Free-Cashflows als Basis von Beurteilungsspielräumen der Rechnungslegung weitgehend lösen, sodass sie als objektiver und vertrauenswürdiger gelten.[64] Allerdings muss auch bei dem Discounted-Cashflow-Verfahren der zukünftige Free-Cashflow prognostiziert werden, sodass beide

---

56 *Hirte/Hasselbach*, in: Großkomm AktG, § 305 Rn. 224; *Gehling*, in: Semler/Stengel, UmwG, § 8 Rn. 38; *Bula/Schlösser*, in: Sagasser/Bula/Brünger, Umwandlungen, J Rn. 52; *Riegger*, in: Kölner Komm SpruchG, Anh. § 11 Rn. 21; *Stratz*, in: Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG, UmwStG, § 5 Rn. 33; *Großfeld/Stöver/Tönnes*, Special zu BB 2005 Heft 30, 2; OLG Düsseldorf v. 15.1.2004 – I – 19 W 5/03 AktE, NZG 2004, 622, 624.

57 *Bula/Schlösser*, in: Sagasser/Bula/Brünger, Umwandlungen, J Rn. 46; *Behringer*, DStR 1999, 731, 734.

58 *Bula/Schlösser*, in: Sagasser/Bula/Brünger, Umwandlungen, J Rn. 46, 54 f; *Hirte/Hasselbach*, in: Großkomm AktG, § 305 Rn. 225; *Behringer*, DStR 1999, 731, 735.

59 *Großfeld/Stöver/Tönnes*, Special zu BB 2005 Heft 30, 2; *Behringer*, DStR 1999, 731, 734; *Hirte/Hasselbach*, in: Großkomm AktG, § 305 Rn. 220; *Fritzsche/Dreier/Verfürth*, SpruchG, § 1 Rn. 203; *Großfeld*, NZG 2002, 353, 356 f.

60 *Behringer*, DStR 1999, 731, 735 f.; *Bula/Schlösser*, in: Sagasser/Bula/Brünger, Umwandlungen, J Rn. 54 f.

61 *Bula/Schlösser*, in: Sagasser/Bula/Brünger, Umwandlungen, J Rn.46, 54d; *Großfeld/Stöver/Tönnes*, Special zu BB 2005 Heft 30, 2, 3 ff.; *Hirte/Hasselbach*, in: Großkomm AktG, § 305 Rn. 116; *Fritzsche/Dreier/Verfürth*, SpruchG, § 1 Rn. 199.

62 *Hirte/Hasselbach*, in: Großkomm AktG, § 305 Rn. 118.

63 Im Wesentlichen werden drei Arten von Discounted-Cashflow-Verfahren unterschieden. Zum einen gibt es das Konzept der gewogenen Kapitalkosten (Weighted Averaged Cost of Capital, WACC), zum anderen das Konzept des angepassten Barwerts (Adjusted Present Value, APV) und das Konzept der direkten Ermittlung des Eigenkapitalwerts (Equity-Ansatz); im Einzelnen hierzu *Müller*, in: Kallmeyer, UmwG, § 9 Rn. 29; *Großfeld/Stöver/Tönnes*, Special zu BB 2005 Heft 30, 2, 3.

64 *Großfeld*, NZG 2002, 353, 355.

Methoden, das heißt, sowohl die Ertragswertmethode als auch das Discounted-Cashflow-Verfahren, durch eine Zukunftsbezogenheit gekennzeichnet sind.

bb) Bedeutung der Zukunftsbezogenheit der gängigen Bewertungsmethoden für die Unternehmensbewertung

Bei der Ertragswertmethode unterliegt die Ermittlung der zukünftigen Ertragsüberschüsse sowohl bei Anwendung der Phasen- als auch der Pauschalmethode aufgrund der Zukunftsbezogenheit extremen Unsicherheiten. Die Phasenmethode fordert komplizierte betriebswirtschaftliche Erwägungen hinsichtlich des konkreten Unternehmens, der Branche und der Wirtschaft insgesamt. Diese Methode kann lediglich theoretisch zum wahren Unternehmenswert führen, da auch der beste Sachverständige die Zukunft in konkreten Zahlen nicht voraussagen kann.[65] Daher wird teilweise hervorgehoben, dass der Heranziehung der Phasenmethode § 287 Abs. 1 ZPO, der gemäß § 287 Abs. 2 ZPO auf Unternehmensbewertungen anwendbar ist, entgegenstehe, da eine ausreichende Tatsachenbasis fehle.[66] Dagegen ist allerdings einzuwenden, dass das Ergebnis zumindest auf Nachvollziehbarkeit beziehungsweise Plausibilität geprüft werden kann.[67] Zudem folgt die Betriebswirtschaftslehre anerkannten Regeln, wie denen des Instituts der Wirtschaftsprüfer, sodass von Willkürlichkeit nicht gesprochen werden kann und sich aus § 287 ZPO kein Einwand gegen die Phasenmethode ergibt. Nichtsdestotrotz kann nicht von der Hand gewiesen werden, dass mangels hellseherischer Fähigkeiten von Sachverständigen die „richtige" zukünftige Ertragskraft nicht ermittelt werden kann. Zudem ist für Außenstehende aufgrund der Vielfalt der zugrunde liegenden Informationen die Ermittlung kaum kontrollierbar. Insoweit bietet die Pauschalmethode den Vorteil, dass sie aufgrund der einfacheren Ermittlung der zukünftigen Ertragsüberschüsse leichter nachvollziehbar ist. Allerdings bleibt auch die Pauschalmethode im höchsten Maß spekulativ.[68] Denn auch die Pauschalmethode verlangt eine Prognose, die eben bloß pauschal erfolgt. Insbesondere wenn die Vergangenheitsergebnisse wenig konstant waren oder aber sich ein positiver oder negativer Trend abzeichnet, sind die Ergebnisse sehr ungenau.[69]

---

65 Im Ergebnis so auch *Vetter*, in: Lutter/Hommelhoff, Die Europäische Gesellschaft, S. 111, 137.

66 Zum Erfordernis einer Schätzungsgrundlage etwa BGH v. 30.4.1952 – III ZR 198/51, BGHZ 6, 62, 63; BGH v. 5.5.1970 – VI ZR 212/68, BGHZ 54, 45, 55; BGH v. 1.2.1974 – IV ZR 2/72, BGHZ 62, 103, 108 f.; *van Randenborgh*, BB 1986, 75, 78 betont, dass es sich bei der Ermittlung um keine Schätzung, sondern um eine bloße Vermutung handele, da das Ergebnis nicht nachprüfbar sei.

67 *Schulze-Osterloh*, ZGR 1986, 545, 563 f.

68 *Dielmann/König*, AG 1984, 57, 59.

69 *Dielmann/König*, AG 1984, 57, 59, die bei Abzeichnung von Trends beispielsweise wiederum eine Korrektur des Ergebnisses fordern.