

**Inhaltsübersicht**

**Inhaltsübersicht..... IX**

**Inhaltsverzeichnis ..... XIII**

**Abkürzungsverzeichnis ..... XXVII**

**Symbolverzeichnis .....XXXV**

**Abbildungsverzeichnis ..... LI**

**Tabellenverzeichnis ..... LIII**

**1 Einleitung ..... 1**

    1.1 Problemstellung ..... 1

    1.2 Gang der Untersuchung ..... 6

***Teil A: Anlässe und Methoden der Unternehmensbewertung***

**2 Grundlagen: Methoden der Unternehmensbewertung und  
Bewertungsanlässe..... 9**

    2.1 Entwicklung und Methoden der Unternehmensbewertung ..... 9

    2.2 Rechtliche Bewertungsanlässe als Anknüpfungspunkt von  
        Unternehmensbewertungen ..... 24

***Teil B: Fundierung der Angemessenheit aus ökonomischer Sicht***

**3 Angemessenheit und Fairness: Begriffe, (Basis-)Konzepte und  
Anwendungsbezüge ..... 57**

    3.1 Angemessenheit im Lichte ökonomischer Theorien und aktueller  
        Entwicklungen ..... 57

    3.2 Fairness-Operationalisierung durch den Arbitriumwert..... 70

    3.3 Fairness als Leitmotiv bei der Allokation von Synergie-Effekten ..... 85

    3.4 Fairness Opinions bei Unternehmenstransaktionen ..... 110

3.5 „Faire Bewertungen“ im Steuerrecht – Beispiel Funktionsverlagerungen .....	143
3.6 Zwischenfazit zum Verhältnis von Angemessenheit und Fairness .....	182
<b>4 Entscheidungsorientierte Unternehmensbewertung: Zielsetzungen, Methodik und spezielle Problembereiche .....</b>	<b>184</b>
4.1 Bestimmung des Nutzenpotenzials einer Transaktion anhand von Entscheidungswerten .....	184
4.2 Vorgehen zur Ermittlung von Entscheidungswerten .....	199
4.3 Spezielle Problembereiche bei der Bestimmung von Entscheidungswerten.....	244
4.4 Illustration der Entscheidungswernermittlung .....	306
 <b>Teil C: Angemessenheit im Rechtsbezug</b>	
<b>5 Die Jurisprudenz als Quelle von Angemessenheitsvorstellungen .....</b>	<b>336</b>
5.1 Grundlegende Definitionen und das Verhältnis von Ökonomie und Jurisprudenz .....	336
5.2 Interpretation von Angemessenheit im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht.....	342
5.3 Grundprinzipien von Unternehmensbewertungen im rechtlichen Kontext .....	355
5.4 Notwendige Konkretisierung des Angemessenheitsverständnisses .....	364
5.5 Angemessenheit als Rechts- oder Tatfrage.....	367
<b>6 Methoden der Unternehmensbewertung im rechtlichen Kontext: Objektivierung auf Gutachter- oder Marktbasis .....</b>	<b>375</b>
6.1 Fundamentalbewertung vs. Marktpreisorientierung .....	375
6.2 Grundlagen der objektivierten Unternehmensbewertung .....	396
6.3 Durchführung einer objektivierten Unternehmensbewertung gemäß IDW S1 im Detail .....	407
6.4 Angemessenheit bei rechtlich-geprägten Bewertungsanlässen unter Rekurs auf die Marktperspektive .....	495

---

6.5 Empfehlungen der DVFA zur Bestimmung von Abfindungen bei Squeeze out-Fällen .....	524
6.6 Zum Verhältnis von Markt- und Gutachterlösung de lege lata und Ausblick .....	532
<b>7 Konkretisierung der Angemessenheit in gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Anwendungsbereichen.....</b>	<b>538</b>
7.1 Angemessenheit und Minderheitenschutz als Leit motive rechts- geprägter Unternehmensbewertung .....	538
7.2 Angemessenheit bei der Bestimmung von Umtauschverhältnissen .....	595
7.3 Angemessenheit im Kapitalmarktrecht bei Unternehmensübernahmen gemäß WpÜG.....	644
<b>8 Zusammenfassung.....</b>	<b>670</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>679</b>
<b>Rechtsquellenverzeichnis.....</b>	<b>785</b>
<b>Urteilsverzeichnis.....</b>	<b>787</b>
<b>Verzeichnis sonstiger Rechtsquellen .....</b>	<b>795</b>
<b>Kommentarverzeichnis .....</b>	<b>797</b>

**Inhaltsverzeichnis**

<b>Inhaltsübersicht</b> .....	<b>II</b>
<b>Inhaltsverzeichnis</b> .....	<b>XIII</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	<b>XXVII</b>
<b>Symbolverzeichnis</b> .....	<b>XXXV</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	<b>LI</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b> .....	<b>LIII</b>
<b>1 Einleitung</b> .....	<b>1</b>
1.1 Problemstellung .....	1
1.2 Gang der Untersuchung .....	6
<b>2 Grundlagen: Methoden der Unternehmensbewertung und     Bewertungsanlässe</b> .....	<b>9</b>
2.1 Entwicklung und Methoden der Unternehmensbewertung .....	9
2.1.1 Überblick über die Forschung zur Unternehmensbewertung .....	9
2.1.2 Funktionale Unternehmensbewertung und Funktionenlehre des IDW .....	12
2.1.3 Modifizierte Kategorisierung der Bewertungsfunktionen .....	15
2.1.4 Überblick über die Bewertungsverfahren .....	16
2.1.4.1 Ertragswertverfahren .....	18
2.1.4.2 Discounted Cashflow-Verfahren .....	21
2.1.4.3 Multiplikatoren .....	23
2.2 Rechtliche Bewertungsanlässe als Anknüpfungspunkt von Unternehmensbewertungen .....	24
2.2.1 Charakterisierung der relevanten Bewertungssituation .....	25
2.2.2 Rechtlich-geprägte Erwerbssituationen .....	27
2.2.2.1 Gesellschaftsrechtliche Bewertungsanlässe .....	29
2.2.2.1.1 Bewertungsanlässe aus dem Aktiengesetz .....	30
2.2.2.1.1.1 Gewinnabführungs-und/oder Beherrschungsverträge .....	30
2.2.2.1.1.2 Eingliederung .....	34

2.2.2.1.1.3 Aktienrechtlicher Squeeze out .....	36
2.2.2.1.2 Bewertungsanlässe aus dem Umwandlungs-	
gesetz .....	39
2.2.2.1.2.1 Verschmelzung und	
verschmelzungsrechtlicher	
Squeeze out .....	39
2.2.2.1.2.2 Spaltung .....	42
2.2.2.1.2.3 Umwandlung i.S.v. Formwechsel .....	45
2.2.2.2 Kapitalmarktrechtliche Bewertungsanlässe .....	45
2.2.2.2.1 Übernahmeangebote .....	45
2.2.2.2.2 Pflichtangebote .....	49
2.2.2.2.3 Kapitalmarktrechtliches Squeeze out .....	50
2.2.2.3 Bilanzrechtliche Bewertungsanlässe .....	51
2.2.2.4 Steuerrechtliche Bewertungsanlässe .....	54
<b>3 Angemessenheit und Fairness: Begriffe, (Basis-)Konzepte und</b>	
<b>Anwendungsbezüge .....</b>	<b>57</b>
3.1 Angemessenheit im Lichte ökonomischer Theorien und aktueller	
Entwicklungen .....	57
3.1.1 Angemessenheit als Folge allokationseffizienter Transaktionen .....	57
3.1.2 Zum Verhältnis von Gerechtigkeit und Angemessenheit .....	64
3.1.3 Zur Verbindung von Angemessenheit und Institutionenökonomik .....	65
3.1.4 Angemessenheit im Zusammenhang mit Fairness-Aspekten .....	68
3.2 Fairness-Operationalisierung durch den Arbitriumwert .....	70
3.2.1 Arbitriumwert als Kompromisslösung im Zwei-Parteien-Kontext .....	70
3.2.2 Festlegung des Arbitriumwertes in verschiedenen Konflikt-	
situationen .....	73
3.2.3 Aufteilung des wirtschaftlichen Vorteils einer Transaktion zur	
Arbitriumwertbestimmung .....	74
3.2.3.1 Einfache Teilungsregeln .....	75
3.2.3.2 Aufteilungsregeln in Anlehnung an traditionelle kombinierte	
Bewertungsverfahren .....	76

---

3.2.3.3 Modelle zur Arbitriumwertbestimmung von Matschke und Krag .....	79
3.2.3.4 Aufteilungsmöglichkeiten in Anlehnung an die Allokation von Synergie-Effekten .....	85
3.3 Fairness als Leitmotiv bei der Allokation von Synergie-Effekten .....	85
3.3.1 Problem der Identifizierung eines fairen Aufteilungsmaßstabs.....	86
3.3.2 Wert-unabhängige Allokationsmöglichkeiten.....	87
3.3.2.1 Allokation auf Basis einer Marginalanalyse .....	87
3.3.2.2 Egalitäre Allokation.....	88
3.3.2.3 Allokation gemäß dem Verhältnis der Börsenkurse.....	90
3.3.2.4 Allokation auf Basis von spieltheoretischen Modellen .....	91
3.3.2.5 Allokation auf Basis eines Analytischen Hierarchie Prozesses.....	95
3.3.3 Wert-orientierte Allokationsverfahren – Ist-Stand und Weiter- entwicklung .....	97
3.3.3.1 Pauschal ertragswert-anteilige Allokation.....	97
3.3.3.2 Differenziert ertragswert-anteilige/ partizipationsbezogene Allokation .....	99
3.3.4 Differenziert ursachenbezogene Allokationsmaßstäbe .....	101
3.3.4.1 Zurechnung von Kostenerfahrungskurveneffekten .....	101
3.3.4.2 Zurechnung von marketingbezogenen Synergie-Effekten: Beispiel der Werbewirkungsfunktion.....	104
3.3.4.3 Zurechnung von Risikoverbundeffekten .....	108
3.3.5 Zur Eignung der untersuchten Allokationsmöglichkeiten von Synergie-Effekten .....	109
3.4 Fairness Opinions bei Unternehmenstransaktionen .....	110
3.4.1 Definition und Funktionen von Fairness Opinions .....	110
3.4.2 Inhalte und Bewertungsverfahren bei der Erstellung von Fairness Opinions .....	116
3.4.2.1 Bestandteile einer Fairness Opinion.....	116
3.4.2.2 Relevante Bewertungsverfahren und mögliche Konsistenzprüfungen.....	118

3.4.3 Zur Eignung verschiedener Ersteller von Fairness Opinions.....	124
3.4.4 Anforderungen an Fairness Opinions zur Funktionenerfüllung .....	128
3.4.4.1 Übergeordnete Anforderungen .....	128
3.4.4.2 Spezielle Anforderungen an Fairness Opinions .....	130
3.4.4.2.1 Ausgestaltung gemäß DVFA.....	130
3.4.4.2.2 Standardisierung der Wirtschaftsprüfer: IDW S8..	135
3.4.5 Beurteilung des Einsatzes von Fairness Opinions bei	
Unternehmenstransaktionen .....	140
3.5 „Faire Bewertungen“ im Steuerrecht – Beispiel Funktionsver-	
lagerungen .....	143
3.5.1 Gesetzliche Regelungen zur Bewertung bei Funktionsver-	
lagerungen .....	144
3.5.2 Ausgestaltung und Umsetzung der Gesamtbewertung im Detail ...	151
3.5.2.1 Grundlegende Vorgehensweise des hypothetischen	
Fremdvergleichs .....	151
3.5.2.2 Erfolgsgrößen, Kapitalisierungszeitraum und	
Diskontierungszinssatz.....	153
3.5.2.3 Bestimmung des Einigungsbereiches.....	158
3.5.2.4 Festlegung des steuerrelevanten Verrechnungspreises.....	160
3.5.2.5 Umsetzung der Gesamtbewertung im Detail .....	162
3.5.2.5.1 Basisdaten des Beispiels .....	162
3.5.2.5.2 Grenzpreis aus der Perspektive des übertra-	
genden Unternehmens.....	163
3.5.2.5.3 Grenzpreis aus der Sicht des empfangenden	
Unternehmens.....	170
3.5.2.5.4 Bestimmung des Verrechnungspreises und	
Variationen des Beispiels .....	178
3.5.3 Zur Wahrheit „fairer Bewertungen“ bei steuerrechtlichen	
Funktionsverlagerungen .....	180
3.6 Zwischenfazit zum Verhältnis von Angemessenheit und Fairness .....	182

<b>4 Entscheidungsorientierte Unternehmensbewertung: Zielsetzungen, Methodik und spezielle Problembereiche .....</b>	<b>184</b>
4.1 Bestimmung des Nutzenpotenzials einer Transaktion anhand von Entscheidungswerten .....	184
4.1.1 Definition von Entscheidungswerten .....	184
4.1.2 Grundlagen einer entscheidungsorientierten Unternehmensbewertung .....	189
4.1.2.1 Allgemeine Grundsätze .....	189
4.1.2.2 Nutzen-Indifferenzbedingungen bei der Ermittlung von Entscheidungswerten .....	191
4.1.3 Bestimmung von Entscheidungswerten als Anwendungsbereich der Investitionstheorie .....	194
4.1.3.1 Unternehmenstransaktionen als Investitionsproblem .....	194
4.1.3.2 Unternehmensbewertung auf (un)vollkommenen Märkten ..	195
4.1.3.3 Vergleich von Kalkülen und Modellen der Investitionsrechnung und der Unternehmensbewertung .....	197
4.2 Vorgehen zur Ermittlung von Entscheidungswerten .....	199
4.2.1 Ausgestaltung und Interdependenzen der Erfolgsprognose.....	199
4.2.2 Anwendung eines integrierten, drei-dimensionalen Prognosemodells.....	203
4.2.2.1 Dimension der Erfolgsfaktorisierung.....	207
4.2.2.1.1 Auswahl und Aggregation der Erfolgsfaktoren .....	207
4.2.2.1.2 Erfolgsprognose bei Unternehmensanteilen .....	208
4.2.2.2 Dimension der Dynamisierung .....	210
4.2.2.2.1 Strategietheoretische Fundierung der Annahmen zur Unternehmensentwicklung.....	210
4.2.2.2.2 Möglichkeiten der Phasendifferenzierung bei der Prognose.....	212
4.2.2.2.3 Wachstum als Problem der Dynamisierung .....	216
4.2.2.2.3.1 Definition und Wachstumsursachen ...	216
4.2.2.2.3.2 Implikationen von Wachstum und Besteuerung.....	220



4.2.2.3 Dimension der Stochastifizierung .....	223
4.2.2.3.1 Notwendigkeit einer mehrwertigen Erfolgs- prognose .....	223
4.2.2.3.2 Vorgehensweise bei der Risikoanalyse und Offenlegung.....	224
4.2.2.3.3 Durchführung der Risikobewertung und Aggre- gation .....	229
4.2.2.3.3.1 Individuelle oder marktorientierte Risikobewertung.....	229
4.2.2.3.3.2 Konkretisierung der Sicherheitsäquivalentmethode anhand des $\mu\sigma$ -Prinzips .....	231
4.2.2.3.3.3 Arten der Risikopräferenz und Umsetzung im $\mu\sigma$ -Prinzip .....	234
4.2.2.3.3.4 Resümee zur Anwendung des $\mu\sigma$ -Prinzips.....	238
4.2.2.3.4 Aggregation zum Entscheidungswert.....	241
4.3 Spezielle Problembereiche bei der Bestimmung von Entscheidungs- werten.....	244
4.3.1 Berücksichtigung von Alternativinvestitionen .....	244
4.3.1.1 Konkretisierung des Nutzenvergleichs .....	244
4.3.1.2 Integration der Alternativinvestition auf Basis der Kapital- wert-Logik.....	247
4.3.1.3 Berücksichtigung der Alternativinvestition anhand der Alternativrendite-Logik.....	249
4.3.2 Zur Interdependenz von Investitions-, Finanzierungs- und Ausschüttungsplanung .....	251
4.3.2.1 Planung in der Detailprognosephase.....	251
4.3.2.2 Pauschalierende Planung in der Restwertphase .....	255
4.3.2.3 Interdependenzen von Unternehmensbewertung, Finanzierung und Insolvenz.....	257

---

4.3.3 Berücksichtigung der Besteuerung im Entscheidungswert –	
Details und Umsetzung .....	262
4.3.3.1 Zur Notwendigkeit der Berücksichtigung der Besteuerung bei der Unternehmensbewertung .....	262
4.3.3.2 Effekte aus der laufenden Besteuerung .....	265
4.3.3.2.1 Steuerfolgen auf der Unternehmensebene .....	266
4.3.3.2.2 Steuerfolgen auf der Ebene der Anteilseigner.....	268
4.3.3.3 Transaktionsabhängige Steuereffekte .....	270
4.3.3.4 Verlustvorträge im Rahmen der Grenzpreis-Bestimmung ..	274
4.3.3.4.1 Rechtliche Rahmenbedingungen .....	274
4.3.3.4.2 Konsequenzen für die Ermittlung von Entscheidungswerten .....	278
4.3.3.5 Wirkungen der Zinsschranken-Regelung bei der Entscheidungswertbestimmung .....	283
4.3.3.5.1 Mögliche Folgen der rechtlichen Regelungen .....	283
4.3.3.5.2 Umsetzung bei der Bestimmung von Entscheidungswerten .....	287
4.3.3.5.3 Zur Interdependenz von Zinsschranke und Verlustvortrag .....	290
4.3.4 Berücksichtigung von Synergie-Effekten im Entscheidungswert .....	293
4.3.4.1 Synergie-Effekte als Bestandteil der Konzessions- bereitschaft .....	293
4.3.4.2 Möglichkeiten der Systematisierung von Synergie- Effekten .....	296
4.3.4.3 Quantifizierung erwarteter Synergie-Effekte .....	301
4.3.4.3.1 Synoptische Methode .....	302
4.3.4.3.2 Inkrementale Methode .....	304
4.4 Illustration der Entscheidungswertermittlung .....	306
4.4.1 Erfolgsprognose des Bewertungsobjekts .....	307
4.4.2 Erfolgsprognose des Alternativobjekts .....	319
4.4.3 Bestimmung des Entscheidungswerts .....	328
4.4.4 Variationen des Beispiels .....	330

<b>5 Die Jurisprudenz als Quelle von Angemessenheitsvorstellungen .....</b>	<b>336</b>
5.1 Grundlegende Definitionen und das Verhältnis von Ökonomie und Jurisprudenz .....	336
5.2 Interpretation von Angemessenheit im Gesellschafts- und Kapital- marktrecht .....	342
5.2.1 Erster Problembereich: Heterogenität der Wertinterpretationen und -begriffe .....	343
5.2.2 Zweiter Problembereich: Heterogenität des Angemessenheitsverständnisses .....	346
5.2.2.1 Vorgaben aus dem Gesellschaftsrecht .....	346
5.2.2.2 Vorgaben aus dem Umwandlungsrecht .....	348
5.2.2.3 Vorgaben aus dem Kapitalmarktrecht .....	349
5.2.3 Systematisierung der rechtlichen Bewertungsanlässe .....	350
5.2.3.1 Grundsatz der vollen Kompensation zur Beurteilung von Abfindungen .....	350
5.2.3.2 Gemeinsamkeiten angemessener Umtauschverhältnisse ..	354
5.2.3.3 Zusammenfassung zur Angemessenheit im Kapital- marktrecht .....	355
5.3 Grundprinzipien von Unternehmensbewertungen im rechtlichen Kontext .....	355
5.3.1 Objektivierung, Typisierung und Gleichbehandlung .....	355
5.3.2 Minderheitenschutz als mögliche Leitlinie .....	361
5.3.3 Prinzip der Meistbegünstigung .....	362
5.3.4 Stichtagsprinzip .....	362
5.3.5 Äquivalenzprinzip .....	364
5.4 Notwendige Konkretisierung des Angemessenheitsverständnisses .....	364
5.5 Angemessenheit als Rechts- oder Tatfrage .....	367
5.5.1 Zur Notwendigkeit der Arbeitsteilung zwischen Richter und Gutachter .....	367
5.5.2 Festlegung von Rechts- und Tatfragen zwischen Norminter- pretation und Sachverhaltsaufklärung .....	368

**6 Methoden der Unternehmensbewertung im rechtlichen Kontext:**

<b>Objektivierung auf Gutachter- oder Marktbasis .....</b>	<b>375</b>
<b>6.1 Fundamentalbewertung vs. Marktpreisorientierung .....</b>	<b>375</b>
6.1.1 Prämissen, Implikationen und Folgen der Fundamental- bewertung .....	375
6.1.2 Konsequenzen und Probleme der Marktpreisorientierung .....	379
6.1.3 Zur Äquivalenz von Fundamentalbewertung und Marktpreis- orientierung .....	385
<b>6.2 Grundlagen der objektivierten Unternehmensbewertung .....</b>	<b>396</b>
6.2.1 Historische Entwicklung der objektivierten Bewertung .....	396
6.2.2 Intermediär-Funktion des objektivierenden Gutachters .....	401
6.2.2.1 Vorliegende Konfliktsituation .....	401
6.2.2.2 Problematik bestehender Informationsasymmetrien und Möglichkeiten zu deren Überwindung .....	404
<b>6.3 Durchführung einer objektivierten Unternehmensbewertung     gemäß IDW S1 im Detail .....</b>	<b>407</b>
6.3.1 Relevanz und Darstellung verschiedener Bewertungsmethoden ...	407
6.3.1.1 APV-Ansatz .....	409
6.3.1.2 WACC-Ansatz .....	413
6.3.1.3 FTE-Ansatz .....	414
6.3.2 Ausgestaltung der Erfolgsprognose in Übereinstimmung mit IDW S1 .....	415
6.3.2.1 Umsetzung der Dimension der Erfolgsfaktorisierung .....	416
6.3.2.2 Umsetzung der Dimension der Dynamisierung .....	425
6.3.2.2.1 Relevante Phasendifferenzierung und Wachstumsannahmen .....	425
6.3.2.2.2 Zur Problematik des kapitalwertneutralen Wachstums in der Restwertphase .....	427
6.3.2.3 Umsetzung der Dimension der Stochastifizierung und Überleitung zur Risikobewertung .....	436
6.3.3 Risikobewertung und Aggregation zum objektivierten Unternehmenswert .....	440

6.3.3.1 Bestimmung des risikofreien Basiszinssatzes .....	440
6.3.3.1.1 Ableitung vom Kapitalmarkt auf Basis der Svensson-Methode .....	440
6.3.3.1.2 Ermittlung eines einheitlichen Basiszinssatzes ....	446
6.3.3.2 Risikobewertung unter Rekurs auf das (Tax-)CAPM .....	450
6.3.3.2.1 Anwendung des CAPM .....	450
6.3.3.2.2 Berechnung des Risikozuschlags gemäß CAPM ..	455
6.3.3.2.3 Auswirkungen der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise .....	457
6.3.3.2.4 Anwendung des Tax-CAPM .....	458
6.3.3.3 Zur Äquivalenz von Risikoabschlag und Risikozuschlag bei der objektivierten Unternehmensbewertung .....	462
6.3.3.4 Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber und Aggre- gation zum objektivierten Unternehmenswert .....	470
6.3.3.5 Mögliche Anknüpfungspunkte zur Plausibilitätsüber- prüfung im Rahmen der Gutachterlösung .....	474
6.3.4 Gutachterlösung de lege lata: Angemessen oder verbesserungsbedürftig? .....	478
6.3.4.1 Hauptproblem der Risikobewertung .....	478
6.3.4.2 Probleme auf der Ebene der Erfolgsprognose .....	484
6.3.4.3 Probleme der relevanten Wertkategorie objektivierter Unternehmenswert .....	485
6.4 Angemessenheit bei rechtlich-geprägten Bewertungsanlässen unter Rekurs auf die Marktperspektive .....	495
6.4.1 Zunehmende Präferenz der Marktlösung .....	495
6.4.2 Varianten des Marktbezugs .....	498
6.4.2.1 Direkter Rekurs auf Marktdaten .....	499
6.4.2.1.1 Börsenkurse: Stichtags- vs. Durchschnittskurs ....	500
6.4.2.1.2 Stollwerck-Entscheidung zur Durchschnitts- bildung von Aktienkursen .....	501
6.4.2.2 Indirekter Rekurs auf Marktdaten .....	506
6.4.2.2.1 Anwendung von Multiplikatoren .....	506

---

6.4.2.2.1.1 Grundlegende „Bewertungs-Logik“ und deren Umsetzung .....	506
6.4.2.2.1.2 Auswahl der Input-Parameter .....	510
6.4.2.2.1.3 Beliebte Multiplikatoren in der Bewertungspraxis .....	512
6.4.2.2.1.4 Ansätze zur „Fundamentalisierung“ von Multiples .....	515
6.4.2.2.1.5 Multiplikatoren bei rechtsgeprägten Unternehmensbewertungen? .....	518
6.4.2.2.2 Verwendung marktorientierter Kapitalkosten .....	521
6.5 Empfehlungen der DVFA zur Bestimmung von Abfindungen bei Squeeze out-Fällen .....	524
6.5.1 Zur generellen Relevanz ergänzender Empfehlungen .....	524
6.5.2 Hauptaussagen der DVFA – Ein Paradigmenwechsel? .....	526
6.5.2.1 Leitmotiv des markttypischen Erwerbers und methodenpluralistisches Bewertungsvorgehen .....	526
6.5.2.2 Empfohlene Anpassungen des bisherigen Bewertungs- vorgehens .....	529
6.6 Zum Verhältnis von Markt- und Gutachterlösung de lege lata und Ausblick .....	532
<b>7 Konkretisierung der Angemessenheit in gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Anwendungsbereichen .....</b>	<b>538</b>
7.1 Angemessenheit und Minderheitenschutz als Leitmotive rechts- geprägter Unternehmensbewertung .....	538
7.1.1 Aktienrechtlicher Minderheitenschutz bei Anwendung der Gutachterlösung .....	538
7.1.1.1 Stichtagsprinzip und Rezeption betriebswirtschaftlicher Neuerungen in der Rechtsprechung .....	539
7.1.1.2 Bewertungsziel und adäquates Bewertungsverfahren .....	543
7.1.1.3 Zur gerichtlichen Überprüfung von Unternehmenswerten im Spruchverfahren .....	544
7.1.1.4 Praktische Umsetzung bei der Erfolgsprognose .....	547

7.1.1.4.1 Ausgestaltung und vorzunehmende Phasendifferenzierung .....	547
7.1.1.4.2 Planungsgüter in der praktischen Umsetzung .....	551
7.1.1.4.3 Zur Integration steuerlicher Konsequenzen in die Bewertung .....	554
7.1.1.4.4 Zur Relevanz erwarteter Synergie-Effekte .....	556
7.1.1.4.4.1 Meinungsstand, Argumente und Konsequenzen .....	556
7.1.1.4.4.2 Bestehende Spielräume in den Vorgaben der Jurisprudenz .....	563
7.1.1.4.4.3 Zur impliziten Berücksichtigung von Risikoverbundeffekten bei rechtlichen Bewertungen .....	565
7.1.1.4.4.4 Steuerliche Verlustvorträge als (unechte) Synergie-Effekte .....	566
7.1.1.5 Praktische Umsetzung innerhalb des Bewertungskalküls ..	568
7.1.1.5.1 Möglichkeiten zur Ableitung des Basiszinssatzes	568
7.1.1.5.2 Risikobewertung in der praktischen Umsetzung ..	572
7.1.1.5.2.1 Typisierende Annahme der Risiko- aversion .....	572
7.1.1.5.2.2 Risikozuschlag auf Basis der tradi- tionellen Methode .....	573
7.1.1.5.2.3 Risikozuschlag anhand des (Tax-)CAPM .....	575
7.1.1.5.3 Weitere Anpassungen des Kalkulationszins- satzes .....	582
7.1.1.5.4 Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens und Aggregation zum Unter- nehmenswert .....	584
7.1.2 Aktienrechtlicher Minderheitenschutz als Anwendungsfall der Marktlösung .....	587

7.1.3 Praktische Umsetzung von Angemessenheit im Lichte des Minderheitenschutzes – Gemeinsamkeiten, Unterschiede und Ausblick .....	591
7.2 Angemessenheit bei der Bestimmung von Umtauschverhältnissen .....	595
7.2.1 Skizzierung der Problemsituation und aktueller Meinungsstand ....	595
7.2.2 Grundlagen der Bestimmung von Umtauschverhältnissen .....	598
7.2.3 Rechtliche Vorgaben zur Angemessenheit von Umtausch- verhältnissen: Methodendominanz oder Methodenvielfalt .....	601
7.2.3.1 Auswahlentscheidungen bei der Bestimmung von angemessenen Umtauschverhältnissen .....	609
7.2.3.1.1 Orientierung am Grundsatz der Methodengleich- heit oder der Meistbegünstigung .....	609
7.2.3.1.2 Umtauschverhältnis auf Basis von Fundamental- werten oder Börsenkursen: Prämissen, Implikationen und Folgen .....	613
7.2.4 Integration von Synergie-Effekten in die Bestimmung von Umtauschverhältnissen .....	626
7.2.4.1 Plädoyer für die Berücksichtigung von Synergie-Effekten ..	626
7.2.4.2 Rezeption der Argumente in der Rechtsprechung .....	628
7.2.4.3 Grenz-Umtauschverhältnisse als Instrument zur Angemessenheitsbeurteilung .....	630
7.2.4.4 Zurechnung von Synergie-Effekten bei der Bestimmung von Umtauschverhältnissen – Möglichkeiten .....	633
7.2.4.5 Zur Eignung verschiedener Zurechnungsmethoden .....	637
7.2.4.5.1 Umsetzung der ursachenbezogenen Allokation ...	638
7.2.4.5.2 Anwendung der partizipationsbezogenen Allokation .....	641
7.2.4.5.3 Zurechnung von Synergie-Effekten: Ein gelöstes Problem .....	643
7.3 Angemessenheit im Kapitalmarktrecht bei Unternehmensübernahmen gemäß WpÜG .....	644
7.3.1 Übernahmerecht de lege lata .....	644



7.3.1.1 Angemessenheit anhand des Vergleichs von Wertgrenzen .....	644
7.3.1.2 Implikationen und Folgen der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften aus der ökonomischer Perspektive .....	646
7.3.1.2.1 Anknüpfungspunkte und mögliche Fallunterscheidungen bei der Beurteilung .....	646
7.3.1.2.2 Übergeordnete ökonomische Leitlinien bei der Beurteilung .....	650
7.3.1.2.2.1 Minderheitenschutz als Leitmotiv .....	651
7.3.1.2.2.2 Interessenausgleich als Primärziel .....	652
7.3.1.2.2.3 Ziel der Allokationseffizienz im Spannungsfeld der vorgeschriebenen Wertgrenzen .....	654
7.3.1.2.3 Ergebnisse der ökonomischen Beurteilung der Angemessenheitskonsequenzen de lege lata .....	657
7.3.2 Übernahmerecht de lege ferenda .....	659
7.3.2.1 Einführung einer „fundamentalen“ Pflichtprüfung? .....	659
7.3.2.2 Erweiterung des Katalogs der relevanten Wertgrenzen? ...	661
7.3.2.3 Pflichtprüfung anhand von Fairness Opinions? .....	664
7.3.2.4 Mögliche weitere Modifikationen und Ausblick .....	665
<b>8 Zusammenfassung .....</b>	<b>670</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>679</b>
<b>Rechtsquellenverzeichnis .....</b>	<b>785</b>
<b>Urteilsverzeichnis .....</b>	<b>787</b>
<b>Verzeichnis sonstiger Rechtsquellen .....</b>	<b>795</b>
<b>Kommentarverzeichnis .....</b>	<b>797</b>