

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	23
1 Einführung	25
1.1 Gegenstand und Aufbau der Untersuchung	25
1.2 Relevanz des Untersuchungsgegenstandes	32
2 Unternehmensbewertung	34
2.1 Grundlagen	34
2.1.1 Einführung	34
2.1.2 Der Wertbegriff in den Wirtschaftswissenschaften	34
2.1.3 Werttheorien in der Unternehmensbewertung	38
2.1.3.1 Objektive Werttheorie	38
2.1.3.2 Subjektive Werttheorie	40
2.1.3.3 Funktionale Werttheorie	42
2.1.3.3.1 Entscheidungsfunktion	45
2.1.3.3.2 Vermittlungsfunktion	46
2.1.3.3.3 Argumentationsfunktion	47
2.1.3.3.4 Funktion des neutralen Gutachters	47
2.1.3.3.5 Nebenfunktionen	49
2.1.4 Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung	49
2.1.5 Zusammenfassung	52
2.2 Bewertungsmethoden	55
2.2.1 Einzelbewertungsverfahren	56
2.2.1.1 Liquidationswertverfahren	56
2.2.1.1.1 Einführung und Wertkonzeption	56
2.2.1.1.2 Berechnung	57
2.2.1.1.3 Verhältnis zu anderen Bewertungskonzepten	58
2.2.1.1.4 Kritik	59
2.2.1.2 Substanzwertverfahren	60
2.2.1.2.1 Einführung und Wertkonzeption	60
2.2.1.2.2 Berechnung	60
2.2.1.2.3 Kritik	61

2.2.2 Gesamtbewertungsverfahren	62
2.2.2.1 Ertragswertverfahren	62
2.2.2.1.1 Einführung und Wertkonzeption	62
2.2.2.1.2 Vorbereitung einer Ertragswertermittlung	64
2.2.2.1.3 Ertragsprognose	66
2.2.2.1.4 Berechnung des Ertragswertes	70
2.2.2.1.4.1 Berechnung mit sicheren Erträgen	70
2.2.2.1.4.2 Berechnung bei Unsicherheit	72
2.2.2.1.4.3 Bestimmung des Zinsfußes	74
2.2.2.1.5 Kritik	77
2.2.2.2 Vereinfachtes Ertragswertverfahren	77
2.2.2.3 DCF-Verfahren	80
2.2.2.3.1 Einführung	80
2.2.2.3.2 Brutto-Verfahren	83
2.2.2.3.2.1 WACC-Ansatz	84
2.2.2.3.2.2 Adjusted-Present-Value-Methode	87
2.2.2.3.3 Netto-Verfahren	88
2.2.2.3.4 Kritik	88
2.2.2.4 Vergleich zwischen den DCF-Verfahren und dem Ertragswertverfahren	90
2.2.2.4.1 Vergleich der Bewertungskonzeptionen	90
2.2.2.4.2 Vergleich der praktischen Eignung	94
2.2.2.5 Heuristische Bewertungskonzeptionen	97
2.2.2.5.1 Einführung	97
2.2.2.5.2 Multiplikatormodelle	98
2.2.2.5.3 Vereinfachende Schätzverfahren	101
2.2.2.5.4 Kritik	102
2.2.2.6 Realoptionsanalyse	105
2.2.2.6.1 Grundlagen	105
2.2.2.6.2 Klassifizierung	106
2.2.2.6.3 Einsatzgebiete in der Unternehmensbewertung	108
2.2.2.6.4 Kritik	108
2.2.3 Mischverfahren	109
2.2.3.1 Mittelwertverfahren	109
2.2.3.2 Einfaches Übergewinnverfahren	110
2.2.3.3 Residualgewinn-Modell („RIM“)	112

2.2.3.4 Stuttgarter Verfahren	114
2.2.4 Marktkapitalisierung	116
2.2.4.1 Theoretisches Preisbildungsmodell	116
2.2.4.2 Markteigenschaften	117
2.2.4.3 Kritik	119
2.3 Subjektivierung vs. Typisierung	122
2.4 Unternehmenswert nach den Grundsätzen des IDW	124
2.4.1 Konzeption	124
2.4.2 Vergleich zwischen objektiviertem Unternehmenswert und Entscheidungswerten	125
2.5 Methodenwahl in den Wirtschaftswissenschaften	127
2.5.1 Allgemeines	127
2.5.2 Methodenwahl in Konfliktsituationen	129
2.5.2.1 Einführung	129
2.5.2.2 Ökonomische Implementierung rechtlicher Vorgaben	131
2.5.2.2.1 Abfindung zum „vollen“ Wert	131
2.5.2.2.2 Annahme der „gleichen“ Abfindung	133
2.5.2.2.3 Ausschließliche Berücksichtigung von Gewinnerzielungsabsichten	135
2.5.2.2.4 Annahme der „besten“ Alternativhandlung	135
2.5.2.3 Ökonomisches Modell zur Bestimmung angemessener Barabfindungen nach Matschke/ Brösel	137
2.5.3 Zusammenfassung	139
2.6 Unternehmensbewertungsmaxime in den USA	140
2.6.1 Wissenschaftlicher Diskurs	140
2.6.2 Praktikerstandards	142
2.7 Zwischenergebnis	144
3 Bewertungsanlässe zur Ermittlung einer aktienrechtlichen Barabfindung	153
3.1 Deutsches Recht	153
3.1.1 Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge (§§ 304, 305 AktG)	154
3.1.1.1 Regelungsgegenstand und Regelungszweck	154

3.1.1.2	Rechtsnatur der Gewinnabführungs- und Beherrschungsverträge	155
3.1.1.3	Formalien und Wirksamkeitsvoraussetzungen	156
3.1.1.4	Abfindung nach § 305 AktG	158
3.1.1.4.1	Außenstehende Aktionäre	158
3.1.1.4.1.1	Meinungsstand zur Begriffsdefinition	158
3.1.1.4.1.2	Stellungnahme	160
3.1.1.4.2	Abfindungsvarianten	161
3.1.1.4.3	Abfindungsanspruch	162
3.1.1.4.4	Ermittlungsgrundsätze	164
3.1.2	Squeeze-out (§ 327a AktG)	165
3.1.2.1	Einleitung und Abgrenzung	165
3.1.2.2	Regelungsgegenstand und Regelungszweck	166
3.1.2.3	Formalien und Wirksamkeitsvoraussetzungen	167
3.1.2.3.1	Allgemeines	167
3.1.2.3.2	Der Hauptaktionär und sein Übertragungsverlangen	168
3.1.2.3.3	Übertragungsbeschluss	168
3.1.2.4	Abfindung nach § 327b AktG	171
3.1.2.4.1	Abfindungsanspruch	171
3.1.2.4.2	Ermittlungsgrundsätze	171
3.1.2.5	Exkurs: Notwendigkeit des Squeeze-out nach dem Theorem der „Tragedy of the Anticommons“	172
3.1.2.5.1	Grundsätzliches	172
3.1.2.5.2	Anwendbarkeit auf den Squeeze-out	175
3.1.3	Eingliederung einer AG (§ 320b AktG)	177
3.1.3.1	Regelungsgegenstand und Regelungszweck	177
3.1.3.2	Formalien und Wirksamkeitsvoraussetzungen	179
3.1.3.2.1	Inhaberschaft an den Aktien der einzugliedernden Gesellschaft	179
3.1.3.2.2	Beschluss der einzugliedernden Gesellschaft	179
3.1.3.2.3	Beschluss der Hauptgesellschaft	181
3.1.3.2.4	Beschlussmängel und Eintragung ins Handelsregister	182
3.1.3.3	Abfindung nach § 320b AktG	182
3.1.3.3.1	Abfindungsanspruch	182
3.1.3.3.2	Ermittlungsgrundsätze	183

3.1.4 Zwangseinziehung (§ 237 AktG)	184
3.1.4.1 Einleitung und Abgrenzung	184
3.1.4.2 Regelungsgegenstand und Regelungszweck	185
3.1.4.3 Formalien und Wirksamkeitsvoraussetzungen	186
3.1.4.3.1 Angeordnete Zwangseinziehung	186
3.1.4.3.2 Gestattete Zwangseinziehung	187
3.1.4.4 Abfindung	187
3.1.4.4.1 Angeordnete Zwangseinziehung	187
3.1.4.4.2 Gestattete Zwangseinziehung	190
3.1.4.4.3 Stellungnahme	191
3.1.5 Fehlgeschlagene Kapitalerhöhung	196
3.1.5.1 Einleitung	196
3.1.5.2 Endgültige Bestandskraft	197
3.1.5.3 Vorläufige Bestandskraft	199
3.1.5.4 Stellungnahme	200
3.1.6 Übertragende Auflösung	201
3.1.6.1 Einleitung	201
3.1.6.2 Regelungsgegenstand und Regelungszweck	203
3.1.6.3 Abfindung	204
3.1.6.4 Stellungnahme	206
3.1.7 Reguläres Delisting	207
3.1.7.1 Einleitung und Abgrenzung	207
3.1.7.2 Entwicklung der Rechtsansichten	208
3.1.7.3 Stellungnahme	211
3.1.8 Zwischenergebnis: Analyse der Gemeinsamkeiten und Unterschiede der aktienrechtlichen Barabfindungsfälle	212
3.1.9 Spruchverfahren	217
3.1.9.1 Einleitung	217
3.1.9.2 Sinn und Zweck des Verfahrens	218
3.1.9.3 Verfahrensablauf	219
3.1.9.4 Rollenverteilung im Spruchverfahren	221
3.1.9.4.1 Einleitung	221
3.1.9.4.2 Der Sachverständige im Spruchverfahren	222
3.1.9.4.3 Der Richter im Spruchverfahren	225
3.1.9.4.4 Zusammenfassung	227
3.1.9.5 Analoge Anwendbarkeit	228
3.1.9.5.1 Analogiefähigkeit des § 1 SpruchG	228

3.1.9.5.2	Analoge Anwendung auf die übertragende Auflösung	229
3.1.9.5.2.1	Meinungsstand	229
3.1.9.5.2.2	Stellungnahme	232
3.1.9.5.3	Analoge Anwendung auf die Zwangseinziehung	233
3.2	US-amerikanisches Recht	234
3.2.1	Grundlagen des Gesellschaftsrechts	234
3.2.1.1	Historie	234
3.2.1.2	Organisationsformen des Gesellschaftsrechts	237
3.2.1.3	Die Stock Corporation	240
3.2.2	Bundesstaatliche Abfindungsregelungen	242
3.2.2.1	Einführung	242
3.2.2.2	Systematisierung der Konstellationen aktienrechtlicher Barabfindungsfälle in den USA	245
3.2.2.2.1	Mergers & Acquisitions	245
3.2.2.2.1.1	Merger Type Combinations	246
3.2.2.2.1.2	Lehre vom De Facto Merger	251
3.2.2.2.1.3	Freezeout-Techniken	254
3.2.2.2.1.4	Sale Type Combinations	255
3.2.2.2.2	Sonstige Barabfindungsfälle	257
3.2.2.2.3	Zusammenfassung	260
3.2.2.3	Überblick über die bundesstaatlichen Regelungen einer Barabfindung	262
3.2.2.3.1	Anlässe einer Barabfindung	262
3.2.2.3.2	Market-Out Exception	265
3.2.2.3.3	Ziel der Barabfindungsermittlung	267
3.2.2.3.4	Erforderliche Mehrheitsverhältnisse	267
3.2.2.3.5	Zusammenfassung	268
3.2.3	Bundesstaatliche Verfahrensregelungen	269
4	Methodenwahl in Deutschland	274
4.1	Auslegung der Vorgaben des einfachen Rechts	274
4.1.1	Aktienrecht	275
4.1.1.1	Angemessene Abfindung	275
4.1.1.1.1	Telos der Normen	277
4.1.1.1.2	Wortlaut	281
4.1.1.1.3	Historie	283
4.1.1.1.4	Systematik	289

4.1.1.1.5 Zusammenfassung	291
4.1.1.2 Verhältnisse der Gesellschaft bei der Beschlussfassung	292
4.1.1.2.1 Telos der Normen	293
4.1.1.2.2 Wortlaut	294
4.1.1.2.3 Historie	294
4.1.1.2.4 Systematik	295
4.1.1.2.5 Zusammenfassung	297
4.1.2 Stellungnahme	297
4.1.3 Allgemeine Rechtsgrundsätze	304
4.1.3.1 Gleichbehandlungsgrundsatz	304
4.1.3.2 Grundsätze der Schadensberechnung	306
4.1.3.2.1 Diskussionsstand	306
4.1.3.2.2 Stellungnahme	308
4.1.3.3 Grundsatz der Nachprüfbarkeit	316
4.1.3.4 Stellungnahme	317
4.2 Verfassungsrechtliche Vorgaben	320
4.2.1 Grundsätzliches zum Gehalt der Eigentumsgarantie	321
4.2.1.1 Art. 14 GG als Rechtsinstitut	323
4.2.1.2 Art. 14 GG als Ordnungsidee	324
4.2.1.3 Art. 14 GG als Schutzauftrag	326
4.2.2 Zwischenergebnis	328
4.2.3 Gehalt des verfassungsrechtlich geschützten Aktieneigentums	330
4.2.3.1 Aktieneigentum als Schutzgegenstand des Art. 14 GG	330
4.2.3.2 Verfassungsrechtliche Grundmodelle der Aktionärsstellung	330
4.2.3.2.1 Verbandsrechtlicher Ansatz	330
4.2.3.2.2 Kapitalmarktorientierter Ansatz	332
4.2.3.2.3 Binnenstruktur des Aktieneigentums nach Schoppe	333
4.2.4 Der aktienverfassungsrechtliche Konflikt zwischen Mehrheits- und Minderheitsgesellschafter	335
4.2.4.1 Vorausverzicht der Minderheit	335
4.2.4.2 Konfliktlösung: Bestands- vs. Wertschutz	336
4.2.4.3 Verfassungsrechtlich gebotene Mindestabfindung?	337
4.2.4.3.1 „Feldmühle“-Entscheidung	338
4.2.4.3.2 Konkretisierung durch die „DAT/ Altana“-Entscheidung	339

4.2.4.3.3 Weitere Präzisierung in der verfassungsrechtlichen Spruchpraxis	341
4.2.5 Stellungnahme	343
4.3 Abgrenzung zwischen Tat- und Rechtsfrage	350
4.3.1 Ausgangslage	350
4.3.2 Festlegung gesetzlicher Bewertungsziele	351
4.3.3 Ermittlung des Unternehmenswertes durch Schätzung	352
4.3.3.1 Zulässigkeit der Schätzung	352
4.3.3.2 Reichweite des richterlichen Schätzungsermessens	353
4.3.3.3 Methodenwahl als Ausprägung richterlichen Schätzungsermessens	355
4.3.3.3.1 Allgemeines	355
4.3.3.3.2 Meinungsstand	356
4.3.3.3.3 Stellungnahme	360
4.4 Rechtswissenschaftliche Literatur	363
4.4.1 Meinungsstand zu einzelnen Bewertungsmethoden	363
4.4.1.1 Ertragswertverfahren	363
4.4.1.2 DCF-Verfahren	365
4.4.1.3 Börsenkurs	366
4.4.1.3.1 Generelle Eignung zur Abfindungsbemessung	366
4.4.1.3.2 Alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses	367
4.4.1.3.3 Bestimmung des relevanten Börsenkurses	373
4.4.1.3.4 Meistbegünstigungsprinzip	375
4.4.1.4 Multiplikatoren	376
4.4.1.5 Einzelbewertungsverfahren	379
4.4.1.5.1 Substanzwert	379
4.4.1.5.2 Liquidationswert	380
4.4.1.5.3 Stellungnahme	382
4.4.1.6 Sonstige Verfahren und Bezugsgrößen	384
4.4.1.6.1 Mischverfahren	384
4.4.1.6.2 Vorerwerbsreise	385
4.4.1.6.3 Barwert der Ausgleichszahlung aufgrund eines Unternehmensvertrages	386
4.4.2 Fazit: Methodenwahl in der rechtswissenschaftlichen Literatur	387

4.5	Rechtsprechung	388
4.5.1	Analyse der landgerichtlichen Rechtsprechung	389
4.5.2	Meinungsstand zu einzelnen Bewertungsmethoden	396
4.5.2.1	Ertragswertverfahren	396
4.5.2.2	DCF-Verfahren	397
4.5.2.3	Börsenkurs	397
4.5.2.3.1	Berechnung	398
4.5.2.3.1.1	Maßgeblicher Stichtag	398
4.5.2.3.1.2	Hochrechnung	399
4.5.2.3.2	Irrelevanz als Untergrenze	400
4.5.2.3.3	Börsenkurs als Schätzgrundlage	401
4.5.2.4	Multiplikatoren	402
4.5.2.5	Einzelbewertungsverfahren	404
4.5.2.5.1	Substanzwert	404
4.5.2.5.2	Liquidationswert	406
4.5.2.6	Sonstige Verfahren und Bezugsgrößen	408
4.5.2.6.1	Mischverfahren	408
4.5.2.6.2	Vorerwerbspreise	409
4.5.2.6.3	Barwert der Ausgleichszahlung aufgrund eines Unternehmensvertrages	411
4.5.2.6.4	Net Asset Value	414
4.5.3	Methodenwahl	414
4.6	Typisierung	417
4.7	Zusammenfassung und Stellungnahme zur Methodenwahl bei der aktienrechtlichen Barabfindung in Deutschland	419
4.7.1	Kleinster gemeinsamer Nenner	419
4.7.2	Das Verfahrenskorsett	420
4.7.3	Grenzpreis, Schiedspreis oder Verkehrswert?	421
4.7.4	Stand der Methodenwahl in der deutschen Rechtsprechung heute	427
5	Methodenwahl in den USA	435
5.1	Wesentliche Strukturen des Appraisal Right	435
5.1.1	Einführung	435
5.1.2	Herkunft und Entwicklung des Appraisal Right	435
5.1.2.1	Ursprung im Verfassungsrecht	435
5.1.2.2	Weiterentwicklung im Gesellschaftsrecht	436
5.1.2.3	Heutiges Verständnis	438
5.1.3	Abgrenzung zu anderen rechtlichen Abhilfemaßnahmen	442

5.2 Tat- und Rechtsfrage	444
5.3 Gesetzliche Vorgaben	447
5.3.1 Fair-Value-Konzept	447
5.3.1.1 Bewertungsstichtag	448
5.3.1.2 Methodenvorgaben	450
5.3.1.3 Zu- und Abschläge bei der Berechnung	454
5.3.2 Sonstige Vorgaben	460
5.4 Case Law	464
5.4.1 Wertkonzeption	464
5.4.2 Methodenwahl	468
5.4.2.1 Delaware Block Method	468
5.4.2.1.1 Grundlagen	468
5.4.2.1.2 Kritik und Abwendung	472
5.4.2.1.3 Der Fall Weinberger v. UOP, Inc.	474
5.4.2.2 Gegenwärtige Praxis der Methodenwahl	476
5.4.2.2.1 Delaware	476
5.4.2.2.1.1 Asset, Liquidation und Book Value	477
5.4.2.2.1.2 Earnings Value	480
5.4.2.2.1.3 Multiplikatormodelle	481
5.4.2.2.1.4 DCF-Verfahren	482
5.4.2.2.1.5 Börsenkurs	484
5.4.2.2.1.6 Dealpreis	486
5.4.2.2.1.7 Methodenwahl	489
5.4.2.2.1.8 Statistik zur Methodenwahl in Delaware	493
5.4.2.2.2 Übrige Bundesstaaten	499
5.4.2.2.2.1 Einführung und Bedeutung	499
5.4.2.2.2.2 Gemeinsamkeiten mit Delaware	501
5.4.2.2.2.3 Unterschiede zu Delaware	505
5.5 Zusammenfassung	506
6 Rechtsvergleich	513
6.1 Bewertungsanlässe zur Ermittlung einer aktienrechtlichen Barabfindung in Deutschland und den USA	513
6.2 Zielgrößen der Ermittlung der Barabfindung	521
6.3 Verfahren zur richterlichen Festsetzung der Barabfindung	529

6.4 Abgrenzung von Tat- und Rechtsfrage	531
6.5 Die Methodenwahl	534
7 Schlussfolgerungen	541
8 Anhang	563
8.1 Barabfindungsfälle in den USA	563
8.2 Zielgrößen der Barabfindungsfälle in den USA	571
8.3 Landgerichtliche Rechtsprechung in Barabfindungsfällen nach dem AktG vom 01.01.2015 bis 31.12.2019	589
8.4 Ergänzende gesetzliche Vorgaben zur Bestimmung des Fair Value in den USA	599
Literaturverzeichnis	605