

**2. Abfindungsergänzungsanspruch.** Außenstehende Aktionäre können auch dann eine Nachbesserung auf den (spruch-)gerichtlichen Entscheid geltend machen können, wenn sie bereits vom Abfindungsangebot Gebrauch gemacht haben (§ 13 S 2 SpruchG). Der Anspruch ist allerdings nicht im Spruchverfahren, sondern durch Klage zu verfolgen (§ 16 SpruchG, vgl *Emmerich/Habersack* Aktien- und GmbH-KonzernR Rn 86). 57

**3. Kündigungsmöglichkeit des anderen Vertragsteils, Abs 5 S 4.** Entspr § 304 Abs 4 kann der andere Vertragsteil bei Erhöhung der Abfindung die unvorhergesehene Belastung durch außerordentliche Kündigung des Unternehmensvertrages verhindern, allerdings nach **hM** nur *ex nunc*, so dass die bereits entstandenen Abfindungs- und Abfindungsergänzungsansprüche unberührt bleiben, was die Bedeutung der Regelung stark einschränkt (*BGHZ* 135, 374; *BayObLG* 1996, 127, 130; *MünchKomm AktG/Paulsen* Rn 185 ff). 58

## Anhang zu § 305

### Unternehmensbewertung

Übersicht		Rn
	Rn	Rn
<b>A. Rechtliche und betriebswirtschaftliche Grundlagen der Unternehmensbewertung</b>		
I. Angemessenheit der Abfindung	1	
II. Wertkonzeption für die Bemessung der Abfindung	4	
III. Güte der Schätzung der Abfindungshöhe	6	
IV. Überprüfbarkeitsgrundsatz – Unternehmensbewertung als Rechtsfrage	7	
V. Bewertungsstichtag	9	
<b>B. Bewertungsmethoden</b>	12	
I. Überblick	12	
1. Überschussorientierte Verfahren	13	
2. Marktwertorientierte Verfahren	14	
3. Einzelwertorientierte Verfahren	15	
II. Grundsätze zur Methodenauswahl	16	
1. „Gebräuchliche“ und „anerkannte“ Bewertungsmethoden	16	
2. Methodenwahl zur Bestimmung der Verschmelzungswertrelation	17	
3. Bandbreite angemessener Werte und Bagatellgrenze	18	
4. Nachträgliche Anwendung von Methodenänderungen – maßgeblicher Bewertungsstandard	19	
<b>C. Ertragswertmethode</b>		21
I. Wertkonzept		21
II. Bedeutung		23
III. Prognose der künftigen bewertungsrelevanten Überschüsse		24
1. Planungsgrundsätze		24
a) Vertretbarkeitspostulat der Unternehmensplanung		24
b) Verwendung zutreffender Ausgangsinformationen (Lage- und Vergangenheitsanalyse)		25
c) Verwendung von Erwartungswerten		26
d) Planungsgrundlagen		27
e) Verwendung widerspruchsfreier und plausibler Annahmen		28
2. Phasenmethode		29
a) Zwei- und Drei-Phasenmodell		29
b) Ansätze zur Ermittlung des Werts der ewigen Rente (Terminal Value)		30
3. Stand-alone-Prinzip, Ansatz von Synergien (Verbundvorteile), Minderheitsabschlag und Paketzuschlag		31

	Rn		Rn
4. Rechnungslegung	33	b) Basiszinssatz	41
5. Berücksichtigung von betrieblichen Ertragsteuern, persönlichen Steuern und Ableitung von Ausschüttungsprämissen	34	c) Marktrisikoprämie	42
6. Ansatz und Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens	36	d) Betafaktor	45
7. Planung von Cashflows in Fremdwährung	36c	e) Wachstumsabschlag	48
8. Bewertungsansätze bei unterschiedlichen Aktiengattungen (Vorzugs- und Stammaktien)	36d	<b>D. Börsenwertmethode</b>	49
IV. Kapitalisierung der bewertungsrelevanten Überschüsse	37	I. Wertkonzept	49
1. Äquivalenzprinzipien	37	II. Bedeutung	50
2. Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes	38	III. Ermittlung des Börsenwerts	51
a) Methoden zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes	38	IV. Korrekturen bzw fehlende Maßgeblichkeit des Börsenwertes	54
		<b>E. Liquidationswertmethode</b>	56
		I. Wertkonzept	56
		II. Bedeutung	57
		III. Ermittlung des Liquidationswerts	62
		<b>F. Bewertung von vermögensverwaltenden Gesellschaften und Ein-Objekt-Gesellschaften (Net-Asset-Value-Methode)</b>	63

**Literatur:** *Adler* The New Field of Liquidity and Financial Frictions, The Research Foundation of the CFA Institute, 2012, S 1; *Adolff* Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, 2007; *Albrecht/Maurer* Investment- und Risikomanagement, 3. Aufl 2008; *Amihud/Mendelson/Pedersen* Market Liquidity, 2013; *Armitage* The Cost of Capital: Intermediate Theory, 2005; *Ballwieser* Die Erfassung von Illiquidität bei der Unternehmensbewertung, FS Rudolph, 2009, S 283; *ders* Unternehmensbewertung mit Hilfe von Multiplikatoren, FS Loitlsberger, 1991, S 47; *ders* Die Ermittlung impliziter Eigenkapitalkosten aus Gewinnsschätzungen und Aktienkursen: Ansatz und Probleme, FS Siegel, 2005, S 321; *ders* Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, 3. Aufl 1990; *ders* Unternehmensbewertung zwischen Fakten und Fiktionen, Bayerische Akademie der Wissenschaften, Sitzungsberichte, Jg 2012, Heft 3; *Ballwieser/Hachmeister* Unternehmensbewertung, 4. Aufl 2013; *Böcking* Das Verbundberücksichtigungsprinzip als Grundsatz ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, FS Moxter, 1994, S 1408; *Börsig/Coenberg (Hrsg)* Bewertung von Unternehmen, 2003; *Breuer* Investition II, 2001; *Busse von Colbe* Die Resonanz betriebswirtschaftlicher Erkenntnisse zur Unternehmensbewertung in der zivilrechtlichen und steuerlichen Rechtsprechung, StbJb 1981/82, 273; *Catty (Hrsg)* Guide to Fair Value under IFRS, 2010; *Damodaran* On Valuation, 2. Aufl 2006; *Diedrich/Dierkes* Kapitalmarkt-orientierte Unternehmensbewertung, 2015; *Dörschell/Franken/Schulte* Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl 2012; *Drukarczyk/Ernst (Hrsg)* Branchenorientierte Unternehmensbewertung, 3. Aufl 2010; *Drukarczyk/Schüler* Unternehmensbewertung, 7. Aufl 2016; *DVFA* Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung, 2012; *Echterling* Eine ökonomische Betrachtung von Impliziten Kapitalkosten im Rahmen der rechnungswesenbasierten Unternehmensbewertung, 2016; *Elton/Gruber/Brown/Goetzmann* Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, 8. Aufl 2010; *EPR* Best Practices Recommendations – Additional Guidance, January 2014; *Ernst/Heyd/Popp* Unternehmensbewertung nach IFRS, 2014; *Ernst/Schneider/Thielen* Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen: Ein Praxisleitfaden, 5. Aufl 2012; *Eun/Resnick/Sabherwal*, International Finance, 6. Aufl 2012; *Fishman/Pratt/Morrison* Standards of Value – Theory and Applications, 2. Aufl 2013; *Fleischer* Zur Behandlung des Fungibilitätsrisikos bei der Abfindung

außenstehender Aktionäre (§§ 305, 320b AktG), FS Hoffmann-Becking, 2013, S 342; *Franken/Schulte* Fairness Opinions nach IDW S8, 2014; *Franken/Schulte/Dörschell* Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung, 3. Aufl 2014; *Gebhardt/Gerke* Handbuch des Finanzmanagements, 1993; *Gebhardt/Ruffing* Zukunftsorientierte Bestimmung von Beta-Faktoren für die Unternehmensbewertung, FS Ballwieser, 2014, S 201; *Goetzmann/Ibbotson* The Equity Risk Premium: Essays and Explorations, 2005; *Graumann* Controlling: Begriffe, Elemente, Methoden und Schnittstellen, 3. Aufl 2011; *Großfeld* Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl 2012; *Hammer* Planung und Führung, 8. Aufl 2011; *Hammond/Leibowitz/Siegel* (Hrsg) Rethinking the Equity Risk Premium, 2011; *Harris* Trading and Exchanges, 2002; *Haugen* Modern Investment Theory, 5. Aufl 2000; *Helbling* Unternehmensbewertung und Steuern, 9. Aufl 1998; *Hölters* Handbuch Unternehmenskauf, 8. Aufl 2015; *Holthausen/Zmijewski* Corporate Valuation, 2014; *Hüffer/Schmidt-Aßmann/Weber* Anteilseigentum, Unternehmenswert und Börsenkurs, 2005; *Hüttemann* Die angemessene Barabfindung im Aktienrecht, FS Hoffmann-Becking, 2013, S 603; *ders* Vorbelastungshaftung, Vorbelastungsbilanz und Unternehmensbewertung, FS Huber, 2006, S 757; *IDW HFA* 2/1983: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, WPg 1983, 468; *ders* Ergebnisbericht 108. Sitzung des FAUB, 27.8.2012; *ders* Auswirkungen der Finanzmarkt- und Konjunkturkrise auf Unternehmensbewertungen, FN 12/2009, 696; *ders* FAUB: Hinweise zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes, FN 10/2012, 569; *ders* FAUB: Auswirkungen der aktuellen Kapitalmarktsituation auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes, FN 2/2012, 122; *ders* WP-Handbuch Bd II, 2002, 12. Aufl 2002; *ders* WP-Handbuch Bd II, 2008, 13. Aufl 2007; *ders* WP-Handbuch Bd II, 2014, 14. Aufl 2014; *ders* S1 idF 2000, WPg 17/2000, 825; *ders* S1 idF 2005, WPg 23/2005, 1303; *ders* S1 idF 2008, FN 7/2008, 271; *ders* S5 idF 2015, WPg Supplement 3/2015, 16; *ders* S10 idF 2013, FN 11/2013, 503; *Klein/Scholl* Planung und Entscheidung, 2. Aufl 2011; *Koller/Goedhardt/Wessels* Valuation, 6. Aufl 2015; *Komp* Zweifelsfragen des aktienrechtlichen Abfindungsanspruchs nach §§ 305, 320 b AktG, 2002; *Kreyer* Strategieorientierte Restwertbestimmung in der Unternehmensbewertung, 2009; *Krolle/Schmitt/Schwetzer* Multiplikatorenverfahren in der Unternehmensbewertung, 2005; *Kruschwitz* Investitionsrechnung, 14. Aufl 2014; *Kruschwitz/Husmann* Finanzierung und Investition, 7. Aufl 2012; *Kruschwitz/Löffler* Zur Kapitalisierung von Zahlungsansprüchen aufgrund von Personenschäden, FS Ballwieser, 2014, S 439; *dies* Discounted Cash Flow, 2005; *Kruschwitz/Löffler/Essler* Unternehmensbewertung für die Praxis, 2009; *Kühner/Maltry* Unternehmensbewertung, 2006; *Laux* Entscheidungstheorie, 7. Aufl 2007; *Laux/Schabel* Subjektive Investitionsbewertung, Marktbewertung und Risikoteilung, 2009; *Levin* Essays in Company Valuation, 1998; *Levy* The Capital Asset Pricing Model in the 21st Century, 2012; *Lobe* Unternehmensbewertung und Terminal Value 2006; *Madural/Fox* International Financial Management, 3. Aufl 2014; *Matschke/Brösel* Unternehmensbewertung, 4. Aufl 2012; *Moxter* Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl 1983; *Müller* Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, FS Bezenberger, 2000, S 705; *Münstermann* Wert und Bewertung der Unternehmen, 3. Aufl 1970; *Musielak/Voit* (Hrsg) ZPO, 12. Aufl 2015; *Ogier/Rugman/Spicer* The Real Cost of Capital, 2004; *Perridon/Steiner/Rathgeber* Finanzwirtschaft der Unternehmung, 15. Aufl 2009; *Pratt/Grabowski* Cost of Capital, 5. Aufl 2014; *Priester* Ansatz des originären Firmenwertes in Einbringungs- und Umwandlungsbilanzen, FS Nirk, 1992, S 892; *Reese* Schätzung von Eigenkapitalkosten für die Unternehmensbewertung, 2007; *Richter/Timmreck* Unternehmensbewertung, 2004; *Ross* Neoclassical Finance, 2004; *Rudolph* Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, 2006; *Schneider* Informations- und Entscheidungstheorie, 1995; *Schulz* Größenabhängige Risikoanpassung in der Unternehmensbewertung, 2009; *Schwartz/Francioni* Equity Markets in Action, 2004; *Schwetzer* Konsistente Unternehmensbewertung mit Multiples, FS Mandl, 2010, S 571; *Schwetzer/Aders* (Hrsg) Jahrbuch der Unternehmensbewertung, 2012, *Sercu* International Finance: Theory into Practice, 2009; *Shapiro* Multinational Financial Management, 10. Aufl 2013; *Sharpe/Alexander/Bailey* Investments, 6. Aufl

1998; *Sieglwart* Marktorientierte Erfolgsrechnung, 2002; *Stellbrink* Der Restwert in der Unternehmensbewertung, 2005; *Tinz* Die Abbildung von Wachstum in der Unternehmensbewertung, 2010; *Schwartz/Trigeorgis (Hrsg)* Real Options and Investment under Uncertainty, 2004; *Weiler* Verbesserung der Prognosegüte bei der Unternehmensbewertung, 2005; *Wiese* Komponenten des Zinsflusses in Unternehmensbewertungskalkülen, 2006; *Zimmermann* Finance Compact, 4. Aufl 2012.

## A. Rechtliche und betriebswirtschaftliche Grundlagen der Unternehmensbewertung

### I. Angemessenheit der Abfindung

- 1 Die Höhe der Abfindung muss **angemessen** sein (Abs 1). Das bedeutet, dass der abzufindende Aktionär Anspruch auf eine **volle Entschädigung für den Verlust** an Vermögens- und Mitverwaltungsrechten hat (*BVerfG* ZIP 2012, 1656, Juris-Rn 21; *BVerfGE* 100, 289 – DAT/Altana, Juris-Rn 47 ff; *BVerfGE* 14, 263 – Feldmühle, Juris-Rn 68; *OLG Frankfurt AG* 2012, 417, Juris-Rn 13; *GroßKomm AktG/Hirte/Hasselbach* Rn 67 f; *MünchKomm AktG/Paulsen* Rn 9); dabei ist das **Gleichbehandlungsgebot** zu beachten (s Vor § 53a Rn 1; *GroßKomm AktG/Hirte/Hasselbach* Rn 69; *Großfeld* Unternehmensbewertung, Rn 188).
- 2 Die Gestaltung von Kompensationsansprüchen kann in Form von **Abfindung, Zuzahlung** und **Ausgleichsleistung** erfolgen. In Abs 2 werden zwei unterschiedliche **Abfindungsarten** – in **Aktien** oder als **Barzahlung** – in Abhängigkeit von den rechtlichen Verhältnissen des herrschenden Unternehmens geregelt. In Abs 3 S 1 wird die Abfindung in Aktien näher konkretisiert, während Abs 3 S 2 für die Angemessenheit der Barabfindung nur den für die Verhältnisse maßgeblichen Stichtag (mit dem Tag der Beschlussfassung der HV der Gesellschaft) festlegt (s Rn 9). Abs 3 S 1 stellt für die Abfindung in Aktien auf die (hypothetische) **Verschmelzungswertrelation** ab (*GroßKomm AktG/Hirte/Hasselbach* Rn 55; *MünchKomm AktG/Paulsen* Rn 72 f). Danach müssen den außenstehenden Aktionären so viele Aktien des anderen Vertragsteils (bzw im Falle von Abs 2 Nr 2 Aktien der Konzernspitze) gewährt werden, wie ihnen zukämen, wenn beide Gesellschaften miteinander verschmolzen werden würden. Die Abfindung in bar und die Abfindung in Aktien müssen sich im Wert entsprechen (*MünchKomm AktG/Paulsen* Rn 72; *Hüffer/Koch* AktG, Rn 23; *KölnKomm AktG/Koppensteiner* Rn 50 mwN).
- 3 Inhaltlich wird die „**Angemessenheit**“ weder für die Abfindung in Aktien noch für die Abfindung in bar im Gesetz näher definiert. Die Abfindung hat nach der Rspr den „**wirklichen**“ oder „**wahren**“ **Wert der Beteiligung in Geld** abzubilden, damit der ausscheidende Aktionär für den Verlust seiner Rechtsposition **voll wirtschaftlich entschädigt** wird (*BVerfG* ZIP 2012, 1656, Juris-Rn 21; *BVerfGE* 100, 289 – DAT/Altana, Juris-Rn 47 ff; *BVerfGE* 14, 263 – Feldmühle, Juris-Rn 68; *BGH* ZIP 2016, 110, Juris-Rn 12; *GroßKomm AktG/Hirte/Hasselbach* Rn 66 ff). Nur dann wenn eine volle wirtschaftliche Entschädigung gewährt wird, können die Interessen der Minderheitsaktionäre hinter dem Interesse des Mehrheitsaktionärs auf freie Entfaltung der unternehmerischen Initiative zurückgestellt werden (*BVerfG* ZIP 2000, 1670, Juris-Rn 19). Eine volle wirtschaftliche Entschädigung ist gegeben, wenn die Abfindung dem **Verkehrswert** des Aktieneigentums entspricht (*OLG Stuttgart AG* 2013, 724, Juris-Rn 137; *OLG Stuttgart NZG* 2012, 750, Juris-Rn 110; *OLG Stuttgart AG* 2011, 560,

Juris-Rn 67). Die Abfindung soll dem ausscheidenden Aktionär eine **Anlage zu finanziell äquivalenten Bedingungen** ermöglichen (*BVerfG* ZIP 2000, 1670, Juris-Rn 18; *OLG Düsseldorf* AG 2012, 797, Juris-Rn 37). Die Abfindung muss demnach eine **Vermögenseinbuße verhindern** (*OLG Frankfurt* AG 2014, 822, Juris-Rn 146) und ist daher dem Recht des Schadenersatzes entlehnt (**Kompensationsebene**). Eine darüber hinausgehende Beteiligung des abzufindenden Aktionärs am Mehrwert der Strukturmaßnahme (**Partizipationsebene**), die dem Konzept des Bereicherungsrechts folgen würde (*Adolff* Unternehmensbewertung, S 291, 388), ist verfassungsrechtlich nicht geboten (*BVerfGE* 100, 289 – DAT/Altana, Juris-Rn 58 f; KölnKomm AktG/*Koppensteiner* Rn 64 f). Auch besteht kein Anspruch auf Ersatz des „denkbar höchsten plausiblen“ Werts (*OLG Frankfurt* AG 2012, 417, Juris-Rn 46; *BVerfG* ZIP 2012, 1408 – Daimler/Chrysler, Juris-Rn 18).

## II. Wertkonzeption für die Bemessung der Abfindung

Einen **objektiven Wert**, der einen Wert des Bewertungsobjekts aus sich selbst heraus darstellt und sich losgelöst vom subjektiven Nutzen bestimmt, **gibt es nicht** (*OLG Stuttgart* ZIP 2012, 133, Juris-Rn 177; GroßKomm AktG/*Hirte/Hasselbach* Rn 103). Für die Beurteilung der Angemessenheit ist auf ökonomische Überlegungen zur Bewertung von Unternehmen zurückzugreifen. In der Ökonomie wird ein auf den Anteilseigner **subjektbezogenes investitionstheoretisches Wertkonzept** zur Ermittlung des Anteilswerts verwendet (*Drukarczyk/Schüler* Unternehmensbewertung, S 15 ff; *Adolff* Unternehmensbewertung, S 159; *OLG Köln* FamRZ 2012, 1713, Juris-Rn 25). Dabei kommen marktorientierte Wertparameter zum Einsatz (*Drukarczyk/Schüler* Unternehmensbewertung, S 54 ff; *OLG Stuttgart* ZIP 2012, 133, Juris-Rn 294). Der so ermittelte Wert ist vom **Bewertungszweck** und **-anlass** abhängig (KölnKomm AktG/*Koppensteiner* Rn 63). In diesem **subjektbezogenen entscheidungswertorientierten Kalkül** wird der wirtschaftliche Vorteil des Entscheidungsträgers als Käufer oder Verkäufer des Unternehmens bzw des Anteils im Hinblick auf den zu erwartenden finanziellen Nutzen gegenüber einer **äquivalenten Alternativanlage bzw Desinvestition am Kapitalmarkt** bemessen. Unter Berücksichtigung der Erwartungen und der Risikoneigung des Entscheidungsträgers stellt nach der hM der ermittelte Wert daher den stichtagsbezogenen Grenzwert dar, den ein Käufer höchstens zu zahlen bereit wäre bzw ein Verkäufer mindestens verlangen würde (**subjektiver potentieller Grenzpreis**; *Drukarczyk/Schüler* Unternehmensbewertung, S 8 ff; MünchHdb GesR VII/*Steinle/Liebert/Katzenstein* § 34 Rn 83; *Spindler/Stilz* AktG/*Veil* Rn 46; *Hüffer/Koch* AktG Rn 23; WP-Hdb 2014, Tz A 18 f; *Großfeld* JZ 1981, 644; *Hölters* AktG/*Deilmann* Rn 34; *BGHZ* 138, 136, Juris-Rn 12; *OLG Frankfurt* AG 2015, 206, Juris-Rn 17, 25; *OLG Frankfurt* GWR 2012, 490, Juris-Rn 21; *OLG München* ZIP 2009, 2339, Juris-Rn 8; *OLG Stuttgart* AG 2007, 128, Juris-Rn 23). Aus beiden Grenzpreisen kann sich ein Einigungsbereich ableiten lassen. Bei einer von einer Partei beherrschten Konfliktsituation (**dominierte Bewertungssituation**), wie es die Abfindung von Minderheitsaktionären darstellt, liegt aber ein (freiwilliger) Einigungsbereich nicht vor, denn der Unternehmensvertrag wird ohne Mitwirkungsmöglichkeit der Minderheitsaktionäre geschlossen (*OLG Düsseldorf* ZIP 2009, 2003, Juris-Rn 103; MünchKomm AktG/*Paulsen* Rn 79; *Komp* Zweifelsfragen, S 41 f; *Drukarczyk/Schüler* Unternehmensbewertung, S 3 ff; *Hölters* Hdb Unternehmenskauf/*Keim/Jeromin* Rn 2.23; WP-Hdb 2014, Tz A 26; *Matschke/Brösel* Unternehmensbewertung, S 465 ff; *Moxter* Unternehmensbewertung, S 16 ff).

- 4a Das Abstellen auf die Kompensationsebene (s Rn 3) bedingt die Ermittlung des Grenzpreises aus der Verkäuferperspektive, weil dieser gerade noch eine Vermögenseinbuße verhindert, die durch den Verlust an Vermögens- und Mitverwaltungsrechten entsteht, (sog **Entschädigungsthese**: ausf *Mertens AG* 1992, 321 ff). Der nach der Entschädigungsthese zu ermittelnde Anteilswert hat demnach den Wert abzubilden, der (quotal) bei einer Veräußerung des Unternehmens als Einheit mindestens erzielt werden würde (*BGHZ* 129, 136 – Girmes, Juris-Rn 64; *Hüffer/Schmidt-Aßmann/Weber* Anteilseigentum, S 24). Die Rspr folgt der Entschädigungsthese und ermittelt den Grenzwert, zu dem der abzufindende Aktionäre (gerade noch) ohne wirtschaftlichen Nachteil ausscheiden kann (*OLG München ZIP* 2015, 1166, Juris-Rn 19; *OLG Karlsruhe* 23.7.2015 – 12a W 4/15, Juris-Rn 29; MünchKomm AktG/*Paulsen* Rn 72). Die in Teilen der Lit vertretene **Verhandlungsthese**, nach der eine Gleichstellung der Parteien im Rahmen einer freien Verhandlung unterstellt wird und daraus der zu erwartende Einigungswert zu ermitteln wäre (MünchKomm AktG/*Paulsen* Rn 138; *Großfeld* Unternehmensbewertung, Rn 340f; *Fleischer ZGR* 1997, 368ff) oder die **Liquidationsthese**, nach der eine analoge Anwendung des § 738 Abs 1 S 2 BGB zu unterstellen ist und dabei ein Liquidationswert (s Rn 56ff) aus einer hypothetischen Verwertung des Unternehmens an einen gedachten markttypischen Erwerber angenommen wird (*Hüttemann ZHR* 1998, 563, 576 ff; *Fleischer/Hüttemann* Rechtshdb/*Hüttemann* § 1 Rn 28; *Hüttemann FS Hoffmann-Becking*, 2013, S 605) haben sich in der Praxis und der Rspr (bisher) nicht durchgesetzt. Die Einnahme einer Käuferperspektive („Kaufrechts“-Ansatz) wird vom *BGH* abgelehnt, da die zu gewährende Abfindung eine Entschädigungsleistung und keine Gegenleistung für die Durchführung der Strukturmaßnahme darstellt (*BGHZ* 138, 136, Juris-Rn 9; *Meinert DB* 2011a, 2397, 2401). Ein etwaiger Schiedswert (Schiedspreis oder Arbitriumwert) ist aufgrund der Abweichung vom Grenzpreis unbeachtlich (MünchKomm AktG/*Paulsen* Rn 72; *Spindler/Stilz AktG/Veil* Rn 46; *Schwichtenberg/Krenek BB* 2010, 1227, 1233f mwN).
- 5 Bei einer Anwendung der **Entschädigungsthese** muss die Bewertungskonzeption zur **Ermittlung des Grenzpreises aus der Verkäuferperspektive** grds auf den **inneren Wert** der Gesellschaft abstellen, der idR über die Ertragswertmethode (s Rn 21) ermittelt wird. Dabei wird davon ausgegangen, dass der innere Wert der Aktie dem anteiligen Wert der AG entspricht, wobei es primär auf den Wert des Anteils und nicht den Wert der AG ankommt (*OLG Frankfurt AG* 2015, 206, Juris-Rn 27). Marktwerte in Form von eigenen Börsenkursen stehen nur für verhältnismäßig wenige AGs zur Verfügung und können daher nicht als allg gültiges Wertkonzept herangezogen werden (*Hüffer/Schmidt-Aßmann/Weber* Anteilseigentum, S 19f). Ob für **börsennotierte Gesellschaften** nur der „**innere**“ Wert maßgebend ist oder aber auch – oder nur – der **Marktwert**, dh der **Börsenwert** (s Rn 49) heranzuziehen ist, ist seit dem Beschl des BVerfG in Sachen – DAT/Altana (*BVerfGE* 100, 289, Juris-Rn 53 ff) für die Praxis entschieden. Aufgrund der bes Verkehrsfähigkeit von Aktien auf einem funktionierenden Kapitalmarkt (GroßKomm AktG/*Hire/Hasselbach* Rn 139) darf die Abfindung bei börsennotierten Gesellschaften nicht den Betrag des Verkaufspreises unterschreiten, den der Aktionär bei einer **freien Desinvestitionsentscheidung als Börsenwert** enthalten würde, auch wenn der innere Wert darunter liegt (**Untergrenze des Abfindungsanspruchs**; s Rn 49). In bestimmten Fällen ist ein **Liquidationswert** als (weitere) Untergrenze heranzuziehen (s Rn 56). Nicht maßgebend ist hingegen ein im Weg eines **Vergleichs** bzw **Teilvergleichs** festgesetzte Abfindung (sog „**konsensuale Schätzung**“),

auch wenn sich alle Antragsteller bis auf einen dem Vergleich angeschlossen haben. Eine vergleichsweise Einigung bietet keinen „hinreichenden Anhalt“ für den tatsächlichen Verkehrswert der Beteiligung des Minderheitsaktionärs (*OLG Frankfurt AG* 2015, 206, Juris-Rn 19; *OLG Düsseldorf NZG* 2013, 1393, Juris-Rn 36 ff; KölnKomm SpruchG/*Puzskajler* § 11 Rn 25 ff).

### III. Güte der Schätzung der Abfindungshöhe

Nach der Rspr ist die angemessene Abfindungshöhe für die Anteile am Unternehmen **im Wege der Schätzung** gem § 287 Abs 2 ZPO auf der Grundlage **anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden** zu ermitteln (s Rn 16). Nach Auffassung des *BGH* sind bei der Schätzung die wesentlichen Bestimmungsfaktoren zu berücksichtigen und es dürfen keine unrichtigen Maßstäbe zugrunde gelegt werden, stattdessen sind alle wesentlichen Gesichtspunkte, Erfahrungssätze und Denkgesetze zu beachten (*BGH NJW-RR* 1993, 795, Juris-Rn 12; Fleischer/Hüttemann RechtsHdb/*Hüttemann* § 13 Rn 20). Für die Schätzung des Unternehmenswerts wird eine gewisse Herabsetzung des Beweismaßes akzeptiert (*OLG Stuttgart ZIP* 2012, 133, Juris-Rn 202; *BayObLG AG* 2006, 41, Juris-Rn 17; MünchHdb GesR VII/*Steinle/Liebert/Katzenstein* § 34 Rn 89 ff; *Hüttemann FS Hoffmann-Becking*, 2013, S 611). Dies soll verhindern, dass materiell berechnete Ansprüche an zu hohen Anforderungen bei der Schätzung scheitern (*BVerfG NJW* 2010, 1870, Juris-Rn 13). Die Schätzung muss aber trotzdem auf einer fundierten Grundlage im Sinne des § 287 Abs 2 ZPO aufbauen, um überprüfbar zu bleiben (*BGH DB* 2013, 1715, Juris-Rn 69; *OLG Düsseldorf ZIP* 2009, 2003, Juris-Rn 103 mwN; *OLG Stuttgart AG* 2013, 840, Juris-Rn 102, 121; *OLG Stuttgart AG* 2013, 724, Juris-Rn 140; *OLG Stuttgart ZIP* 2012, 133, Juris-Rn 205, 310; *BayObLG AG* 2002, 388, Juris-Rn 26; **tragfähige Schätzgrundlage**: MünchHdb GesR VII/*Steinle/Liebert/Katzenstein* § 34 Rn 91).

### IV. Überprüfbarkeitsgrundsatz – Unternehmensbewertung als Rechtsfrage

Die grundrechtlich geschützte Aktionärsstellung im Abfindungsfall ist bezüglich der Höhe über das SpruchG verfahrensmäßig abgesichert. Die Ermittlung der Abfindungshöhe muss daher gerichtl überprüfbar bleiben (**Grundsatz der Überprüfbarkeit**, *BVerfG ZIP* 2012, 1656, Juris-Rn 22; *BVerfG ZIP* 2012, 1408, Juris-Rn 18; *OLG Stuttgart ZIP* 2012, 133, Juris-Rn 208), was **Objektivierung (Grundsatz der intersubjektiven Nachvollziehbarkeit) und Willkürfreiheit (Grundsatz der Widerspruchsfreiheit)** bei der Wertermittlung voraussetzt. Dies soll auch Missbrauchsgefahren vorbeugen (*BVerfG ZIP* 2007, 175, Juris-Rn 12, 17). Das Spruchverfahren dient dazu festzustellen, ob eine Abfindung zum „wahren“ Wert vorliegt und soll nicht nur etwaige Berechnungsfehler bei der Wertermittlung korrigieren. Die Korrektur kann ggf über die Einwendungen der Antragsteller hinausgehen (*BGH ZIP* 2016, 110, Juris-Rn 37). Beim Ertragswert und beim Liquidationswert sind Typisierungen und Objektivierungen vorzunehmen, um einen „**objektivierten Unternehmenswert**“ zu ermitteln (s Rn 22, 56). Nur dann, wenn ein intersubjektiv nachvollziehbarer Wert vorliegt, der sich erkennbar aus einem methodisch fundierten Kalkül ableiten lässt, ist eine Überprüfung der Angemessenheit überhaupt möglich. Die Erfüllung des Überprüfbarkeitsgrundsatzes setzt jedoch voraus, dass die entsprechende Bewertungsdokumentation (zB Bewertungsgutachten oder Prüfungsbericht) die für eine Überprüfung notwendigen Informationen bereitstellt (IDW S1 idF 2008, Tz 175; WP-Hdb 2014, Tz 594; zB

Angaben zum Betafaktor, Plan-Bilanzen und Investitions- und Finanzunterlagen), was in der Praxis oft vernachlässigt wird (*Creutzmann/Spies* BewP 3/2014, 98, 99; *Creutzmann* BewP 1/2005, 2; *LG München* ZIP 2015, 2124, Juris-Rn 265). Die Beurteilung der Angemessenheit der Höhe nach stellt sich als **Rechtsfrage** und nicht als **ökonomische Tatfrage** dar, weil die Anwendung von Normen auf den konkreten Bewertungsanlass eine rechtliche Aufgabe darstellt (**Primat des Rechts**; *Hüttemann* WPg 2007, 812, 813 f; *Fleischer* AG 2016, 185, 190; *Fleischer* AG 2014, 97, 98; *Simon SpruchG/Simon/Leverkus* Anh § 11, Rn 10; *GroßKomm AktG/Hirte/Hasselbach* Rn 62 ff; *MünchHdb GesR VII/Steinle/Liebert/Katzenstein* § 34 Rn 83; *MünchKomm AktG/Paulsen* Rn 76 f; *Spindler/Stilz AktG/Veil* Rn 48; *Hüffer/Koch AktG* Rn 21; *OLG Stuttgart* AG 2015, 580, Juris-Rn 78; *BayObLG* AG 2002, 390, Juris-Rn 19). Das aus der Norm abzuleitende Bewertungsziel (sog **Normwert**) und nicht eine vom Bewertungsziel losgelöste betriebswirtschaftliche Theorie ist maßgebend (*Fleischer* ZGR 1997, 368, 375; *Fleischer* FS Hoffmann-Becking, 2013, S 342). Die **betriebswirtschaftliche Unternehmensbewertung** legt die Art und Weise der konsistenten Verknüpfung und Berechnung einzelner wertbestimmender Faktoren der Prognose- und Bewertungsmethoden im Rahmen dieser rechtlichen Vorgaben fest, um das **Rechtsziel der Abbildung der vollen Entschädigung** zu erreichen (*BVerfG* NJW 2007, 3266, Juris-Rn 23; *GroßKomm AktG/Hirte/Hasselbach* Rn 64; *MünchKomm AktG/Paulsen* Rn 77; *Fleischer* ZGR 1997, 368, 375). Demnach stellt die **Entwicklung von Methoden**, die zur Erreichung des Rechtsziels geeignet sind, **keine Rechtsfrage** dar, sondern ist aus der Perspektive der Betriebswirtschaftslehre zu beantworten. Die Beurteilung hingegen, ob die gewählte Prognose- und Bewertungsmethode oder ein für die Umsetzung der Methode gewähltes Berechnungsverfahren dem gesetzl definierten Rechtsziel entspricht, bleibt eine Rechtsfrage (*BGH* ZIP 2016, 110, Juris-Rn 12, 34; *BGH* ZIP 2016, 110, Juris-Rn 34; *BGH* NZG 2006, 425, Juris-Rn 13; *OLG Stuttgart* ZIP 2012, 133, Juris-Rn 212, 306; *OLG Frankfurt* AG 2010, 751, Juris-Rn 34 ff; *Köln-Komm AktG/Koppensteiner* Rn 70 f).

- 7a Die **eingeschränkte Überprüfung** des ermittelten Werts auf **Ordnungsmäßigkeit** des **Ablaufs** des **Bewertungsprozesses** ist nicht ausreichend (analog zur Ablehnung des **Verhandlungsmodells**, s Rn 17). Die gerichtl Kontrolle bedarf einer **eingehenden Auseinandersetzung** mit den die **Abfindungshöhe bestimmenden Planungs- und Bewertungselementen (Prüfung in der Sache**; *BVerfG* ZIP 2012, 1656, Juris-Rn 28; *BGH* NZG 2007, 714, Juris-Rn 8; *OLG Stuttgart* ZIP 2012, 133, Juris-Rn 176, 220; *OLG Frankfurt* AG 2012, 919, Juris-Rn 34 ff; *BayObLG* AG 2002, 390, Juris-Rn 19; *GroßKomm AktG/Hirte/Hasselbach* Rn 64; *Kuhner* AG 2006, 713, 718). Die Rspr geht allerdings von einer eingeschränkten Überprüfbarkeit der Planung aus (s Rn 24 ff). Aufwand und Dauer der gerichtl Überprüfung müssen im Verhältnis zum Erkenntnisgewinn liegen (*OLG Frankfurt* AG 2010, 798, Juris-Rn 35; *OLG Frankfurt* ZIP 2015, 371, Juris-Rn 114). Die Auswahl und die Umsetzung der Bewertungsmethode ist danach zu überprüfen, ob sie „gegen Denkgesetze oder Erfahrungssätze verstößt oder sonst auf rechtsfehlerhaften Erwägungen beruht“ (*BGH* NJW 2014, 294, Juris-Rn 34). Damit wird bei der Überprüfung ein **Falsifikationsprinzip** angewendet: Zum Nachweis der Unangemessenheit der Abfindung wäre darzulegen, dass die ausgewählte Methode ungeeignet ist bzw die Umsetzung der Methode inkonsistent oder sonst fehlerhaft ist. Fehler bei der Methodenauswahl (s Rn 16 ff) oder in der -umsetzung sind zu korrigieren (*Fleischer* AG 2016, 185, 196). Im Rahmen der Überprüfung der Abfin-



dungshöhe ist das **Verbot der reformatio in peius** zu beachten, das eine Herabsetzung der Abfindung ausschließt. Allerdings bezieht sich dieses auf das Endergebnis der Überprüfung und nicht auf die einzelnen Komponenten, aus denen der Unternehmenswert abgeleitet wird und die zu korrigieren sind (Simon SpruchG/Simon/Leverkus Anh § 11, Rn 5; *OLG Karlsruhe* ZIP 2013, 1469, Juris-Rn 51; *OLG Karlsruhe* AG 2009, 47, Juris-Rn 77; *OLG Stuttgart* ZIP 2012, 133, Juris-Rn 155; *OLG Frankfurt* AG 2015, 504, Juris-Rn 46; *OLG Frankfurt* ZIP 2015, 371, Juris-Rn 54; *OLG Frankfurt* AG 2015, 206, Juris-Rn 36; *OLG Frankfurt* AG 2012, 513, Juris-Rn 22; *BayObLG* AG 1996, 127, Juris-Rn 41). Abweichungen von der Planung sind zu Gunsten wie auch zu Ungunsten der Minderheitsaktionäre zu berücksichtigen (*OLG Stuttgart* AG 2013, 840, Juris-Rn 121). Bei der Beurteilung der notwendigen Korrekturen ist daher auf eine Gesamtsicht aller Korrekturen abzustellen; ein einseitiges Vorgehen, bei dem nur günstige Annahmen selektiert werden (sog **Rosinentheorie**), wird abgelehnt (*OLG Frankfurt* AG 2015, 504, Juris-Rn 32; MünchKomm AktG/Paulsen Rn 95; *Bungert* WPg 2008, 811; *Hüttemann* WPg 2008, 822; *Ruthardt/Hachmeister* WPg 2011, 351, 356 mwN; *OLG Frankfurt* AG 2015, 504, Juris-Rn 32; *OLG Stuttgart* ZIP 2012, 133, Juris-Rn 312; *OLG Karlsruhe* 12.4.2012 – 12 W 57/10, S 32 f).

Die Rspr und die Lit gehen davon aus, dass der „**richtige**“, „**mathematisch**“ genaue oder „**naturwissenschaftlich**“ gegebene **Unternehmenswert** nicht existiert (*BVerfG* ZIP 2012, 1656, Juris-Rn 30; *BGH* ZIP 2016, 110, Juris-Rn 36; *BGH* DB 2013, 334, Juris-Rn 28; *OLG Stuttgart* ZIP 2012, 133, Juris-Rn 177; *OLG Karlsruhe* 23.7.2015 – 12a W 4/15, Juris-Rn 29; *OLG Karlsruhe* ZIP 2013, 1469, Juris-Rn 20; *OLG Düsseldorf* ZIP 2009, 2003, Juris-Rn 103; *OLG München* BB 2012, 2062, Juris-Rn 23; *OLG Frankfurt* AG 2014, 822, Juris-Rn 43; *LG Frankfurt* NZG 2015, 707, Juris-Rn 29 f; *Fleischer* AG 2016, 185, 191; *Fleischer/Hüttemann* Rechtshdb/Hüttemann § 1 Rn 6; MünchKomm AktG/Paulsen Rn 78). Die Wertermittlung ist daher aufgrund zahlreicher prognostischer Elemente nicht einem Richtigkeitsurteil, sondern lediglich einem **Vertretbarkeitspostulat** zugänglich (s Rn 24; *BVerfG* ZIP 2012, 1656, Juris-Rn 30; *BGH* NJW 2011, 1947, Juris-Rn 17; *BGH* NJW 1978, 1316 – Kali + Salz, Juris-Rn 35 f; *OLG Stuttgart* AG 2013, 840, Juris-Rn 121; *OLG Stuttgart* NZG 2012, 750, Juris-Rn 110, 131; *OLG Stuttgart* ZIP 2012, 133, Juris-Rn 179 f; *OLG Frankfurt* AG 2013, 566, Juris-Rn 29; *Spindler/Stilz* AktG/Veil Rn 48; *Komp* Zweifelsfragen, S 143, *Spindler* AG 2006, 677, 679 f; *krit Klöhn/Verse* AG 2013, 2, 4). Der **Wahl geeigneter betriebswirtschaftlicher Methoden** (s Rn 16) kommt daher eine entscheidende Bedeutung zu, um dem Bewertungsziel, also der Ermittlung eines „möglichst zutreffenden Unternehmenswertes“, besonders nahe zu kommen (*OLG Frankfurt* ZIP 2015, 371, Juris-Rn 35; *OLG Düsseldorf* ZIP 2009, 2003, Juris-Rn 103). Abweichungen innerhalb bestimmter Grenzen (sog Bagatellgrenzen, s Rn 18) sind nicht zu beanstanden.

## V. Bewertungsstichtag

Unternehmenswerte sind **zeitpunktbezogene Wertaussagen** (*BGHZ* 138, 136, Juris-Rn 11; KölnKomm AktG/*Koppensteiner* Rn 60; WP-Hdb 2014, Tz A 51). **Maßgeblicher Bewertungsstichtag** ist nach Abs 3 S 2 der **Zeitpunkt der HV**, die über den Unternehmensvertrag beschließt; dabei sind die „**Verhältnisse der Gesellschaft**“ zu diesem Zeitpunkt zu berücksichtigen (**rechtlicher Bewertungsstichtag**). Hiervon ist der **technische Bewertungsstichtag** zu unterscheiden (*Kühner* AG 2006, 713, 717; *Popp/Ruthardt* AG 2015, 857 f), der aus Praktikabilitätsgründen auf einen früheren Zeitpunkt gelegt

wird, um den für die Strukturmaßnahme erforderlichen Informationspflichten rechtzeitig nachzukommen (*OLG Frankfurt AG 2015, 547, Juris-Rn 42*). In der Praxis wird daher als **Aufsatzpunkt der Planung** der dem rechtlichen Bewertungsstichtag **vorangehende Bilanzstichtag des Jahresabschlusses oder Quartalsabschlusses der beherrschten Gesellschaft** gewählt und mittels finanzmathematischer Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag angepasst (*SpruchG/Simon/Leverkus Anh § 11, Rn 33; Großkomm AktG/Hirte/Hasselbach Rn 100*). Dieses Vorgehen wird in der Rspr auch anerkannt (*OLG Stuttgart AG 2012, 49, Juris-Rn 88 ff; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, Juris-Rn 63*). Die **Wiedergabe zutreffender Wertverhältnisse zum Bewertungsstichtag** wird üblicherweise durch eine Überprüfung der tragenden Planungs- und Bewertungselemente am Stichtag sichergestellt und durch eine **Stichtagserklärung** dokumentiert (*WP-Hdb 2014, Tz A 483; Simon SpruchG/Simon/Leverkus Rn 33*).

- 10** Aufgrund des **Stichtagsprinzips** sind Wertänderungen bzw wertbeeinflussende Ereignisse (**Prinzip der Wertbegründung**), die nach dem Bewertungsstichtag eingetreten sind, nicht zu berücksichtigen (**Wertabgrenzungsfunktion; OLG Stuttgart AG 2004, 43, Juris-Rn 21**). Der Bewertungsstichtag separiert zudem die Nettozuflüsse, die den abzufindenden Aktionären zustehen, von den (künftigen) Überschüssen, die an den übernehmenden Mehrheitsaktionär übertragen werden und für die die Entschädigung ermittelt wird (**Überschussabgrenzungsfunktion, s Rn 34**). Der Bewertungsstichtag grenzt zusätzlich den Erkenntnishorizont ab (**Informationsabgrenzungsfunktion**), der der Unternehmensbewertung zugrunde zu legen ist (*OLG Düsseldorf AG 2000, 323; Juris-Rn 31; OLG Frankfurt GWR 2012, 490, Juris-Rn 105; WP-Hdb 2014, Tz A 51*).
- 10a** Nach der **Informationsabgrenzungsfunktion** sind tatsächliche Umstände und Informationen über die Verhältnisse der Gesellschaft (**Erkenntnisstand**), die zum Stichtag bei Anwendung angemessener Sorgfalt der Wertermittlung hätten zugrunde gelegt werden können, bei einer späteren Überprüfung der Planung und Bewertung zu berücksichtigen (*OLG Stuttgart AG 2012, 221, Juris-Rn 89; OLG Karlsruhe 6.2.2012 – 12 W 69/08, 24; Komp Zweifelsfragen, S 143; Emmerich/Habersack Aktien- und GmbH-KonzernR/Emmerich Rn 57*). Entwicklungen, deren „**Wurzeln**“ vor oder am Bewertungsstichtag angelegt sind, sind in die Bewertung ebenfalls einzubeziehen (**Wurzeltheorie**: *BGH NJW 1973, 509, Juris-Rn 17; BGHZ 138, 371, Juris-Rn 25; BGHZ 138, 136, Juris-Rn 11; BGHZ 156, 57 – Ytong, Juris-Rn 13; OLG Karlsruhe AG 2013, 373, Juris-Rn 48; OLG Frankfurt ZIP 2016, 716, Juris-Rn 29 ff; OLG Frankfurt AG 2012, 513, Juris-Rn 96 ff; OLG München AG 2005, 486, Juris-Rn 34; OLG Stuttgart NZG 2012, 750, Juris-Rn 131; OLG Düsseldorf 06.04.2011 – 1-26 W 2/06, Juris-Rn 47; Popp/Ruthardt AG 2015, 857; MünchKomm AktG/Paulsen Rn 84; Komp Zweifelsfragen, S 144 mwN; WP-Hdb 2014, Tz A 53; für eine lockere Anwendung: Emmerich/Habersack Aktien- und GmbH-KonzernR/Emmerich Rn 59; **krit Meyer AG 2015, 16 ff**). Die konkret **anzusetzenden Kausalitätszusammenhänge** bleiben im Einzelfall umstritten (*KölnKomm AktG/Koppensteiner Rn 61; Komp Zweifelsfragen, S 143 ff*), denn die Vergangenheit stellt idR die Quelle für jede künftige Entwicklung dar und somit hat fast jede künftige Entwicklung auch dort ihren Ursprung (*OLG Stuttgart ZIP 2012, 133, Juris-Rn 242; OLG Stuttgart AG 2012, 221, Juris-Rn 89, 106; OLG Frankfurt AG 2012, 513, Juris-Rn 96 ff; Komp Zweifelsfragen, S 145 f*). Daher kommt es zusätzlich als notwendige Voraussetzung auf die **Erkennbarkeit der zukünftigen Entwicklung** aus den Verhältnissen am Bewertungsstichtag heraus an (*OLG Frankfurt ZIP 2016, 716, Juris-Rn 31*); dabei ist die Erkennbarkeit aus Sicht und Kenntnis eines „**sorgfältig***

**arbeitenden“ Bewerter** zu beantworten (*OLG Stuttgart* AG 2012, 221, Juris-Rn 106; *OLG Düsseldorf* 06.04.2011 – I-26 W 2/06, Juris-Rn 47; die Perspektive des Entscheidungsträgers vertretend: *Popp/Ruthardt* AG 2015, 857). Bei der Berücksichtigung von **externen wertbeeinflussenden Entwicklungen des makro- und mikroökonomischen (branchenmäßigen) Umfelds** (s Rn 24), die außerhalb des Einflussbereiches der Geschäftsleitung liegen, kommt es entscheidend auf deren **Erkennbarkeit am Bewertungsstichtag** an (*Komp* Zweifelsfragen, S 145 f; *OLG Stuttgart* ZIP 2012, 133, Juris-Rn 262 ff; *OLG Stuttgart* AG 2011, 560, Juris-Rn 148).

Eine **allgemeine ex post-Plausibilisierung** der Planung, bei der **Abweichungen zwischen Planung und eingetretener Entwicklung** ermittelt werden, ist nach einhelliger Meinung aufgrund des „**hindsight bias**“ nur sehr eingeschränkt zulässig (**Ablehnung retrospektiver Plausibilitätsprüfung**: *Spindler* AG 2006, 677, 678; *Popp/Ruthardt* AG 2015, 857, 863; MünchKomm AktG/*Paulsen* Rn 96; Simon SpruchG/*Simon/Leverkus* Anh § 11, Rn 34; *BGH* DB 2013, 334, Juris-Rn 28; *OLG Stuttgart* AG 2013, 724, Juris-Rn 167; *OLG Stuttgart* AG 2004, 43, Juris-Rn 24; *OLG Karlsruhe* AG 2013 353, Juris-Rn 48; *OLG Frankfurt* ZIP 2015, 371, Juris-Rn 44; *OLG Frankfurt* AG 2015, 547, Juris-Rn 22; *OLG Frankfurt* AG 2013, 566, Juris-Rn 33; *OLG Düsseldorf* ZIP 2016, 71, Juris-Rn 48; *OLG Düsseldorf* 29.2.2012 – I-26 W 2/10, Juris-Rn 51; *OLG Düsseldorf* 31.3.2006 – I-26 W 5/06, Juris-Rn 36; *BayObLG* AG 2002, 390, Juris-Rn 19). **Nachträgliche Erwerbspreise** für das Unternehmen stellen auch keinen Anhaltspunkt für die Bewertung am Abschlussstichtag dar (s Rn 54d). Der außenstehende Aktionär hat keinen Anspruch auf den Ansatz der Erträge, die tatsächlich eingetreten sind, sondern die Wertermittlung hat auf der in der Unternehmensplanung prognostizierten Ertragsentwicklung abzustellen (*BGH* DB 2013, 334, Juris-Rn 28).

Nach dem **Stichtagsprinzip** ist als Ausgangspunkt für die Planung von einem Unternehmen auszugehen, „**wie es am Stichtag steht und liegt**“ (*BGH* ZIP 2016, 110, Juris-Rn 40; *BGHZ* 156, 57 – Ytong, Juris-Rn 13; *BGHZ* 140, 35, Juris-Rn 12; *Kuhner* AG 2006, 713, 716; *Fleischer* ZGR 1997, 368, 372; MünchKomm AktG/*Paulsen* Rn 84), was die **Fortführung des bestehenden Unternehmenskonzepts** unterstellt (IDW S1 idF 2008, Tz 29). Der Planung sind die am Bewertungsstichtag vorhandenen **Organisationsverhältnisse** und **Strukturen** zugrunde zu legen (*BGH* ZIP 2016, 110, Juris-Rn 40; *BGHZ* 156, 57 – Ytong, Juris-Rn 13; *BGHZ* 140, 35, Juris-Rn 12; *OLG Düsseldorf* 6.4.2011 – I-26 W 2/06, Juris-Rn 47; *OLG München* ZIP 2015, 1166, Juris-Rn 41; MünchKomm AktG/*Paulsen* Rn 84a). „**Zukünftige nachweisbare Erfolgchancen**“ iSd *BGH* liegen erst dann vor, wenn die Voraussetzungen für die **Nutzung dieser Chancen** bereits zum Bewertungsstichtag „**in ihrem Kern**“ bzw „**im Ansatz**“ geschaffen sind (s Rn 26b; *BGHZ* 140, 35, Juris-Rn 12; *BGHZ* 138, 136, Juris-Rn 11; *OLG Stuttgart* AG 2011, 560, Juris-Rn 146; *OLG Stuttgart* ZIP 2012, 133, Juris-Rn 263; *OLG München* AG 2008, 28, Juris-Rn 39; *BayObLG* AG 2002, 388, Juris-Rn 19).

## B. Bewertungsmethoden

### I. Überblick

Nach der Art und Weise, wie der finanzielle Nutzen zu erfassen ist (*BGH* NJW 1982, 2441, Juris-Rn 8; *BGH* NJW 1978, 1316 – Kali + Salz, Juris-Rn 33; *Hüttemann* ZHR 162 (1998), 563, 573), lassen sich grds folgende Verfahren der Wertermittlung feststellen: