

Michael Wilhelm Weber

Die Inkongruenz zwischen Bewertungsstichtag und Abfindung ausgeschlossener Gesellschafter

INHALTSVERZEICHNIS

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

XXI

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

XXVII

1. Teil: Einleitung	1
I. Einführung in die Problematik	1
1. Die allgemeine Definition des Begriffs der Schwebephase	2
2. Die Phase zwischen Ausscheiden und Abfindungszahlung	4
II. Der Gang der Untersuchung	4
2. Teil: Die Grundlagen der Anteils- und Unternehmensbewertung	7
I. Die abfindungsregelnden Normen	7
II. Die verfassungsrechtlichen Vorgaben	8
1. Das Anteilseigentum als gesellschaftsrechtlich vermitteltes Eigentum	8
2. Das Erfordernis der wirtschaftlich vollen Entschädigung	8
3. Der Verkehrswert als Wertuntergrenze	10
4. Zusammenfassung zu II.	12
III. Die Unternehmensbewertung als Instrument der Anteilsbewertung	12
1. Die indirekte Methode	12
2. Die direkte Methode	13
IV. Die Anteils- und Unternehmensbewertung als Schnittstelle zwischen Betriebswirtschaft und Rechtslehre	15
1. Die Funktion des Gesetzgebers und der Betriebswirtschaftslehre	15
2. Die Anteils- und Unternehmensbewertung als Rechts- und Tatfrage	16
a) Meinungsstand	17
b) Stellungnahme	17
V. Die personelle Bewertungsperspektive	20
1. Der Anteils- und Unternehmenswert als subjektiver Wert	20
2. Die maßgebliche personelle Bewertungsperspektive	21
a) Die Perspektive des ausscheidenden Gesellschafters	21
b) Die Perspektive der ausschließenden Gesellschafter	22
c) Die Maßgeblichkeit des Einigungs- oder Mittelwertes	23
d) Die Perspektive eines „markttypischen“ Dritten	24

e) Stellungnahme	25
3. Zusammenfassung zu V.	28
VI. Die zeitliche Bewertungsperspektive	28
1. Das Stichtagsprinzip	28
2. Die sog. Wurzeltheorie und die sog. Wertaufhellung	29
3. Der maßgebliche Bewertungsstichtag	30
VII. Die Bewertungsverfahren	31
1. Das Ertragswertverfahren	32
a) Der Ertragswertgedanke	32
aa) Der „klassische“ Ertragswertgedanke	33
bb) Der Ertragswertgedanke i.S.d. Investitionstheorie	33
b) Der Ertragswert	34
c) Das Zusammenspiel von Bewertungsstichtag und Ertragswertverfahren	35
aa) Die Zuordnung der Erträge in zeitlicher Hinsicht	35
bb) Die Zuordnung der Erträge in personeller Hinsicht	35
cc) Die Berücksichtigung des Zuflussprinzips	36
dd) Zusammenfassung zu c)	38
d) Die Ertragswertermittlung	38
aa) Die Höhe der Erträge	38
aaa) Die Überschussprognose	39
(1) Das Prinzip der Vergangenheitsanalyse	39
(2) Das Prinzip der Vorschauanalyse	40
bbb) Das Prognoseverfahren	41
(1) Das unendliche Rentenmodell	41
(2) Das variable Ausschüttungsmodell	42
(3) Das unendliche Wachstumsmodell	42
(4) Das Zweiphasenmodell	43
(a) Die Phase I	43
(b) Die Phase II	44
(5) Die im konkreten Bewertungseinzelfall maßgebliche Formel	45
ccc) Die Ausschüttungsannahme	45
(1) Die Thesaurierung von Überschüssen	45
(a) Die Reinvestitionsannahme	46
(b) Die fiktive Zurechnung an die Anteilseigner	47
(2) Die Bestimmung der Ausschüttungsquote	47
(3) Zusammenfassende Stellungnahme zu ccc)	49
ddd) Der Nachsteueransatz	49
bb) Die Anzahl der Erträge	51
cc) Die Abzinsung der Zukunftserträge	52
aaa) Der Sinn und Zweck der Abzinsung	52

Inhaltsverzeichnis

bbb) Der Kapitalisierungszinssatz	54
(1) Der Basiszinssatz	54
(2) Der Risikozuschlag	56
(a) Der Hintergrund der Erfassung des Unternehmensrisikos	56
(b) Der Streitstand um die Erfassung des Unternehmensrisikos	57
(aa) Der Begriff „Risiko“	57
(aaa) Die Risikofaktoren	58
(bbb) Die Risikofolgen	58
(bb) Die grundsätzliche Zulässigkeit der Berücksichtigung des Risikos	59
(cc) Die Erfassung des Risikos auf Ertrags- oder Kapitalisierungsebene	60
(aaa) Die Sicherheits- oder Risikoäquivalenzmethode	60
(bbb) Die Risikozuschlagsmethode	61
(dd) Die im Risikozuschlag zu erfassenden Risiken	61
(aaa) Zuschlag nur für das allgemeine Risiko	61
(bbb) Die Erfassung des gesamten Risikos im Risikozuschlag	62
(ee) Die Erfassung des Risikos mittels der Risikozuschlagsmethode	63
(aaa) Der Anleihe- bzw. Fremdkapitalzinsvergleich und die „pauschale“ Methode	63
(bbb) Das CAPM	63
(ff) Zusammenfassende Stellungnahme zu (2)	65
(3) Der Nachsteueransatz	66
(4) Der Wachstumsabschlag	67
ccc) Zusammenfassung zu cc)	68
dd) Die Ergänzung des Ertragswertes	68
aaa) Der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens	69
(1) Die Abgrenzung zwischen betriebsnotwendigem und nicht betriebsnotwendigem Vermögen	69
(2) Die Erforderlichkeit der gesonderten Erfassung	70
(3) Der Wertansatz	70
bbb) Der Liquidationswert des betriebsnotwendigen Vermögens	71
e) Zusammenfassung zum Ertragswertverfahren	71
f) Exkurs: Die Anteilsbewertung bei Bestehen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages	72
aa) Die modifizierte Bewertungsgrundlage	73

bb) Der modifizierte Kapitalisierungszinssatz	73
2. Das Discounted Cashflow-Verfahren	74
3. Das Substanz- und Liquidationswertverfahren	75
a) Der Substanzwert	76
b) Der Liquidationswert	76
4. Die Kombinationsverfahren (Mischverfahren)	77
5. Die marktorientierten Bewertungsverfahren	78
a) Die marktorientierte Anteils- und Unternehmenswerteermittlung	78
b) Der Börsenwert	78
VIII. Das im Einzelfall anzuwendende Bewertungsverfahren	80
1. Meinungsstand	80
a) Der Grundsatz der Methodenoffenheit	80
b) Zur Bedeutung der einzelnen Bewertungsverfahren	81
aa) Das Ertragswert- und DCF-Verfahren	81
bb) Das Substanzwertverfahren und die Kombinationsverfahren	81
cc) Der Liquidationswert	83
dd) Der Börsenwert	83
aaa) Der Börsenkurs als Wertuntergrenze	85
bbb) Die Theorie des absoluten Vorrangs	85
ee) Der Barwert der Ausgleichszahlungen	86
aaa) Die Ungeeignetheit des Barwertes der Ausgleichs-	
zahlungen	86
bbb) Der Barwert der Ausgleichszahlungen als Wertunter-	
grenze	88
ccc) Die Irrelevanz des anteiligen Unternehmenswertes	88
2. Stellungnahme zu VIII.	88
a) Der Anteils- und Unternehmenswert als Fiktion	88
b) Die Maßgeblichkeit des Höchstwertes	90
aa) Das Verhältnis zwischen Marktwert und fiktivem	
Anteilswert	90
bb) Die Verfahren zur Ermittlung des fiktiven Anteilswertes	93
aaa) Die Alternativität von Fortführungs- und Zerschlagungs-	
wert	93
bbb) Der Fortführungswert	94
(1) Das Verhältnis von Ertragswert- und DCF-Verfahren	94
(2) Das Verhältnis von Ertragswert und Substanzwert	95
(3) Der Barwert der Ausgleichszahlungen	96
c) Ergebnis und Zusammenfassung zu VIII.	97
IX. Die Zu- und Abschläge auf den Anteilswert	98
1. Meinungsstand	98
2. Stellungnahme	99
X. Die Schätzung des Unternehmenswertes	100

XI. Zusammenfassung zum 2. Teil	101
3. Teil: Der Ausschluss aus der oHG	103
I. Die Phasen bei Ausschluss aus einer oHG	103
II. Die Behandlung der Schwebephase	105
1. Die gesetzliche Ausgangslage	105
a) Kein Ausgleich durch die Abfindung	105
b) Kein gesetzlicher Ausgleich für die Verzögerung	106
c) Zwischenergebnis zu 1.	108
2. Der Meinungsstand zur Behandlung der Schwebephase	108
a) Der ersatzlose Wegfall der Gewinnbeteiligung mit Klage- erhebung	108
b) Die Unbilligkeit des ersatzlosen Wegfalls der Gewinnbe- teiligung	110
aa) Die Entschädigung durch eine fortbestehende konkrete Gewinnbeteiligung	110
bb) Die Entschädigung durch „Einpreisung“ eines angemessenen Ausgleichs in die Abfindung	111
cc) Die Entschädigung durch ertragsunabhängige Verzinsung der Abfindung	112
dd) Die Entschädigung durch Aufzinsung des Abfindungs- guthabens	113
3. Stellungnahme	115
a) Die ratio legis des § 140 Abs. 2 HGB	115
aa) Die Interpretation des § 140 Abs. 2 HGB in Rechtsprechung und Lehre	115
bb) Zur Gesetzeshistorie des § 140 Abs. 2 HGB	117
cc) Die Vor- und Nachteile einer langen Prozessdauer	120
aaa) Die Vorteile einer langen Prozessdauer	120
(1) Die Anteils- und Unternehmenswertsteigerungen	120
(2) Die Beteiligung am konkreten Gewinn der Gesellschaft	120
bbb) Die Nachteile einer langen Prozessdauer	121
dd) Zusammenfassende Stellungnahme zu aaa)	122
b) Zur These der ausgleichslosen Schwebephase	124
aa) Der nicht unerhebliche wirtschaftliche Nachteil bei längerer Schwebephase	124
bb) Die Gewinnbeteiligung im Hinblick auf den Sinn und Zweck des § 140 Abs. 2 HGB	125
cc) Die entschädigungslose Schwebephase aus verfassungs- rechtlicher Sicht	126

dd) Ergebnis zu a)	127
c) Zum Fortbestehen der konkreten Gewinnbeteiligung	127
aa) Die Unvereinbarkeit mit der ratio legis des § 140 Abs. 2 HGB	128
bb) Die Unvereinbarkeit mit dem Stichtagsprinzip	129
cc) Die Verlagerung des unternehmerischen Risikos auf die verbleibenden Gesellschafter	130
dd) Ergebnis zu b)	130
d) Zur „Einpreisung“ eines angemessenen Ausgleichs	131
e) Zu den erfolgsunabhängigen Ausgleichsansprüchen	132
aa) Zur ertragsunabhängigen Verzinsung der Abfindung	132
bb) Zur Aufzinsung der Abfindung	134
aaa) Die dogmatische Grundlage	135
bbb) Die Aufzinsung als anerkanntes Instrument der Betriebswirtschaft	136
ccc) Die Differenzierung zwischen der Schwebephase und der Phase bis zur Abfindungszahlung	138
ddd) Der Aufzinsungsfaktor	138
f) Ergebnis zu 3.	140
4. Die Konkretisierung der Aufzinsungslösung	141
a) Die Definition des Begriffs Aufzinsung	141
b) Der Aufzinsungsfaktor	142
aa) Die Zusammensetzung des Aufzinsungsfaktors	143
bb) Die veränderte Risikolage nach dem Bewertungsstichtag	144
aaa) Der Fortfall des Volatilitätsrisikos	144
bbb) Das fortbestehende, aber verminderte Ausfallrisiko	144
ccc) Das fortbestehende, aber verminderte Risiko der Haftung für Gesellschaftsverbindlichkeiten	145
cc) Die Schlussfolgerung hinsichtlich des Aufzinsungsfaktors	146
c) Ergebnis und Zusammenfassung zu 4.	148
5. Die Bewertungssonderfälle	148
a) Die Unternehmenswertermittlung mittels des DCF-Verfahrens	149
b) Der Ansatz des Substanz- oder Liquidationswertes	149
c) Zusammenfassung zu 5.	150
6. Die Zusammenfassung der Unterschiede zwischen Verzinsung und Aufzinsung	151
III. Die Phase zwischen Ausscheiden und Abfindungszahlung	152
1. Meinungsstand	153
a) Die gesetzliche Lage und die Auffassung der herrschenden Meinung	153
b) Die Verzinsung mit dem Kapitalisierungszinssatz	154
c) Die ertragsunabhängige Verzinsung	155
2. Stellungnahme	155

a) Die Erforderlichkeit einer automatischen Verzinsung ab dem Ausscheiden	156
aa) Die Unbilligkeit einer „Zinslücke“	157
bb) Die automatische Verzinsung in zahlreichen Parallelkonstellationen	158
cc) Die Entstehungsgeschichte der §§ 305 Abs. 3 S. 3 HS. 1 und 327 b Abs. 2 HS. 1 AktG	159
dd) Zwischenergebnis zu a)	160
b) Die Verzinsung mit 5 Prozentpunkten über dem Basiszinssatz	160
c) Die Gesamtanalogie zu §§ 305 Abs. 3 S. 3 HS. 1, 320 b Abs. 1 S. 6 HS. 1 und 327 b Abs. 2 HS. 1 AktG sowie § 15 Abs. 2 S.1 UmwG	161
3. Zusammenfassung zu III.	162
IV. Die Behandlung von Entnahmen während der Schwebephase	163
V. Das Scheitern der Ausschlussmaßnahme	164
VI. Ergebnis und Zusammenfassung zum 3. Teil	164
 4. Teil: Der Ausschluss aus der GmbH	 167
 I. Die Phasen bei Ausschluss aus einer GmbH	 167
1. Die Erforderlichkeit einer Gestaltungsklage	168
2. Die Schwebephase zwischen Klageerhebung und Rechtskraft des Urteils	170
3. Die Phase zwischen Rechtskraft des Urteils und Abfindungszahlung	171
a) Meinungsstand	172
aa) Das aufschiebend bedingte Ausschlussurteil	172
bb) Das auflösend bedingte Ausschlussurteil	173
cc) Das unbedingte Ausschlussurteil	173
b) Stellungnahme und Schlussfolgerungen zu 3.	175
4. Zwischenergebnis zu I.	178
II. Die Situation während der Schwebephase zwischen Klageerhebung und Rechtskraft des Ausschlussurteils	178
1. Kein Ausgleich durch gesetzliche Regelung	179
2. Der Meinungsstand zur Behandlung der Schwebephase	179
a) Das Fortbestehen der konkreten Gewinnbeteiligung	180
aa) Die Erforderlichkeit der Verselbständigung des Anspruchs vor Ausscheiden	180
bb) Die Korrektur verselbständigungsbedingter Unbilligkeiten	181
cc) Ergebnis zu a)	182

b) Der Wegfall der konkreten Gewinnbeteiligung mit Klageerhebung	182
aa) Der ersatzlose Wegfall der Gewinnbeteiligung	183
bb) Die Einpreisung einer Nutzungsentschädigung in die Abfindung	183
cc) Die ertragsunabhängige Verzinsung der Abfindung	184
dd) Die Aufzinsung der Abfindung	186
3. Stellungnahme	187
a) Zur fortbestehenden Gewinnbeteiligung	187
aa) Die Unvereinbarkeit mit dem Wortlaut und dem Sinn und Zweck des analog herangezogenen § 140 Abs. 2 HGB	188
bb) Die Unvereinbarkeit mit dem Stichtagsprinzip	190
cc) Die entstehende Zinslücke	190
dd) Die Gefahr der Doppelbeteiligung	191
ee) Ergebnis zu a)	191
b) Zum ersatzlosen Wegfall der Gewinnbeteiligung	191
c) Zur Einpreisung einer angemessenen Entschädigung	192
d) Zur ertragsunabhängigen Verzinsung der Abfindung	192
e) Zur Aufzinsung der Abfindung	193
4. Der Aufzinsungsfaktor	193
a) Der modifizierte Kapitalisierungszinssatz	194
b) Die Bewertungssonderfälle	195
5. Ergebnis zu II.	196
III. Die Phase zwischen Rechtskraft des Ausschlussurteils und Abfindungszahlung	197
1. Das unbedingte Ausschlussurteil	197
a) Die gesetzliche Rechtslage	197
b) Die ertragsunabhängige Verzinsung der Abfindung	198
c) Die Verzinsung der Abfindung mit dem Kapitalisierungszinssatz	199
d) Stellungnahme zu 1.	199
2. Das aufschiebend bedingte Ausschlussurteil	200
a) Meinungsstand	201
aa) Das Fortbestehen der konkreten Gewinnbeteiligung	201
bb) Der Wegfall der konkreten Gewinnbeteiligung	202
aaa) Das Ruhen der fortbestehenden Mitgliedschaftsrechte	203
bbb) Der Wegfall der konkreten Gewinnbeteiligung mit Klageerhebung	203
ccc) Die Kompensation für den Wegfall der Gewinnbeteiligung	204
(1) Die ertragsunabhängige Verzinsung der Abfindung	204
(2) Die Aufzinsung der Abfindung	204

b) Stellungnahme zu 2.	205
IV. Die Behandlung von Dividendenzahlungen nach dem Bewertungsstichtag	206
V. Das Scheitern der Ausschlussmaßnahme	207
VI. Zusammenfassung der Ergebnisse zum 4. Teil	208
5. Teil: Der Minderheitsausschluss aus der AG	211
I. Die Phasen beim Minderheitsausschluss aus der AG	211
II. Die Schwebephase zwischen Beschlussfassung und Eintragung	213
1. Die gesetzliche Ausgangslage	214
2. Der Meinungsstand zur Behandlung der Schwebephase	215
a) Einhelliger Ausgangspunkt: Das Fortbestehen der abstrakten Dividenden- bzw. Ausgleichsberechtigung	216
b) Das Fortbestehen der konkreten Dividenden- bzw. Ausgleichsberechtigung	217
aa) Keine Abgeltung des Fruchtziehungsrechtes durch „Einpreisung“ in die Abfindung	218
aaa) Der Einpreisungsgedanke	218
bbb) Der Streitstand um die Abgeltung des Fruchtziehungsrechtes	219
(1) Die Abgeltung der zukünftigen Dividenden- bzw. Ausgleichszahlungen	219
(2) Die ausschließliche Abgeltung des Stammrechtes	220
ccc) Zwischenergebnis zu aa)	221
bb) Die Erforderlichkeit der Anspruchsverselbständigung vor dem Ausscheiden	222
aaa) Das Entstehen einer (partiellen) Zinslücke	223
(1) Kein konkreter Dividendenanspruch pro rata temporis	223
(2) Der Meinungsstand zum konkreten Ausgleichsanspruch pro rata temporis	224
(a) Die Anspruchsentstehung pro rata temporis	224
(b) Die Anspruchsentstehung mit ordentlicher Hauptversammlung	225
(3) Zwischenergebnis nach herrschender Auffassung: (partielle) Zinslücke	227
(4) Die Behandlung der (partiellen) Zinslücke	227
(a) Der Herausgabeanspruch gegen den Hauptaktionär gem. § 101 Nr. 2 HS. 2 BGB	228

(b) Die Einpreisung entgehender Dividenden- bzw. Ausgleichsleistungen als zusätzlicher Faktor in die Abfindung	229
(c) Die Verzinsung der Barabfindung ab Beschlussfassung unter Anrechnung geleisteter Dividenden- bzw. Ausgleichszahlungen	231
(d) Ergebnis zu aaa)	232
bbb) Die Zufallsabhängigkeit der konkreten Nutzung	233
(1) Die Zufälligkeit der Gewinnerzielung	234
(2) Die Zufälligkeit des Ausschüttungsverhaltens	234
(3) Die Zufälligkeit des Zeitpunkts der Verselbständigung	234
cc) Zusammenfassung zu bb)	235
c) Der Wegfall des konkreten Dividenden- bzw. Ausgleichsanspruchs mit Beschlussfassung	236
aa) Der ersatzlose Wegfall des konkreten Dividenden- bzw. Ausgleichsanspruchs	236
bb) Die Aufzinsung der Barabfindung auf den Tag des Ausscheidens	237
3. Stellungnahme	238
a) Zum ersatzlosen Wegfall der Dividende bzw. des Ausgleichs zum Bewertungsstichtag	238
b) Zur Einpreisung und Abgeltung des Fruchtziehungsrechtes	239
c) Zum Fortbestehen des konkreten Dividenden- bzw. Ausgleichsanspruchs	240
aa) Die entstehende Zinslücke	241
bb) Die Unvereinbarkeit mit dem Sinn und Zweck der Vorverlagerung des Bewertungsstichtages	244
cc) Die Zufallsabhängigkeit der Verselbständigung und Ausschüttungshöhe	246
dd) Zusammenfassung zu c)	246
d) Zur Einpreisung eines angemessenen Ausgleichs als zusätzlichem Faktor	247
aa) Die schwer abschätzbare Höhe der Entschädigung	247
bb) Die Ungeeignetheit der konkreten Nutzung	248
cc) Die Kapitalersatzfunktion der Abfindung	249
e) Zur Verzinsung unter Anrechnung der konkreten Nutzung	249
f) Zur Aufzinsung der Barabfindung	250
4. Der Aufzinsungsfaktor	251
a) Der modifizierte Kapitalisierungszinssatz	251
b) Die Bewertungssonderfälle	254
aa) Die Anteilsbewertung mittels des DCF-, Substanz- oder Liquidationswertverfahrens	254

bb) Der Ansatz des Börsenwertes	254
III. Die Phase zwischen Beschlusseintragung (Ausscheiden) und Bekanntmachung (Zinsbeginn)	255
1. Die gesetzliche Rechtslage und Auffassung der herrschenden Meinung	255
2. Die Kritik der Literatur	256
a) Die Verfassungswidrigkeit der Zinslücke	256
b) Lösungsvorschläge	257
3. Stellungnahme	257
IV. Die Phase zwischen Bekanntmachung der Eintragung (Zinsbeginn) und der Abfindungszahlung	259
1. Die gesetzliche Rechtslage	259
2. Die Kritik der Literatur	260
3. Stellungnahme	261
V. Die Behandlung von Dividenden- und Ausgleichsleistungen nach dem Bewertungsstichtag	262
1. Die vor dem Bewertungsstichtag verselbständigten Ansprüche	264
2. Die auf den Zeitraum vor dem Bewertungsstichtag entfallenden aber erst nach diesem Zeitpunkt verselbständigten Dividenden- bzw. Ausgleichsansprüche	264
3. Die auf den Zeitraum nach dem Bewertungsstichtag entfallenden Dividenden- bzw. Ausgleichsansprüche	265
a) Der Vergleich mit der Situation bei § 305 Abs. 3 S. 3 HS. 1 AktG	265
b) Keine Kumulation von Aufzinsung und Dividende bzw. Ausgleich	267
c) Die alleinige Maßgeblichkeit der abstrakten Nutzung	268
aa) Der Überschuss der abstrakten Nutzung	268
bb) Der Überschuss der konkreten Nutzung	269
VI. Das Scheitern der Ausschlussmaßnahme	270
VII. Zusammenfassung zum 5. Teil	270
 6. Teil: Zusammenfassung der Untersuchung	 273
I. Zur Anteils- und Unternehmensbewertung	273
II. Zur Behandlung der Schwebephase	274
III. Zur Behandlung der Phase zwischen Ausscheiden und Abfindungszahlung	276
IV. Anregung an den Gesetzgeber	276
 LITERATURVERZEICHNIS	 279